



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ

ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

(E-MBA)

2011

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



ΔΗΜΗΤΡΟΥ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ:
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στον απόηχο μιας από τις μεγαλύτερες διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις, που από πολλούς χαρακτηρίστηκε ως κρίση φερεγγυότητας και ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η έλλειψη αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης και ελέγχου αναδεικνύεται σε θέμα καίριας σημασίας, αφού αποτέλεσε μια από τις βασικές αιτίες της κρίσης.

Η εκπόνηση μιας νέας αρχιτεκτονικής για το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθίσταται αναγκαία περισσότερο από ποτέ και το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να αποτελέσει αναπόσπαστο μέρος της μεταρρύθμισης του ρυθμιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στην παρούσα εργασία παρουσιάζεται η σπουδαιότητα – αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης διαχρονικά, όπως αυτή αναδείχθηκε μέσω των διεθνών πρωτοβουλιών και των ορθών πρακτικών που έγιναν ευρέως αποδεκτές από το σύνολο του οικονομικού κόσμου. Καταγράφονται επίσης, τα αίτια που οδήγησαν στη χρηματοοικονομική κρίση του 2007, κυρίως λόγω της μη ορθής εφαρμογής των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Εξετάζεται επίσης η έως σήμερα αναμόρφωση του ρυθμιστικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών. Για την Ευρωπαϊκή Ένωση παρουσιάζεται το Σύμφωνο Σταθερότητας που ίδρυσε το Συμβούλιο που είναι από το 2010 υπεύθυνο για την σύγκλιση των κανονισμών των κεφαλαιαγορών σε όλα τα κράτη μέλη και ταυτόχρονα παρείχε κρατικές εγγυήσεις για τα πενταετή διατραπεζικά δάνεια έως τον Δεκέμβριο του 2009 με σκοπό την τόνωση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Για τις ΗΠΑ αναλύεται ο νόμος “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, ο οποίος τίθεται σε εφαρμογή σε στάδια από τον

Ιούλιο του 2010 στις μη τραπεζικές-επενδυτικές επιχειρήσεις και στις αρχές του 2012 θα επεκταθεί η εφαρμογή του και σε αυτές. Η αναμόρφωση που επέβαλε ο νόμος είναι από τις σημαντικότερες μετά το 1930 στην Αμερικανική οικονομία. Επιβάλλει κανονισμούς για τις αγορές που είχαν εξαιρεθεί θεσμικά από κάθε νομοθεσία το 2000, βελτιώνει την τραπεζική νομοθεσία και επιβάλλει κανόνες για την αντιμετώπιση του συστημικού ρίσκου, ενώ ταυτόχρονα με τις επιτροπές ελέγχου της αγοράς προβλέπει πρόστιμα για αθέμιτες εταιρικές πρακτικές από τα στελέχη των επιχειρήσεων και τέλος προβλέπει τη συμμετοχή των μετόχων στον καθορισμό των εκτελεστικών αποζημιώσεων.

Τέλος, στην εργασία γίνονται διάφορες προτάσεις για την περαιτέρω βελτίωση του θεσμού της εταιρικής διακυβέρνησης, προς αποφυγή παρόμοιων δυσμενών καταστάσεων στο μέλλον.

Η παρούσα μελέτη βασίζεται σε πρόσφατη βιβλιογραφία και αρθρογραφία καθώς και σε συμπεράσματα πρόσφατων μελετών και ερευνών.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα αναπληρωτή καθηγητή κ. Φίλιππα Νικόλαο για την καθοδήγησή του και το άρτιο κλίμα συνεργασίας, καθώς και τον οικογενειακό φίλο Στοϊκίδη Κυριάκο για την πολύτιμη συνεισφορά του.

Στον αγαπημένο μου σύζυγο
και στα λατρεμένα μου παιδιά,
οι οποίοι είναι ότι πολυτιμότερο έχω!

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	-----	
Εισαγωγή	-----	1
1. Εισαγωγή στην εταιρική διακυβέρνηση	-----	4
1.1. Εισαγωγικό βασικό εννοιολογικό πλαίσιο και στόχοι που εξυπηρετεί	-----	4
1.2. Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης	-----	10
1.3. Διεθνείς πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης	-----	17
1.3.1. Έκθεση της Επιτροπής CADBURY	-----	18
1.3.2. Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ΟΟΣΑ	-----	25
1.3.3. Ο Νόμος SARBANES – OXLEY	-----	38
1.3.4. Η Ευρωπαϊκή Ένωση	-----	46
1.3.5. Η ελληνική πραγματικότητα	-----	51
2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008	-----	55
2.1. Η πρόκληση της χρηματοπιστωτικής κρίσης	-----	56
2.1.1. Κρίση και Εταιρική Ηθική	-----	59
2.1.2. Κρίση και Εταιρική Διακυβέρνηση	-----	60
2.2. Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης	-----	68
2.2.1. Οι πρωτοβουλίες του G20	-----	69
2.2.2. Οι μεταρρυθμίσεις στις ΗΠΑ	-----	71
2.2.3. Οι πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης	-----	80
2.3. Ρυθμιστικές Προτάσεις για την Αναμόρφωση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	-----	85
2.4. Η Αυριανή Εταιρική Διακυβέρνηση	-----	91
3. Συμπεράσματα	-----	96
Βιβλιογραφία	-----	99
Παράρτημα	-----	106

Εισαγωγή

Η παγκοσμιοποίηση των κεφαλαιαγορών και οι σκανδαλώδεις εταιρικές καταρρεύσεις των τελευταίων δεκαετιών κατέδειξαν τα ζητήματα που περιβάλλουν τη διαχείριση και τον έλεγχο των επιχειρήσεων, ως σημαντικού πρακτικού, οικονομικού και ακαδημαϊκού ενδιαφέροντος. Οι επιπτώσεις της χρεοκοπίας μεγάλων εταιρειών όπως η Enron και η WorldCom στις ΗΠΑ και η Viventi και France Telecom στην Ευρώπη, «τραυμάτισαν» την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις επιχειρήσεις, την επιχειρηματικότητα, και γενικότερα στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Προς αποφυγή της κλιμάκωσης της κατάστασης οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών όλων σχεδόν των χωρών, σχεδίασαν συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης με βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της Επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα των μετόχων της αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτήν. Η καλή λειτουργία των οικονομιών άλλωστε, προϋποθέτει πράγματι την αποτελεσματική και διαφανή διαχείριση των εταιρειών.

Ενώ οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται ότι είχαν αρχίσει να αποτελούν ουσιαστικό πλέον παράγοντα αξιοπιστίας των εθνικών κεφαλαιαγορών αλλά και του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και υπήρχε παντού μια διάχυτη αισιοδοξία για την περαιτέρω βελτίωση του θεσμού, ξαφνικά η πρόσφατη

οικονομική κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ το 2007, απέδειξε ότι οι αρχές διασφάλισης του συστήματος δεν ήταν αρκετές.

Το παράδοξο της κρίσης αυτής είναι ότι ενώ ξεκίνησε από μια μικρή αγορά επενδυτικών προϊόντων αποτέλεσε παγκόσμιο φαινόμενο. Η παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος και οι νέες τεχνολογίες συνέτειναν προς αυτή την κατεύθυνση.

Τα αίτια της κρίσης ήταν πολλά. Μεταξύ αυτών πολλοί συμφωνούν ότι σημαντικό ρόλο έπαιξαν η χαλαρή νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, η υπερβολική μόχλευση – δανεισμός των χρηματοοικονομικών οργανισμών, η δημιουργία πολύπλοκων και αδιαφανών επενδυτικών προϊόντων, η έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών διαχείρισης κινδύνων, οι στρεβλώσεις στο σύστημα κινδύνων και αμοιβών των διευθυντικών στελεχών των χρηματοοικονομικών οργανισμών, η πολύ μεγάλη ρευστότητα, καθώς και η αναποτελεσματική άσκηση ελέγχου από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Η αλαζονεία, η έλλειψη εταιρικής ηθικής των στελεχών των χρηματοοικονομικών οργανισμών, καθώς επίσης και η μη εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, ευθύνονται σε μεγάλο βαθμό για την κρίση. Διαπιστώνεται πλέον έντονα η ανάγκη για διευρυμένη λογοδοσία και διαφάνεια στον επιχειρηματικό κόσμο.

Οι αγορές δεν είναι τόσο αποτελεσματικές όσο πιστεύαμε, ενώ επανέρχεται στο προσκήνιο ο ρόλος του κράτους και των εποπτικών αρχών. Υπό αυτή την έννοια η ανάλυση των αιτιών που προκάλεσαν την κρίση είναι πολύ σημαντική, γιατί μπορεί να μας δώσει ένα χρήσιμο μάθημα για το μέλλον, μπορούμε να

προσδιορίσουμε τα προβλήματα και να αναλύσουμε τις πολιτικές επιλογές. Διαφαίνεται πως το νέο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον χρειάζεται μια νέα εποχή ρύθμισης καλύτερα προσαρμοσμένη στα πράγματα. Όμως, τελικά αρκεί μόνο αυτό για να αποτραπούν παρόμοια φαινόμενα στο μέλλον;

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

1. Εισαγωγή στην εταιρική διακυβέρνηση

1.1 Εισαγωγικό βασικό εννοιολογικό πλαίσιο και στόχοι που εξυπηρετεί

Η οικονομική κρίση η οποία διανύουμε για πολλούς από τους αναλυτές είχε ως βασικό αίτιο την «κερδοσκοπία». Ποιο συγκεκριμένα τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων κάποιων εταιρειών, με σκοπό την μεγιστοποίηση των κερδών, και κατά συνέπεια των δικών τους μόνους, εφάρμοζαν τακτικές διοίκησης της επιχείρησης που σε βάθος χρόνου ζημίωναν τους μετόχους.

Οι διαδοχικές καταρρεύσεις εταιρειών τα τελευταία χρόνια, με την ταυτόχρονη αποκάλυψη σκανδάλων που οδήγησαν σε αυτό το αποτέλεσμα, έφεραν στο προσκήνιο τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης. Η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται σε ένα σύνολο αρχών με βάση το οποίο επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, η λειτουργία, διοίκηση και έλεγχος μιας επιχείρησης, με μακροπρόθεσμο στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της και τη διαφύλαξη των έννομων συμφερόντων όσων συνδέονται με αυτήν.¹ Περιλαμβάνει επίσης, το μηχανισμό μέσω του οποίου καθορίζονται οι στόχοι της επιχείρησης και προκρίνονται τα μέσα για την επίτευξη των στόχων αυτών και την παρακολούθηση της απόδοσης.² Ακόμη και στις περιπτώσεις που οι εταιρείες δεν βασίζονται κατά κύριο λόγο σε εξωτερικές πηγές κεφαλαίων η τήρηση καλών πρακτικών Εταιρικής διακυβέρνησης θα τις βοηθήσει να αποκτήσουν την εμπιστοσύνη των εγχώριων

¹ John L. Colley, What is corporate governance?, McGraw-Hill Professional, 2005, σελ. 7-9

² ΟΟΣΑ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, 1999

επενδυτών, να μειώσουν το κόστος του κεφαλαίου, να συμβάλουν στη βελτίωση της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών και τελικά να προσελκύσουν σταθερότερες πηγές χρηματοδότησης.³

⁴Κατά άλλους τα Συστήματα Εταιρικής διακυβέρνησης αφορούν το σχεδιασμό και την εφαρμογή των κατάλληλων εκείνων μηχανισμών διοίκησης, παρακολούθησης και ελέγχου της δραστηριότητας των επιχειρήσεων, με απώτερο στόχο την ορθολογική χρησιμοποίηση των παραγωγικών τους πόρων. Καλύπτει το σύνολο των πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση, προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική της λειτουργία, την προστασία των μετόχων της, αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτή, στο σημερινό, εξαιρετικά έντονο ανταγωνιστικά περιβάλλον.

Σκοπός της εφαρμογής αυτού του συστήματος είναι η αποδοχή από το σύνολο εταιρειών, μιας σειράς από αρχές και πρακτικές λειτουργίας, οι οποίες θα εξυπηρετούν τρεις βασικούς άξονες:

τη διαφάνεια

τη συνέπεια και

την υπευθυνότητα.

Ταυτόχρονα η εφαρμογή αυτών των αρχών θα δώσει τη δυνατότητα στις εταιρίες να βελτιώσουν την αποδοτικότητά τους, ενώ παράλληλα πολλαπλά

³ ΟΟΣΑ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2004, όπως και Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης., 6/2007

⁴ Ομιλία Γενικού διευθυντή Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης Κου. Βασιλείου Μάργαρη Στην Εκδήλωση Η Οποία Πραγματοποιήθηκε Την Τετάρτη 25 Σεπτεμβρίου 2002 Από Τον ΣΒΒΕ, Το Χ.Κ.Θ. & Hay Group

θα είναι και τα οφέλη για το σύνολο των μετόχων, είτε αυτοί είναι βασικοί, είτε είναι μικρομέτοχοι.

⁵Ο όρος εταιρική διακυβέρνηση θα μπορούσε επίσης να προσδιοριστεί ως το συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχων, που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρείας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα. Τα δικαιώματα μπορεί να είναι νομοθετικής, κανονιστικής ή συμβατικής φύσεως. Οι διαδικασίες συνιστούν μηχανισμούς εκτός από την ενάσκηση δικαιωμάτων, για την επιρροή της διοίκησης, όπως π.χ. τα εργασιακά συμβούλια. Οι έλεγχοι προβάλλουν ως μηχανισμοί, δια μέσου των οποίων οι stakeholders ενημερώνονται για τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως π.χ. ο εσωτερικός έλεγχος.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποδίδει τους τρόπους προσέγγισης των διαφόρων συμφερόντων (των επενδυτών και του management) και διασφάλισης της λειτουργίας της επιχείρησης προς το συμφέρον των επενδυτών, αφορά τις σχέσεις μεταξύ των εσωτερικών μηχανισμών της εταιρείας και των αντιλήψεων της κοινωνίας για την εταιρική ευθύνη και περιλαμβάνει τις δομές, τις διαδικασίες, τις αντιλήψεις και τα συστήματα που διασφαλίζουν την επιτυχή λειτουργία του οργανισμού. Η εταιρική διακυβέρνηση καλύπτει το σύνολο των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων που αναμειγνύονται στη ζωή της εταιρείας και δεν περιορίζεται στην επίλυση των συγκρούσεων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης. Ο ορισμός της

⁵ J Cook /S. Deakin, Stake holding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance, ESRC Centre for Business research, University of Cambridge, July 1999.

εταιρικής διακυβέρνησης υπονοεί δύο φορείς, έναν εσωτερικό, αυτόν που διακυβερνάται, και έναν εξωτερικό, αυτών που διακυβερνά. Η δε επίδραση της νομοθεσίας στην εταιρική διακυβέρνηση πραγματοποιείται, δια μέσου των αποτελεσμάτων της, στον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αποτελούν αντικείμενο κυριότητας, στη μορφή με την οποία ελέγχονται και τη διαδικασία με την οποία επέρχονται μεταβολές στην κυριότητα και στον έλεγχο.

⁶Ο Gabrielle O'Donovan ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα εσωτερικό σύστημα καθοδήγησης των πολιτικών, των εργασιών και του ανθρώπινου δυναμικού που εξυπηρετεί την ανάγκη των μετόχων και των άλλων παραγόντων της επιχείρησης, καθοδηγώντας και ελέγχοντας τις ενέργειες του management, για την αντικειμενική και αξιόπιστη πληροφόρηση του κοινού. Ενώ όμως υποστηρίζει τη θέση πως η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αυξήσει την εταιρική αξία και αξιοπιστία τονίζει πως η στροφή των επιχειρήσεων στην εφαρμογή νομικών ρυθμίσεων, ως μέσο της εφαρμογής εταιρικής διακυβέρνησης, κάνει τα διοικητικά συμβούλια να γιατρεύουν τα συμπτώματα και όχι τις αιτίες των εσωτερικών προβλημάτων.

⁷Ο στόχος που εξυπηρετεί η εταιρική διακυβέρνηση, δεν εξαντλείται πάντως στη διασφάλιση της ακεραιότητας και την εντιμότητα της εταιρείας. Εκτείνεται και στην προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της εταιρείας, οδηγώντας αυτή στην κερδοφορία. Επομένως, η εταιρική διακυβέρνηση

⁶ Gabrielle O'Donovan, Corporate Governance International Journal, "A Board Culture of Corporate Governance, Vol 6 Issue 3 (2003)

⁷ Μούζουλας Σπήλιος, Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance) Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα – Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 26,27

δεν περιορίζεται, ως αντικείμενο, στο μοντέλο άσκησης της διοίκησης της εταιρείας, αλλά συνιστά μέθοδο προσέγγισης των ζητημάτων με αφετηρία τις τάσεις που δημιουργούνται κατά τη λειτουργία της επιχείρησης γενικότερα. Ειδικότερα καθορίζει τους κανόνες ενάσκησης της εξουσίας στην εταιρεία.

Η εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει το σύνολο των διατάξεων που επιτρέπουν τη διασφάλιση, αφενός μεν του συνόλου των στόχων της διοίκησης της εταιρείας, αφετέρου δε της καταλληλότητας και της επάρκειας των μέσων που θα έχουν τεθεί σε εφαρμογή για την επίτευξη αυτών των στόχων. Εκφράζει δηλαδή, την απαίτηση τήρησης κάποιων αρχών οργάνωσης. Η τελευταία βασίζεται στη διάκριση καθηκόντων που ανατίθενται σε χωριστούς φορείς, με βάση και την ειδικότητά τους. Η εταιρική διακυβέρνηση εκλαμβάνεται ως διαδικασία αιτιολόγησης των αποφάσεων που λαμβάνονται, από τους φορείς ενάσκησης εξουσίας, σε ένα πλαίσιο, το οποίο χαρακτηρίζεται από διαφάνεια, ενημέρωση και καταμερισμό των καθηκόντων στα κατάλληλα πρόσωπα. Κάτω από αυτό το πρίσμα, επιτυγχάνεται η σταθεροποίηση των προθέσεων των μερών.⁸

Η Εταιρική διακυβέρνηση είναι η συνδυασμένη δράση της διοίκησης της εταιρείας (Management), του διοικητικού της Συμβουλίου (Board of Directors), και των μετόχων της (Shareholders) με σκοπό να πιστοποιηθεί το γεγονός ότι όλοι οι συμμετέχοντες - ενδιαφερόμενα μέρη στην εν λόγω εταιρεία θα έχουν δίκαιη συμμετοχή στα κέρδη της, καθώς και στα περιουσιακά της στοιχεία. Τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι κυρίως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα διευθυντικά και διοικητικά στελέχη, οι μέτοχοι (θεσμικοί και ιδιώτες), και τέλος όλα

⁸ Μούζουλας Σπήλιος, ο.π. σελ. 28

τα υπόλοιπα επηρεαζόμενα από την πορεία της εταιρείας μέρη, δηλαδή οι πιστωτές, οι πελάτες, οι εργαζόμενοι, καθώς και το κοινωνικό σύνολο.⁹

⁹ Ομιλία Λυγίζου Κ., Γεωργιάδη Ν., Standard & Poor's – Metaholding, Ειδική Εκδήλωση στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 10/2/2005. Παρουσίαση Έρευνας για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

1.2 Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Η θέσπιση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν μπορεί να αποτελεί βάρος για κανένα από τα μέρη που συντελούν σε μία εταιρεία (μέτοχοι - επενδυτές, διοίκηση). Με αυτό το γνώμονα τα οφέλη από την εφαρμογή συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να είναι ευνοϊκά προς κάθε κατεύθυνση. Συνδυάζοντας τις διάφορες μορφές εταιρικής διακυβέρνησης μπορούμε να εξασφαλίσουμε σε ένα βαθμό τα συμφέροντα όλων των παραγόντων και να διασφαλιστούν κάθε στιγμή τα περιθώρια ανάπτυξης της εταιρείας ώστε να μένει αμείωτο το επενδυτικό ενδιαφέρον.¹⁰

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτόχρονα τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών.¹¹ Το τυπικό μοντέλο επιτυχημένης εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει συνήθως τα εξής:

- Διασφάλιση κατάλληλης σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου που να πληροί τα κριτήρια ανεξαρτησίας και σαφούς διαχωρισμού αρμοδιοτήτων από τα όργανα διοίκησης.
- Δημιουργία οργάνων διοίκησης με σαφείς ρόλους που εξισορροπούν τα προσόντα και την εμπειρία των στελεχών με τις απαιτήσεις, τη φύση και το εύρος των εταιρικών δραστηριοτήτων.

¹⁰ Robert A.G. Monks, Nell Minow, Corporate Governance(Paperback). Blackwell Publishing, σελ. 530

¹¹ Τραυλός Ν., Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν. www.LawNet.gr

- Καθορισμό συστημάτων ανταμοιβών, αξιολόγησης και ανάπτυξης, τέτοιων ώστε να προσελκύουν και να διατηρούν στελέχη με ικανότητες να επιτυγχάνουν την απόδοση που απαιτείται από τους μετόχους.
- Υποστήριξη της διαφάνειας, ακεραιότητας και υπευθυνότητας στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
- Ανάπτυξη συγκεκριμένων εταιρικών διαδικασιών που απεικονίζουν τον τρόπο καθημερινής εργασίας και διασφάλισης ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου που να λειτουργεί σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες διαχείρισης κινδύνων.
- Ικανοποίηση των αναγκών για ορθή, έγκαιρη και επαρκή παροχή πληροφοριών στην επενδυτική κοινότητα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.
- Ευαισθητοποίηση όλων των υπαλλήλων της εταιρείας αλλά και του ομίλου στη σωστή διαχείριση των εμπιστευτικών πληροφοριών που περιέχονται στην κατοχή τους και στην απαγόρευση χρήσης τους για την αποκόμιση ιδίου οφέλους.
- Ευαισθητοποίηση σε θέματα κοινωνικής ευθύνης.¹²

Ουσιαστικά η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τη σχέση εντολέα - εντολοδόχου που υφίσταται κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές, μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Σε κάθε σύστημα όπου τα συμφέροντα

¹² John L. Colley, What is corporate governance?, McGraw-Hill Professional, 2005, σελ. 3-4

εμπλεκόμενων παραγόντων αποκλίνουν δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων η οποία καθιστά αναγκαίο το σχεδιασμό συστημάτων που διασφαλίζουν τα συμφέροντα των εντολέων.¹³

Σε μία εταιρεία μπορεί να υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων και αντικρουόμενες θέσεις και απόψεις. Ορισμένες από αυτές δύναται να είναι οι ακόλουθες συγκρούσεις συμφερόντων:

- Μεταξύ μεγάλων και μικρών μετόχων, δηλαδή των ισχυρών μεγαλομετόχων και των μετόχων μειοψηφίας. Η πιο συνηθισμένη σύγκρουση συμφερόντων είναι μέσω της καταχρηστικής συνεργασίας της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχονται αποκλειστικά από τους ίδιους τους μεγαλομετόχους. Με αυτόν τον τρόπο, οι μεγαλομέτοχοι απομυζούν την επιχείρηση από πολλές πλευρές χωρίς όμως οι μικρομέτοχοι να έχουν τη δυνατότητα αντίδρασης.
- Μεταξύ των διευθυντικών στελεχών (διαχειριστών) και των μετόχων, ακόμη και των ισχυρών μετόχων, όταν δεν ασκούν τη διοίκηση της εταιρείας. Τέτοια παραδείγματα είναι η έμφαση των διαχειριστών στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς είναι ευκολότερο να μετρηθούν όσον αφορά στον κίνδυνο και την απόδοση, όμως δεν είναι σίγουρο ότι θα είναι η καλύτερη δυνατή απόφαση για την πρόοδο και επέκταση της εταιρείας σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Άλλο ένα παράδειγμα είναι η πιθανή υπερβολική αποστρόφη του κινδύνου, σε ορισμένα έργα, από μέρους των διαχειριστών της εταιρείας. Συνηθισμένη

¹³ Τραυλός Ν., Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/2/2003

περίπτωση είναι και η σύγκρουση λόγω της πολυτελούς διαβίωσης των στελεχών.

- Μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών. Μία σοβαρή αιτία προστριβής μεταξύ των δύο μερών είναι η συχνή ανάληψη επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού ρίσκου εκ μέρους της επιχείρησης από ότι είχε αρχικά συμφωνηθεί για την έκδοση σοβαρής χρηματοδότησης. Οι μεν πιστωτές επιθυμούν την όσο το δυνατό χαμηλότερη ανάληψη επενδυτικού ρίσκου, ενώ οι μέτοχοι πιέζουν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια για την ανάληψη των πλέον αποδοτικών επενδύσεων, οι οποίες ασφαλώς εμπεριέχουν υψηλότερο κίνδυνο.¹⁴

Σύμφωνα με τις επικρατέστερες θεωρίες τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης κατηγοριοποιούνται σε εξωτερικά και εσωτερικά. Τα πρώτα χαρακτηρίζονται από μεγάλη διασπορά της ιδιοκτησίας και εντοπίζονται σε μεγάλες κεφαλαιαγορές όπως των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου, ενώ τα εσωτερικά συστήματα χαρακτηρίζονται από υψηλή συγκέντρωση της ιδιοκτησίας ενός ή λιγοστών μετόχων και βρίσκονται σε μικρότερες και χαμηλότερης ρευστότητας χρηματαγορές.¹⁵ Η κύρια διαφορά τους εντοπίζεται ότι στο εξωτερικό σύστημα οι διοικούντες πρέπει κυρίως να διασφαλίζουν τα συμφέροντα των μετόχων και να μεγιστοποιούν τη μερισματική απόδοση των μετοχών ώστε να διασφαλίζεται η συνεχής ρευστότητα προς την επιχείρηση. Αντίθετα στο εσωτερικό σύστημα

¹⁴ Γεωργιάδης Ν., Αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης για Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Εταιρείες. Μελέτη της INVESTMENT RESEARCH & ANALYSIS JOURNAL. www.iraj.gr

¹⁵ Gourevitch P. Shinn J., Political power and corporate control: The new global politics of corporate governance, The independent review, Princeton University Press, 2005, p.384

κυρίαρχος ρόλος είναι αυτός των τραπεζών οι οποίες έχουν ταυτόχρονα το ρόλο του μετόχου και του βασικού πιστωτή.¹⁶

Από τη σκοπιά των μετόχων το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να εξασφαλίσει δίκαια πληροφόρηση για όλους.¹⁷ Η διαφάνεια για τον τρόπο διοίκησης της εταιρείας βοηθά τους μετόχους να έχουν πιο ενεργό ρόλο στις ενέργειές της, λαμβάνοντας μέρος στις γενικές συνελεύσεις, ενώ ταυτόχρονα μπορούν να αποφευχθούν έγκαιρα ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου που μπορούν να οδηγήσουν μόνο σε κέρδος των διοικούντων και όχι σε συνολικό κέρδος των παραγόντων της εταιρείας. Κάτω από την πίεση της κατάρρευσης πολλών μεγάλων εταιρειών, οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των προβλημάτων που σχετίζονται με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών.¹⁸

Τα συστηματοποιημένα λογιστικά συστήματα δεν αφήνουν περιθώρια για τεχνητά κέρδη που οδηγούν σε καταρρεύσεις σαν αυτές που συνηθίσαμε να παρατηρούμε τα τελευταία χρόνια. Σε τέτοιου είδους παραπλανήσεις μπορεί να οδηγήσει και η συγκέντρωση των εξουσιών σε λίγα άτομα, π.χ. ο πρόεδρος να είναι και διευθύνων σύμβουλος, καθώς ο σχεδιασμός των ενεργειών της εταιρείας καθορίζεται από ατομική πρωτοβουλία και όχι από συλλογική.

¹⁶ Lutgart Berghe, Corporate governance in a globalising world: convergence or divergence? : a European perspective, Springer, 2002, σελ.9-11

¹⁷ Δράκος Π. Ομιλία στην εκδήλωση για την παρουσίαση της έρευνας της Grant Thornton για την Εταιρική Διακυβέρνηση. 1/2/2007

¹⁸ Chaves R, Soler F, Sajardo A, Cooperative Governance in Spanish Credit Co-Operatives, University Of Valencia, 19/10/2006

Εδώ βέβαια θα πρέπει να δούμε και τη σκοπιά της εταιρείας. Διαφάνεια στις ενέργειες και τη στρατηγική της εταιρείας δεν μπορεί να σημαίνει αποκάλυψη εταιρικών μυστικών. Ακόμη και ο ικανότερος manager θα ήταν ανίσχυρος αν κάθε του κίνηση, για την ανάπτυξη της εταιρείας και την απόκτηση πλεονεκτήματος στην αγορά, αποκαλυπτόταν πριν προσδώσει καρπούς. Ταυτόχρονα η διοίκηση της εταιρείας για να προσβλέπει στην ανάπτυξη της εταιρείας θα πρέπει να έχει ξεκάθαρο κίνητρο. Άρα ξεκάθαρη θα πρέπει να είναι και η υπηρεσία καθορισμού των αμοιβών του διοικητικού συμβουλίου.¹⁹

Τέλος από τη σκοπιά του επενδυτικού κοινού έρευνες καταδεικνύουν πως η εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αυξάνουν την εταιρική αξία.²⁰

Συγκεκριμένα:

- Η εταιρική αξία αυξάνεται όταν οι εταιρίες θεσπίζουν επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ή και επιτροπή καθορισμού αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.
- Η εταιρική αξία μειώνεται όταν στις επιτροπές ελέγχου ή και καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών συμμετέχουν κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- Η εταιρική αξία αυξάνεται όσο αυξάνεται, πέρα κάποιου ορίου το ποσοστό συμμετοχής στο διοικητικό συμβούλιο των μη εκτελεστικών μελών.

Με τα πλεονεκτήματα της εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι σαφής η αναγκαιότητα εφαρμογής ελέγχου στη λειτουργία της εταιρείας,

¹⁹ Όπως υποσημείωση 16

²⁰ Εγγλέζος Μ., Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, ως παράγοντες βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των σύγχρονων επιχειρήσεων. 1-10-2007 www.sed.gr

καθώς η μειωμένη εταιρική αξία ζημιώνει όλα τα μέρη. Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο η εφαρμογή συγκεκριμένου συστήματος από όλες τις εταιρίες μπορεί και πρέπει να είναι υποχρεωτικό μέτρο για την ύπαρξή τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

1.3 Διεθνείς πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Στο επίκεντρο των πολιτικών διαπραγματεύσεων και των οικονομικών ερευνών για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα βρίσκεται η ανάγκη της εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης και πιο συγκεκριμένα, η θεσμοθετημένη εφαρμογή αυτής. Την διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών κανόνων και κωδίκων ανέλαβαν, σε διεθνές επίπεδο, επιτροπές γνωμοδότησης ή θεσμοθέτησης.²¹

Η προσπάθεια εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν αποτελεί κάτι νέο για τις διεθνείς αγορές, αλλά ποτέ δεν αποτελούσε υποχρέωση για την ύπαρξη μίας εταιρείας. Το αν θα υπήρχε έλεγχος και το πώς θα ασκούνταν ήταν θέμα απόφασης των διοικούντων. Στο πέρασμα των χρόνων σκανδαλώδεις καταρρεύσεις έχουν φέρει συχνά αναστάτωση στο επενδυτικό κοινό. Ξεκινώντας από την χρεοκοπία της Maxwell Communication το 1990, που ήταν η αφορμή για τη δημιουργία της ομώνυμης επιτροπής από τον Andrian Cadbury, και φτάνοντας στα τελευταία χρόνια η κερδοσκοπία των διοικητικών στελεχών θεωρείται από τις κύριες αιτίες των καταρρέσεων και έτσι μετατράπηκε σε αίτημα η εφαρμογή ελέγχου και η επίσημη διατύπωση των ευθυνών των διοικητικών στελεχών.

²¹ Das U, Quintyn M, Chenard K, Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis. IMF Working Paper 04/89- May 2004

1.3.1 Έκθεση της Επιτροπής CADBURY

Η έκθεση της επιτροπής Cadbury είναι από τις πρώτες προσπάθειες συστηματοποίησης του συνόλου των εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου σε συγκεκριμένα συστήματα-κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Η επιτροπή λαμβάνοντας υπ' όψιν της ότι η οικονομία της χώρας εξαρτάται από την οικονομία των επιχειρήσεών της, θεωρεί ότι ένα σύστημα σωστής διακυβέρνησης πρέπει να είναι εστιασμένο στον έλεγχο των κινήσεων του διοικητικού συμβουλίου και το ρόλο των μετόχων. Να παρέχει δηλαδή, την ευελιξία στο διοικητικό συμβούλιο για ανάπτυξη, μέσω όμως αποτελεσματικού ελέγχου.

²² Όπως αναφέρεται και στην εισαγωγή της επιτροπής ο σκοπός της είναι η δημιουργία προτάσεων και η σύνοψη τους σε ένα κώδικα βέλτιστων πρακτικών, η εφαρμογή των οποίων θα είναι υποχρεωτική τουλάχιστον για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Απώτερος σκοπός είναι οι πρακτικές αυτές να γίνουν μέρος της Βρετανικής επιχειρηματικότητας και να υπάρξουν περισσότερες επιτροπές ή οργανισμοί που θα ασχοληθούν με τα οφέλη της εταιρικής διακυβέρνησης.

Με την εφαρμογή του κώδικα Best Practices οι εταιρείες θα μπορούν να συγκρίνουν τη θέση τους σε σχέση με άλλες εταιρείες, θα ενδυναμώσουν τον έλεγχο των εργασιών τους και την δημόσια οικονομική τους εικόνα. Οι προτάσεις έχουν ως σκοπό την ενίσχυση και όχι στην αντικατάσταση του παρόντος συστήματος

²² The financial aspects of corporate governance- Cadbury 2002

διοίκησης καθώς οι διευθύνοντες είναι ήδη νομικά υπεύθυνοι για τις κινήσεις τους στην εταιρεία.

Η επιτροπή είναι βέβαιη για τις ενέργειες που γίνονται για τη βελτίωση των εσωτερικών διαδικασιών των εταιρειών και πιστεύει πως η υιοθέτηση των προτάσεων θα αποτελέσει σημαντικό βήμα στην βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό θα συμβάλει στην αύξηση της αξιοπιστίας στις εταιρίες και της εμπιστοσύνης των μετόχων και του επενδυτικού κοινού στο εταιρικό σύστημα.

Οι προτάσεις της επιτροπής συνοψίζονται στα εξής:

1. Τα συμβόλαια των διευθυνόντων δεν πρέπει να ξεπερνούν τα 3 έτη χωρίς την έγκριση των μετόχων.
2. Οι εταιρίες πρέπει να διευρύνουν τις ενδιάμεσες οικονομικές αναφορές τους (πέραν των ετησίων). Δεν είναι ανάγκη να υπάρχει πλήρης αναφορά όλων των οικονομικών στοιχείων, αλλά οι ενδιάμεσες αναφορές θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου και από τους μετόχους. Ταυτόχρονα ο τρόπος προετοιμασίας των αναφορών θα πρέπει να είναι σύμφωνος με τα λογιστικά πρότυπα τόσο της εταιρείας όσο και του Χρηματιστηρίου.
3. Αμοιβές που δίδονται σε οίκους αξιολόγησης-ελέγχου για λόγους πέραν της αξιολόγησης πρέπει να είναι πλήρως ξεκάθαρες.
4. Η λογιστική υπηρεσία πρέπει να σχεδιάσει κατευθυντήριες γραμμές για το ρόλο των ελεγκτικών συνεργατών.
5. Οι διευθύνοντες θα πρέπει να αναφέρουν την αποτελεσματικότητα του εσωτερικού τους ελέγχου και οι ελεγκτές θα πρέπει να επαληθεύουν

τους πρώτους. Η λογιστική υπηρεσία θα πρέπει να θέτει κριτήρια για την εφαρμογή αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

6. Η λογιστική-οικονομική και νομική υπηρεσία της εταιρείας θα πρέπει να θέσουν υπ' όψιν περισσότερες παράνομες πράξεις πέραν της απάτης.
7. Η οικονομική υπηρεσία πρέπει να συνεχίσει τις προσπάθειες για να βελτιώνει τα χαρακτηριστικά και τις διαδικασίες για να ενδυναμώσει την παρουσία και ανεξαρτησία του εσωτερικού ελέγχου.
8. Οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να αποκαλύπτουν τις πολιτικές τους με τη χρήση του δικαιώματος ψήφου.

Ο κώδικας βέλτιστων πρακτικών της επιτροπής αναφέρει:

1. Το Διοικητικό Συμβούλιο:
 - ο πρέπει να συγκαλείται συχνά, να διατηρεί πλήρη και αποτελεσματικό έλεγχο στην εταιρεία και να επιβλέπει το management.
 - ο πρέπει να υπάρχει σαφείς διαχωρισμός του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο έτσι ώστε κανένας να μην έχει απεριόριστη δύναμη αποφάσεων.
 - ο πρέπει να περιλαμβάνει μη εκτελεστικά στελέχη για να υπάρχει ισορροπία στις αποφάσεις.
 - ο πρέπει να έχει ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα ζητημάτων για τα οποία αποφασίζουν ώστε να κρατούν την εταιρεία κάτω από τον έλεγχό τους.

2. Τα Μη Εκτελεστικά Στελέχη

- ο πρέπει να έχουν ανεξάρτητη κρίση για τα ζητήματα στρατηγικής, απόδοσης, προμηθειών.
- ο η πλειοψηφία των μη εκτελεστικών στελεχών πρέπει να είναι ανεξάρτητη σχέσεων και θέσεων που υλικά μπορούν να μεταβάλουν την κρίση τους. Η πληρωμή τους πρέπει να είναι αποκλειστικά συνδεδεμένη με το χρόνο ενασχόλησης τους με την εταιρεία.
- ο πρέπει να συναντώνται για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και οι νέες συναντήσεις να μην είναι αυτοματοποιημένες.
- ο πρέπει να επιλέγονται μέσα από επίσημες διαδικασίες και η επιλογή και οι χρόνοι συνάντησης πρέπει να είναι ζήτημα όλου του διοικητικού συμβουλίου.

3. Τα Εκτελεστικά Στελέχη

- ο δεν πρέπει να ξεπερνούν τα 3 χρόνια χωρίς την έγκριση των μετόχων.
- ο πρέπει να υπάρχει μία διαφανής και ξεκάθαρη εικόνα για το σύνολο των αμοιβών των εκτελεστικών στελεχών, καθώς και του προέδρου, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών εισφορών και των stock options που τους παρέχονται. Ξεχωριστά στοιχεία πρέπει να δίνονται για τους μισθούς και τα bonus παραγωγικότητας καθώς και τον τρόπο μέτρησης της παραγωγικότητας και αποτελεσματικότητας.
- ο οι αμοιβές των εκτελεστικών στελεχών πρέπει να αποφασίζεται από επιτροπή αμοιβών η οποία να αποτελείται κυρίως ή αποκλειστικά από μη εκτελεστικά στελέχη.

4. Εσωτερικός Έλεγχος

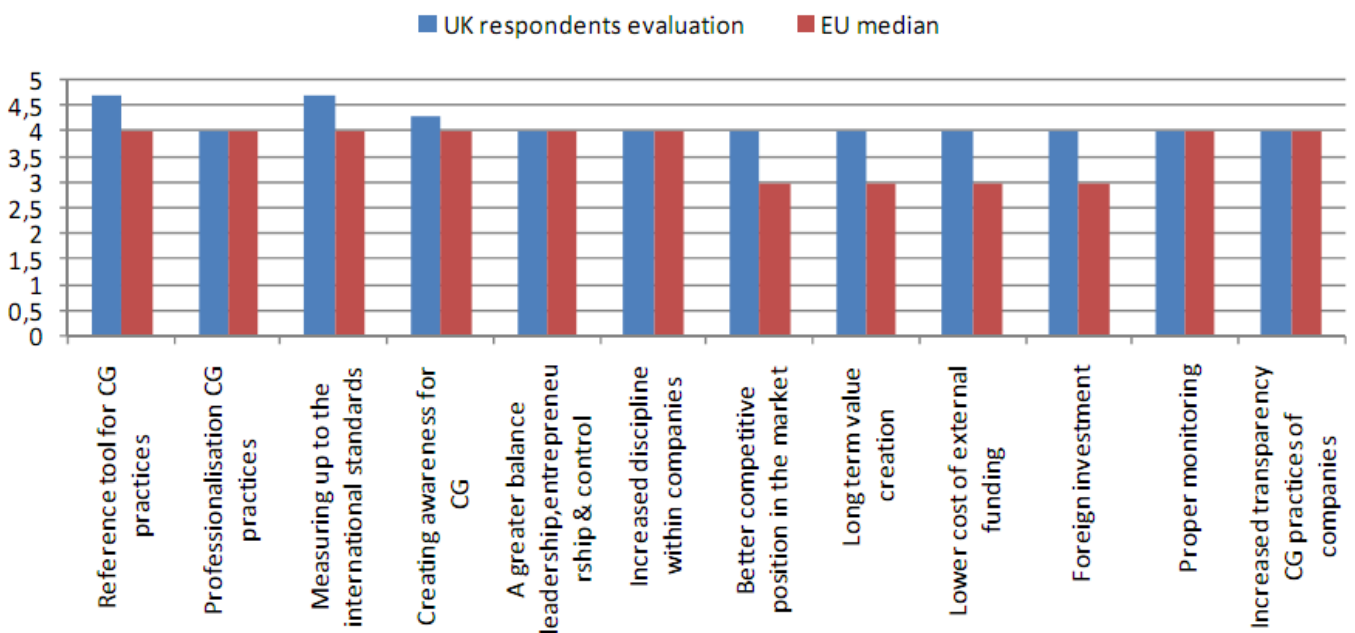
- ο είναι καθήκον του διοικητικού συμβουλίου να παρουσιάζει μια ισορροπημένη και κατανοητή αποτίμηση της θέσης της εταιρείας
- ο το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να εξασφαλίζει μία αντικειμενική και επαγγελματική σχέση με τους ελεγκτές.
- ο το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να θεσπίζει μία ελεγκτική επιτροπή τουλάχιστον τριών ατόμων με γραπτούς όρους που αφορούν ξεκάθαρα στις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα αυτών.
- ο οι διευθύνοντες πρέπει να εξηγούν τις ευθύνες τους στην προετοιμασία των απολογισμών μαζί με τις παρατηρήσεις των ελεγκτών για τις αναφερόμενες ευθύνες.
- ο Το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να αναφέρεται για την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας.

Έπειτα από έρευνες που πραγματοποιήθηκαν σχετικά με την επίδραση της υιοθέτησης του κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων της Βρετανίας διαπιστώθηκε πως η έκδοση του κώδικα είχε ευνοϊκές επιδράσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989-1995), καταλήγουν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:²³

²³ J. Dahya, J. McConnell & N.G. Travlos, "The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover", *Journal of Finance*, LVII/1, 2002, σ.σ. 461-483.

· Παρατηρείται αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις εταιρείες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα.

· Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα, κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα.



5 = completely reached, 4 = mostly reached, 3 = partially reached, 2 = poorly reached, 1 = not at all reached.

Γράφημα 1: Επίτευξη στόχων συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Σύγκριση Βρετανίας με τον Ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Detailed company and director perception survey results.

Ταυτόχρονα παρατηρούμε το χρονικό προβάδισμα της Βρετανίας όσον αφορά την υιοθέτηση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.²⁴ Αυτό το γεγονός την κατατάσσει σήμερα στις χώρες με το μεγαλύτερο βαθμό διείσδυσης, αλλά και ποιοτικής εφαρμογής συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που ξεπερνά σε κάθε τομέα το μέσο όρο των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

²⁴ Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states. Detailed company and director perception survey results, 23/9/2009

1.3.2 Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΟΟΣΑ

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης στα πλαίσια της παγκόσμιας δράσης του για την υποστήριξη των οικονομικών διεργασιών, τόσο των κρατών, όσο και των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αυτά,

δεν έμεινε ανενεργός σε ότι αφορά προτάσεις για συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Από το 1999 τα μέλη του ΟΟΣΑ υιοθέτησαν κοινές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ το 2004 συντάχθηκαν οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν μέχρι σήμερα.²⁵

Οι αρχές που έθεσε ο ΟΟΣΑ είναι:

I. Η εξασφάλιση της βάσης για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση.

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να προωθεί την διαφάνεια και αποτελεσματικότητα στις αγορές, και να συνάδει με το κράτος δικαίου και σαφώς να καθορίζει τον καταμερισμό των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων αρχών εποπτείας, ελέγχου και επιβολής της νομοθεσίας.

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναπτυχθεί με γνώμονα τις επιπτώσεις στη συνολική οικονομική απόδοση, την ακεραιότητα της αγοράς και τα κίνητρα που δημιουργεί για συμμετοχή στην αγορά και την προώθηση των διαφανών και αποτελεσματικών αγορών.

Οι νομικές και κανονιστικές απαιτήσεις που επηρεάζουν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να συνάδουν με το νόμο, να είναι διαφανείς και εκτελέσιμες.

²⁵ Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΟΟΣΑ 2004

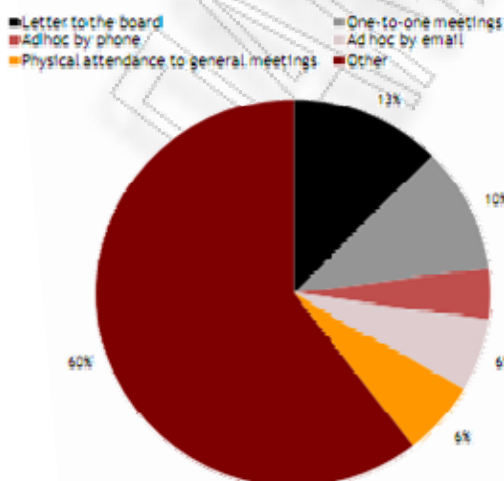
Ο καταμερισμός των αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων αρχών σε μια χώρα, θα πρέπει να είναι σαφώς καθορισμένος και να διασφαλίζει ότι το δημόσιο συμφέρον εξυπηρετείται.

Εποπτικές, ελεγκτικές και εκτελεστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, ακεραιότητα και πόρους για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους με επαγγελματικό και αντικειμενικό τρόπο. Επιπλέον, οι αποφάσεις τους πρέπει να είναι έγκαιρες, διαφανής και πλήρως αιτιολογημένες.

II. Τα δικαιώματα των μετόχων και Βασικές λειτουργίες Ιδιοκτησίας

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων.

Στα βασικά δικαιώματα των μετόχων πρέπει να περιλαμβάνεται το δικαίωμα: 1) στην εξασφάλιση της κυριότητας 2) μεταφορά ή μεταβίβαση μετοχών 3) κατοχής χρήσιμων πληροφοριών για την εταιρεία σε έγκαιρη και τακτική βάση 4) συμμετοχής και ψήφου στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων 5) εκλογής και αφαίρεσης μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και 6) μεριδίου των κερδών της εταιρείας.



Γράφημα 2: Τρόπος Άσκησης του δικαιώματος ψήφου στο σύνολο της Ευρωπαϊκής ένωσης

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009
Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Οι μέτοχοι πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν και να είναι επαρκώς ενημερωμένοι σχετικά με αποφάσεις που αφορούν θεμελιώδεις μεταβολές στην εταιρική σύνθεση, όπως: 1) τροποποιήσεις του καταστατικού ή παρόμοιων έγγραφων σχετικών με την εταιρεία 2) την έκδοση επιπλέον μετοχών και 3) έκτακτες συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένης της μεταφοράς όλων ή ουσιαστικά όλων των πόρων, που στην ουσία έχουν ως αποτέλεσμα την πώληση της εταιρείας.

Οι μέτοχοι πρέπει να έχουν την ευκαιρία να συμμετέχουν και να ψηφίζουν σε γενικές συνελεύσεις και θα πρέπει να ενημερώνονται για τους κανόνες, συμπεριλαμβανομένων των κανόνων ψηφοφορίας που διέπουν τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων:

- Οι μέτοχοι πρέπει να διαθέτουν επαρκή και έγκαιρη πληροφόρηση σχετικά με την ημερομηνία, τον τόπο και την ημερήσια διάταξη των γενικών συνελεύσεων, καθώς και πλήρη και έγκαιρη ενημέρωση σχετικά με τα θέματα που θα αποφασιστούν στη συνεδρίαση.
- Οι μέτοχοι πρέπει να έχουν την ευκαιρία να υποβάλουν ερωτήσεις στο διοικητικό συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένων των θεμάτων που σχετίζονται με τον ετήσιο εξωτερικό έλεγχο, να θέσουν τα θέματα της ημερήσιας διάταξης των γενικών συνελεύσεων, και να προτείνουν λύσεις, με την επιφύλαξη ευλόγων περιορισμών.
- Η αποτελεσματική συμμετοχή των μετόχων σε βασικές εταιρικές αποφάσεις, όπως ο διορισμός και η εκλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου, θα πρέπει να διευκολυνθεί. Οι μέτοχοι πρέπει να μπορούν να γνωστοποιήσουν

τις απόψεις τους σχετικά με την πολιτική αμοιβών για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη.

- Οι μέτοχοι θα πρέπει να είναι σε θέση να ψηφίσουν αυτοπροσώπως ή ερήμην, και ίδια βαρύτητα πρέπει να δοθεί στην ψήφο.

Δομές και ρυθμίσεις που επιτρέπουν σε ορισμένους μετόχους να αποκτήσουν δυσανάλογο έλεγχο σε σχέση με την κατοχή μετοχών τους, πρέπει να γνωστοποιούνται.

Αγορές μετοχών για την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου θα πρέπει να επιτρέπεται να λειτουργούν κατά τρόπο αποτελεσματικό και διαφανή.

- Οι κανόνες και οι διαδικασίες που διέπουν την απόκτηση του εταιρικού ελέγχου στις κεφαλαιαγορές, καθώς και έκτακτες πράξεις, όπως συγχωνεύσεις και πωλήσεις σημαντικών μεριδίων των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων, θα πρέπει να είναι σαφώς καθορισμένοι και να γνωστοποιούνται, προκειμένου οι επενδυτές κατανοούν τα δικαιώματά τους. Οι συναλλαγές πρέπει να πραγματοποιούνται σε διαφανείς τιμές και υπό δίκαιους όρους που να προστατεύουν τα δικαιώματα όλων των μετόχων σύμφωνα με την κατηγορία τους.
- Μηχανισμοί που δεν επιτρέπουν τις εξαγορές δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται για να προστατεύσουν τη διαχείριση και το διοικητικό συμβούλιο από την υποχρέωση λογοδοσίας.

Η άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας από όλους τους μετόχους, συμπεριλαμβανομένων των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να διευκολυνθεί.

- Οι θεσμικοί επενδυτές που ενεργούν κάτω από διαχειριστική ιδιότητα πρέπει να γνωστοποιούν τις συνολικές επιδόσεις τους στην εταιρική διακυβέρνηση και των πολιτικών ψήφου σε σχέση με τις επενδύσεις τους, συμπεριλαμβανομένων των διαδικασιών που έχουν θεσπιστεί για τη λήψη απόφασης σχετικά με τη χρήση του δικαιώματος ψήφου.
- Οι θεσμικοί επενδυτές που ενεργούν κάτω από διαχειριστική ιδιότητα θα πρέπει να δημοσιοποιούν τον τρόπο που διαχειρίζονται ουσιώδεις συγκρούσεις συμφερόντων που μπορεί να επηρεάσουν την άσκηση των βασικών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας όσον αφορά τις επενδύσεις τους.

Οι μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να επιτρέπεται να διαβουλεύεται μεταξύ τους για θέματα που αφορούν τα δικαιώματά των βασικών μετόχων, όπως ορίζεται στις Αρχές, με την επιφύλαξη των εξαιρέσεων για την αποτροπή καταχρήσεων.

III. Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να διασφαλίζει τη δίκαιη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μειονοτήτων και των ξένων μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι πρέπει να έχουν την ευκαιρία αποτελεσματικής προσφυγής για παραβίαση των δικαιωμάτων τους.

Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας σειράς μιας κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ισότιμα.

- Μέσα σε κάθε σειρά κατηγορίας, όλες οι μετοχές θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα. Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να είναι σε θέση να λαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τα δικαιώματα που συνδέονται με όλες τις σειρές

και κατηγορίες μετοχών πριν προβούν στην αγορά. Τυχόν αλλαγές στα δικαιώματα ψήφου πρέπει να υπόκεινται σε έγκριση από τις κατηγορίες μετόχων που επηρεάζονται αρνητικά.

- Δικαιώματα μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από καταχρηστικές ενέργειες των μετόχων που ενεργούν είτε άμεσα είτε έμμεσα, και θα πρέπει να έχουν αποτελεσματικά μέσα έννομης προστασίας.
- Ψηφοφορία θα πρέπει να εκτελείται από θεματοφύλακες ή επιλαχόντες με τρόπο που έχει συμφωνηθεί με τους πραγματικούς δικαιούχους των μετοχών.
- Τα εμπόδια για την εκτός συνόρων ψήφο θα πρέπει να εξαλειφθούν.
- Διεργασίες και διαδικασίες για τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων θα πρέπει να επιτρέπει ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων. Οι διαδικασίες της εταιρείας δεν θα πρέπει να κάνουν αδικαιολόγητα δύσκολο ή δαπανηρό τον τρόπο ψήφου.

Εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών και καταχρηστικές προσωπικές συμφωνίες θα πρέπει να απαγορεύονται.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη θα πρέπει να υποχρεούνται να γνωστοποιούν στο διοικητικό συμβούλιο αν είτε, άμεσα, έμμεσα ή για λογαριασμό τρίτων, έχουν συμφέρον από οποιαδήποτε συναλλαγή ή ζήτημα που άμεσα επηρεάζει την εταιρεία.

IV. Ο ρόλος των ενδιαφερομένων μερών στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των ενδιαφερομένων μερών που καθορίζονται δια νόμου ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνει την ενεργό συνεργασία μεταξύ εταιρειών και ενδιαφερόμενων μερών για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και τη βιωσιμότητα των οικονομικά υγιών επιχειρήσεων.

Τα δικαιώματα των ενδιαφερομένων που θεσπίστηκαν με νόμο ή με τις αμοιβαίες συμφωνίες πρέπει να τηρούνται.

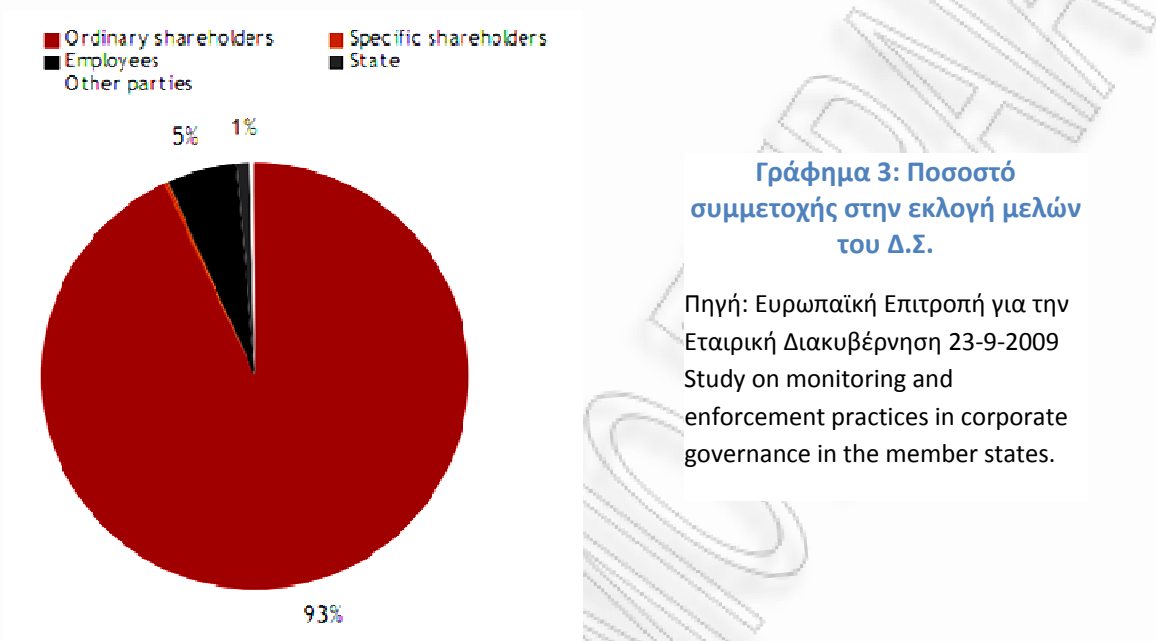
Σε περίπτωση που τα συμφέροντα των εμπλεκόμενων προστατεύονται από το νόμο, οι ενδιαφερόμενοι πρέπει να έχουν τη δυνατότητα αποτελεσματικής προσφυγής για παραβίαση των δικαιωμάτων τους.

Μηχανισμοί για τη βελτίωση της ενεργής συμμετοχής των εργαζομένων θα πρέπει να επιτρέπονται να αναπτυχθούν.

Σε περίπτωση που τα ενδιαφερόμενα μέρη συμμετέχουν στην εταιρική διακυβέρνηση, θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε σχετικές, επαρκείς και αξιόπιστες πληροφορίες σε έγκαιρη και τακτική βάση.

Οι ενδιαφερόμενοι, περιλαμβανομένων των μεμονωμένων εργαζομένων και των φορέων που τους εκπροσωπούν, θα πρέπει να είναι σε θέση να επικοινωνούν ελεύθερα τις ανησυχίες τους για παράνομες ή ανήθικες πρακτικές του διοικητικού συμβουλίου και τα δικαιώματά τους δεν θα πρέπει να τίθενται σε κίνδυνο αν γίνει αυτό.

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να συνοδεύεται από ένα ενεργό, αποτελεσματικότερο πλαίσιο ελέγχου της αφερεγγυότητας και αποτελεσματική επιβολή των δικαιωμάτων των πιστωτών.



V. Γνωστοποίηση και Διαφάνεια

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να εξασφαλίζει την έγκαιρη και ακριβή γνωστοποίηση σε όλα τα θέματα που αφορούν την εταιρεία, καθώς και την οικονομική κατάσταση, τις επιδόσεις, την ιδιοκτησία, και τη διακυβέρνηση της εταιρείας.

Η γνωστοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει, αλλά δεν πρέπει να περιορίζεται σε, ενημερωτικό υλικό σχετικά με:

1. Τα οικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της εταιρείας.
2. Τους στόχους της Εταιρείας.
3. Σημαντικά θέματα ιδιοκτησίας μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου.
4. Μισθολογική πολιτική για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα ανώτερα στελέχη, πληροφορίες σχετικά με μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και τα

προσόντα τους, την διαδικασία επιλογής, άλλων διοικητικών στελεχών της εταιρείας και κατά πόσον αυτά θεωρούνται ως ανεξάρτητα του διοικητικού συμβούλιου.

5. Συναλλαγές συνδεδεμένων μερών.

6. Προβλέψιμους παράγοντες κινδύνου.

7. Θέματα που αφορούν εργαζομένους και άλλους ενδιαφερόμενους.

8. Δομές διακυβέρνησης και πρακτικών, ιδίως, το περιεχόμενο οποιουδήποτε κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ή της πολιτικής και τη διαδικασία με την οποία εφαρμόζεται.

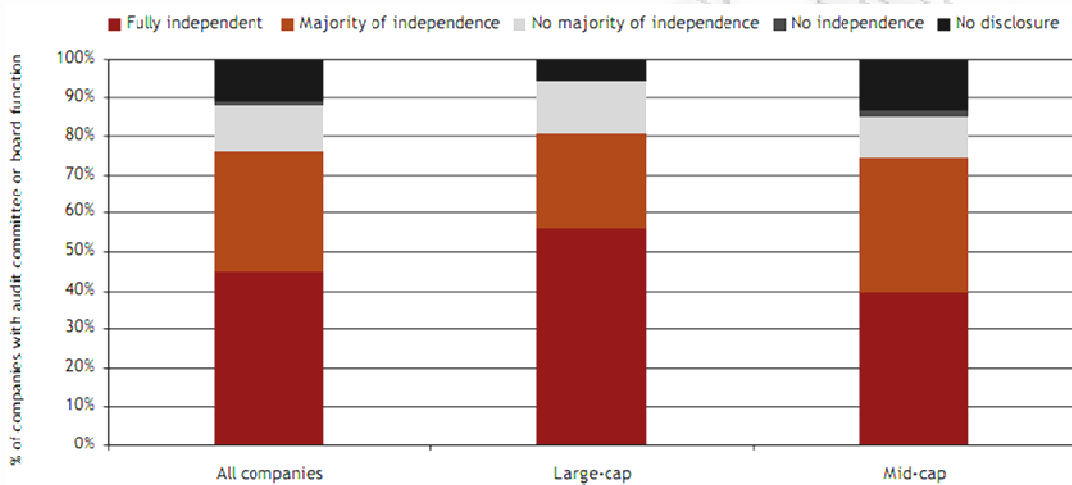
Οι πληροφορίες θα πρέπει να προετοιμαστούν και να γνωστοποιούνται σύμφωνα με υψηλής ποιότητας πρότυπα λογιστικής, χρηματοοικονομικής και μη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Ένας ετήσιος έλεγχος πρέπει να διενεργείται από μια ανεξάρτητη, αρμόδια και ειδική ελεγκτική αρχή, προκειμένου να παράσχει μια εξωτερική και αντικειμενική διασφάλιση στο διοικητικό συμβούλιο και τους μετόχους ότι οι οικονομικές καταστάσεις αντιπροσωπεύουν ακριβοδίκαια την οικονομική θέση και επιδόσεις της εταιρείας.

Οι εξωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να λογοδοτούν στους μετόχους και έχουν το καθήκον προς την εταιρεία να ασκούν τη δέουσα επαγγελματική επιμέλεια κατά τη διεξαγωγή του ελέγχου.

Τα κανάλια για τη διάδοση των πληροφοριών θα πρέπει να προβλέπουν ισότιμη, έγκαιρη και οικονομικά προσιτή πρόσβαση στις σχετικές πληροφορίες για τους ενδιαφερόμενους.

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να συμπληρώνεται και να προωθεί την παροχή ανάλυσης ή συμβουλής από αναλυτές, χρηματιστές, οργανισμούς αξιολόγησης και άλλους. Συμβουλές που είναι σχετικές με τις αποφάσεις των επενδυτών πρέπει να είναι ελεύθερες από ουσιώδεις συγκρούσεις συμφερόντων που θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την ακεραιότητα της συμβουλής ή της ανάλυσης.



Γράφημα 4 Ανεξαρτησία της επιτροπής Ελέγχου ανά είδος εταιρείας

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

VI. Οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου

Η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να εξασφαλίζει τη στρατηγική καθοδήγηση της εταιρείας, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το διοικητικό συμβούλιο, καθώς και την ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου προς την εταιρεία και τους μετόχους.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να ενεργούν με πλήρη επίγνωση, με καλή πίστη, με τη δέουσα επιμέλεια και φροντίδα, καθώς και προς το καλύτερο συμφέρον της εταιρείας και των μετόχων.

Σε περίπτωση που οι αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να επηρεάσουν διαφορετικές ομάδες μετόχων διαφορετικά, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αντιμετωπίζει όλους τους μετόχους δίκαια.

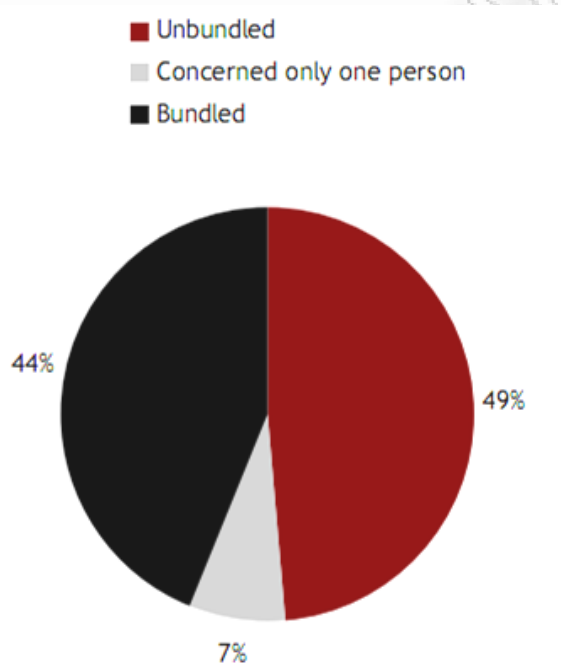
Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλά ηθικά πρότυπα. Θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων μερών.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να τηρεί κάποιες βασικές λειτουργίες, όπως:

- Την επανεξέταση και την καθοδήγηση εταιρικών στρατηγικών, σημαντικών σχεδίων δράσης, την πολιτική ανάληψης κινδύνων, τους ετήσιους προϋπολογισμούς και τα επιχειρηματικά σχέδια, τον καθορισμό στόχων, την παρακολούθηση των εταιρικών επιδόσεων και την εποπτεία μεγάλων κεφαλαιακών δαπανών, τις εξαγορές και εκποιήσεις.
- Την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας των πρακτικών διακυβέρνησης της εταιρείας και κάνει τις απαραίτητες αλλαγές.
- Την επιλογή, αποζημίωση, την παρακολούθηση και, όταν χρειάζεται, αντικατάσταση στελεχών και την επίβλεψη και προγραμματισμό της διαδοχής.
- Τον εξορθολογισμό των αμοιβών των εκτελεστικών στελεχών και του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της.
- Την εξασφάλιση μιας επίσημης και διαφανούς διαδικασίας εκλογικών και διορισμού του διοικητικού συμβουλίου.
- Την παρακολούθηση και τη διαχείριση ενδεχόμενων συγκρούσεων συμφερόντων στη διοίκηση, το διοικητικό και τους μετόχους,

συμπεριλαμβανομένης της κατάχρησης των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων και της κατάχρησης σε συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη.

- Την διασφάλιση της ακεραιότητας της λογιστικής και της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, συμπεριλαμβανομένου του ανεξάρτητου ελέγχου, και ότι τα κατάλληλα συστήματα έλεγχου έχουν τεθεί σε εφαρμογή, μεταξύ άλλων, συστήματα διαχείρισης κινδύνων, οικονομικού και λειτουργικού έλεγχου, και τη συμμόρφωση με το νόμο και τα σχετικά πρότυπα.
- Την επίβλεψη της διαδικασίας γνωστοποίησης και επικοινωνιών.



Γράφημα 5: Ποσοστό ανεξάρτητης επιλογής μελών του Δ.Σ.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009 Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να είναι σε θέση να ασκεί αντικειμενική ανεξάρτητη κρίση σχετικά με την εταιρικές υποθέσεις.

- Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διορίζει επαρκή αριθμό μη εκτελεστικών συμβούλων ικανών να ασκούν ανεξάρτητη κρίση σε εργασίες όπου υπάρχει πιθανότητα για εμφάνιση συγκρούσεων συμφερόντων.

Παραδείγματα τέτοιων βασικών ευθυνών είναι η εξασφάλιση της ακεραιότητας των χρηματοοικονομικών και μη πληροφοριών, η επίβλεψη των συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων μερών, το διορισμό των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των ανώτερων στελεχών, και των αμοιβών του διοικητικού συμβουλίου.

- Όταν το διοικητικό συμβούλιο έχει καθοριστεί, η σύνθεση και οι διαδικασίες εργασίας πρέπει να είναι καλά καθορισμένες και να δημοσιοποιούνται από το διοικητικό συμβούλιο.
- Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να είναι σε θέση να δεσμευτούν για τις ευθύνες τους.

Για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε ακριβείς, σχετικές και έγκαιρες πληροφορίες.

1.3.3 Ο Νόμος SARBANES-OXLEY (SOX)

Ο νόμος **Sarbanes-Oxley Act** που θεσπίστηκε στις 30-7-2002 είναι ομοσπονδιακός για τις Ηνωμένες Πολιτείες σε απάντηση μιας σειράς σημαντικών εταιρικών και λογιστικών σκανδάλων συμπεριλαμβανομένων εκείνων των Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems και της WorldCom. Αυτά τα σκάνδαλα, τα οποία κόστισαν στους επενδυτές δισεκατομμύρια δολάρια όταν οι τιμές μετοχών των εταιρειών που επηρεάζονταν κατέρρευσαν, κλόνισαν την εμπιστοσύνη του κοινού στην αγορά ομολόγων. Ονομάστηκε έτσι από τους εισηγητές, γερουσιαστή Paul Sarbanes και τον εκπρόσωπο Michael G. Oxley. Η πράξη εγκρίθηκε από τη Βουλή με ψήφους 423-3 και από τη Γερουσία 99-0. Ο πρόεδρος George Bush υπέγραψε το νόμο, αναφέροντας ότι περιλαμβάνει "τις πιο μακρόπνοες μεταρρυθμίσεις των αμερικανικών επιχειρηματικών πρακτικών από την εποχή του Franklin Roosevelt."²⁶

Η νομοθεσία καθορίζει νέα ή βελτιωμένα πρότυπα για όλα τα διοικητικά συμβούλια των δημόσιων εταιρειών των ΗΠΑ. Δεν ισχύει για ιδιωτικές εταιρείες. Ο νόμος περιλαμβάνει 11 άρθρα, που προβλέπουν από πρόσθετη εταιρική ευθύνη του διοικητικού συμβούλιο έως και ποινικές κυρώσεις, και απαιτεί από την Υπηρεσία Ασφάλειας και Συναλλαγών (Securities and Exchange Commission (SEC)) να εφαρμόζει κανονισμούς σχετικά με την συμμόρφωση με το νέο νόμο.

Ο νόμος θεσπίζει ένα νέο ημιδημόσιο οργανισμό, το Δημόσιο Συμβούλιο Επίβλεψης Λογιστικών (Public Company Accounting Oversight Board), ή PCAOB, το οποίο είναι επιφορτισμένο με την εποπτεία, τη ρύθμιση, την επιθεώρηση, και την

²⁶ *The New York Times*, July 31, 2002

πειθάρχηση λογιστικών εταιρειών στον ρόλο των ελεγκτών των δημόσιων επιχειρήσεων. Ο νόμος καλύπτει επίσης θέματα όπως της ανεξαρτησίας των ελεγκτικών αρχών, της εταιρικής διακυβέρνησης, της αξιολόγησης του εσωτερικού ελέγχου και τη μεγαλύτερη γνωστοποίηση οικονομικών στοιχείων.

Ποιο συγκεκριμένα ο νόμος συνοψίζεται στα εξής:²⁷

1. Δημόσιο Συμβούλιο Επίβλεψης Λογιστικών (Public Company Accounting Oversight Board) (PCAOB)

Καθιερώνει το PCAOB, ώστε να παρέχει ανεξάρτητη εποπτεία των λογιστικών των δημοσίων εταιρειών και να παρέχει υπηρεσίες ελέγχου. Δημιουργεί, επίσης, μια κεντρική επιτροπή εποπτείας επιφορτισμένη με την εγγραφή των ελεγκτών, και καθορίζει συγκεκριμένες διαδικασίες για ελέγχους συμμόρφωσης με τις ειδικές εντολές του SOX.

2. Ανεξαρτησία των ελεγκτών

Θέτει πρότυπα για την ανεξαρτησία των εξωτερικών ελεγκτών, για να περιοριστούν οι συγκρούσεις συμφερόντων. Ορίζει επίσης νέες απαιτήσεις για την έγκριση ελεγκτών, τον έλεγχο της πολιτικής αλλαγής συνεργατών ελέγχου, τη σύγκρουση θεμάτων ενδιαφέροντος και τις απαιτήσεις των εκθέσεων των ελεγκτών. Περιορίζει τις ελεγκτικές εταιρείες από το να πραγματοποιούν άλλα είδη συναλλαγών, εκτός από τον έλεγχο των πελατών.

²⁷ Sarbanes Oxley Act 2002, www.soxlaw.com

3. Εταιρική Υπευθυνότητα

Ορίζει πως τα ανώτερα στελέχη λαμβάνουν προσωπική ευθύνη για την ακρίβεια και την πληρότητα των εταιρικών οικονομικών εκθέσεων. Ορίζει την αλληλεπίδραση των εξωτερικών ελεγκτών και των εταιρικών επιτροπών ελέγχου, και καθορίζει τον βαθμό ευθύνης των στελεχών για την ακρίβεια και την εγκυρότητα των εταιρικών οικονομικών εκθέσεων. Απαριθμεί συγκεκριμένα όρια για τις συμπεριφορές των στελεχών και ορίζει συγκεκριμένες μειώσεις παροχών και αστικών κυρώσεων για τη μη συμμόρφωση.

4. Ενίσχυση Χρηματοοικονομικής Διαφάνειας

Απαιτεί υποβολή εκθέσεων για τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένων των εκτός ισολογισμού συναλλαγών, στοιχεία τυπικότητας και συναλλαγές μετοχών των εταιρικών στελεχών. Απαιτεί εσωτερικούς ελέγχους για την εξασφάλιση της ακρίβειας των οικονομικών εκθέσεων και δημοσιεύσεων, ενώ κατευθύνει τόσο τον εσωτερικό όσο και τον εξωτερικό έλεγχο. Επίσης, απαιτεί την έγκαιρη αναφορά των σημαντικών αλλαγών στη χρηματοοικονομική κατάσταση και την ειδική αναφορά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή τους πράκτορές της.

5. Οι συγκρούσεις συμφερόντων των αναλυτών

Περιλαμβάνει μέτρα που αποσκοπούν να βοηθήσουν στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αναφορές των αναλυτών. Ορίζει τους κώδικες δεοντολογίας των αναλυτών και απαιτεί την γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων.

6. Οι Πόροι της Επιτροπής και οι Αρμοδιότητες

Καθορίζει τις πρακτικές για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στους αναλυτές ομολόγων. Καθορίζει επίσης την εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επίπληξη ή απαγόρευση εργασίας επαγγελματιών και προσδιορίζει τις συνθήκες υπό τις οποίες ένα άτομο μπορεί να αποκλειστεί από άσκηση του επαγγέλματος του μεσίτη, συμβούλου ή αντιπροσώπου.

7. Μελέτες και εκθέσεις

Ασχολείται με τη διεξαγωγή έρευνας κατά των παραβιάσεων κανονισμών από τις εισηγμένες εταιρείες και τους ελεγκτές. Μελέτες και εκθέσεις περιλαμβάνουν τις συνέπειες της σταθεροποίησης των δημοσίων λογιστικών εταιρειών, το ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας στη λειτουργία των αγορών κινητών αξιών, παραβιάσεις χρεογράφων και ενέργειες επιβολής, καθώς και αν οι επενδυτικές τράπεζες ενίσχυσαν Enron , Global Crossing και άλλους για να χειραγωγήσουν τις αποδόσεις και για να υποκρύψουν τις πραγματικές οικονομικές συνθήκες.

8. Εταιρική Υπευθυνότητα έναντι της Ποινικής Απάτης

Περιγράφει συγκεκριμένες ποινικές κυρώσεις για απάτη μέσω χειραγώγησης, καταστροφή ή αλλοίωση των οικονομικών αρχείων ή άλλες παρεμβολές στις έρευνες, ενώ παρέχει ορισμένες μορφές προστασίας των πληροφοριοδοτών.

9. Ενίσχυση της Ποινής για Οικονομικά Εγκλήματα

Αυξάνει τις ποινικές κυρώσεις που συνδέονται με οικονομικά εγκλήματα και συνωμοσίες. Συνιστά ισχυρότερες ποινές και ειδικότερα κάνει την μη σύνταξη εταιρικής οικονομικής έκθεσης ποινικό αδίκημα.

10. Εταιρικές Φοροαπαλλαγές

Ορίζει πως ο Διευθύνοντας Σύμβουλος θα πρέπει να υπογράψει για την επιστροφή φόρων στην εταιρεία.

11. Εταιρικής Απάτης

Προσδιορίζει την εταιρική απάτη, ορίζει τις παρεμβάσεις ως ποινικά αδικήματα και συνδέει τις αξιόποινες πράξεις με συγκεκριμένες κυρώσεις. Αναθεωρεί, επίσης τις ποινές και ενισχύει τις κυρώσεις τους. Επιτρέπει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να παγώσει προσωρινά μεγάλες ή ασυνήθιστες πληρωμές.

Κόστος και Οφέλη από τον SOX στις ΗΠΑ και τον Υπόλοιπο Κόσμο

Η συζήτηση συνεχίζεται για τα οφέλη και το κόστος του SOX. Οι υποστηρικτές ισχυρίζονται ότι η νομοθεσία ήταν αναγκαία και έχει διαδραματίσει ένα χρήσιμο ρόλο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού στις κεφαλαιαγορές της χώρας με την, μεταξύ άλλων, ενίσχυση των εταιρικών λογιστικών ελέγχων. Οι αντίπαλοι του νομοσχεδίου ισχυρίζονται πως έχει μειώσει την ανταγωνιστικότητά της Αμερικής έναντι των ξένων χρηματοπιστωτικών

υπηρεσιών, υποστηρίζοντας ότι ο SOX εισήγαγε ένα υπερβολικά περίπλοκο περιβάλλον στις αμερικανικές χρηματοπιστωτικές αγορές.²⁸

Η θέσπιση του νόμου Sarbanes Oxley αφενός έφερε μία μεγάλη αλλαγή στη διάρθρωση της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ, αφετέρου δέχτηκε σημαντικές επικρίσεις. Μεγάλος λόγος γίνεται για το κόστος που μπορεί να προσθέσει στην επιχείρηση η θέσπιση των συγκεκριμένων κανόνων. Έτσι πολλές έρευνες ξεκίνησαν με στόχο να διαπιστώσουν το αν η τήρηση του νόμου αποτελεί κόστος που δεν μπορεί να αναπληρωθεί από τα οφέλη της εφαρμογής του νομοθετημένου συστήματος.²⁹ Βέβαια αξίζει να σημειώσουμε πως είναι ακαδημαϊκό αίνιγμα σε πολλές περιπτώσεις το πώς μπορούν να απομονωθούν τα κόστη του συστήματος από τα υπόλοιπα.

Μία έρευνα που έγινε από την Finance Executives International (FEI) υπολογίζει πως τα μέσα ετήσια έξοδα συμμόρφωσης με τον SOX για τις 200 εταιρείες που συμμετείχαν με μέσο όρο εσόδων ύψους 6,8 δισ. δολαρίων, ήταν 2,9 εκατομμύρια δολάρια, μειωμένα κατά 23% από το 2005. Όταν ρωτήθηκαν κατά πόσο τα έσοδα από τα οφέλη της συμμόρφωσης έχουν υπερβεί το κόστος τους, 22% απάντησε πως δεν τις επιβάρυνε αλλά δεν έφερε περισσότερα κέρδη, ενώ 78% απάντησαν ότι οι δαπάνες έχουν υπερβεί τα οφέλη. Τέλος το 34% συμφώνησε ότι έχει βοηθήσει την πρόληψη ή την ανίχνευση της απάτης.

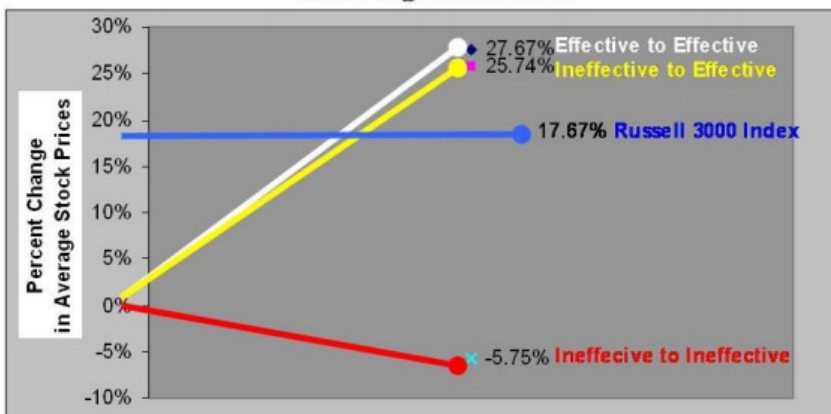
²⁸ Chief Justice Myron T. Steele, Sarbanes-Oxley: The Delaware Perspective, 2007

²⁹ Henry Buttler, Larry Ribstein, The Sarbanes-Oxley Debacle, American Enterprise Institute, 6/2006

Έρευνα του Peter Iliev έδειξε ότι ο SOX πράγματι οδηγεί σε συγκράτηση των κερδών, αλλά και μειωμένη αποτίμηση των αποθεμάτων των μικρών επιχειρήσεων. Ενώ ταυτόχρονα τα κέρδη συχνά προκαλούν την μείωση της τιμής της μετοχής.³⁰

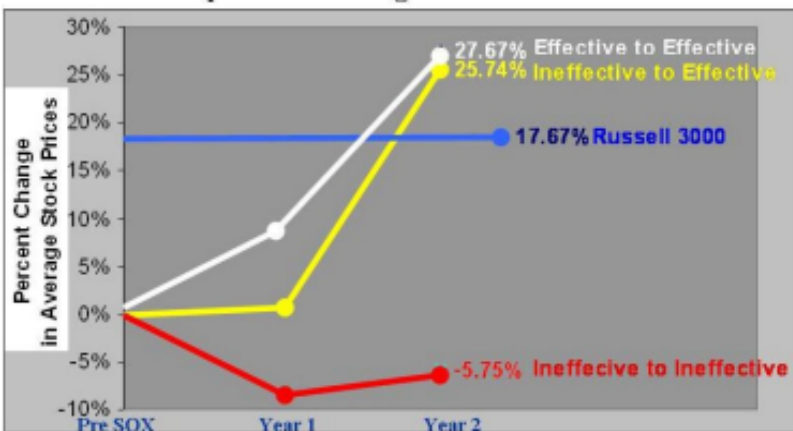
Ταυτόχρονα έρευνα που έγινε από τους Lord & Benoit σε 2.500 εταιρίες ανέδειξε πως οι εταιρίες που ο εσωτερικός έλεγχος ήταν ισχυρός και αποτελεσματικός ή έγιναν οι κινήσεις για να ενδυναμωθεί έφεραν κέρδη και αύξησαν σημαντικά την εταιρική αξία. Αντίθετα οι εταιρίες που δεν συμμορφώθηκαν είχαν το αντίθετο αποτέλεσμα.³¹

Sarbanes-Oxley Section 404 Internal Controls Yield Highest Returns



Γράφημα 6: Μεταβολή Τιμής Μετοχής ανά Τρόπο Εφαρμογής Εταιρικής Διακυβέρνησης

Good Sarbanes-Oxley Section 404 Internal Controls Corresponded with Higher Share Price Movement



Πηγή: The Lord & Benoit Report 2006
Do the Benefits of 404 Exceed the Cost?

³⁰ Peter Iliev: The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality and Stock Prices, Journal of Corporate Finance, 7/5/2005

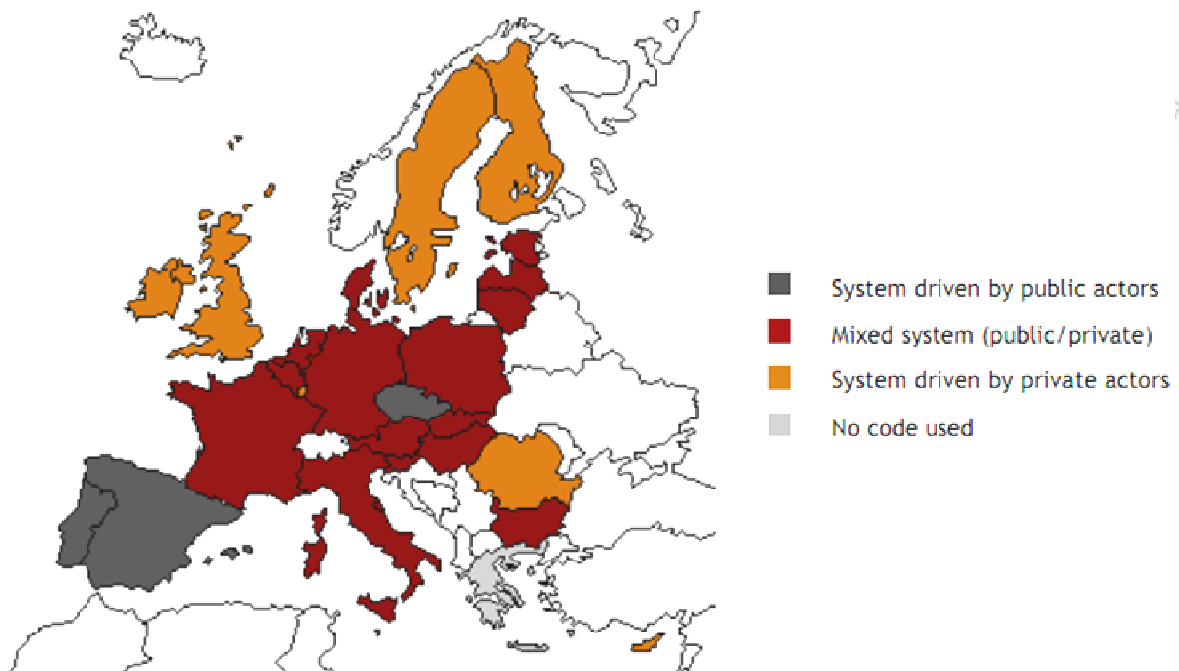
³¹ David Reilly, Checks on Internal controls pay off, Wall Street Journal, 8/5/2006

Όπως κάθε αλλαγή έτσι και ο SOX δεν επηρέασε μόνο την Αμερικανική αγορά αλλά ολόκληρο τον κόσμο. Σύμφωνα με έρευνα που έγινε από την Kate Litvak, η σύγκλιση με το SOX σε μη ανεπτυγμένες χώρες έφερε αύξηση την μετοχικής αξίας, καθώς και της πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με τους διεθνείς οίκους. Αντίθετα, σε χώρες με εδραιωμένους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, η οικειοποίηση περισσότερων κανόνων από τον SOX έφερε μόνο κόστη, εφόσον τα υπάρχοντα συστήματα εξασφάλιζαν την διαφάνεια με άλλους τρόπους.³²

³² Kate Litvak: The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on Non-US Companies Cross-Listed in the US, Journal of Corporate Finance, 2007

1.3.4 Η Ευρωπαϊκή Ένωση

Figure I-2-3: Categorisation of corporate governance systems



Γράφημα 7: Τρόπος Επιβολής Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά κράτος μέλος.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

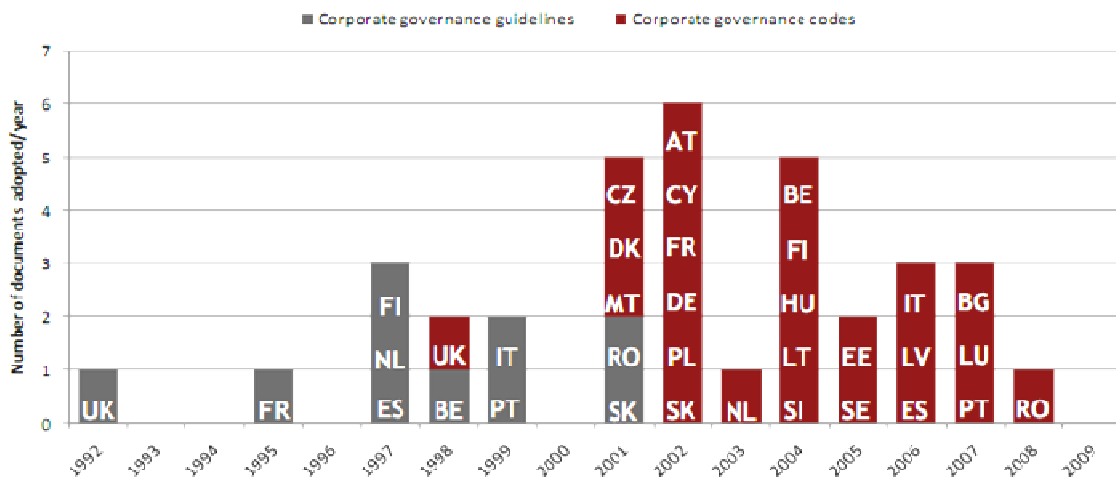
Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Στην προσπάθεια σύγκλισης των οικονομικών πρακτικών που εφαρμόζουν τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν θα μπορούσε να λείπει από την agenda η Εταιρική Διακυβέρνηση. Επίσημα το ρόλο ελέγχου των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζουν οι εταιρίες των κρατών μελών ανέλαβε η commission. Το 2004 άρχισε τις εργασίες του το forum εταιρικής διακυβέρνησης³³

³³ EU Contract no. ETD/2008/IM/F2/126: Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states. 23/9/2009

ρόλος του οποίου είναι η παρατήρηση των πρακτικών και ο σχεδιασμός επίσημων προτάσεων είτε προς τις εταιρικές οργανώσεις και ομοσπονδίες είτε προς τα νομικά όργανα των κρατών για τη βελτίωση των συστημάτων. Γεγονός ιδιαίτερα σημαντικό αν αναλογιστεί κανείς ότι έως το 2003 στη Γερμανία και την Ισπανία οι επιχειρήσεις δεν υποχρεούνταν να δημοσιοποιούν λεπτομέρειες για τις αποδοχές και τα bonus των διευθυντών τους. Επίσης στα περισσότερα κράτη μέλη της κοινότητας οι μέτοχοι δεν είχαν δικαίωμα ψήφου σε ότι αφορά στις αμοιβές διευθυντικών στελεχών. Οι εταιρείες δεν όφειλαν να διορίζουν στις επιτροπές ορκωτών λογιστών άτομα ανεξάρτητα από την διοίκηση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούσε η Γαλλία όπου οι επιτροπές ορκωτών λογιστών ήταν συχνά ανύπαρκτες ή στελεχώνονταν από διευθυντές της επιχείρησης.³⁴

Figure I-2-1: Adoption of corporate governance guidelines and codes



Γράφημα 8: Χρονοδιάγραμμα υιοθέτησης συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης για τα κράτη μέλη και τα υπό ένταξη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

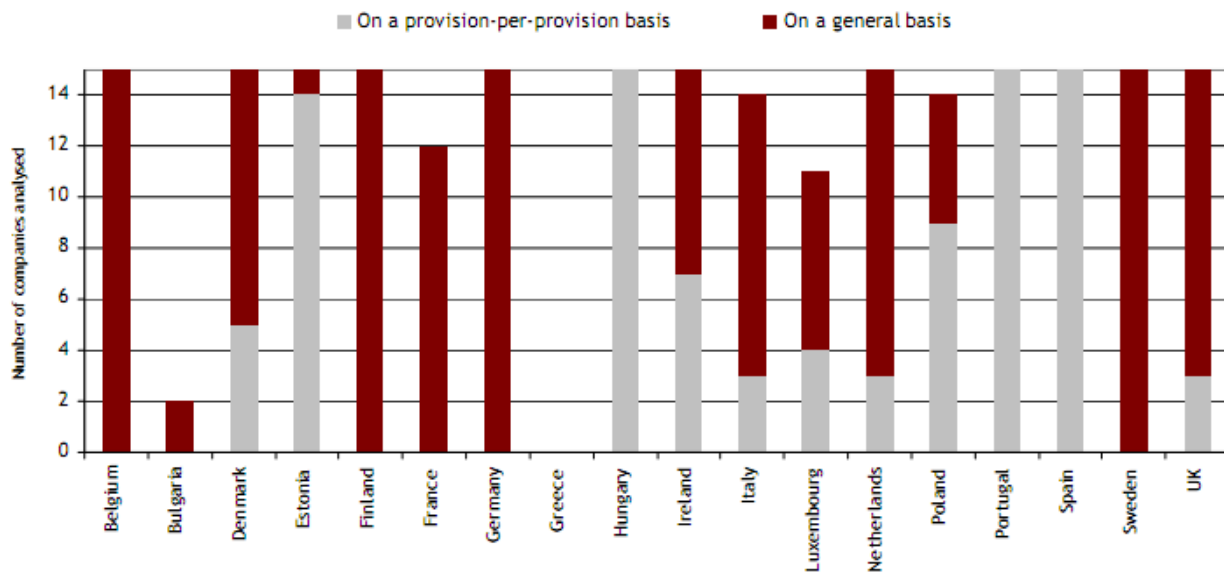
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

³⁴ Guerrero F, Jennen B, Νέοι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Ε.Ε., Καθημερινή 1/11/2002

Οι αναφορές της commission ως προς τις γενικές αρχές τις εταιρικής διακυβέρνησης για τη διαφάνεια, την διασφάλιση των δικαιωμάτων όλων των μερών καθώς και την αποτελεσματικότητα και την ανάπτυξη των εταιρειών δεν διαφοροποιούνται ιδιαίτερα σε σχέση με τις διεθνείς αναφορές σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Το παρατηρητήριο όμως που έχει οργανωθεί από την commission δίνει μία πολύ πιο ξεκάθαρη εικόνα για την ποσοτική και ποιοτική χρήση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνηση στις εταιρίες των κρατών μελών χωρίς να ορίζει καθολικούς κανόνες και επιτρέπει σε κάθε κράτος μέλος να αναπτύξει δικές του πρωτοβουλίες ρύθμισης, είτε νομοθετικά, είτε με κλαδικές συμφωνίες ή διεθνείς κώδικες.

Η τελευταία αναφορά του forum της commission συντάχθηκε το 2009. Ουσιαστικά στην αναφορά παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας του forum σε όλα τα κράτη μέλη. Μπορούμε να παρατηρήσουμε πως όλα τα κράτη μέλη αλλά και όλα τα υπό ένταξη κράτη έχουν υιοθετήσει κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Από το παραπάνω γράφημα μπορούμε να δούμε πως απουσιάζει η Ιρλανδία η οποία εφαρμόζει τον Βρετανικό κώδικα, και η χώρα μας στην οποία η εταιρική διακυβέρνηση είναι νομοθετημένη. Ενώ, όπως μπορούμε να δούμε στο παρακάτω γράφημα τα αναπτυγμένα κράτη έχουν πιο οργανωμένη την εφαρμογή των κανόνων στα αναπτυσσόμενα η εφαρμογή των κανόνων διαφάνειας είναι ευκαιριακή.



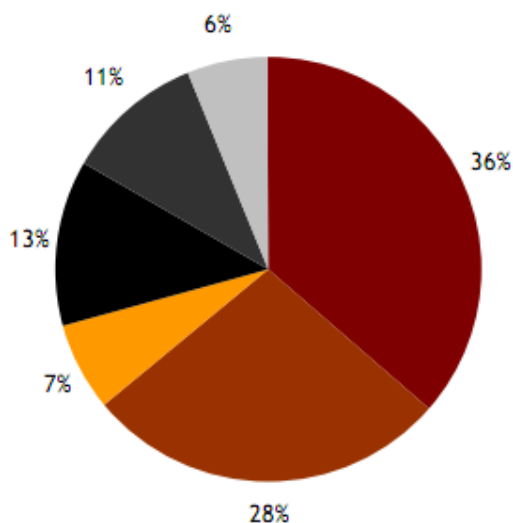
Γράφημα 9: Επίπεδο Εφαρμογής των Αρχών που έχουν θεσπιστεί

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Σημαντικό στοιχείο αποτελεί επίσης ο τομέας εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζεται από το σύνολο των εταιρειών.

- Board of directors (supervisory board)
- Shareholder rights and duties
- Audit
- Remuneration
- Disclosure
- Other

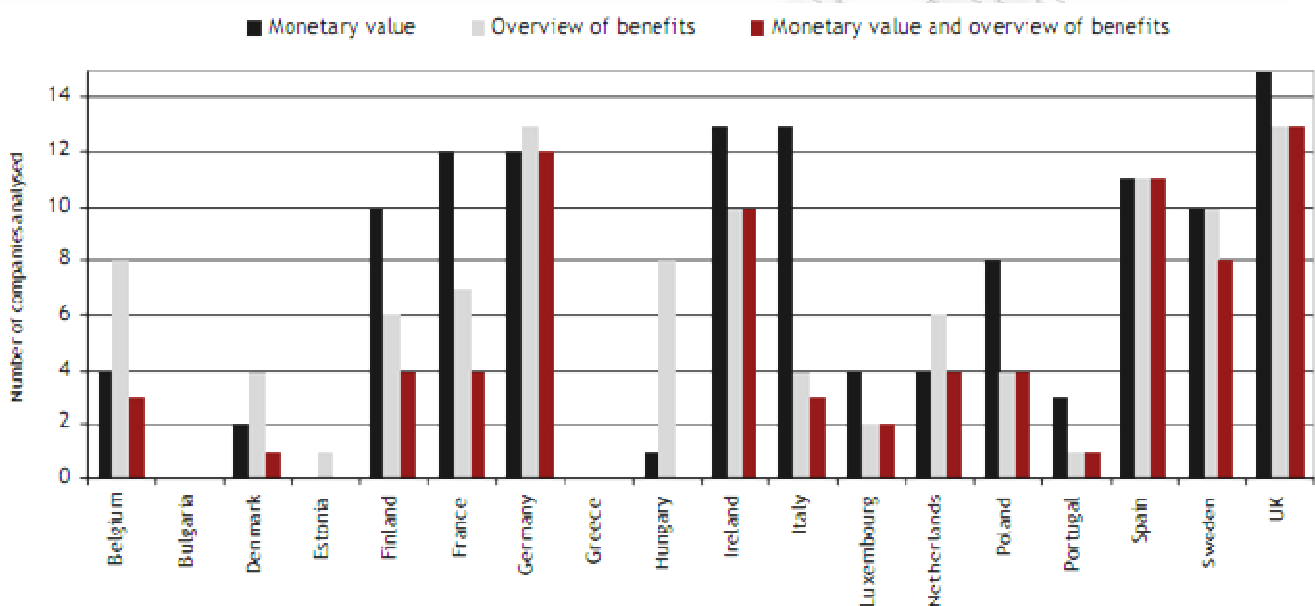


Γράφημα 10 Τομέας Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζεται από το σύνολο των εταιρειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

Ταυτόχρονα στην έκθεση της commission βλέπουμε και τα οφέλη που αποκομίζουν οι εταιρίες από τη χρήση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Για ακόμη μία φορά μπορούμε να παρατηρήσουμε πως η μακροχρόνια άσκηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να αυξήσει την εταιρική αξία και αξιοπιστία, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αυτό της Βρετανίας που οι δείκτες των εταιρειών παραμένουν πάνω από το μέσο όρο των εταιρειών άλλων κρατών.



Γράφημα 11: Επίπεδο αποκόμισης οφέλους λόγω της χρήσης Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση 23-9-2009

Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states.

1.3.5 Ελληνική Πραγματικότητα

Στην Ελλάδα, η εταιρική διακυβέρνηση καθιερώθηκε με τον νόμο 3016/2002 και συμπληρώθηκε με τροπολογία στο νόμο 3091/2002. Οι υπόψη νόμοι θέτουν τις βασικές αρχές και τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης και διέπουν τις εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α.

Κύριο μέλημα της ελληνικής πολιτείας κυρίως μέσω των εποπτικών αρχών, είναι να προσφέρει στο επενδυτικό κοινό το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο ώστε να εξασφαλίζονται οι ακόλουθοι τρεις βασικοί στόχοι: η άρτια οργάνωση, η εύρυθμη λειτουργία και η ασφάλεια των συναλλαγών στην οργανωμένη ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η ορθή εφαρμογή του πλαισίου αυτού και η τήρηση από τους εμπλεκόμενους φορείς όλων αυτών των κανονιστικών διατάξεων: άλλοτε προαιρετικών και άλλοτε υποχρεωτικών -ορισμένες φορές στο σύνολό τους και ορισμένες εξ' αυτών κατά περίπτωση- αποτελεί υποχρέωση όχι μόνο της Πολιτείας αλλά και όλων των εμπλεκόμενων φορέων. Ο νόμος αποτέλεσε την πρώτη επαφή των ελληνικών επιχειρήσεων με μερικές από τις βασικές πτυχές της σύγχρονης εταιρικής διακυβέρνησης τη στιγμή που ο οικογενειακός ή κρατικός έλεγχος των περισσότερων εισηγμένων επιχειρήσεων καθιστούσε την προστασία των «εξωτερικών» επενδυτών, μικρομετόχων, θεσμικών εξαιρετικά δυσχερή.³⁵

Η αποτύπωση της υπάρχουσας κατάστασης στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, η καταγραφή της προόδου που ενδεχομένως έχει σημειωθεί και των προβλημάτων που εξακολουθούν να υφίστανται στα πλαίσια εφαρμογής του

³⁵ Ξενοφών Εμμανουηλίδης, Η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης και η σπουδαιότητά της στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων, Η Περίπτωση των Ελληνικών τραπεζών. (Διδακτορική διατριβή), 5-2009

σχετικού νομοθετικού πλαισίου στην Ελλάδα έγινε από την έρευνα της εταιρείας Grant Thornton. Στόχος της Έρευνας είναι η ανίχνευση και αποτύπωση του προτύπου συμπεριφοράς των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς την υιοθέτηση των σχετικών αρχών και συστάσεων εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, η Έρευνα επιδιώκει, μέσω της σύγκρισης των αποτελεσμάτων με το 2005 και το 2006, να προσδιορίσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία των ελληνικών επιχειρήσεων και συνακόλουθα, να συμβάλλει στη χάραξη πολιτικής από τις αρμόδιες αρχές. Φιλοδοξία της Έρευνας είναι να αναδείξει τις αλλαγές που απαιτούνται για τη δημιουργική προσαρμογή των ελληνικών εταιρειών στα σημερινά διεθνή δεδομένα εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης.

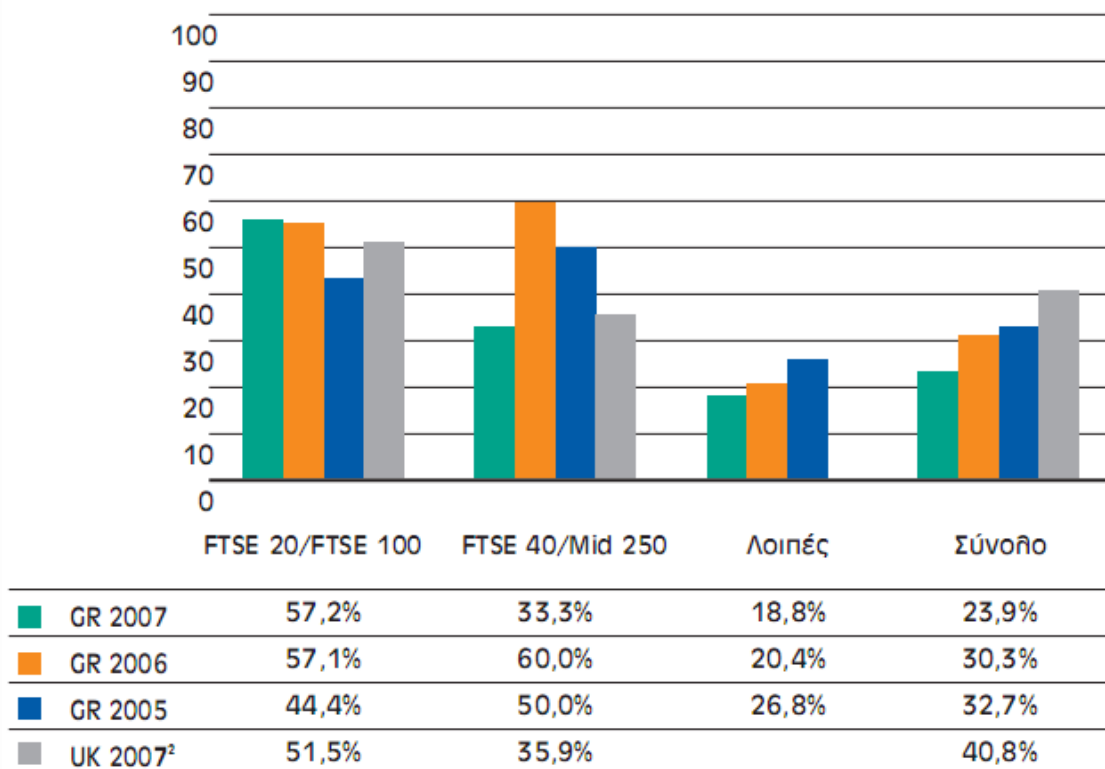
Τα αποτελέσματα της έρευνας για το 2007 αποδεικνύουν για μία ακόμα φορά ότι στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις δεν έχει ωριμάσει αρκετά η ανάγκη υλοποίησης της βασικής προσέγγισης «συμμόρφωση ή εξήγηση», εφαρμογής δηλαδή, της δυνατότητας που έχουν να επιλέξουν μεταξύ, είτε της συμμόρφωσης με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, είτε της δημοσιοποίησης της αιτιολόγησης των αποκλίσεών τους από αυτές.

Σίγουρα χρόνο με το χρόνο παρατηρείται πρόοδος στη συμμόρφωση με τα επιμέρους στοιχεία των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, όμως και πάλι παρατηρείται η συμμόρφωση με τα ελάχιστα απαιτούμενα στοιχεία του σχετικού νομοθετικού πλαισίου.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας :

- Οι 2 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι 7 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις.
- Παρόλα αυτά από τις 8 στις 10 που δηλώνουν ότι δεν δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μόλις οι 6 στις 10 εξηγούν το λόγο της απόκλισης.³⁶

Διάγραμμα 1: Ποσοστό εταιρειών που διατείνονται ότι, ήδη, έχουν συμμορφωθεί πλήρως με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης



Γράφημα 12

Πηγή: Grant Thornton, Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, 7-2008

³⁶ Grant Thornton, Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, 7-2008

Άμεσο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης έκαναν μεγαλύτερη προσπάθεια σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια να εναρμονισθούν με τις Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές και τις επιταγές της εθνικής νομοθεσίας. Αντίθετα, δε συνέβη το ίδιο με τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης για τις οποίες τα αποτελέσματα φαίνεται να διατηρούνται στα ίδια ή και χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν. Βέβαια, όπως είχε προκύψει από παλαιότερη έρευνα του καθ. Μ. Ξανθάκη η καλή αποτίμηση της εταιρικής διακυβέρνησης σε δεδομένη χρονική στιγμή δε σημαίνει μακροχρόνια εξασφάλιση.³⁷

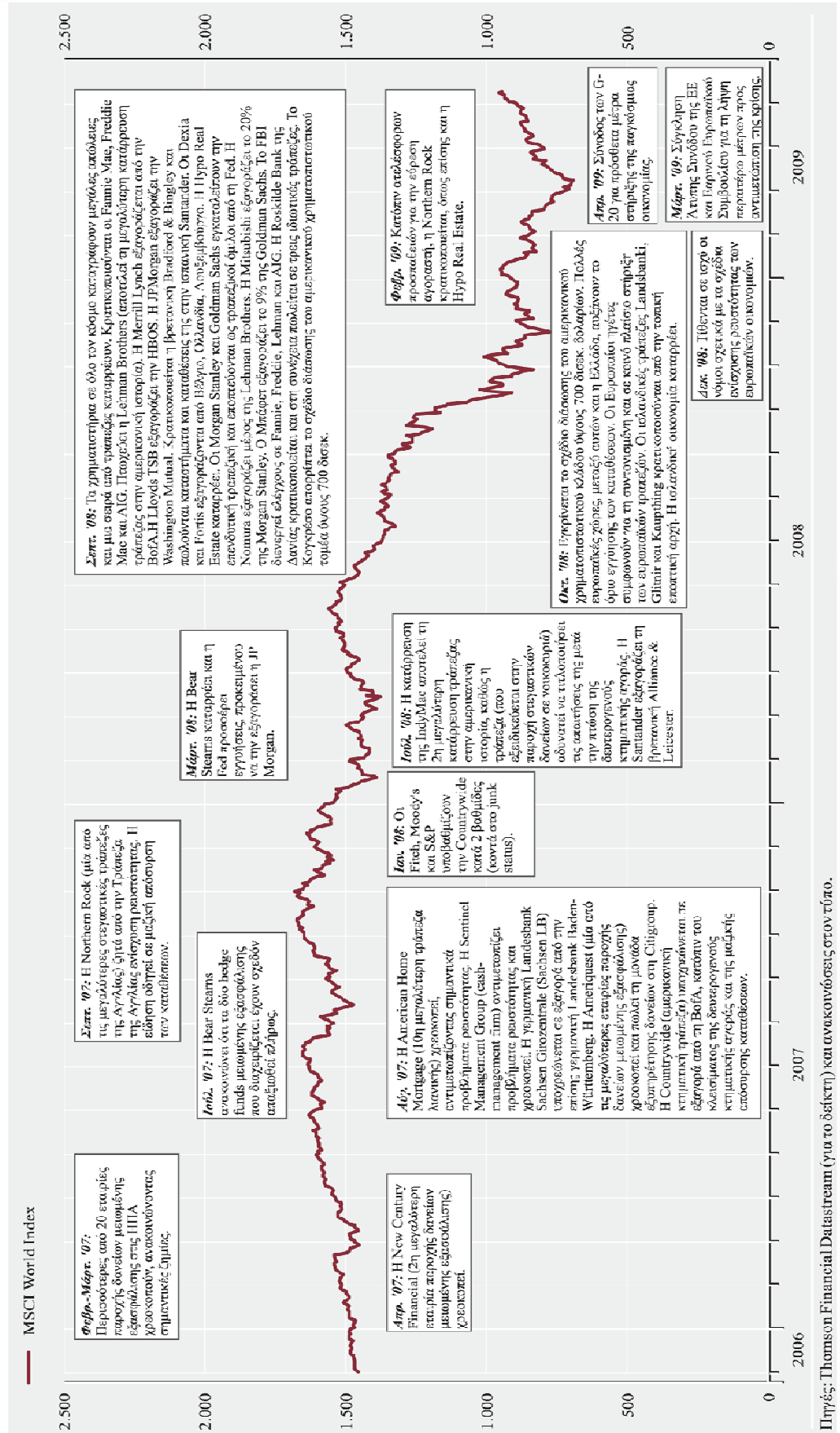
³⁷ Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008

Γράφημα 13: Το χρονικό της Χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, 6-2009

Διάγραμμα 11.3 Τα ορόσημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης



Πηγή: Thomson Financial Datastream (για το δάκτυ) και ανακονώσεις στον τύπο.

2.1 Η πρόκληση της χρηματοπιστωτικής κρίσης

Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης που διανύουμε κυριάρχησε η σκέψη ότι ο καπιταλισμός είναι ένα σύστημα χωρίς κρίσεις και ότι θα πρέπει να επιτρέψουμε στην οικονομία να αυτορυθμίζεται. Η πρόσφατη οικονομική κρίση του 2007, που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ, κατέδειξε με το χειρότερο τρόπο ότι η έλλειψη κανονιστικής ρύθμισης των αγορών έθεσε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κίνδυνο.

Όπως σε κάθε γεγονός έτσι και για την κρίση που ακόμα διανύουμε υπήρχαν αίτια και αφορμές. Για τους περισσότερους αναλυτές τα αίτια της κρίσης είναι βαθιά ριζωμένα στη ανεπαρκή δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως για παράδειγμα η υπερβολική μόχλευση-δανεισμός των χρηματοοικονομικών οργανισμών, η δημιουργία πολύπλοκων και αδιαφανών και όχι άμεσα ρευστοποιήσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, η έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών διαχείρισης κινδύνου και η αναποτελεσματική άσκηση ελέγχου από της εποπτικές αρχές.³⁸

Τα σημάδια διαφαίνονταν χρόνια πριν τις καταρρεύσεις μεγάλων οικονομικών κολοσσών, όπως η American Home Mortgage τον Αύγουστο του 2007, που οδήγησαν στην περίοδο αποσταθεροποίησης του παγκόσμιου συστήματος. Οι απαρχές της βρίσκονται στην κατάρρευση της φούσκας του Διαδικτύου, στα τέλη του 2000. Η Fed προκειμένου να αντιμετωπίσει μια επικείμενη αναταραχή σταδιακά και έως το 2003 μείωνε το ομοσπονδιακό επιτόκιο σε σημείο που επί τριάντα ένα

³⁸ Σταϊκούρας Π. Το χρηματοοικονομικό κραχ του 2007-2008. Κρίση της αγοράς επισφαλών δανείων ή κρίση του επισφαλούς ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών;, Εφημερίδα Διοικητικού Δικαίου – 9-10/2008

μήνες συνεχώς, το αναπροσαρμοζόμενο με βάση το πληθωρισμό επιτόκιο παρέμενε σε αρνητικά επίπεδα.³⁹ Το φτηνό χρήμα προκάλεσε μία στεγαστική φούσκα. Ο Μάρτιν Φέλντσταϊν εκτίμησε ότι από το 1997 μέχρι το 2006 οι καταναλωτές άντλησαν περισσότερα από 9 τρισεκατομμύρια δολάρια σε ρευστό από την καθαρή αξία των ακινήτων τους.⁴⁰ Ο αριθμός των αγοραστών ακινήτων εκτοξεύθηκε. Με τις τιμές των ακινήτων να ανεβαίνουν σταθερά με ετήσιο ρυθμό 7,5% από το 1997 έως το 2006, ο κάθε καταναλωτής έσπευσε να δανειστεί για να αγοράσει ακίνητο, γνωρίζοντας ότι, ακόμη και αν δεν είχε το ανάλογο εισόδημα για να αποπληρώσει το δάνειο, θα μπορούσε σε κάθε περίπτωση να πουλήσει το ακίνητο σε υψηλότερη τιμή και να επαναχρηματοδοτήσει ένα νέο στεγαστικό δάνειο.⁴¹

Η υπερπροσφορά οδήγησε σε αποκλιμάκωση των τιμών των ακινήτων ενώ η πολιτική ηγεσία των ΗΠΑ, καθιστώντας το χρήμα ακριβότερο, μείωσε την κατανάλωση και προσγείωσε τις τιμές των ακινήτων, καθιστώντας την αποπληρωμή των στεγαστικών δανείων ακριβότερη με συνέπεια οι δανειολήπτες να αδυνατούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους.⁴² Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των subprime δανείων, συνεπάχθηκε και την αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs⁴³ στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας

³⁹ Κρούγκμαν Πωλ, Η κρίση του 2008, Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009

⁴⁰ Soros George, Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της, Εκδόσεις Λιβάνη, 2008

⁴¹ J Bethel, A Ferrell, G Hu, Law and economic issues in some subprime litigation, 2008

⁴² Σταϊκούρας Π. Το χρηματοοικονομικό κραχ του 2007-2008. Κρίση της αγοράς επισφαλών δανείων ή κρίση του επισφαλούς ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών;, Εφημερίδα Διοικητικού Δικαίου – 9-10/2008

⁴³ CDO: Collateralized Debt Obligation: Εγγυημένες υποχρεώσεις χρέους. Χρηματοπιστωτικά προϊόντα τιτλοποίησης χρεών.

προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά.⁴⁴

Η στιγμή της αλήθειας ήρθε στις αρχές του 2007, καθώς τα προβλήματα με τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κίνδυνου έγιναν εμφανή. Η μία μετά την άλλη τράπεζα που είχαν εκτεθεί στα υψηλού κινδύνου δάνεια άρχισαν να ανακοινώνουν προβλήματα ρευστότητας. Η υπερβολική έκθεση σε υποθήκες χωρίς το κατάλληλο αντίκρισμα το Μάρτιο του 2008 καταδίκασε την Bear Stearns. Για την αποφυγή της επέκτασης του προβλήματος σε οργανισμούς που είχαν επενδύσει σε αυτή, η Fed αποφάσισε τη στήριξή της. Η παγκόσμια αναταραχή έγινε όμως αναπόφευκτη όταν η Αμερικανική κυβέρνηση αποφάσισε να μην στηρίξει την Lehman Brothers η οποία τελικά χρεοκόπησε στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 και οδήγησε σε μία τραπεζική κρίση εκείνο το Φθινόπωρο.⁴⁵

Η πτώχευση της Lehman Brothers ήταν ένα από αυτά τα γεγονότα που αλλάζουν το παιχνίδι. Οι συνέπειες ήταν καταστροφικές. Τα ασφάλιστρα αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) εκτινάχθηκαν και η AIG, η οποία ήταν εκτεθειμένη σε αυτά, αντιμετώπισε άμεσο κίνδυνο διαγραφής αξιών. Την επόμενη ημέρα ο υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ Χένρι Πόλσον αναγκάστηκε να κάνει αναστροφή πορείας για να διασώσει την AIG. Η Lehman ήταν ένας από τους βασικούς διαμορφωτές της αγοράς στα εταιρικά ομόλογα. Τα ανεξάρτητα funds που είχαν ομόλογα της Lehman προσπάθησαν να τα ρευστοποιήσουν, αντιλήφθηκαν

⁴⁴ Κονονάκη Μ, Η κρίση των Subprimes, Διπλωματική εργασία για το Μ.Π.Σ. στη Χρηματοοικονομική ανάλυση, 2/2010

⁴⁵ Weisberg J., What caused the great recession?, Newsweek 18/1/2010, Vol.155 Issue 3, p19

όμως ότι δεν είχαν κανένα αντίκρισμα και έτσι προκλήθηκε πανικός στις αγορές. Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) χρειάστηκε να επεκτείνει τις εγγυήσεις της για όλα τα funds και ανακοίνωσε πακέτο σωτηρίας 700 δισ. δολαρίων για το τραπεζικό σύστημα. Αλλά η ανακούφιση για τα χρηματιστήρια ήταν προσωρινή.⁴⁶ Περισσότερες από 100 Αμερικανικές Τράπεζες έκλεισαν μέσα στο 2009, μία σαφής ένδειξη της αδυναμίας της πραγματικής οικονομίας.⁴⁷

2.1.1 Κρίση και Εταιρική Ηθική

Η χρηματοοικονομική διαφθορά και το έλλειμμα επιχειρηματικής ηθικής στις ΗΠΑ, ήταν συστηματικό, με την έννοια πως το σύστημα που οικοδομήθηκε με βάση το κριτήριο της βελτιστοποίησης της αξίας για τους μετόχους απαιτούσε τη συνεργασία πολλών εταιρειών της επενδυτικής τραπεζικής, θεσμικών επενδυτών, επιχειρήσεων, λογιστικών εταιρειών, ρυθμιστικών αρχών και πολιτικών. Θεσμικοί επενδυτές αντάμειβαν πλουσιοπάροχα ή απέλυαν κορυφαίους μάνατζερ, ανάλογα με το αν επιτύγχαναν, μαγείρευαν ή δεν κατάφερναν να επιτύχουν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι κορυφίοι μάνατζερ παραποιούσαν συστηματικά, σε συνεργασία με τις ελεγκτικές λογιστικές εταιρείες, τους ισολογισμούς τους, με σκοπό να εμφανίζονται φουσκωμένα κέρδη. Οι άνθρωποι που διορίζονταν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγορές δεν είχαν καμία διάθεση να κονταροχτυπηθούν με τους τραπεζίτες, τις επιχειρήσεις ή τις λογιστικές εταιρείες. Οι πολιτικοί και τα πολιτικά κόμματα επιζητούσαν και αποδέχονταν, από

⁴⁶ Soros G., Το κράχ του 2008, 28/1/2009, www.tovima.gr

⁴⁷ Guo Tianyong, Financial lessons learned, Beijing Review, 7/1/2010

τους βασικούς παίκτες, μεγάλα χρηματικά ποσά για την προεκλογική εκστρατεία τους.⁴⁸

Τα οικονομικά συστήματα και τα είδη καπιταλισμού εξελίσσονται διαρκώς. Τα είδη ηθικών ζητημάτων και παραβιάσεων σχετίζονται με τα είδη του καπιταλισμού και τα οικονομικά συστήματα. Οι κανόνες και οι νόμοι θεσπίζονται με βάση την παρελθούσα εμπειρία. Το πρόβλημα είναι πως συχνά οι απατεώνες είναι πολύ έξυπνοι και δημιουργικοί. Έξυπνοι και δημιουργικοί απατεώνες εφευρίσκουν νέους τρόπους να παρακάμπτουν τους παλιούς νόμους και νέα κόλπα για δόλιο πλουτισμό, τους οποίους οι νομοθέτες δεν είχαν σκεφθεί ως τότε, ή δεν είχαν συντάξει νόμους και κανόνες για την προστασία έναντι αυτών. Για παράδειγμα, οι θυγατρικές εταιρείες της Enron που ήταν εκτός του ισολογισμού της, αλλά ακόμη και το ίδιο το μοντέλο μιας εταιρείας που εμπορεύεται ενέργεια μέσω του Διαδικτύου, δεν υπήρχε πριν από την Enron.⁴⁹

2.1.2 Κρίση και Εταιρική Διακυβέρνηση

Μια από τις σπουδαιότερες αιτίες αυτής της κρίσης είναι, κατά τη γνώμη πολλών, η «απαξίωση»⁵⁰ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και εδώ υπάρχει μεγάλη ευθύνη των εποπτικών αρχών σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρά το γεγονός ότι πολλές χώρες όπως η Βρετανία προχώρησαν σε πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης εταιρικής

⁴⁸ R Nielsen, Εταιρική διαφθορά και επιχειρηματική ηθική, Οικονομικός Ταχυδρόμος - Σύγχρονες Τάσεις στο Management, 8-3-2003

⁴⁹ The economist, The lessons from Enron: After the energy firms collapse, the entire auditing regime radical change, 9-2-2002

⁵⁰ Εγγλέζος Χ., «Η απαξίωση της εταιρικής διακυβέρνησης: Μία από τις σημαντικότερες αιτίες της κρίσης», Σύνδεσμος Επενδυτών και Διαδικτύου, Ένωση Μετόχων – Επενδυτών Κεφαλαιαγοράς, www.sed.gr

διακυβέρνησης, και υπήρχε παντού μια διάχυτη αισιοδοξία για την περαιτέρω βελτίωση του θεσμού, λίγες ήταν εκείνες που δημιούργησαν Κώδικες «Συμμόρφωσης ή Εξήγησης», ώστε να αποτελεί παράβαση που τιμωρείται, η ψευδής δήλωση συμμόρφωσης ή καθ' οιονδήποτε τρόπο ανεπαρκής εξήγηση. Στις περιόδους οικονομικής ανάπτυξης άλλωστε, σπάνια υπάρχει πολιτική βούληση για θεσμοθέτηση ουσιαστικών αλλαγών καθώς υπάρχει ο φόβος της οικονομικής «επιβράδυνσης». Στις ΗΠΑ για παράδειγμα, που αποτέλεσαν και την αφετηρία για την παρούσα οικονομική κρίση, οι νομοθετικές προτάσεις για την εταιρική διακυβέρνηση δεν έφεραν κανένα αποτέλεσμα, εφόσον το σύστημα εξακολουθούσε να είναι διοικητικοκεντρικό και οι μέτοχοι περιορίζονταν μόνο στην ψήφο υπέρ αποφάσεων της διοίκησης. Ενώ κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης το θέμα δεν θα έπρεπε να είναι μόνο η θεσμοθέτηση αλλά η αναμόρφωση της υπάρχουσας κατάστασης κατά τρόπο ώστε οι διοικούντες των εταιρειών να είναι πιο αξιόπιστοι.⁵¹

Σχετική έρευνα πολύ πριν την κρίση, τον Μάρτιο του 2005, σε 3.250 εταιρείες σε Αμερική, Καναδά, Βρετανία και Αυστραλία, από την εταιρεία Governance Metrics International (GMI)⁵², που ειδικεύεται στην έρευνα και αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης, έδειξε στις ΗΠΑ ότι η μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες εμφανίζουν «χαλαρές» αρχές εταιρική διακυβέρνησης, ενώ οι περισσότερες από τις μεγάλες εταιρείες εμφάνιζαν χαμηλό ρυθμό αλλαγών προς την κατεύθυνση αυτή, που εν μέρει ίσως να οφείλεται στην αργή και σταδιακή

⁵¹ Luigi Zingales, The future of securities regulation, Journal of accounting research, Vol.47, No.2, 5/2009

⁵² Governance Metrics International, GMI Releases New Global Governance Ratings, New York, March 6th, 2005, www.gmiratings.com

έγκριση των μεταρρυθμίσεων διακυβέρνησης. Η GMI χρησιμοποιεί ένα σύστημα αξιολόγησης των επιχειρήσεων που ενσωματώνει εκατοντάδες των σημείων δεδομένων σε έξι μεγάλες κατηγορίες ανάλυσης: λογοδοσία του Συμβουλίου, γνωστοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών και των εσωτερικών ελέγχων, αμοιβές της εκτελεστικής εξουσίας, τα δικαιώματα των μετόχων, με βάση την ιδιοκτησία και τις διατάξεις εξαγοράς, καθώς και την εταιρική συμπεριφορά και κοινωνική ευθύνη και ως μέρος των υπηρεσιών της εκχωρεί κόκκινες σημαίες σε εταιρείες που δεν έχουν προσδιορίσει ένα από τα ανωτέρω έξι ζητήματα διακυβέρνησης. Στην συγκεκριμένη έρευνα 1.163 εταιρείες έλαβαν κόκκινες σημαίες και οι κατηγορίες που έλαβαν τον μεγαλύτερο αριθμό κόκκινο σημαιών ήταν, των αμοιβών και του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος για το τμήμα ελέγχου, όπως φαίνεται και στον πιο κάτω πίνακα:

REGION	BOARD ACCOUNTABILITY	FINANCIAL DISCLOSURE & INTERNAL CONTROLS	SHARE HOLDERS RIGHTS	REMUNERATION	MARKET FOR CONTROL	CORPORATE BEHAVIOUR
ASIA /PASIFIC	42	21	14	32	6	28
EUROPE	75	38	14	52	121	23
AMERICA	115	60	52	549	122	71
TOTAL	232	119	80	633	249	122

Πίνακας 1

Πηγή Governance Metrics International, GMI Releases New Global Governance Ratings, New York, March 6th, 2005

Τα σκάνδαλα εταιρικής διακυβέρνησης σε ένα μεγάλο βαθμό οφείλονται στο ότι δεν έχει γίνει ακόμα και σήμερα κατανοητός ο σημαντικός ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα Συμβούλια δεν ήταν αρκετά ισχυρά να επέμβουν

απέναντι στην εκτελεστική εξουσία, η οποία λειτουργούσε με κίνητρα που εξυπηρετούσαν τα δικά της συμφέροντα αντί τα συμφέροντα των μετόχων. Τα Συμβούλια υπήρξαν απλοί παρατηρητές των κινήσεων των Διευθυνόντων Συμβούλων, αντί του βασικού ρόλου τους που είναι η αξιολόγηση των αποφάσεων όλων των Διευθυντικών Στελεχών της Επιχείρησης, καθώς και των αποφάσεων και των ενεργειών που λαμβάνονται για τη γενικότερη λειτουργία της Επιχείρησης. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό απαιτείται η δημιουργία μιας σχέσης εμπιστοσύνης και ανοικτής επικοινωνίας με το Διευθύνοντα Σύμβουλο, η οποία θα επιτρέπει στο Συμβούλιο να αξιολογεί καλύτερα πως τα Διοικητικά Στελέχη προσεγγίζουν τα θέματα και εάν είναι τα κατάλληλα πρόσωπα για την Επιχείρηση⁵³.

Μια έρευνα της Nestor Advisors (NeAd) τον Απρίλιο του 2008 επιβεβαιώνει την ανωτέρω προσέγγιση⁵⁴. Ένα από τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας είναι ότι στις ευρωπαϊκές τράπεζες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση τα συμβούλια δεν δημιούργησαν τα αναγκαία συστήματα και διαδικασίες για την τακτική συζήτηση και ανασκόπηση της διάθεσης ανάληψης κινδύνων και την επίβλεψη της διαχείρισής τους. Οι τράπεζες που κατέγραψαν τις μεγαλύτερες μετοχικές απώλειες ήταν στην πλειονότητά τους αυτές που δεν είχαν συστήσει Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων σε επίπεδο Συμβουλίου. Ακόμη και σήμερα το 56% των Συμβουλίων των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών εξακολουθούν να επιφορτίζουν την Επιτροπή Ελέγχου τους με την επίβλεψη του συστήματος διαχείρισης κινδύνων ακόμη και αν η τελευταία βυθίζεται κάτω από τον φόρτο

⁵³ Loretta J. Mester, «Innovation and Regulation in Financial Markets. A summary of the 2007 Philadelphia Fed Policy Forum», Business Review, Q3 2008, p.36-37

⁵⁴ D. Lapido, S. Nestor, D. Risser, (2008), Board profile, structure and practice in Large European Banks, www.nestoradvisors.com. Η μελέτη εξετάζει σε βάθος την εταιρική διακυβέρνηση 25 Ευρωπαϊκών Τραπεζών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2007.

εργασίας και υποχρεώσεων που έχει σε σχέση με την εγκυρότητα των αποτελεσμάτων, την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού έλεγχου και την επίβλεψη των εσωτερικών και εξωτερικών ελεγκτικών δραστηριοτήτων.

How knowledgeable are the following parties about your company's risk measurement methodology?

(% of responses from interviewed banks)



Γράφημα 14

ΠΗΓΗ: D. Lapido, S. Nestor, D. Risser, (2008), Board profile, structure and practice in Large European Banks

Ένα άλλο σχετικό πρόβλημα είναι ότι η πληροφόρηση που παίρνει το Συμβούλιο από τη Διοίκηση είναι συχνά από δεύτερο και τρίτο «χέρι». ⁵⁵ Αυτό γιατί δεν υπάρχει απευθείας πρόσβαση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου στα στελέχη εκείνα που είναι άμεσα υπεύθυνα για τη διαχείριση των κινδύνων. Π.χ., ο επικεφαλής της μονάδας κινδύνου της Royal Bank of Scotland (RBS) αναφερόταν στον Γενικό Οικονομικό Διευθυντή (CFO) χωρίς να έρχεται σε τακτική επικοινωνία είτε με την Εκτελεστική Επιτροπή είτε με το Διοικητικό Συμβούλιο.

⁵⁵ Στίλπωνας Νέστορας, «Η χρηματοοικονομική κρίση και η εταιρική τραπεζική διακυβέρνηση», ΤΟ ΒΗΜΑ on line, Οικονομία, Κυριακή 17 Αυγούστου 2008

Ένα από τα κριτήρια καλής εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο διαχωρισμός της Προεδρίας του Διοικητικού Συμβουλίου από την Επιχειρησιακή Διοίκηση, ώστε να διασφαλίζεται η ύπαρξη ισορροπίας δύναμης και εξουσίας και να αποτρέπεται να λαμβάνονται ανεξέλικτα αποφάσεις για την πορεία της Επιχείρησης. Τα τραπεζικά συμβούλια δυσκολεύονται να βρουν μη εκτελεστικά μέλη για τη θέση του Προέδρου που να έχουν αφενός επαρκή εμπειρία στον χρηματοοικονομικό τομέα και αφετέρου να μην αντιμετωπίζουν σημαντικές συγκρούσεις συμφερόντων. Η λύση που δίνεται στο πρόβλημα αυτό είναι αντίθετη με την ανωτέρω κλασική επιταγή «καλής» εταιρικής διακυβέρνησης: οι ευρωπαϊκές τράπεζες προάγουν σε Πρόεδρο τον μέχρι πρότινος Διευθύνοντα Σύμβουλό τους.

Σε όλα αυτά μπορούμε να προσθέσουμε και τις αρνητικές επιπτώσεις ενός επιθετικού συστήματος υπολογισμού των αμοιβών του CEO, συστήματος που ευνοεί την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων στα τραπεζικά ιδρύματα αυτά τα τελευταία χρόνια. Παρατηρήθηκε ότι πολλές ιδιαίτερα ριψοκίνδυνες πράξεις αντανακλώνται στις αμοιβές όσων τις αναλάμβαναν, ενώ αυτοί καλύπτονταν από την ιεραρχία τους. Ακόμη περισσότερο, τα ανώτερα κλιμάκια πίεζαν τους χειριστές να κινούνται προς αυτή την κατεύθυνση. Μέσα από ένα σύστημα μηνιαίων μπόνους που χορηγούνταν χωρίς επιστροφή ο trader πιεζόταν να φέρει επιδόσεις με βραχυπρόθεσμες πράξεις. Αν, δηλαδή, άνοιγε σημαντικές θέσεις και με αυτή τη βάση κατέγραφε μια ωραία υπεραξία, αμειβόταν με ένα λαμπρό μπόνους που έβλεπε να προστίθεται στη μισθοδοσία του. Αν τώρα τον επόμενο μήνα η

κατάσταση αντιστρεφόμενη, τότε ο trader δεν όφειλε να επιστρέψει το μόνους επιβράβευσης του - η τράπεζα επωμιζόταν η ίδια τη ζημιά από την ατυχή πράξη.⁵⁶

Είναι προφανές ότι μια τέτοια πολιτική ασυμμετρικών μόνους ευνόησε την ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων. Το κίνητρο αυτό ήταν ακόμη πιο έντονο, από τη στιγμή που στο μόνους δεν καταλογιζόταν η αξιολόγηση του κινδύνου.⁵⁷ Η ιδιαίτερα μικρή διάρκεια της περιόδου υπολογισμού των επιδόσεων εμπόδιζε, ουσιαστικά, τον trader να σχηματίσει μια λογική εκτίμηση του κινδύνου: πράγματι, εξ ορισμού δεν ήταν δουλειά του να ασχολείται με την ωρίμανση της επένδυσης που πραγματοποιούσε.

Όσο για τα τμήματα των τραπεζών που ασχολούνταν με τον έλεγχο των κινδύνων, η γνώμη τους δεν λαμβανόταν στα σοβαρά από τις διοικήσεις - ιδίως αν πήγαινε κόντρα στα ωραιότατα κέρδη που μπορεί να καταγράφονταν στη φάση ευφορίας του κύκλου, τότε που το χρήμα ήταν φθινό και οι υπεραξίες επί των στοιχείων ενεργητικού πολύ μεγάλες.

Ότι όμως ισχύει για τα μόνους ισχύει και για τις συμφωνίες προαίρεσης για την αγορά μετοχών/stock options. Η αξία τους ορίζεται από την «τιμή άσκησης» του σχετικού δικαιώματος, δηλαδή την τιμή στην οποία τα στελέχη που το δικαιούνται μπορούν να επιλέξουν να αγοράσουν τις μετοχές που τους αναλογούν. Οι stock options που τους παραχωρούνται τους επιτρέπουν να αγοράσουν, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, μετοχές της εταιρείας τους σε προκαθορισμένη τιμή. Η τιμή άσκησης του δικαιώματος παραμένει σταθερή. Εάν το χρηματιστήριο

⁵⁶ Aglietta Michel, Η Οικονομική κρίση, Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα 2009, σελ.100 -101

⁵⁷ Πολυχρονίου Χ., Συνέντευξη με τον Νόαμ Τσόμσκι, Αμερικανική Οικονομία και Διεθνής Κρίση, www.enet.gr 13/3/2009

απογειωθεί, τότε ο δικαιούχος των stock options μπορεί να αγοράσει τις μετοχές στην «τιμή άσκησης» και να τις ξαναπουλήσει στη χρηματιστηριακή αγορά σε πολύ υψηλότερες τιμές καταγράφοντας σημαντικές υπεραξίες στο χαρτοφυλάκιο του.⁵⁸ Ενώ οι stock options δημιουργήθηκαν ώστε τα ανώτερα στελέχη να έχουν μεγαλύτερο ενδιαφέρον, και να λαμβάνουν στρατηγικές αποφάσεις που λειτουργούν προς το συμφέρον των μετόχων, ουσιαστικά κατέγραφαν υπεραξίες που εισπράττονταν αποκλειστικά από τα υψηλά στελέχη και ουδεμία σχέση είχαν με την πραγματική οικονομική ανάπτυξη της Επιχείρησης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

⁵⁹Επιπλέον, οι κεφαλαιαγορές επιτρέπουν τη μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου, έναντι των πιστωτικών ιδρυμάτων που διακρατούν τον κίνδυνο επί μακρόν. Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις μας δίδαξαν ότι επιβαρύνεται ο πραγματικός τομέας της οικονομίας σε χώρες με δύσκαμπτες δομές του χρηματοοικονομικού τους συστήματος ή χώρες που έχουν εξάρτηση από συγκεκριμένο κύκλωμα χρηματοδότησης, όπως ο διεθνής τραπεζικός δανεισμός. Με την αύξηση του όγκου των συναλλαγών στις παγκοσμιοποιημένες, πλέον, αγορές, αυξάνεται η πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού κινδύνου και η ικανότητα των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών να ελέγξουν το συστημικό χρηματοοικονομικό κίνδυνο μειώνεται δραστικά. Οι οργανωμένες (δηλαδή οι ρυθμιζόμενες) κεφαλαιαγορές επιτρέποντας την καλύτερη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου μπορούν να προστατέψουν αποτελεσματικότερα τους επενδυτές από τους πολύπλοκους κινδύνους.

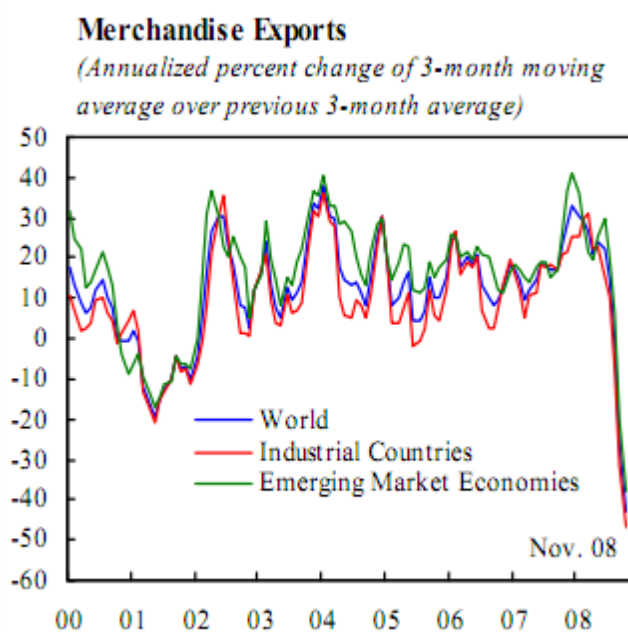
⁵⁸ Aglietta Michel, ό.π.,σελ.102

⁵⁹ Κώστας Συριόπουλος – Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμιση τους, www.upatras.gr

2.2 Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης

Οι περισσότεροι αναλυτές εκτιμούν πως η οικονομική κρίση που εξακολουθούμε να διανύουμε είναι η μεγαλύτερη της ιστορίας. Απ' την άλλη μεριά τα αντανακλαστικά των κυβερνήσεων, των εταιρειών, των επενδυτών και όλων των άλλων παραγόντων για την αντιμετώπιση ήταν επίσης τα γρηγορότερα όλων των εποχών.

Αν μπορούσαμε να δώσουμε ένα τίτλο στα μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης, μάλλον αυτός θα ήταν «Διαφάνεια και Εσωστρέφεια». Διαφάνεια είναι η απαίτηση των μετόχων, επενδυτών και κάθε άλλου παράγοντα που ξαφνικά



Γράφημα 15: Εξαγωγές Προϊόντων

Πηγή: Group of Twenty- Meeting of the Deputies January 31 - February 1 2009 London, U.K.

βρέθηκε αντιμέτωπος με καταρρεύσεις που αρχικά φάνταζαν αδικαιολόγητες μέσα από το καλά καμουφλαρισμένο σύστημα που είχαν δημιουργήσει διοικητικά στελέχη εταιρειών για δικό τους όφελος και σε βάρος όλων των άλλων παραγόντων.

Εσωστρέφεια είναι η στροφή των οικονομικών πολιτικών των κρατών. Αφενός οι

ηγετικές χώρες του πλανήτη που οι οικονομίες τους βασίζονται στην επικράτηση τους στις εκτός συνόρων αγορές ήρθαν αντιμέτωπες με προβλήματα που δεν μπορούσαν να ελέγξουν, αφετέρου οι ασθενέστερες οικονομικά χώρες που καταναλωτικά και δανειακά εξαρτώνται από τις ισχυρότερες, έφτασαν σε ένα τέλμα ρευστότητας που επίσης δεν μπορούν να ελέγξουν.

Τα μέτρα που πάρθηκαν ήταν σίγουρα άμεσα. Ήταν όμως και αποτελεσματικά; Η στροφή στην εσωτερική κατανάλωση και η παύση ενίσχυσης των ασθενέστερων αγορών λόγω αυξημένου ρίσκου μπορεί να είναι η απάντηση στην κρίση;

2.2.1 Οι πρωτοβουλίες του G20

Οι πρωτοβουλίες που έλαβε το G20 στη σύνοδό του τον Νοέμβριο του 2008 συνάδουν σε μεγάλο βαθμό με τις συστάσεις του ΔΝΤ καθώς επικεντρώνονται στη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.⁶⁰ Δημιούργησε τέσσερις ομάδες δράσης που θα αναλάβουν να προωθήσουν την εφαρμογή των συστάσεων της.

Καθήκον της πρώτης ομάδας είναι η ενίσχυση των συνετών ρυθμίσεων και της διαφάνειας με ιδιαίτερη έμφαση στη διαφάνεια για τις αποτιμήσεις της χρηματιστηριακής αξίας εταιρειών και τις λογιστικές μεθόδους, τις αμοιβές και τη διαχείριση του κινδύνου. Η δεύτερη ομάδα θα επικεντρωθεί στην ενίσχυση της διεθνούς συνεργασίας και την προώθηση των αρχών δεοντολογίας στις χρηματαγορές και το έργο της θα καλύπτει θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και

⁶⁰ G.W.Bush, Weekly Compilation of Presidential documents, Remarks at the summit of financial markets and the world economy, 15-11-2008

συμμετοχής σε διεθνείς εποπτικές επιτροπές και επιτροπές καθορισμού προδιαγραφών. Σε ό, τι αφορά την τρίτη ομάδα, θα αναλάβει την αναμόρφωση του ΔΝΤ εξετάζοντας τον ρόλο, τη διακυβέρνηση και τις ανάγκες ανεύρεσης πόρων του ΔΝΤ. Η τέταρτη ομάδα θα ασχοληθεί με την αναμόρφωση της Παγκόσμιας Τράπεζας και των πολυμερών τραπεζών για την ανάπτυξη, εξετάζοντας την αποστολή, διακυβέρνηση, τους πόρους και τα εργαλεία άσκησης πολιτικής αυτών με κριτήριο τις ανάγκες των μελών τους και τις επιπτώσεις της οικονομικής επιβράδυνσης στις αναπτυσσόμενες χώρες.⁶¹

Χαρακτηριστικά η έκθεση του G20 που πραγματοποιήθηκε υπό την επίβλεψη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου το Φεβρουάριο του 2009 αναφέρει.

⁶²Οι πολιτικές δράσεις για την επίλυση της οικονομικής κρίσης έχουν ευρύ πεδίο εφαρμογής, αλλά δεν έχει ακόμη επιτευχθεί αποφασιστική πρόοδος. Ενώ υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης σε ορισμένες αγορές όπου η παρέμβαση της πολιτικής έχει λάβει χώρα, οι χρηματοοικονομικές αγορές παραμένουν υπό πίεση και τα μεγάλα οικονομικά ιδρύματα εξακολουθούν να θεωρούνται εύθραυστα. Οι προκλήσεις εξακολουθούν να υπάρχουν σε ένα ευρύ φάσμα αγορών και των μέσων.

Η συμβατική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής είχε περιορισμένο αντίκτυπο στις χρηματοοικονομικές συνθήκες και καθιστά αναγκαία την άμεση παρέμβαση στις αγορές πίστωσης. Αυτό έχει οδηγήσει σε ραγδαία επέκταση των δημόσιων ισολογισμών, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων των κεντρικών

⁶¹ Σπάθη Ρ. ΔΝΤ: Τα λάθη και οι υπερβολές που μας οδήγησαν στην κρίση, www.ekathimerini.gr, 14/3/2009

⁶² IMF G20 Report, 2-2009

τραπεζών. Η φορολογική πολιτική παρέχει σημαντική στήριξη στην οικονομία μέσω μιας σειράς μέτρων. Ενώ η υποστήριξη αυτή είναι ζωτικής σημασίας για την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης και τον περιορισμό των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία, προϋποθέτει μια σημαντική επιδείνωση της δημοσιονομικής λογιστικής.

Πιο επιθετικές και συντονισμένες δράσεις πολιτικής χρειάζονται επείγοντως για την επίλυση της κρίσης και καθιέρωση μιας βιώσιμης ανάκαμψης της παγκόσμιας δραστηριότητας. Προκειμένου να είναι αποτελεσματικές, οι πολιτικές πρέπει να γίνουν συνολικές και διεθνώς συντονισμένες, για να περιοριστούν ακούσια διασυννοριακές επιπτώσεις. Απαιτείται ανάληψη δράσης σε δύο μέτωπα για την αποκατάσταση της ζήτησης, ώστε να καταστεί δυνατή μια βιώσιμη ανάκαμψη της παγκόσμιας δραστηριότητας.

2.2.2. Οι μεταρρυθμίσεις στις ΗΠΑ

Το Αμερικανικό κράτος άμεσα αντιλαμβανόμενο τις διαστάσεις που μπορεί να πάρει το πρόβλημα έσπευσε σε ενίσχυση της ρευστότητας από την Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα προς χρηματοπιστωτικούς ομίλους που βρίσκονταν υπό τον φόβο κατάρρευσης. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της AIG που το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ επίσης μείωσε το βασικό επιτόκιο σχεδόν ως το μηδέν τον Δεκέμβριο και έδωσε έμφαση στην ποσότητα. Η

κυβέρνηση Ομπάμα ετοιμάζει διετές πακέτο για την τόνωση της οικονομίας, ύψους 800 δισ. δολαρίων.⁶³

Παρά τις υψηλού κόστους προσπάθειες διάσωσης των τραπεζών, ο «φαύλος κύκλος» της απομόχλευσης, δηλαδή των αρνητικών και αλληλοτροφοδοτούμενων αναδράσεων μεταξύ ζημιών των τραπεζών, μείωσης της πιστωτικής επέκτασης, πραγματικής οικονομίας και χρηματιστηριακών αξιών συνεχίζεται. Παρά τις προσπάθειες, τα αποτελέσματα μέχρι σήμερα είναι μάλλον πενιχρά. Οι τράπεζες δεν είναι πρόθυμες να προβούν σε νέο δανεισμό, αν δε σιγουρευτούν πρώτα για το ύψος των κεφαλαίων που θα απαιτήσει η αποπληρωμή των επισφαλών δανείων, τα οποία χορηγήθηκαν κατά τα προηγούμενα έτη και εμφανίζονται ακόμα στον ισολογισμό τους. Οι δύο βασικές προτάσεις που συζητούνται διεθνώς για την οριστική αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος και του διλήμματος πολιτικής περιλαμβάνουν (α) την προσωρινή κρατικοποίηση τραπεζών μετά τη διαγραφή κεφαλαίων που αντιστοιχούν στις πραγματικές ζημιές τους, (β) τη δημιουργία τραπεζών- συλλεκτών «αποβλήτων», με την αγορά από το δημόσιο και τοποθέτησή σ' αυτές των «τοξικών» περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών.⁶⁴

Επί της τότε προεδρίας G.W.Bush άρχισε στη Γερουσία η συζήτηση για νόμο σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση που θα προέβλεπε αυστηρές ποινές στα στελέχη των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε "λογιστικές απάτες". Είναι ενδεικτικό ότι πολλοί γερουσιαστές εξέφραζαν την ανησυχία τους για τις επιπτώσεις της κρίσης στα θεμέλια του καπιταλιστικού συστήματος. Ο εκπρόσωπος

⁶³ Noam Scheiber , Plan B - What's stopping Tim Geithner?, The new republic, 18/03/2009

⁶⁴ Στουρνάρας Γ, Η διεθνής κρίση και η Ελληνική οικονομία, www.economist.gr, 13-2-2009

του Δημοκρατικού κόμματος, Πολ Σαρμπάνις, δήλωνε: "Είμαστε εδώ για να ξαναφτιάξουμε τον καπιταλισμό", ενώ ο πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ Άλαν Γκρίνσπαν απέδιδε σε έλλειψη ηθικής διαπαιδαγώγησης τα φαινόμενα δηλώνοντας «Μια μολυσματική αρπακτικότητα φαίνεται να έχει πιάσει μεγάλο μέρος της επιχειρηματικής μας κοινότητας». Η απάντηση που ήρθε από τη «Γουόλ Στριτ» ήταν πως «Τα σκάνδαλα είναι γνώρισμα κάθε ελεύθερου συστήματος, διότι ένα ποσοστό των ανθρώπων παντού θα κάνει απάτες. Για να διορθωθεί ο καπιταλισμός δε χρειάζεται περισσότερους κανονισμούς. Καλύτερα να τον αφήσουμε να διορθωθεί μόνος του».

Η αλληλουχία των συζητήσεων κατέληξε στις 2-12-2009 σε ένα σχέδιο νόμου το οποίο πήρε το όνομα «Restoring American Financial Stability Act» και κατατέθηκε στη γερουσία από τον Chris Dodd. Η διχογνωμία για τις επιπτώσεις που θα επέφερε στην αγορά η εφαρμογή του νόμου έφτασε στο αποκορύφωμα το 2010. Ξεκάθαρα αντίθετοι με τις προτάσεις του νόμου ήρθαν 12 οργανώσεις των ΗΠΑ, όπως η Ένωση Ασφαλιστικών Εταιρειών και η Ομοσπονδία Βιομηχανιών των ΗΠΑ. Με κοινή επιστολή των παραπάνω προς την γερουσία, παρουσίασαν πολλές ακαδημαϊκές μελέτες που αναδεικνύουν αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά με την εφαρμογή συγκεκριμένων διατάξεων σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα αναφέρουν πως πολλές μελέτες δεν συνδέουν την αποτυχία των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ως κύριο παράγοντα για την οικονομική κρίση. Επίσης, υποστηρίζουν πως η καθολική εφαρμογή κανονισμών θα επέφερε άδικες επιβαρύνσεις για τις μεσαίες και μικρότερες επιχειρήσεις. Ακόμη θα υπήρχε ο κίνδυνος να στερηθεί η Αμερικανική οικονομία την καινοτομία και την

ποικιλομορφία στον επιχειρησιακό περιβάλλον. Τέλος, θεωρούν επικίνδυνο το να επιφορτιστεί η «Securities and Exchange Commission» (SEC – Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ) με περαιτέρω αρμοδιότητες, τη στιγμή που είναι εξαιρετικά επιφορτισμένη με την προσπάθεια προστασίας των επενδυτών.⁶⁵

Οι αντιδράσεις των διαφόρων φορέων δεν ήταν όμως αρκετές για να σταματήσουν την ανάγκη για μεταρρύθμιση και τελικά επικράτησε η άποψη αυτών που απαιτούσαν τις μεταρρυθμίσεις. Πέρα από τα σκάνδαλα που οδήγησαν σε καταρρεύσεις, πολλοί έστρεψαν τα πυρά τους και εναντίον των παραγώγων, καθώς ο ισχυρισμός είναι πως το παράγωγο αποτελεί σε πολλές περιπτώσεις μορφή σχηματισμού και όχι επένδυσης ενώ ταυτόχρονα «το στοίχημα» μπορεί να ελεγχτεί από αυτόν που στοιχηματίζει για δικό του όφελος. Επίσης στην αγορά παραγώγων είχαν διεισδύσει δυναμικά και τα λεγόμενα OTC (Over-the-counter) τα οποία εμπορεύονταν μετοχές ακόμη και εταιρειών που δεν ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο άρα δεν ήταν υποχρεωμένες να ακολουθούν τους ίδιους κανόνες.⁶⁶ Σε συνέντευξή του ο Robert Merton το 2009 αναφέρει ⁶⁷ «Μια ακόμη χρήσιμη κίνηση θα ήταν να δημιουργηθεί μια κεντρική αρχή ξεκαθαρίσματος των OTC παραγώγων».

Στις 21-7-2010 ο νόμος πήρε την τελική μορφή, μετονομάστηκε σε «Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act» και ψηφίστηκε από τη γερουσία. Ο νόμος σηματοδοτεί την μεγαλύτερη νομοθετική αλλαγή στον

⁶⁵ The U.S. Chamber of Commerce, Multi-industry letter regarding the so-called "corporate governance" provisions of the "Restoring American Financial Stability Act", 13-4-2010

⁶⁶ Alan Greenspan, *Corporate governance*, At the 2003 Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 5/2003

⁶⁷ Robert Merton – Making the financial markets safe – Harvard Business Review – 10-2009

οικονομικό έλεγχο από το 1930. Αυτή η νομοθεσία θα επηρεάσει κάθε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί σε αυτή τη χώρα. Ο νόμος αποτελείται από 16 άρθρα. Ο σκοπός του είναι να προωθήσει την χρηματοοικονομική σταθερότητα των ΗΠΑ βελτιώνοντας την λογοδοσία και τη διαφάνεια στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, να σταματήσει τη θεώρηση πως υπάρχουν εταιρείες τόσο μεγάλες που δεν μπορούν να καταρρεύσουν (too big to fail) και να προστατεύσει τον Αμερικανό φορολογούμενο από καταχρηστικές πρακτικές χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Μετά την ψήφιση άρχισε άμεσα η φάση της εφαρμογής, με πολλές διατάξεις να έχουν σχεδιαστεί από το Κογκρέσο να τεθούν σε ισχύ κατά στάδια (βλ. παράρτημα).⁶⁸

Αναλυτικότερα ο νόμος περιλαμβάνει τα εξής:⁶⁹

Προστασία του Καταναλωτή

Ιδρύεται μία νέα ανεξάρτητη «Αρχή Προστασίας του Καταναλωτή» (Consumer Financial Protection Bureau) που θα έχει ως αποκλειστική δραστηριότητα την προστασία του Αμερικανού καταναλωτή από άδικες, παραπλανητικές και καταχρηστικές πρακτικές και προϊόντα. Θα εξασφαλίζει ότι το κοινό θα έχει ξεκάθαρη πληροφόρηση για δάνεια και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τους διάφορους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

⁶⁸ Davis Polk, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010

⁶⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 July-21-2010

Αντιμετώπιση του Συστημικού Ρίσκου

Το «Συμβούλιο Επίβλεψης Οικονομικής Σταθερότητας» (Financial Stability Oversight Council) που δημιουργείται με τον νόμο, θα εστιάζει στην αναγνώριση, καταγραφή και καθοδήγηση του συστημικού ρίσκου στον οποίο εκτίθενται μεγάλες και περίπλοκες εταιρείες. Επίσης, θα εστιάζει στα προϊόντα που εξαπλώνουν το ρίσκο. Θα έχει ακόμη το ρόλο του συμβούλου για τις νομοθετικές αρχές, ώστε να υπάρξουν αυστηρότεροι κανόνες για τις εταιρείες αυτές που μεγαλώνουν και γίνονται τόσο περίπλοκες ώστε να απειλούν την χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Το τέλος του φαινομένου “Too Big to Fail”

Αναγκάζει με νέους κανονισμούς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ισχυροποιηθούν έναντι οικονομικών δυσχερειών, ώστε να αποφευχθεί η ανάγκη για χρηματοδότηση των εταιρειών που η κατάρρευση τους θα ήταν καταστροφική για ολόκληρο το οικονομικό σύστημα, από τους φορολογούμενους.

Βελτίωση της Τραπεζικής Νομοθεσίας

Ο νόμος θα εξορθολογήσει την επίβλεψη των τραπεζών, αυξάνοντας την συνοχή και την αξιοπιστία και μειώνοντας την ανάγκη για διαιτησία. Για πρώτη φορά θα υπάρξει ξεκάθαρη γραμμή για την ευθύνη μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών των τραπεζών.

Δημιουργία Διαφάνειας και Αξιοπιστίας για τα Παράγωγα

Τα OTC παράγωγα θα ρυθμίζονται από την SEC.⁷⁰ Δύο βασικές διατάξεις του πρόσφατου νόμου, απαιτούν (1) κεντρική εκκαθάριση και (2) συλλογή στοιχείων και τη δημοσίευση τους μέσω γραφείων εκκαθάρισης ή ταμείων ανταλλαγών για τα OTC. Η βιομηχανία παραγώγων έχει αρχίσει ήδη να εργάζεται προς την κατεύθυνση των στόχων αυτών μέσα από τις δεσμεύσεις που περιγράφονται στις επιστολές στους New York Fed. Ωστόσο, πολλές από τις λεπτομέρειες πρέπει ακόμη να οριστούν, όπως το αν θα απαιτούνται εγγυήσεις για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, καθώς ο τρόπος ανταλλαγής και οι συμμετέχοντες σε αυτή δεν καθορίζονται με τον νόμο αλλά με βάση τις ανάγκες αλλά επιβάλετε η διαφάνεια της διαδικασίας για να είναι διακριτό το ρίσκο.

Hedge Funds

Τα Hedge Funds που διαχειρίζονται περισσότερα από 100 εκατομμύρια δολάρια θα πρέπει να δεχθούν ως επενδυτικό σύμβουλο την SEC και να γνωστοποιούν τα απαραίτητα οικονομικά στοιχεία που αφορούν το συστημικό ρίσκο για την προστασία των επενδυτών.

Υπηρεσία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης

Καθιερώνεται μία νέα υπηρεσία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης κάτω από την επίβλεψη της SEC για την ενίσχυση του υπάρχοντος συστήματος αξιολόγησης. Οι

⁷⁰ Jeff Zoller - OTC Derivatives Operations and the Pending Regulation, <http://www.derivalert.org>, 7/2010

νέοι κανόνες για τον εσωτερικό έλεγχο, την ανεξαρτησία, την διαφάνεια και τις ποινές για τις φτωχές αποδόσεις θα υποδείξουν τις αδυναμίες και θα επαναφέρουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών σχετικά με τις αξιολογήσεις.

SEC και Βελτίωση της Προστασίας των Επενδυτών

Αυξάνονται οι αρμοδιότητες της SEC με προσανατολισμό την προστασία κάθε επενδυτή, είτε αυτός επενδύει απλώς τις συνταξιοδοτικές του αποταμιεύσεις είτε ζει από τα κέρδη των επενδύσεων του. Για την επίτευξη αυτού του στόχου τα μέτρα ενθαρρύνουν την καταγγελία παρανομιών δίνοντας χρηματικές επιβραβεύσεις. Οι τράπεζες επίσης αναγκάζονται να διατηρούν ένα συγκεκριμένο επίπεδο ρίσκου στα τιτλοποιημένα δάνεια που προσφέρουν στους επενδυτές.

Ρύθμιση για τα Ομόλογα του Δημοσίου

Τα Κρατικά Ομόλογα θα έχουν καλύτερη επίβλεψη με την συνεισφορά επενδυτικών συμβούλων του δημοσίου και την αύξηση της αντιπροσώπευσης των επενδυτών στο «Συμβούλιο Κανονισμών Κρατικών Ομολόγων» (Municipal Securities Rulemaking Board).

Ενδυνάμωση του ρόλου της FED

Η FED θα έχει υπό την επίβλεψη της, τις οικονομικά μεγαλύτερες εταιρείες καθώς και αυτές που παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της Αμερικανικής οικονομικής σκηνής. Με αυτό το νέο ρόλο θα επέλθει διαφάνεια στην προσπάθεια για την εξάλειψη της σύγκρουσης συμφερόντων.

Εκτελεστικές Αποζημιώσεις και Εταιρική Διακυβέρνηση

Δίδεται στους μετόχους λόγος για τις αμοιβές των στελεχών και διασφαλίζεται η ανεξαρτησία των συμβουλίων καθορισμού των εκτελεστικών αποζημιώσεων. Δίδεται επίσης εντολή για την επιστροφή χρημάτων που δόθηκαν σε εκτελεστικά στελέχη με βάση ανακριβή στοιχεία. Η αλλαγή αυτή ανοίγει το δρόμο για τη μετάβαση από τα βραχυπρόθεσμα κέρδη στην μακροπρόθεσμη κερδοφορία.

Η νομοθεσία αυτή αποτελεί για το Αμερικανικό Κράτος μία από τις μεγαλύτερες μεταρρυθμίσεις όλων των εποχών σχετικά με το εταιρικό δίκαιο. Όπως κάθε μεγάλη μεταρρύθμιση έτσι και εδώ οι αντιδράσεις του επιχειρηματικού κόσμου είναι έντονες. Χαρακτηριστικά σε πρόσφατες δηλώσεις του ο George Buckley πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της 3M (παραβιάζοντας τον κανονισμό που επιβάλλει οι δύο ρόλοι να αφορούν διαφορετικά πρόσωπα, αγνοώντας κάθε σύσταση των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης) απειλεί ανοιχτά τον πρόεδρο Obama πως σε περίπτωση που δεν ανακαλέσει συγκεκριμένες διατάξεις, η επιχείρησή του, αλλά και πολλές άλλες επιχειρήσεις, θα βρουν καταφύγιο σε γειτονικές χώρες.⁷¹ Ταυτόχρονα το ένα μετά το άλλο τα πιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ ανακοινώνουν αμοιβές εκατομμυρίων για τους διευθύνοντες συμβούλους δείχνοντας την επιστροφή σε παλιές επικίνδυνες πρακτικές. Αυτό που μένει να δούμε είναι κατά πόσο ο επιχειρηματικός κόσμος θα δεχθεί να θυσιάσει μέρος των κερδών και του μέχρι τώρα ελέγχου των αγορών για την προστασία της μεγαλύτερης μερίδας των επενδυτών.

⁷¹ Lanny J. Davis, 3M's George Buckley Criticizes Obama While Ignoring Good Corporate Governance, London's Financial Times, Feb. 28, 2011, www.forbes.com

2.2.3 Οι πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Οι αντιδράσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση δεν ήταν τόσο άμεσες. Οι διαφορετικές απόψεις των ηγετών των κρατών μελών έφερε μεγάλη καθυστέρηση στην ανάληψη αποφάσεων για την αντιμετώπιση των προβλημάτων σε κάθε επίπεδο της Ευρωπαϊκής Οικονομίας.⁷² Πρέπει όμως να επισημάνουμε πως στην Ευρώπη τα φαινόμενα εταιρικών καταρρεύσεων ήταν πολύ περιορισμένα σε σχέση με την άλλη μεριά του Ατλαντικού, αλλά η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ακόμα να αντιμετωπίσει το φόβο για την κατάρρευση των οικονομιών των κρατών μελών. Με χαρακτηριστικά παραδείγματα αυτά της Ιρλανδίας και της Ελλάδας η οικονομική κρίση που παγκοσμίως οδηγήθηκε από τις εταιρικές καταρρεύσεις στην Ευρώπη μεταφέρθηκε σε κρατικό επίπεδο.

⁷³ Η χρηματοπιστωτική κρίση ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά έλαβε τεράστιες διαστάσεις και στην Ευρώπη. Πολλές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης χρειάστηκε να παρέμβουν για να στηρίξουν τις τράπεζες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διοχέτευσε δισεκατομμύρια ευρώ στο σύστημα που είχε στερέψει από ρευστά, και οι κυβερνήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να καθησυχάσουν την κοινή γνώμη αύξησαν τα όρια των εγγυημένων από το κράτος καταθέσεων. Παρά τα μέτρα αυτά, όμως, οι ευρωπαϊκές αγορές έζησαν μερικές από τις πιο ταραγμένες ημέρες της ιστορίας τους.

⁷² Ivaschnko I, Brooks K. P, Corporate Governance reforms in the EU: Do they matter and how? IMF working paper WP/08/91, 4-2008

⁷³ Κοινό σχέδιο των ηγετών της ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΈΝΩΣΗΣ για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, http://ec.europa.eu/news/economy/081013_1_el.htm, 13-10-2008

Οι ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεσμεύτηκαν ότι θα συντονίζουν μεταξύ τους τις εθνικές προσπάθειες στήριξης των τραπεζών και προστασίας των καταθετών, καθώς και αύξησης της ροής των πιστώσεων. Βάσει του συμφωνηθέντος σχεδίου, οι εθνικές κυβερνήσεις θα συμμετάσχουν στο κεφάλαιο των τραπεζών προκειμένου να τονώσουν την χρηματοπιστωτική κατάσταση των τραπεζικών ιδρυμάτων και θα εγγυηθούν προσωρινά την αναχρηματοδότηση των εν λόγω ιδρυμάτων ώστε να περιορίσουν την πιστωτική κρίση.

Συμφωνήθηκε επίσης ότι το κράτος θα καλύπτει με την εγγύησή του τον διατραπεζικό δανεισμό μέχρι τον Δεκέμβριο 2009 και θα παρέχει εγγύηση για τα νέα δάνεια ανώτατης διάρκειας πέντε ετών.

Ταυτόχρονα η Ευρωπαϊκή Ένωση έπρεπε να οργανώσει και ένα σύστημα οργάνωσης των δημοσιονομικών δομών των κρατών μελών εφόσον μέσα από την κρίση και όταν αυτή χτύπησε δυναμικά εθνικές οικονομίες διαπιστώθηκε πως σε πολλές περιπτώσεις δεν υπάρχει σύγκλιση μεταξύ των πολιτικών που ακολουθούν οι χώρες μέλη. Αυτή η ρύθμιση έφτασε πρόσφατα και έγινε γνωστή ως σύμφωνο σταθερότητας.

⁷⁴Το Σύμφωνο Σταθερότητας έχει δύο σκέλη

Το προληπτικό σκέλος: Σύμφωνα με το προληπτικό σκέλος του Συμφώνου, τα κράτη μέλη υποβάλλουν κάθε χρόνο πρόγραμμα σταθερότητας (ή σύγκλισης) που παρουσιάζει τους τρόπους με τους οποίους σκοπεύουν να επιτύχουν ή να διατηρήσουν υγιή δημόσια οικονομικά μεσοπρόθεσμα ενόψει ιδίως των

⁷⁴Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/index_el.htm, 3-2-2010

δημοσιονομικών επιπτώσεων της γήρανσης του πληθυσμού. Η Επιτροπή αξιολογεί τα προγράμματα αυτά και το Συμβούλιο εκδίδει γνώμη. Το προληπτικό σκέλος περιλαμβάνει δύο μέσα οικονομικής πολιτικής που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποφυγή "υπερβολικών" ελλειμμάτων.

- Το Συμβούλιο, μετά από πρόταση της Επιτροπής, μπορεί να απευθύνει **έγκαιρη προειδοποίηση** για την αποφυγή υπερβολικού ελλείμματος
- Μέσω του συστήματος **έγκαιρης συμβουλευτικής υποστήριξης σε θέματα πολιτικής**, η Επιτροπή μπορεί να κάνει σύσταση σε ένα κράτος μέλος να τηρεί τις υποχρεώσεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Το αποτρεπτικό σκέλος: Το αποτρεπτικό σκέλος του συμφώνου αφορά τη λεγόμενη **διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος**. Η διαδικασία αυτή τίθεται σε εφαρμογή όταν το έλλειμμα υπερβαίνει το όριο 3% του ΑΕΠ που προβλέπει η Συνθήκη ΕΚ. Εάν κριθεί ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα ενός κράτους μέλους είναι υπερβολικό κατά την έννοια της Συνθήκης, το Συμβούλιο του συνιστά να το διορθώσει εντός της προθεσμίας που του ορίζει. Σε περίπτωση που το κράτος μέλος δεν συμμορφωθεί με τη σύσταση, λαμβάνονται περαιτέρω μέτρα και, εφόσον το κράτος αυτό συμμετέχει στην ευρωζώνη, είναι δυνατόν να επιβληθούν κυρώσεις.

Αυτή τη στιγμή καταβάλλονται προσπάθειες για την εφαρμογή ενός δεύτερου κύματος μεταρρυθμίσεων και διενεργούνται δημόσιες διαβουλεύσεις σχετικά με δύο σημαντικές προτάσεις.⁷⁵

⁷⁵ Τι πιστεύετε για την προστασία των επενδυτών,
http://ec.europa.eu/news/economy/101208_1_el.htm, 8-12-2010

Η τρέχουσα οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) αποτελεί ένα διεξοδικό πλαίσιο για τη ρύθμιση της λειτουργίας των επενδυτικών εταιρειών. Εφαρμόζεται τα τρία τελευταία χρόνια και έχει επιβάλει αυστηρότερους κανόνες προστασίας των επενδυτών διευκολύνοντας ταυτόχρονα τα χρηματιστήρια και τις επενδυτικές εταιρείες να αναπτύξουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα στην ενιαία αγορά της Ένωσης.

Στόχος της είναι να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της αγοράς κινητών αξιών ώστε να παρέχονται καλύτερες και φθηνότερες υπηρεσίες στους επενδυτές. Η Επιτροπή προτείνει επανεξέταση των κανόνων προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι πρόσφατες αλλαγές που επέφεραν στην αγορά οι νέες τεχνολογίες και τα νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Από την επανεξέταση αυτή αναμένεται να προκύψει ένα ισχυρό ρυθμιστικό πλαίσιο που θα αποτρέψει την ύπαρξη κενών.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση αναζητά προτάσεις σχετικά με τα νέα μέτρα που θα ορίζουν ελάχιστες κυρώσεις για επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που παραβιάζουν τους κανόνες.

Στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ισχύουν σήμερα διαφορετικές κυρώσεις κατά των παραβατών και διαφορετικά πρότυπα ελέγχου της εφαρμογής των κανόνων. Η κρίση έφερε επίσης στο προσκήνιο την έλλειψη ομοιομορφίας όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα να εγκαθίστανται οι επιχειρήσεις στο κράτος μέλος που εφαρμόζει τις ηπιότερες κυρώσεις.

Η Επιτροπή προτείνει τη θέσπιση κοινών προτύπων για τις κυρώσεις, τα πρόστιμα και τον έλεγχο της εφαρμογής των κανόνων σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ύπαρξη κοινών κανόνων θα βελτιώσει τη λειτουργία της ενιαίας αγοράς και θα διασφαλίσει την αποτελεσματική τιμωρία των παραβάσεων των χρηματοπιστωτικών κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης οπουδήποτε και αν σημειώνονται.

Οι παρατηρήσεις όσων συμμετάσχουν στη διαβούλευση θα βοηθήσουν την Επιτροπή να διαμορφώσει τις προτάσεις που θα υποβάλει τον επόμενο χρόνο.⁷⁶

⁷⁶ Financial Services Policy, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm, 6-2010

2.3 Ρυθμιστικές Προτάσεις για την Αναμόρφωση του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Η πρόσφατη κρίση οδηγεί σε αναθεώρηση πολλούς κανόνες σχετικά με το ρόλο του Δημοσίου στην οικονομία, τη δυνατότητα των οικονομιών να αυτορυθμίζονται, το διεθνή συντονισμό, την εποπτεία των τραπεζών, τη διαχείριση κινδύνων, την εταιρική διακυβέρνηση και τη διαχείριση του τραπεζικού συστήματος, τη σχέση δημοσίου και τραπεζών, και τους τρόπους παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών.⁷⁷

Στις περιόδους οικονομικής ευμάρειας τόσο των εταιρειών όσο και των καταναλωτών (άλλωστε αυτά τα δύο είναι άρρηκτα συνδεδεμένα) είναι λογικό κανένας να μην θέλει το κράτος να εμπλέκεται στην ιδιωτική οικονομική ανάπτυξη. Μπαίνοντας όμως στην περίοδο της οικονομικής κρίσης παρατηρούμε ότι ο κρατικός έλεγχος απουσίαζε ακόμα και σε τομείς που θέτουν νομικά ή και ηθικά ζητήματα. Στις ΗΠΑ επικράτησε η άποψη ότι ο κρατικός παρεμβατισμός πρέπει να είναι ο ελάχιστος δυνατός, με αποκορύφωμα το 2000 όταν τα CDS εξαιρέθηκαν από κάθε κανονισμό. Ακόμη και μετά το ξέσπασμα της κρίσης στις πρωτοβουλίες του προέδρου της Αμερικής Barack Obama για την αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου οι αντιδράσεις ήταν έντονες.⁷⁸

Όμως, ένα υγιές τραπεζικό σύστημα είναι απαραίτητο για την αποτελεσματική ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Συνεπώς όπως υποστηρίζεται, θα πρέπει να

⁷⁷ Κυριακόπουλος Ο, Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελλάδα, εκδήλωση του Economía Business Tank, 18-11-2008

⁷⁸ McCraw T, Regulate, Baby, Regulate, The New Republic, 18-3-2009

υπάρχουν κανόνες ρύθμισης και για τον πιστωτικό τομέα της οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, μεταξύ άλλων⁷⁹:

- Θα πρέπει να υπάρχουν κανόνες διασφάλισης και παρακολούθησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.
- Θα πρέπει να υπάρχει μια αγορά με μεγάλη ρευστότητα για τη διαπραγμάτευση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων.
- Οι τράπεζες θα πρέπει να μην κατέχουν μετοχές επιχειρήσεων και βιομηχανιών έτσι, ώστε να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο τραπεζικής κρίσης.
- Ενίσχυση της διαθέσιμης πληροφόρησης και διαφάνειας στην αγορά.
- Βελτίωση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και της προληπτικής εποπτείας
- Υιοθέτηση αποτελεσματικότερων κανόνων για τη λογιστική αντιμετώπιση των προϊόντων της τιτλοποίησης
- Αναθεώρηση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.
- Αυστηρότερη εποπτεία της πολιτικής δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως θα δούμε αναλυτικότερα στην επόμενη ενότητα.

⁷⁹ Κώστας Συριόπουλος – Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμιση τους Σταϊκούρας Π. Το χρηματοοικονομικό κραχ του 2007-2008. Κρίση της αγοράς επισφαλών δανείων ή κρίση του επισφαλούς ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών;; Εφημερίδα Διοικητικού Δικαίου – 9-10/2008
World Bank Financial Systems and Development, The Unfolding Crisis – Implications for financial systems and their oversight
IMF, Global Financial Stability Report GFRS Market Update, 28-1-2009

- Υιοθέτηση νέων αρχών για την αποτελεσματικότερη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας.
- Βελτίωση των πολιτικών αντιμετώπισης κρίσεων
- Ενδυνάμωση των εποπτικών συστημάτων σε εθνικό και διασυνοριακό επίπεδο.
- Βελτίωση των μεθόδων και διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, με ελέγχους σε καταστάσεις έντασης - stress testing, κυρίως όμως με τη σύνδεση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με τον οικονομικό κύκλο. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να θεσμοθετηθούν πρόσθετες προβλέψεις κεφαλαιακής επάρκειας όταν ο ρυθμός αύξησης του ενεργητικού των τραπεζών ξεπερνά ένα όριο, το οποίο σχετίζεται με την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, καθώς και μηχανισμοί έγκαιρης διάγνωσης κινδύνων.

⁸⁰ Η Ευρωπαϊκή Ένωση για τα κράτη μέλη της οφείλει να θεσπίσει μέτρα για την πρόληψη παρόμοιας κατάστασης στο μέλλον. Απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα ώστε, σε περίπτωση χρεωκοπίας, να διατηρεί τη σταθερότητά του και να μη χρειάζεται μέτρα διάσωσης.

Η κρίση μάς έμαθε ότι το πρόβλημα που αντιμετωπίζει μια τράπεζα μπορεί να μεταδοθεί σε ολόκληρο τον χρηματοπιστωτικό κλάδο και σε περισσότερες από μία χώρες. Σε πολλές περιπτώσεις οι κυβερνήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης υποχρεώθηκαν να ξοδέψουν χρήματα των φορολογουμένων για να ενισχύσουν ορισμένες από τις μεγαλύτερες τράπεζες.

⁸⁰ Διαχείριση κρίσεων στον τραπεζικό τομέα, http://ec.europa.eu/news/economy/101020_el.htm, 20-10-2010

Στο πλαίσιο των μεταρρυθμίσεων, η Επιτροπή προτείνει ένα σύστημα εποπτικού συντονισμού μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των κυβερνήσεων, μέσω του οποίου θα εντοπίζονται οι τράπεζες με προβλήματα και θα λαμβάνονται μέτρα για την αντιμετώπιση της κατάστασης. Καμία τράπεζα δεν θα πρέπει να θεωρείται "πολύ μεγάλη για να χρεοκοπήσει" ή πολύ διασυνδεδεμένη για να χρεοκοπήσει.

Για να μπορούν να καλύπτουν το κόστος ενδεχόμενης χρεωκοπίας, οι τράπεζες θα πρέπει να καταβάλλουν συγκεκριμένα ποσά σε ένα εθνικό ταμείο. Τόσο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και οι κυβερνήσεις θα πρέπει να διαθέτουν σχέδια αντιμετώπισης σοβαρών δημοσιονομικών δυσχερειών ή πτωχεύσεων. Οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να διαθέτουν την εξουσία να υποχρεώνουν μια προβληματική τράπεζα να αντικαθιστά τα ανώτατα διευθυντικά της στελέχη, να εφαρμόζει σχέδιο ανάκαμψης ή να περιορίζει τις πράξεις ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου. Ενώ θα πρέπει να επιτραπεί στις αρχές να απαιτούν την εξαγορά χρεωκοπημένης τράπεζας ή επιχείρησης από άλλη, ή τη μεταφορά όλων ή μέρους των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων σε μια προσωρινή "ενδιάμεση τράπεζα". Το μέτρο αυτό θα επιτρέπει στην προβληματική τράπεζα να συνεχίσει τις κύριες λειτουργίες της και ταυτόχρονα να διαχειριστεί με τον κατάλληλο τρόπο τη χρεωκοπία της.

Οι προτάσεις περιλαμβάνονται σε μια δέσμη νομοθετικών ρυθμίσεων που σχεδιάζονται για την άνοιξη του 2011 με στόχο τη διαχείριση μελλοντικών κρίσεων στους τομείς των τραπεζών και των επενδύσεων.

Μία ακόμη διεθνής κίνηση είναι η πρόταση αναθεώρησης της συνθήκης της Βασιλείας που σκοπό έχει το χτίσιμο ισχυρότερων θυλάκων προστασίας εντός του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι προτάσεις αυτές, στις οποίες αποδόθηκε ο τίτλος Βασιλεία III, καλύπτουν τα κεφάλαια, τη ρευστότητα και τις προβλέψεις και αναμένεται να αυξήσουν τις άμυνες και να περιορίσουν την προ-κυκλική μόχλευση εντός του συστήματος. Όλα πιθανόν να τεθούν σε ισχύ έως το τέλος του 2012.

Οι προτάσεις έγιναν από την Επιτροπή Της Βασιλείας - μια ομάδα ρυθμιστικών οργάνων του τραπεζικού κλάδου, υπό τις οδηγίες του G20. Οι βασικές προβλέψεις αφορούν:

- Στην αύξηση της ποιότητας, της συνέπειας και της διαφάνειας των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Με τους νέους κανόνες τα κεφάλαια Tier I θα περιέχουν έναν αυστηρότερο ορισμό των κοινών μετοχών και κάποια από τα υπάρχοντα Tier I κεφάλαια θα θεωρηθούν ακατάλληλα.
- Στην εισαγωγή ενός παγκόσμιου ελάχιστου κοινού επιπέδου ρευστότητας για τις τράπεζες με διεθνή δραστηριότητα, το οποίο θα περιέχει απαιτήσεις για κεφαλαιακή κάλυψη 30 ημερών, η οποία με τη σειρά της θα στηρίζεται σε περισσότερο μακροπρόθεσμη ρευστότητα.
- Στην εισαγωγή συνεπώς ενός ποσοστού μόχλευσης, αλλά και μηχανισμών παρακολούθησης για όλες τις διεθνώς ενεργές τράπεζες.
- Στην ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο που προκύπτει από τα παράγωγα, τα repos και τις χρηματιστηριακές δραστηριότητες.

- Στην εισαγωγή μέτρων που θα ενθαρρύνουν το χτίσιμο κεφαλαιακών πυλώνων ασφαλείας στις καλές περιόδους, επί των οποίων θα μπορεί το σύστημα να στηριχτεί σε περιόδους έντασης. Επίσης, την προώθηση περισσότερων προβλέψεων που θα στηρίζονται στις προσδοκώμενες ζημίες, που αποδίδουν τις πραγματικές ζημίες με μεγαλύτερη διαφάνεια και εμφανίζονται λιγότερο προ-κυκλικές σε σχέση με το μοντέλο κατασκευής προβλέψεων που ισχύει σήμερα.⁸¹

⁸²Οι υπέρμετρες ρυθμίσεις όμως μπορεί να παρεμποδίσουν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα. Η διαθεσιμότητα πιστώσεων δεν ενισχύει μόνο την παραγωγικότητα, αλλά και την ευελιξία και την καινοτομία. Δεν πρέπει να περιοριστεί ασφυκτικά η δημιουργία πίστωσης ώστε οι αγορές να έχουν το μέγιστο εφικτό περιθώριο δράσης που είναι συμβατό με την οικονομική σταθερότητα.

Υπάρχουν συστημικά ρίσκα που πρέπει να τα διαχειρίζονται οι ρυθμιστικές Αρχές. Για να μπορούν να το κάνουν, θα πρέπει να έχουν επαρκή πληροφόρηση αλλά θα πρέπει και να λογοδοτούν, όταν επιτρέπουν ανεξέλεγκτες καταστάσεις. Ένα συγκεκριμένο μέτρο που θα μπορούσε να βοηθήσει στην άμβλυνση της πιστωτικής κρίσης είναι η ίδρυση ενός οίκου ή χρηματιστηρίου εκκαθαρίσεων για τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου. Θα υπάρξουν πολλά οφέλη από τη δημιουργία ενός οίκου ή χρηματιστηρίου εκκαθαρίσεων, που θα έχει μια υγιή κεφαλαιουχική δομή και θα θέτει αυστηρούς όρους για τα περιθώρια στα οποία θα πρέπει να υπόκεινται όλα τα υφιστάμενα και μελλοντικά συμβόλαια.

⁸¹ Geraldine Lambe, Βασιλεία III: Η νέα συνθήκη μισεί τον κίνδυνο, The Financial Times Ltd., 8-4-2010

⁸² Soros George, Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της, Εκδόσεις Λιβάνη, 2008

2.4 Η Αυριανή Εταιρική Διακυβέρνηση

Αναπόσπαστο μέρος της μεταρρύθμισης του ρυθμιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού τομέα αποτελεί όπως είδη αναφέραμε, και το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι υπεύθυνοι των ρυθμίσεων θα πρέπει να θέσουν αρχές διακυβέρνησης πολύ πιο δεσμευτικές από αυτές που ήδη υπάρχουν. Υπό αυτή την έννοια θα πρέπει να επανεξεταστεί η δομή των εξουσιών στα τραπεζικά και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Για τα συγκεκριμένα ιδρύματα θα πρέπει ακόμη να διαχωριστεί ο ρόλος της προεδρίας από την επιχειρησιακή διοίκηση γεγονός που σήμερα δεν συμβαίνει σε καμία επενδυτική τράπεζα. Επίσης θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ώστε να λειτουργούν ως κέντρα αντίρροπης εξουσίας.⁸³

Θα πρέπει να θεσμοθετηθούν στους μετόχους ενισχυμένα δικαιώματα για να εκλέγουν εκπροσώπους στα διοικητικά συμβούλια, να υποβάλουν ψηφίσματα και να ασκούν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τους.⁸⁴

Οι επιτροπές διαχείρισης κινδύνου σε επίπεδο συμβουλίου θα πρέπει να αποκτήσουν μεγαλύτερη σημασία και μεγαλύτερο φόρτο εργασίας. Οι γενικοί διευθυντές διαχείρισης κινδύνων (CRO) θα πρέπει να ανεβούν στην ιεραρχία, ο ρόλος τους να διευρυνθεί και να αποκτήσουν αμεσότερη πρόσβαση στο συμβούλιο. Μία από τις μεγαλύτερες προκλήσεις είναι ο επανασχεδιασμός των αμοιβών της διοικητικής ηγεσίας των τραπεζών και η εύρεση της χρυσής τομής ανάμεσα στην

⁸³ Όπως υπ/ση 54 σελ.103-104

⁸⁴ CARL C. ICAHN, The Economy Needs Corporate Governance Reform - Why subsidize the managers who got us into trouble?, Wall Street Journal – Eastern Edition, Vol.253 Issue 18 p.13, 23-1-2009

παροχή κινήτρων απόδοσης και στην αποφυγή ανάληψης υπερβολικών κινδύνων. Προτείνεται η υιοθέτηση ρυθμίσεων που θα υποχρεώνουν τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να δημοσιοποιούν την πολιτική των αμοιβών τους και να διασφαλίζουν ότι όλες οι συναλλαγές που αφορούν τη διοίκηση προσδιορίζονται σαφώς στις οικονομικές καταστάσεις ενώ θα ήταν ασφαλέστερο αν οι αμοιβές καθορίζονταν από ανεξάρτητες επιτροπές που συγκαλούνται για το λόγο αυτό.

Απαραίτητο είναι ακόμα να γίνει διάκριση των επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών από τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.⁸⁵

⁸⁶ Είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί το θεσμικό πλαίσιο που θα διασφαλίζει ότι οι επιχειρήσεις προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό την κατάλληλη πληροφόρηση, έγκυρα, έγκαιρα και με διαφάνεια κατά τρόπο που να ελαχιστοποιούνται τα συγκρουόμενα συμφέροντα των συντελεστών στην αλυσίδα της πληροφόρησης. Δηλαδή, οι τράπεζες δεν θα πρέπει να κατέχουν μετοχές επιχειρήσεων τις οποίες δανείζουν και οι εταιρείες λογιστικής δεν θα πρέπει να προσφέρουν έργο συμβούλου σε επιχειρήσεις που ελέγχουν.

Η εποπτεία και ο έλεγχος της ρυθμιστικής αρχής είναι απαραίτητες και πρέπει να διασφαλίζει τη διαφάνεια των δημοσιοποιημένων στοιχείων και της κατάλληλης πληροφόρησης από τις εποπτευόμενες επιχειρήσεις με στόχο την προστασία των επενδυτών.

⁸⁵ Luigi Zingales, The future of securities regulation, Journal of accounting research, Vol.47, No.2, 5/2009

⁸⁶ Κώστας Συριόπουλος – Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμιση τους

Τέλος, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπάρχουν τέσσερις βασικές γραμμές «άμυνας» κατά των αθέμιτων εταιρικών πρακτικών. Η πρώτη γραμμή είναι ο εσωτερικός έλεγχος που ασκείται στους κόλπους της εκάστοτε εταιρείας, ιδίως από τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου.

Τη δεύτερη γραμμή άμυνας αποτελούν πρωτίστως οι ελεγκτές. Οι ελεγκτές πρέπει να είναι ανεξάρτητοι και να πιστοποιούν ότι οι λογαριασμοί της εκάστοτε εταιρείας δίδουν μία πραγματική και ορθή εικόνα για την οικονομική της κατάσταση. Η εν λόγω γραμμή άμυνας περιλαμβάνει επίσης τους διάφορους συμβούλους. Ακόμη, στην ίδια γραμμή άμυνας συγκαταλέγονται οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές.

Την τρίτη γραμμή άμυνας αποτελεί η εποπτεία και η επιτήρηση. Οι επενδυτές περιμένουν δικαίως από όσους είναι επιφορτισμένοι με την εποπτεία να μεριμνούν για την τήρηση της νομοθεσίας.

Την τέταρτη γραμμή άμυνας συνιστούν οι μηχανισμοί επιβολής του νόμου. Η γραμμή αυτή περιλαμβάνει την ποινική δίωξη και αφορά κατά κύριο λόγο την αστυνομία, τις δικαστικές αρχές και τις άλλες κρατικές αρχές που είναι αρμόδιες για την πάταξη του χρηματοοικονομικού εγκλήματος, περιλαμβανομένων των παράνομων δραστηριοτήτων που βλάπτουν τα οικονομικά συμφέροντα της Κοινότητας. Σε συνδυασμό με αποτρεπτικές κυρώσεις, η επιβολή του νόμου είναι δυνατό να λειτουργεί τόσο τιμωρητικά όσο και αποτρεπτικά. Σε κάθε περίπτωση, υφίσταται επιτακτική ανάγκη για τη στενή συνεργασία μεταξύ των αρχών που είναι

επιφορτισμένες με την επιβολή του νόμου και των φορέων που ασχολούνται με το έργο της εποπτείας και επιτήρησης.⁸⁷

Όλες οι παραπάνω προτάσεις και όλα τα μέτρα που έχουν μέχρι τώρα εφαρμοστεί, είτε σε επίπεδο κρατικό, είτε σε εταιρικό, αποσκοπούν στην επίλυση προβλημάτων που μέχρι σήμερα έχουμε αντιμετωπίσει. Η αναγνώριση ενός προβλήματος, ωστόσο, δεν είναι το ίδιο με την ανακάλυψη μιας οριστικής λύσης. Ακριβώς επειδή γνωρίζουμε ότι τα διοικητικά συμβούλια συχνά εγκλωβίζονται από τα στελέχη, ότι τα συστήματα αποζημίωσης αποδίδουν υπέρογκες αμοιβές βάσει προσωρινών κερδών, καθώς και ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν συχνά κόλπα λογιστικής για να κρύψουν την πραγματική ευρωστία της εταιρείας, δεν σημαίνει ότι ένα σύστημα κανονισμών μπορεί να τα διορθώσει στο έπακρο και σε αυτή τη βάση, ερευνητές και ειδικοί του χώρου αντιπαραβάλουν τις απόψεις τους.⁸⁸

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργήθηκαν μεταξύ άλλων με σκοπό να περιορίσουν την ανεξέλεγκτη λειτουργία των εταιρειών και των διοικητικών στελεχών. Ως συμπέρασμα όμως μπορούμε να καταλάβουμε ότι ένα σύστημα κανονισμών δεν αποτελεί από μόνο του τη λύση του προβλήματος. Οι κανονισμοί και τα συστήματα πάντα εφαρμόζονται από ανθρώπους. Συνεπώς σε μία κοινωνία στην οποία αυξάνεται η ηθική διαφθορά υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να αυξηθεί η διαφθορά και στην εταιρική διαχείριση. Επομένως, το

⁸⁷ Επιτροπή των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, Ανακοίνωση της επιτροπής προς το συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με την πρόληψη και την καταπολέμηση των αθέμιτων εταιρικών πρακτικών και χρηματοοικονομικών πρακτικών, COM(2004)611, 27-9-2004

⁸⁸ John Carney, 'Good' Corporate Governance and the Unbent Spoon, www.cnbc.com, 17-3-2011

σύστημα διακυβέρνησης των εταιρειών επηρεάζεται εξίσου από το χαρακτήρα και την ηθική των ανθρώπων που τις διευθύνουν.⁸⁹

Όπως ένα σωστά δομημένο και συνεχώς προσαρμοζόμενο νομικό πλαίσιο αποτελεί την προϋπόθεση του κοινωνικώς αποδεκτού γίνεσθαι, έτσι, και κατά παράλληλο τρόπο, η σύγχρονη επιχείρηση «οφείλει» να έχει κοινωνικά αποδεκτές διαδικασίες, ή καλύτερα, μία επιχειρηματική ηθική διατυπωμένη με συνέπεια και κοινωνική συμβατότητα. Οι επιχειρηματικές βάσεις ηθικής και κοινωνικής ευθύνης καθορίζουν τους συγκεκριμένους κώδικες επιχειρηματικής δεοντολογίας, οι οποίοι καταγράφουν, αξιολογούν και κρίνουν κάθε επιχειρησιακή δράση και συμπεριφορά.⁹⁰

⁸⁹ Chris Moon, Clive Bonny, Ηθική των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κέρκυρα, 2004

⁹⁰ Ι. Δραπανιώτης, Ομιλία στην Ημερίδα του Ελληνικού Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών, Σημασία της επιχειρηματικής ηθικής για τις σύγχρονες επιχειρήσεις, 19-10-2004

Συμπεράσματα

Η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος είχε αλλάξει εκ' θεμελίων κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανόδου. Δημιουργήθηκαν παράλληλες – κρυφές αγορές που ήταν θεσμικά και ηθικά τελείως ανεξέλεγκτες, ενώ τα Hedge Funds αποτέλεσαν και συνεχίζουν να αποτελούν τεράστια παγκοσμιοποιημένη δύναμη συγκεντρώνοντας το 1/10 του παγκοσμίου πλούτου. Παράλληλα η έλλειψη λογοδοσίας, η μη εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και ελέγχου, ενθάρρυναν την αλαζονεία των εταιρικών στελεχών για εύκολο πλουτισμό σε βάρος των επενδυτών, των μετόχων και εν τέλει των ίδιων των επιχειρήσεων.

Παρατηρώντας τις αλληπάλλληλες εταιρικές καταρρεύσεις που προέρχονταν από μία αγορά η οποία αποστρεφόταν κάθε είδους προσπάθεια ρύθμισης, καθώς και την αυτονόμηση των χρηματοπιστωτικών αγορών από την πραγματική οικονομία οδηγηθήκαμε σε μία κρίση με παγκόσμιο αντίκτυπο. Κατά παράδοξο τρόπο η κρίση αυτή επανέφερε στο προσκήνιο το ρόλο του κράτος και των ρυθμιστικών αρχών. Στην περίοδο της ανάπτυξης τα κέρδη διανεμόνταν σε ιδιώτες, ενώ στην περίοδο της ύφεσης το βάρος έπεσε στα κράτη και ευρύτερα στην κοινωνία για να χρηματοδοτήσει αυτούς που είχαν κερδοσκοπήσει εναντίον τους.

Η ανάγκη για μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν μπορεί πλέον να αμφισβητηθεί από κανένα. Είναι κοινή απόφαση όλων των παραγόντων της αγοράς η ολοκληρωτική αναδόμηση και μετεξέλιξη του οικονομικού τομέα. Αναπόσπαστο μέρος της νέας αρχιτεκτονικής οφείλει να αποτελέσει η εταιρική διακυβέρνηση. Οι ρυθμίσεις εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι πολύ πιο

δεσμευτικές από εκείνες του παρελθόντος αν θέλουμε να ελπίζουμε να είναι αποτελεσματικές για να επανέλθει η «εμπιστοσύνη» στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Όπως είδαμε στην παρούσα εργασία, εξετάζοντας τις νομοθετικές πρωτοβουλίες για την αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού κλάδου και της εταιρικής διακυβέρνησης έως σήμερα, οι κρατικοί φορείς έχουν αναλάβει το ρόλο του αναμορφωτή. Στον αγώνα για μεταρρύθμιση έχουν με το μέρος τους τόσο τους καταναλωτές, όσο και το ευρύ επενδυτικό κοινό που αποτέλεσαν τα ουσιαστικά θύματα των εταιρικών καταρρεύσεων και τελικά της οικονομικής κρίσης, είτε χάνοντας τα κεφάλαια των επενδύσεων τους, είτε χάνοντας τις δουλειές και τις περιουσίες τους. Αντιμέτωποι με τις μεταρρυθμίσεις ήρθαν τα στελέχη των επιχειρήσεων. Στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, ο νέος νόμος ασκεί έλεγχο στον τρόπο διοίκησης των εταιρειών, στον τρόπο οργάνωσης των αγορών για την αποφυγή υπέρμετρου ρίσκου, ακόμη και στον τρόπο που θα πληρώνονται τα ίδια τα στελέχη, με αποτέλεσμα τα επιχειρηματικά lobby, με όπλο το ρόλο που διαδραματίζουν τόσο στις κεφαλαιαγορές όσο και ως εργοδότες, να «απειλούν» για την μεταφορά των εταιρειών τους σε χώρες με χαλαρότερους κανονισμούς.

Οποιαδήποτε νομοθετική ρύθμιση βέβαια δεν αποτελεί ταυτόχρονα και λύση του προβλήματος. Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες πάντα έπονται των παράνομων πράξεων. Αυτός είναι ένας διαρκής αγώνας δρόμου μεταξύ των κερδοσκόπων, που εφευρίσκουν συνεχώς νέους τρόπους να αυξάνουν τις περιουσίες τους μέσω μη ηθικών επιχειρηματικών δρόμων, και των θεσμικών

αρχών, οι οποίες για να ενεργοποιηθούν απαραίτητη είναι η ανάλογη πολιτική βούληση.

Αυτή τη στιγμή βρισκόμαστε σε μία νέα αφετηρία αυτής της προσπάθειας. Η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας θα καθοριστεί από την συνοχή των απόψεων για μία μόνιμη λύση. Η παγκόσμια οικονομία μακροπρόθεσμα δεν είναι ικανή να αντέξει άλλους κλονισμούς. Άρα, θα πρέπει να γίνει συνείδηση σε όλους ότι δεν υπάρχουν περιθώρια για άλλα λάθη και επιστροφή στις κακές πρακτικές του παρελθόντος.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

1. Aglietta Michel, Η Οικονομική κρίση, Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα 2009
2. Grant Thornton, Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, 7-2008
3. Guerrero F, Jennen B, Νέοι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης στις εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Ε.Ε., Καθημερινή 1/11/2002
4. R Nielsen, Εταιρική διαφθορά και επιχειρηματική ηθική, Οικονομικός Ταχυδρόμος - Σύγχρονες Τάσεις στο Management, 8-3-2003
5. Soros G., Το κράχ του 2008, 28/1/2009, www.tovima.gr
6. Soros George, Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της, Εκδόσεις Λιβάνη, 2008
7. Γεωργιάδης Ν., Αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης για Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Εταιρείες. Μελέτη της INVESTMENT RESEARCH & ANALYSIS JOURNAL. www.iraj.gr
8. Διαχείριση κρίσεων στον τραπεζικό τομέα, http://ec.europa.eu/news/economy/101020_el.htm, 20-10-2010
9. Δράκος Π. Ομιλία στην εκδήλωση για την παρουσίαση της έρευνας της Grant Thornton για την Εταιρική Διακυβέρνηση. 1/2/2007
10. Εγγλέζος Μ., Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, ως παράγοντες βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των σύγχρονων επιχειρήσεων. 1-10-2007 www.sed.gr

11. Εγγλέζος Χ., «Η απαξίωση της εταιρικής διακυβέρνησης: Μία από τις σημαντικότερες αιτίες της κρίσης», Σύνδεσμος Επενδυτών και Διαδικτύου, Ένωση Μετόχων – Επενδυτών Κεφαλαιαγοράς, www.sed.gr
12. Επιτροπή των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, Ανακοίνωση της επιτροπής προς το συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με την πρόληψη και την καταπολέμηση των αθέμιτων εταιρικών πρακτικών και χρηματοοικονομικών πρακτικών, COM(2004)611, 27-9-2004
13. Ι. Δραπανιώτης, Ομιλία στην Ημερίδα του Ελληνικού Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών, Σημασία της επιχειρηματικής ηθικής για τις σύγχρονες επιχειρήσεις, 19-10-2004
14. Κοινό σχέδιο των ηγετών της ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, http://ec.europa.eu/news/economy/081013_1_el.htm, 13-10-2008
15. Κονονάκη Μ, Η κρίση των Subprimes, Διπλωματική εργασία για το Μ.Π.Σ. στη Χρηματοοικονομική ανάλυση, 2/2010
16. Κρούγκμαν Πωλ, Η κρίση του 2008, Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009
17. Κυριακόπουλος Ο, Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελλάδα, εκδήλωση του Economía Business Tank, 18-11-2008
18. Κώστας Συριόπουλος – Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμιση τους, www.upatras.gr
19. Μ. Ξανθάκης, Λ. Τσιπούρη, Λ. Σπανός, ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης, Αθήνα, Παπαζήσης, 2003

20. Μούζουλας Σπήλιος, Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance)
Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Αθήνα –
Θεσσαλονίκη 2003, σελ. 26,27
21. Ξενοφών Εμμανουηλίδης, Η στρατηγική της εταιρικής διακυβέρνησης και η
σπουδαιότητά της στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων, Η
Περίπτωση των Ελληνικών τραπεζών.(Διδακτορική διατριβή), 5-2009
22. Ομιλία Γενικού διευθυντή Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης Κου.
Βασίλειου Μάργαρη Στην Εκδήλωση Η Οποία Πραγματοποιήθηκε Την
Τετάρτη 25 Σεπτεμβρίου 2002 Από Τον ΣΒΒΕ, Το Χ.Κ.Θ. & Hay Group
23. Ομιλία Λυγίζου Κ., Γεωργιάδη Ν., Standard & Poor's – Metaholding, Ειδική
Εκδήλωση στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 10/2/2005. Παρουσίαση
Έρευνας για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα.
24. ΟΟΣΑ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, 1999
25. ΟΟΣΑ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2004, όπως και Επιθεώρηση
Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης., 6-2007
26. Πολυχρονίου Χ., Συνέντευξη με τον Νόαμ Τσόμσκι, Αμερικανική Οικονομία
και Διεθνής Κρίση, www.enet.gr 13/3/2009
27. Σπάθη Ρ. ΔΝΤ: Τα λάθη και οι υπερβολές που μας οδήγησαν στην κρίση,
www.ekathimerini.gr, 14/3/2009
28. Σταϊκούρας Π. Το χρηματοοικονομικό κραχ του 2007-2008. Κρίση της αγοράς
επισφαλών δανείων ή κρίση του επισφαλούς ρυθμιστικού και εποπτικού
πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών;, Εφημερίδα Διοικητικού Δικαίου
– 9-10/2008

29. Στίλπωνας Νέστορας, «Η χρηματοοικονομική κρίση και η εταιρική τραπεζική διακυβέρνηση», ΤΟ ΒΗΜΑ on line, Οικονομία, Κυριακή 17 Αυγούστου 2008
30. Στουρνάρας Γ, Η διεθνής κρίση και η Ελληνική οικονομία, www.economist.gr, 13-2-2009
31. Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/index_el.htm, 3-2-2010
32. Τι πιστεύετε για την προστασία των επενδυτών, http://ec.europa.eu/news/economy/101208_1_el.htm, 8-12-2010
33. Τραυλός Ν., Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1/2/2003
34. Τραυλός Ν., Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν. www.LawNet.gr

Αγγλική

1. CARL C. ICAHN, The Economy Needs Corporate Governance Reform - Why subsidize the managers who got us into trouble?, Wall Street Journal – Eastern Edition, Vol.253 Issue 18 p.13, 23-1-2009
2. Chaves R, Soler F, Sajardo A, Cooperative Governance in Spanish Credit Co-Operatives, University Of Valencia, 19/10/2006
3. Chief Justice Myron T. Steele, Sarbanes-Oxley: The Delaware Perspective, 2007
4. Chris Moon, Clive Bonny, Ηθική των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κέρκυρα, 2004

5. D. Lapido, S. Nestor, D. Risser, (2008), Board profile, structure and practice in Large European Banks, www.nestoradvisors.com. Η μελέτη εξετάζει σε βάθος την εταιρική διακυβέρνηση 25 Ευρωπαϊκών Τραπεζών με τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2007.
6. Das U, Quintyn M, Chenard K, Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis. IMF Working Paper 04/89- May 2004
7. Davied Reilly, Checks on Internal controls pay off, Wall Street Journal, 8/5/2006
8. Davis Polk, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010
9. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 July-21-2010
10. EU Contract no. ETD/2008/IM/F2/126: Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states. 23/9/2009
11. Financial Services Policy, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm, 6 - 2010
12. G.W.Bush, Weekly Compilation of Presidential documents, Remarks at the summit of financial markets and the world economy, 15-11-2008
13. Gabrielle O'Donovan, Corporate Governance International Journal, "A Board Culture of Corporate Governance, Vol 6 Issue 3 (2003)
14. Geraldine Lambe, Βασιλεία III: Η νέα συνθήκη μισεί τον κίνδυνο, The Financial Times Ltd., 8-4-2010

15. Gourevitch P. Shinn J., Political power and corporate control: The new global politics of corporate governance, The independent review, Princeton University Press, 2005
16. Governance Metrics International, GMI Releases New Global Governance Ratings, New York, March 6th , 2005, www.gmiratings.com
17. Guo Tianyong, Financial lessons learned, Beijing Review, 7/1/2010
18. Henry Buttler, Larry Ribstein, The Sarbanes-Oxley Debacle, American Enterprise Institute, 6/2006
19. IMF G20 Report, 2-2009
20. IMF, Global Financial Stability Report GFRS Market Update, 28-1-2009
21. Ivaschnko I, Brooks K. P, Corporate Governance reforms in the EU: Do they matter and how? IMF working paper WP/08/91, 4-2008
22. J Bethel, A Ferrell, G Hu, Law and economic issues in some subprime litigation, 2008
23. J Cook /S. Deakin, Stake holding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance, ESRC Centre for Business research, University of Cambridge, July 1999.
24. J. Dahya, J. McConnell & N.G. Travlos, "The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover", Journal of Finance, LVII/I, 2002
25. Jeff Zoller - OTC Derivatives Operations and the Pending Regulation, <http://www.derivalert.org>, 7-2010

26. John Carney, 'Good' Corporate Governance and the Unbent Spoon, www.cnbc.com, 17-3-2011
27. John L. Colley, What is corporate governance?, McGraw-Hill Professional, 2005
28. Kate Litvak: The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on Non-US Companies Cross-Listed in the US, Journal of Corporate Finance, 2007
29. Lanny J. Davis, 3M's George Buckley Criticizes Obama While Ignoring Good Corporate Governance, London's Financial Times, Feb. 28, 2011, www.forbes.com
30. Loretta J. Mester, «Innovation and Regulation in Financial Markets. A summary of the 2007 Philadelphia Fed Policy Forum», Business Review, Q3 2008
31. Luingi Zingales, The future of securities regulation, Journal of accounting research, Vol.47, No.2, 5/2009
32. Lutgart Berghe, Corporate governance in a globalising world: convergence or divergence? : a European perspective, Springer, 2002
33. McCraw T, Regulate, Baby, Regulate, The New Republic, 18-3-2009
34. Noam Scheiber , Plan B - What's stopping Tim Geithner?, The new republic, 18/03/2009
35. Peter Iliev: The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality and Stock Prices, Journal of Corporate Finance, 7/5/2005
36. Robert A.G. Monks, Nell Minow, Corporate Governance(Paperback), Blackwell Publishing

37. Robert Merton – Making the financial markets safe – Harvard Business Review – 10-2009
38. Sarbanes Oxley Act 2002, www.soxlaw.com
39. The economist, The lessons from Enron: After the energy firms collapse, the entire auditing regime radical change, 9-2-2002
40. The financial aspects of corporate governance- Cadbury 2002
41. The Lord & Benoit Report, Do the Benefits of 404 Exceed the Cost?, 2006
42. The New York Times, July 31, 2002
43. The U.S. Chamber of Commerce, Multi-industry letter regarding the so-called "corporate governance" provisions of the "Restoring American Financial Stability Act", 13-4-2010
44. Weisberg J., What caused the great recession?, Newsweek 18/1/2010, Vol.155 Issue 3
45. World Bank Financial Systems and Development, The Unfolding Crisis – Implications for financial systems and their oversight
46. Alan Greenspan, Corporate governance, At the 2003 Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois, 5/2003
47. Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση, Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states. Detailed company and director perception survey results, 23/9/2009

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Regulatory Implementation Slides

Table of Contents

1. **Nonbank Financial Companies: Path to Designation as Systemically Important**
2. **Systemic Oversight of Bank Holding Companies**
3. **Systemic Oversight of Nonbank Financial Companies**
4. **Breakup, Concentration and Growth Limits**
5. **Appointment of a Receiver for Orderly Liquidation**
6. **Creation of the Orderly Liquidation Authority**
7. **Volcker Rule: Proprietary Trading**
8. **Volcker Rule: Sponsoring and Investing in Hedge Funds and Private Equity Funds**
9. **Affiliate Transactions and Lending Limits**
10. **Section 716: Swaps Pushout Rule**
11. **Collins Amendment Timeline**
12. **Derivatives Jurisdiction and General Rulemaking**
13. **Swap Dealers and Major Swap Participants**
14. **New Swaps Entities**
15. **Clearing, Exchange Trading and Reporting of Swaps**
16. **Accredited Investors**
17. **Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others**
18. **Investor Protection**
19. **Executive Compensation**
20. **Corporate Governance**
21. **Institutional Changes to Bank Regulation**
22. **Changes to Holding Company Regulation**
23. **Systemically Important Payment, Clearing and Settlement Activities**
24. **Consumer Financial Protection Timeline**
25. **Insurance Provisions**
26. **Timeline of New Fees**

The following slides show the effective dates for various agency rulemakings required, and statutory amendments made, by the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, enacted on July 21, 2010. These slides are identical to the July 9, 2010 slides on the bill passed by the House of Representatives on June 30, 2010.

The slides focus on timing and implementation and are not intended to be relied on as stand-alone descriptions of the Dodd-Frank bill. Rather, the slides should be read together with the Davis Polk memo, [Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010](#). It is important to keep in mind that the rules issued by the various regulators will likely also have their own implementation timeframes.

The Dodd-Frank Act contains two different floating “transfer dates” which apply to two different portions of the Dodd-Frank Act, banking regulation and consumer regulation. Transfer of powers from the OTS to the other banking regulators and changes to the banking laws are based off the “**transfer date**,” which occurs one year after enactment, and may be extended by up to 6 months by the Treasury Secretary. The Treasury Secretary must publish any extension of the transfer date in the Federal Register within 270 days of enactment.

Transfer of consumer protection power to the Consumer Financial Protection Bureau occurs on the “**designated transfer date**,” which is a date between 6 and 12 months after enactment designated by the Treasury Secretary, subject to an extension to up to 18 months after enactment. The Treasury Secretary must publish the designated transfer date within 60 days of enactment.

Nonbank Financial Companies: Path to Designation as Systemically Important

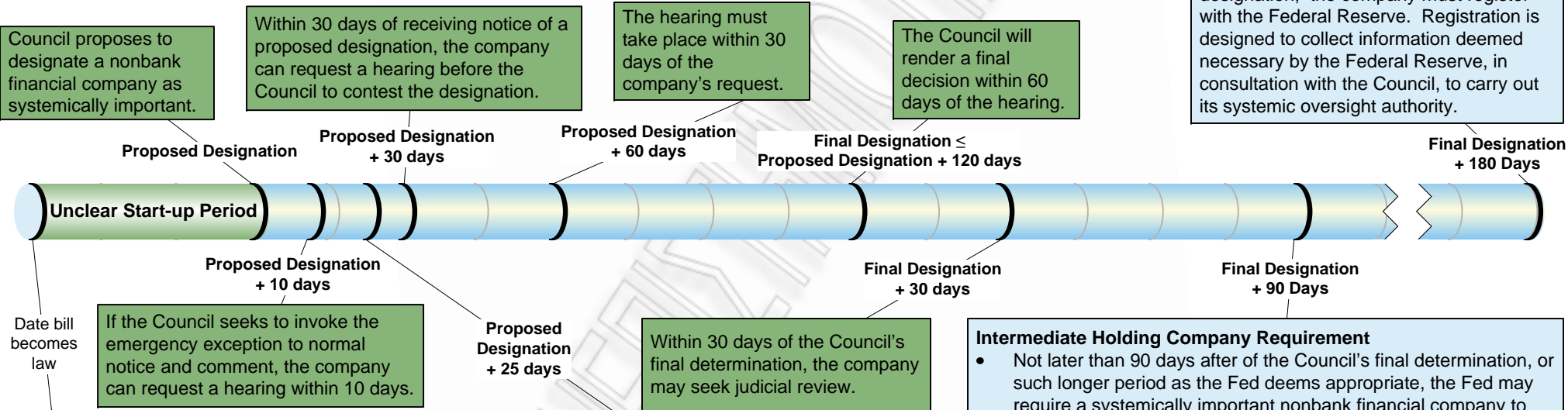
Definition of “Financial Company”
To qualify as a nonbank financial company, 85% or more of the company’s consolidated gross revenue or consolidated total assets must be attributable to activities that are financial in nature. Can include subsidiaries of bank holding companies.

Consequences of Systemically Important Designation

- Activities restrictions in Section 4 of the Bank Holding Company Act **will not** apply.
- Enforcement provisions of Section 8 of the Federal Deposit Insurance Act will apply to systemically important nonbank financial companies and their nondepository institution subsidiaries. With respect to functionally regulated subsidiaries, the Fed must recommend enforcement action to primary financial regulatory agencies first, but has back-up authority.
- The Fed may require reports under oath and conduct certain examinations, and the Council may required certified reports.
- Heightened prudential standards and capital standard, including those under the Collins Amendment, will apply. Transition periods are unclear
- Additional capital and quantitative limits under the Volcker Rule will apply.

Key Point
Nonbank financial companies could be designated as systemically important **before** prudential standards are in place. This will put enormous pressure on the Fed and the Council to come up with policies and regulations very quickly. It may also mean that initial standards for the intermediate holding company requirement are individually negotiated.

Within 180 days after the Council’s final designation, the company must register with the Federal Reserve. Registration is designed to collect information deemed necessary by the Federal Reserve, in consultation with the Council, to carry out its systemic oversight authority.



Effective Immediately

- **Council** – The Financial Stability Oversight Council (the “**Council**”) is established, but five of the ten voting members must be appointed, including two with the advice and consent of the Senate.
- **OFR** – The Office of Financial Research (the “**OFR**”) is established, but the Director must be appointed by the President with the advice and consent of the Senate. The OFR can request information from any financial company for purposes of assessing threats to U.S. financial stability.
- **Systemically Important Designation** – The designation process can start immediately after enactment, even though enhanced prudential standards will not yet be in place.
- **Foreign Nonbank Financial Companies** – Systemically important designation is based on criteria including U.S.-related assets, liabilities and operations.

Within 30 days of the Council’s final determination, the company may seek judicial review.

Under the emergency exception, the hearing must take place within 15 days of the company’s request and the Council must render a final decision within 30 days of the hearing.

The Council must reevaluate its designation of each systemically important nonbank financial company at least annually.

Intermediate Holding Company Requirement

- Not later than 90 days after of the Council’s final determination, or such longer period as the Fed deems appropriate, the Fed may require a systemically important nonbank financial company to establish and conduct activities that are determined to be financial in nature or incident thereto in an intermediate holding company.
- Notwithstanding the 90 day requirement, the Fed must require establishment of an intermediate holding company if necessary to supervise the company’s financial activities or ensure that Fed supervision does not extend to commercial activities.
- The parent company is subject to reporting and examination requirements and must serve as a source of strength to the intermediate holding company.
- The bill does not require the Fed to issue rules to implement this provision until 18 months after enactment. It appears that if the Fed wants to impose the intermediate holding company requirement on the initial systemically important nonbank financial companies, it will either have to come up with rules more quickly or individually negotiate the initial standards.

Within 18 Months After Enactment

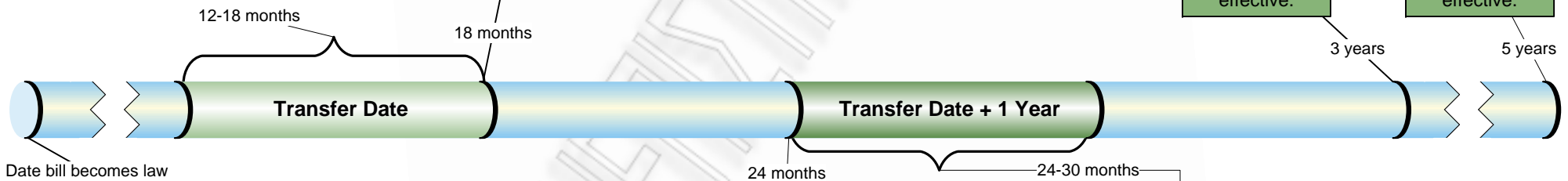
- **General** – The Fed **must** issue final rules that impose risk-based capital requirements, leverage limits, liquidity requirements and overall risk management standards. The Fed **may** issue final rules that impose enhanced public disclosure, short-term debt limits and another prudential standards the Fed deems appropriate.
- **Stress Tests** – The Fed **must** issue rules implementing the stress testing regime. The Fed **must** conduct annual stress tests on systemically important bank holding companies, which **must** also conduct semiannual internal stress tests. Financial companies with \$10 billion or more in assets **must** also conduct annual internal stress tests.
- **Early Remediation** – The Fed, in consultation with the Council, **must** issue final rules implementing requirements for early remediation of financial distress that increase in stringency as the financial condition of the company declines.
- **Living Wills** – The Fed **must** require systemically important bank holding companies to submit living wills to the Council, the FDIC and the Fed for the company’s “rapid and orderly resolution” in the event of material financial distress or failure. Living wills generally **must** include full descriptions of the company’s ownership structure, assets, liabilities, contractual obligations, and the company’s interconnectedness, with both affiliates and counterparties.
- **Credit Exposure Limits** – The Fed **must** prescribe rules to limit the risks posed to any systemically important bank holding company by the failure of any individual company. The rules **must** prohibit a systemically important bank holding company from having credit exposure to any unaffiliated company that exceeds 25% of the capital stock and surplus of “the company,” presumably the systemically important bank holding company. The credit exposure limits may not be effective until 3 years after enactment, subject to extension for up to 2 years.
- **Credit Exposure Reports** – The Fed and FDIC **must** require systemically important bank holding companies to submit periodic reports to the Fed, the Council and FDIC regarding the nature and extent to which the company has credit exposure to other “significant” nonbank financial companies and “significant” bank holding companies.

Key Point

Bank holding companies with \$50 billion or more in assets will be considered systemically important **before** prudential standards are in place. This will put enormous pressure on the Fed and the Council to come up with interim regulations very quickly.

Other Notable Requirements

- Basel 2.5 – Heightened requirements on trading book exposures due to be effective January 2011.
- Basel III – Heightened capital requirements and new leverage and liquidity measures to be effective at the end of 2012 if economic recovery is assured.
- The Fed can, on its own, create prudential standards not enumerated in the statute.



Effective Immediately:

- **Automatic Systemic Designation** – Bank holding companies with \$50 billion or more in assets are automatically subject to enhanced prudential standards. No Council determination is required. No opportunity for notice or appeal.
- **Council** – Financial Stability Oversight Council (the “**Council**”) is established, but 5 of the 10 voting members **must** be appointed, including 2 with the advice and consent of the Senate. As soon as it is operational, the Council may make recommendations to the Fed regarding enhanced prudential standards to apply to systemically important companies.
- **OFR** – The Office of Financial Research (the “**OFR**”) is established, but the Director **must** be appointed by the President with the advice and consent of the Senate.
- “**Hotel California**” – Systemically important bank holding companies that received TARP funds will automatically be considered systemically important nonbank financial companies upon de-banking.

Contingent Capital

Within 2 years, the Council **must** issue a report on contingent capital requirements. After the study, the Fed may issue rules with respect to contingent capital.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary **must** publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

Risk Committees

- Within 1 year after the transfer date, the Fed **must** issue final rules requiring risk committees at publicly traded bank holding companies with at least \$10 billion in assets.
- The rules issued by the Fed **must** take effect no later than 15 months after the transfer date.

The **Collins Amendment’s** minimum risk-based and leverage capital requirements are addressed in a separate slide.

Within 18 Months After Enactment

- **General** – The Fed **must** issue final rules that impose risk-based capital requirements, leverage limits, liquidity requirements and overall risk management standards. Fed **may** issue final rules that impose enhanced public disclosure, short-term debt limits and another prudential standards the Fed deems appropriate.
- **Stress Tests** – The Fed must issue rules implementing the stress testing regime. The Fed must conduct annual stress tests on systemically important nonbank financial companies, which must also conduct semiannual internal stress tests. Other financial companies with \$10 billion or more in assets must also conduct annual internal stress tests.
- **Early Remediation** – The Fed, in consultation with the Council, must issue final rules providing for early remediation of financial distress that increase in stringency as the financial condition of the company declines.
- **Living Wills** – The Fed **must** require systemically important nonbank financial companies to submit living wills to the Council, the FDIC and the Fed for the company's "rapid and orderly resolution" in the event of material financial distress or failure. Living wills generally must include full descriptions of the company's ownership structure, assets, liabilities, contractual obligations, and the company's interconnectedness, with both affiliates and counterparties.
- **Credit Exposure Limits** – The Fed **must** prescribe rules to limit the risks posed to any systemically important nonbank financial by the failure of any individual company. The rules **must** prohibit a systemically important nonbank financial from having credit exposure to any unaffiliated company that exceeds 25% of the capital stock and surplus of "the company," presumably the systemically important nonbank financial company. The credit exposure limits may not be effective until 3 years after enactment, subject to extension for up to 2 years.
- **Credit Exposure Reports** – The Fed and FDIC **must** require systemically important nonbank financial companies to submit periodic reports to the Fed, the Council and FDIC regarding the nature and extent to which the company has credit exposure to other "significant" nonbank financial companies and "significant" bank holding companies.
- **Intermediate Holding Companies** – The Fed must issue criteria for determining whether to require a nonbank financial company to conduct its financial activities in an intermediate holding company. The Fed could impose such a requirement within 90 days after the company is notified of its designation.
- **Safe Harbor** – The Fed, in consultation with the Council, **must** issue rules exempting certain classes of U.S. nonbank financial companies from designation as systemically important. The Fed must review and update such regulations at least every 5 years.

Key Point

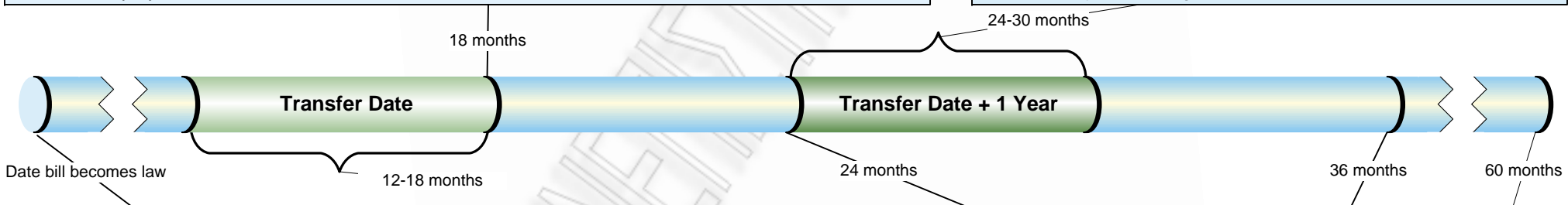
Nonbank financial companies could be designated as systemically important **before** prudential standards are in place. This will put enormous pressure on the Fed and the Council to come up with interim regulations very quickly.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary must publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

The **Collins Amendment's** minimum risk-based and leverage capital requirements are addressed in a separate slide.

Risk Committees

- Within 1 year after the transfer date, the Fed must issue final rules requiring risk committees at publicly traded systemically important nonbank financial companies.
- The rules issued by the Fed must take effect no later than 15 months after the transfer date.
- Once rules are effective, the risk committee must be established within 1 year of designation.



Effective Immediately

- **Council** – The Financial Stability Oversight Council (the "Council") is established, but 5 of the 10 voting members must be appointed, including 2 with the advice and consent of the Senate. As soon as it is operational, the Council may make recommendations to the Fed regarding enhanced prudential standards to apply to systemically important nonbank financial companies.
- **Systemically Important Designation** – The Council may designate a nonbank financial company as "systemically important." The designation process can start immediately after enactment, even though standards for systemically important companies are not yet in place.
 - A nonbank financial company designated by the Council can request a hearing within 30 days of being notified of the designation, and a final determination will be made within 90 days of such a request.
 - The bill is silent on disclosure of such a designation, but securities laws would require disclosure.
- **OFR** – The Office of Financial Research (the "OFR") is established, but the Director must be appointed by the President with the advice and consent of the Senate.

Contingent Capital

Within 2 years, the Council must issue a report on contingent capital requirements. After the study, the Fed may issue rules with respect to contingent capital.

First day on which credit exposure limits may be effective.

Last day by which credit exposure limits must be effective.

Effective Immediately

- **Break-Up for “Grave Threat”** – Upon a finding by the Federal Reserve, with approval of 2/3 vote of the Council, that a systemically important company poses a “grave threat” to financial stability, the Federal Reserve must take actions necessary to mitigate such risk, including: (1) limiting the ability of the company to merge with, acquire, consolidate with, or otherwise become affiliated with another company; (2) restricting the ability to offer a financial product or products; (3) ordering termination of activities; (4) imposing conditions on the manner in which the company conducts activities; and (5) if the Federal Reserve determines that such actions are inadequate to mitigate a threat to U.S. financial stability, requiring the company to sell or otherwise transfer assets or off-balance sheet items to unaffiliated entities.
- **M&A Transactions by Systemically Important Nonbanks** – Systemically important nonbank financial companies are considered bank holding companies for purposes of the prior approval requirements in Section 3 of the Bank Holding Company Act;
- **Large Nonbank Acquisitions** – A systemically important company must give the Federal Reserve advance notice of certain transactions involving a company having \$10 billion or more in assets that engages in activities that are financial in nature.
- **Reporting Requirements** – The Council may require a systemically important company to submit certified reports to keep the Council informed as to the extent to which the **activities or operations** of the company could disrupt the financial markets.

Key Point

Council also may recommend regulation of any activity or practice by any financial company.

Liability Cap

Within 9 months of the Council’s study, the Federal Reserve must issue rules limiting M&A transactions that would result in a company holding greater than 10% of the aggregate consolidated liabilities of all financial companies.

Date bill becomes law

6 months

12-18 months

15 months

3 years

5 years

Transfer Date*

First day on which concentration limit rules may be effective.

Last day by which concentration limit rules must be effective.

Council Study on Concentration Limits

Council must complete a study on the prohibition on acquisitions by firms where the total assets of the resulting company would exceed 10% of aggregate U.S. liabilities.

Effective on the Transfer Date:

- **New Financial Stability Factor** – The Federal Reserve must consider the impact of acquisitions on U.S. financial stability in approving or disapproving proposed bank and nonbank acquisitions.
- **Large Nonbank Acquisitions** – Financial holding companies must provide prior notice to the Federal Reserve before acquiring a company engaged in financial activities that has \$10 billion or more of consolidated assets.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary must publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

Within 18 Months After Enactment:

- **Concentration Limits** – The Federal Reserve must issue rules with respect to large, interconnected bank holding companies with more than \$50 billion in assets and systemically important nonbank financial companies, which **must** include, among other requirements, concentration limits. The rules regarding concentration limits cannot be effective until 3 years after enactment, subject to a 2 year extension. The concentration limit requirement contains two prongs:
 - (1) **General Directive** – The Federal Reserve must prescribe standards to limit the risks that the failure of any individual company could pose to a systemically important company.
 - (2) **Specific Limit on Credit Exposure** – The rules issued by the Federal Reserve must prohibit systemically important companies from having credit exposure to any unaffiliated company that exceeds 25% of the capital stock and surplus of the company.
- **Growth Restriction** – The Federal Reserve and the FDIC must issue rules requiring systemically important companies to submit orderly plans and the penalties applicable if the living will is deficient, including more stringent capital, liquidity or leverage requirements **or restrictions on the growth, activities, or operations of the company or its subsidiaries** until such company submits a credible plan.

Recommendation to Appoint FDIC as Receiver

- The FDIC and the Fed, by a 2/3 vote each (or, in the case of a broker-dealer, 2/3 of the members of the Federal Reserve and SEC each, or, in the case of an insurance company, 2/3 of the members of the Federal Reserve and the Director of the Federal Insurance Office), recommend to the Treasury Secretary that the FDIC should be appointed receiver for the financial company.
- The Treasury Secretary consults with the President to determine whether to appoint the FDIC as receiver for the financial company.
- Upon such a determination:
 - If the board of directors of the company consents, the FDIC is immediately appointed as receiver.
 - If the board objects, the Treasury Secretary must petition the U.S. District Court for the District of Columbia (the “**District Court**”) for an order authorizing the Secretary to appoint the FDIC as receiver (the “**Petition**”).

Orderly Liquidation Plan

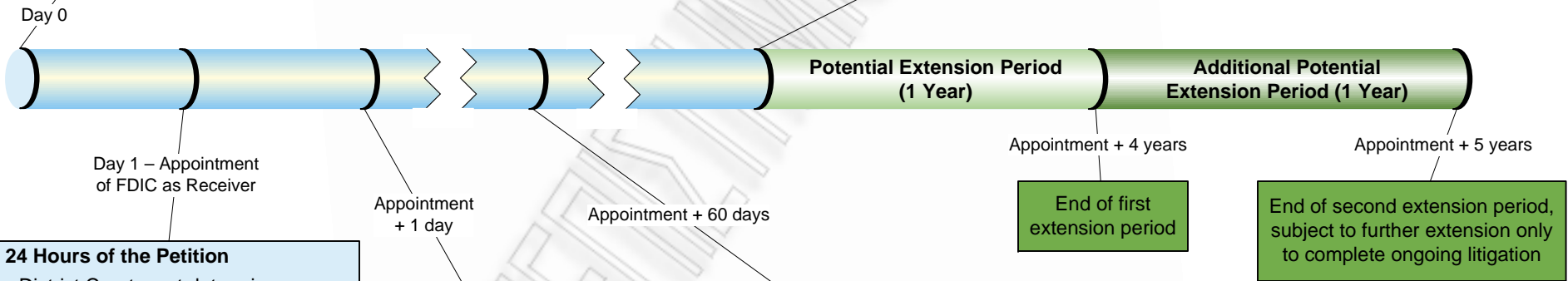
The FDIC may not use any of its funding as receiver for any covered financial company unless and until it shall have submitted an orderly liquidation plan for such company that is acceptable to the Treasury Secretary. The FDIC and the Treasury Secretary must reach an agreement that provides a specific plan and schedule for the repayment of the borrowings from Treasury.

Termination of Receviership

The appointment of FDIC as receiver will terminate 3 years after the date of appointment.

Possible Extension

- FDIC may extend the receivership for 2 separate 1-year periods upon a certification that such an extension is necessary to maximize the net present value return of, or minimize the loss on, the disposition of assets and to protect the stability of the U.S. financial system.
- After 2 such extensions have expired, the FDIC may extend the receivership only as necessary to complete ongoing litigation in which the FDIC as receiver is a party, and provided that the receivership must terminate within 90 days of the completion of such litigation.



Within 24 Hours of the Petition

- The District Court must determine whether the Treasury Secretary's determination that the covered financial company is in default or in danger of default, and the determination that the covered financial company satisfies the definition of “financial company,” are arbitrary and capricious.
- If the District Court does not make a determination within 24 hours of receipt of the petition, the petition will be granted automatically by operation of law.
- The company can appeal the decision to the U.S. Court of Appeals for the D.C. Circuit and then the Supreme Court, in each case on an expedited basis.

Within 24 Hours of Appointment of FDIC as Receiver, the Treasury Secretary must provide written notice of the recommendations of the Fed and the FDIC or SEC, as appropriate, and the determination by these agencies and the Treasury Secretary to certain high-ranking members of Congress. The notice must include a summary of the basis for the determination, the company's financial condition, and the effect of exercise of the resolution authority.

Periodic Reporting Requirements

- Within 60 days of the appointment of the FDIC as receiver for the covered financial company, the FDIC must prepare reports for Congress, including information on the company's financial condition and the FDIC's plan to wind down the company.
- The FDIC must publish these reports, subject to maintaining appropriate confidentiality, and must supplement them on at least a quarterly basis.
- The FDIC and the primary financial regulatory agency for the company, if any, must appear before Congress to testify about the report within 30 days of its issuance.

Key Point
 The resolution authority is effective immediately, however, the bill imposes no deadlines for agency rulemaking.

Effective Immediately

- The FDIC, in consultation with the Council, must prescribe any rules and regulations necessary and appropriate to implement the resolution authority and must seek to harmonize these rules and regulations with the insolvency laws that would otherwise apply.
- The FDIC must establish policies with respect to the use of funds under its resolution authority.
- The FDIC may issue regulations governing the termination of receiverships under its resolution authority.
- The FDIC, in consultation with the Treasury Secretary, must issue regulations regarding assessments.
- The SEC and FDIC, in consultation with SIPC, must issue joint rules to implement the orderly liquidation of covered brokers and dealers.
- The FDIC must issue regulations that prohibit the sale of assets of a covered financial company to certain persons who have engaged in improper conduct with, or caused losses to the covered financial company.
- The FDIC must issue rules and regulations related to the recoupment of compensation from certain senior executives and directors of covered financial companies.
- The FDIC and the Federal Reserve, in consultation with the Council, must issue rules and regulations related to their authority to ban certain executives or directors of a covered financial company from participation in the affairs of any financial company for at least 2 years for certain actions.

Resolution Authority Fees

- No pre-funded dissolution fund.
- FDIC's resolution expenses are funded by borrowings from Treasury up to certain maximum amounts equal to certain percentages of the book or fair value of the covered financial company's assets.
- Borrowings must be repaid within 5 years (which may be extended by the Treasury Secretary), (1) by making assessments on claimants that received "additional payments" or other "amounts" from the FDIC in order to recover any benefits they received in excess of what they would have recovered in a Chapter 7 liquidation and (2) by making assessments for any shortfall on large financial companies with assets of \$50 billion or more and any systemically important nonbank financial companies.

Date bill becomes law



6 months

12 months

24 months

Not later than 6 months after enactment, the U.S. District Court for the District of Columbia (the "District Court") must establish rules and procedures to govern the conduct of its proceedings, including procedures to ensure that, within 24 hours of receipt of the Treasury Secretary's petition, it can determine whether the Treasury Secretary's determination that the company is a "financial company" and that it is in default or danger of default is arbitrary and capricious.

Required Studies – Not Later than 12 Months After Enactment

- **Secured Creditor Haircuts** – The Council must complete a study on whether a haircut on secured creditors "could improve market discipline and protect taxpayers" and make recommendations to Congress on whether and how to implement any such haircuts.
- **International Coordination** – The GAO must submit a report to Congress and the Treasury Secretary on international coordination relating to the orderly resolution of financial companies. The bill also requires the Federal Reserve, in consultation with the Administrative Office of the United States Courts, to conduct a study on international coordination relating to the resolution of systemically important financial companies under the Bankruptcy Code and applicable foreign law.
- **Implementation of Prompt Corrective Action** – The GAO must submit a report to the Council on the implementation and effectiveness of prompt corrective action. The Council must submit a report to Congress within 6 months on actions taken in response to the report.
- **Judicial and Bankruptcy Processes** – The GAO and Administrative Office of the U.S. Courts to monitor the activities of the District Court and conduct separate studies on the bankruptcy and orderly liquidation process for financial companies under the Bankruptcy Code. Each must provide a report to Congress 1, 2 and 3 years after enactment and, thereafter, every fifth year after enactment.

Rulemaking Related to Qualified Financial Contracts

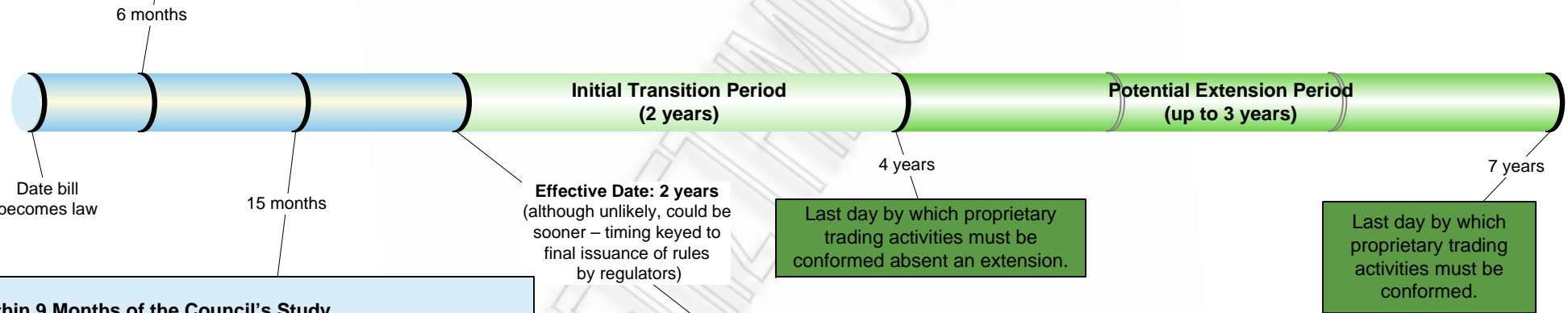
- Not later than 24 months after enactment, the primary Federal financial regulatory agencies shall prescribe joint final or interim final regulations requiring that financial companies maintain such records with respect to qualified financial contracts that the agencies deem necessary or appropriate to assist the FDIC as receiver.
- If the agencies do not issue rules within 24 months, the Treasury Secretary, in consultation with the FDIC, will issue such rules.

Within 6 Months of Enactment

- **Council Study** – The Council must complete a study and make recommendations on implementing the provisions of the Volcker Rule.
- **Issuance of Transition Rules** – The Federal Reserve must issue rules implementing the initial transition period and potential extension period for proprietary trading.

“**Proprietary trading**” means engaging as a principal for a banking entity’s or a systemically important nonbank financial company’s “**trading account**” in any transaction to purchase, sell or otherwise acquire or dispose of, any security, derivative, contract of sale of a commodity for future delivery, option on any such security, or other security or financial instrument that regulators may, by rule, determine.

“**Trading account**” means any account used for acquiring or taking positions in the securities or instruments described in the definition of “proprietary trading” principally for the purpose of selling in the **near term**, or otherwise with the intent to resell in order to profit from short-term price movements, and any such other accounts as regulators may, by rule, determine.



Within 9 Months of the Council’s Study

- **General Rulemaking** – Each of the regulators must consider the findings of the Council study and adopt rules to carry out the Volcker Rule.
- **Capital and Quantitative Limits on Permitted Proprietary Trading** – If regulators determine that additional capital requirements and quantitative limits, including diversification requirements, are “appropriate” to protect the safety and soundness of **banking entities** or systemically important **nonbank** financial companies engaged in permitted proprietary trading, they must adopt rules imposing such additional requirements and limitations on the permissible categories of proprietary trading.
- **Limits on Permitted Activities** – Regulators must issue rules to limit otherwise permitted activities upon a finding that such activity would involve material conflicts of interest, exposure to high-risk trading strategies, or pose a threat to the banking entity or to U.S. financial stability.

Upon the Effective Date

- **Ban on Proprietary Trading** – Subject to transition periods and exemptions for “permitted activities,” a **banking entity** may not engage in proprietary trading.
- **Additional Capital and Other Requirements on Systemically Important Nonbank Financial Companies** – Although systemically important **nonbank** financial companies are not subject to the flat prohibitions on proprietary trading, the Federal Reserve is required, subject to transition periods and exceptions for “permitted activities,” to impose additional capital requirements and other quantitative limits on their proprietary trading activities.

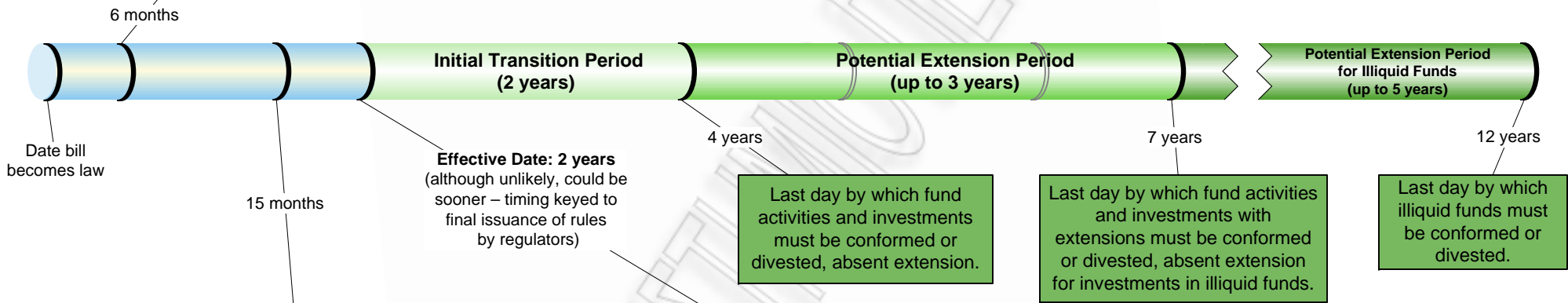
Within 6 Months of Enactment

- **Council Study** – The Council must complete a study and make recommendations on implementing the provisions of the Volcker Rule.
- **Issuance of Transition Rules** – The Federal Reserve must issue rules implementing the initial transition period (including extensions) for sponsoring or investing in funds and the extended transition period for illiquid funds.

To “sponsor” a fund means:

- (1) to serve as a general partner, managing member, or trustee; (2) in any manner to select or to control a majority of the directors, trustees, or management of a fund; or (3) to share with the fund the same name or a variation of the same name for corporate, marketing, promotional or other purposes.

An “illiquid fund” is defined as a private equity or hedge fund that, as of May 1, 2010, was principally invested in, or was invested and contractually committed to principally invest in, illiquid assets, such as portfolio companies, real estate investments and venture capital investments, and which makes all investments pursuant to, and consistent with, an investment strategy to principally invest in illiquid assets.



Within 9 Months of the Council’s Study

- **General Rulemaking** – Each of the regulators must consider the findings of the Council study and adopt rules to carry out the Volcker Rule.
- **Capital and Quantitative Limits on Permitted Sponsoring and Investing** – If regulators determine that additional capital requirements and quantitative limits, including diversification requirements, are “appropriate” to protect the safety and soundness of **banking entities** or systemically important **nonbank** financial companies engaged in permitted sponsoring or investing, they must adopt rules imposing such additional requirements and limitations on the permissible categories of sponsoring or investing.
- **Additional Capital Standards During Transition Period** – Regulators must issue rules to impose additional capital and other requirements, as appropriate, on sponsoring or investing in hedge funds or private equity funds by a **banking entity** during the transition period.
- **Limits on Permitted Activities** – Regulators must issue rules to limit otherwise permitted activities upon a finding that such activity would involve material conflicts of interest, exposure to high-risk trading strategies, or pose a threat to the banking entity or to U.S. financial stability.

Upon Effective Date

- **Ban on Sponsoring or Investing in Private Equity and Hedge Funds** – Subject to transition periods and exceptions for “permitted activities,” a **banking entity** may not sponsor or invest in a hedge fund or private equity fund.
- **23A / 23B Limits** – A **banking entity** that serves, directly or indirectly, as the investment manager, investment adviser or sponsor of a hedge fund or private equity fund, or that organizes and offers a fund as a permitted activity (and any affiliate of such banking entity) is prohibited from entering into a Section 23A covered transaction with any such fund, subject to an exemption for prime brokerage transactions, and any such banking entity will be subject to Section 23B as if the banking entity were a member bank and the fund were an affiliate thereof.
 - Systemically important nonbank financial companies will be subject to additional capital charges and restrictions addressing risks and conflicts of interests addressed by the Section 23A / 23B limits above.
- **Additional Capital and Other Requirements on Systemically Important Nonbank Financial Companies** – Although systemically important **nonbank** financial companies are not subject to the flat prohibitions on sponsoring or investing in hedge funds or private equity funds, the Fed is required, subject to transition periods and exceptions for “permitted activities,” to impose additional capital requirements and other quantitative limits on their sponsoring and investing activities.

Covered Transactions Currently Include:

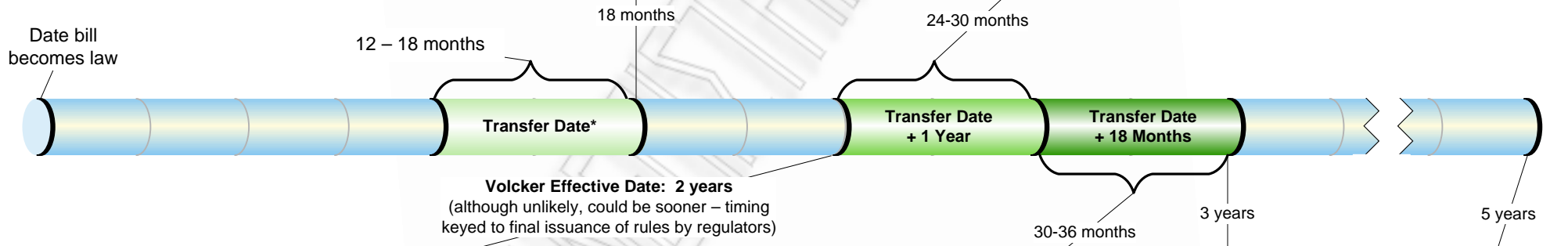
- (1) any loan or extension of credit to an affiliate;
- (2) any purchase of, or investment in, securities issued by an affiliate;
- (3) any purchases of assets, including assets subject to an agreement to repurchase from an affiliate, unless specifically exempted by the Fed (which is not a broad exclusion);
- (4) any transaction in which the covered bank holding company accepts securities issued by an affiliate as collateral for a loan or extension of credit to any entity;
- (5) the issuance of a guarantee, acceptance, or letter of credit, including an endorsement or standby letter of credit, on behalf of an affiliate.

Concentration Limits for Systemically Important Firms

- **Rules Issued** – Within 18 months after enactment, the Fed must issue rules to limit the risks posed to any systemically important company by the failure of any individual company. The rules **must** prohibit a systemically important bank holding company from having credit exposure to any unaffiliated company that exceeds 25% of the capital stock and surplus of “the company,” presumably the systemically important bank holding company.
- **Rules Effective** – The concentration limits so prescribed may not take effect until 3 years after enactment, subject to extension for up to two years.

Effective One Year After the Transfer Date:

- **Expansion of “Covered Transactions”** – The scope of transactions treated as “covered transactions” is expanded to include: (1) credit exposure on derivatives transactions; (2) credit exposure resulting from securities borrowing and lending transactions; and (3) acceptance of affiliate-issued debt obligations as collateral for a loan or extension of credit.
- **Collateral Requirements** – The bill requires collateral to be maintained at all times for covered transactions required to be collateralized. Debt obligations issued by an affiliate may not be posted as acceptable collateral.
 - The bill expands the scope of covered transactions required to be collateralized to include credit exposure on repos, as well as on the new covered transaction categories of derivatives and securities borrowing and lending.
- **Exemptive Authority** – The bill revises process for granting exemptions under Sections 23A and 23B.
- **Netting Arrangements** – The Federal Reserve is authorized to issue rules or interpretations to determine how netting agreements may be taken into account in determining the amount of a covered transaction with an affiliate, including whether a covered transaction is fully secured.
- **Financial Subsidiaries** – The bill prospectively eliminates exceptions for transactions with financial subsidiaries under Section 23A.
- **Definition of “Affiliate”** – The definition of “affiliate” is expanded to include an investment fund for which a covered bank, or an affiliate thereof, is an investment adviser.
- **National Bank Lending Limits Apply to Derivatives** – Credit exposures on derivatives, repos and reverse repos are treated as extensions of credit for the purposes of national bank lending limits.



Upon the Effective Date of the Volcker Rule:

- **23A / 23B Limits on Banking Entities** – A banking entity that serves, directly or indirectly, as the investment manager, investment adviser or sponsor of a hedge fund or private equity fund, or that organizes and offers a fund as a permitted activity, and any affiliate of such banking entity, is prohibited from entering into a Section 23A covered transaction with any such fund, subject to an exemption for prime brokerage transactions, and any such banking entity will be subject to Section 23B as if the banking entity were a member bank and the fund were an affiliate thereof.
- **Additional Capital and Other Requirements on Systemically Important Nonbanks to Address 23A / 23B** – The appropriate regulators must adopt rules imposing additional capital charges and other restrictions on systemically important nonbanks to address the same types of risks and conflicts of interest addressed by the Section 23A / 23B limits applicable to banking entities.

Effective 18 Months After the Transfer Date:

- **State Lending Limits Treatment of Derivatives Transactions** – An insured state bank may engage in a derivatives transaction only if state lending limit law in the state where the bank is chartered takes into account credit exposure from derivatives transactions.

First day on which concentration limits for systemically important companies may be effective

Last day by which concentration limits for systemically important companies must be effective

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary must publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

Prohibition Against Federal Assistance to Swaps Entities*

- Subject to transition periods and certain exemptions, bans Federal assistance being provided to any swaps entity with respect to any swap or security-based swap or other activity of the swaps entity.
- Federal assistance means the use of any advances from any Federal Reserve credit facility or discount window that is not part of a program or facility with broad-based eligibility under Section 13(3)(A) the Federal Reserve Act, or FDIC insurance or guarantees, for the purpose of making any loan or purchasing any stock, equity interest or debt obligation of any swaps entity; purchasing the assets of any swaps entity; guaranteeing any loan or debt issuance of any swaps entity; or entering into any assistance arrangement, including tax breaks, loss sharing or profit sharing with any swaps entity.
- “Swaps entity” includes registered swap dealers and major swap participants, but excludes insured depository institutions that are major swap participants but not swap dealers, as well as depository institutions and covered financial companies that are in a conservatorship, receivership or a bridge bank operated by the FDIC.
- Insured depository institutions may push the swaps business to an affiliate so long as it is part of a bank holding company or savings and loan holding company and Sections 23A and 23B of the Federal Reserve Act are complied with, subject to such other requirements as may be prescribed by the Federal Reserve and the CFTC or SEC.
- Prohibition on Federal assistance does not apply to insured depository institutions that limit their swaps activities to (i) hedging and similar risk mitigating activities related to the bank’s activities and (ii) swaps involving rates or reference assets that are permissible for investment by a national bank under the National Bank Act (12 U.S.C. §24(Seventh)), other than non-cleared credit default swaps (including swaps referencing the credit risk of asset-backed securities).

Liquidation Required

- All FDIC insured or systemically important swaps entities that are put into receivership or declared insolvent as a result of their swap activity are subject to the termination or transfer of that swap activity.

Swaps Entities and Banking Combinations

- Any bank or bank holding company is prohibited from becoming a swaps entity unless it conducts its swaps activity in compliance with standards to be set by its prudential regulator.
- In adopting such standards, the regulator must take into consideration, among other enumerated factors, the entity’s expertise, managerial and financial strength, and control management systems for existing and new markets.

Financial Stability Oversight Council

- The Council is authorized to determine, when systemic risk is not being effectively mitigated by the other provisions of the legislation, that individual swaps entities may no longer access Federal assistance with respect to any swap or other activity of the swaps entity.

Other Swaps Entities

There does not appear to be a similar transition period for swaps entities that are not depository institutions.

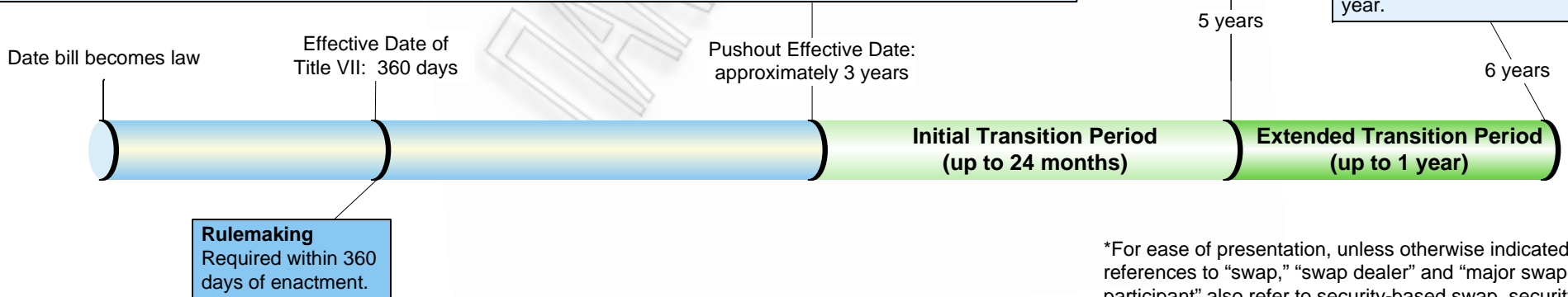
Transition Period For Insured Depository Institutions

The Swaps Pushout Rule requires the appropriate Federal banking agency, in consultation with the SEC and CFTC, to permit insured depository institutions up to 24 months after the effective date to divest the swaps entity (which may including pushing out the swaps entity to an affiliate) or cease activities that require registration as a swaps entity. In so doing, the regulators must consider the potential impact of the divestiture on:

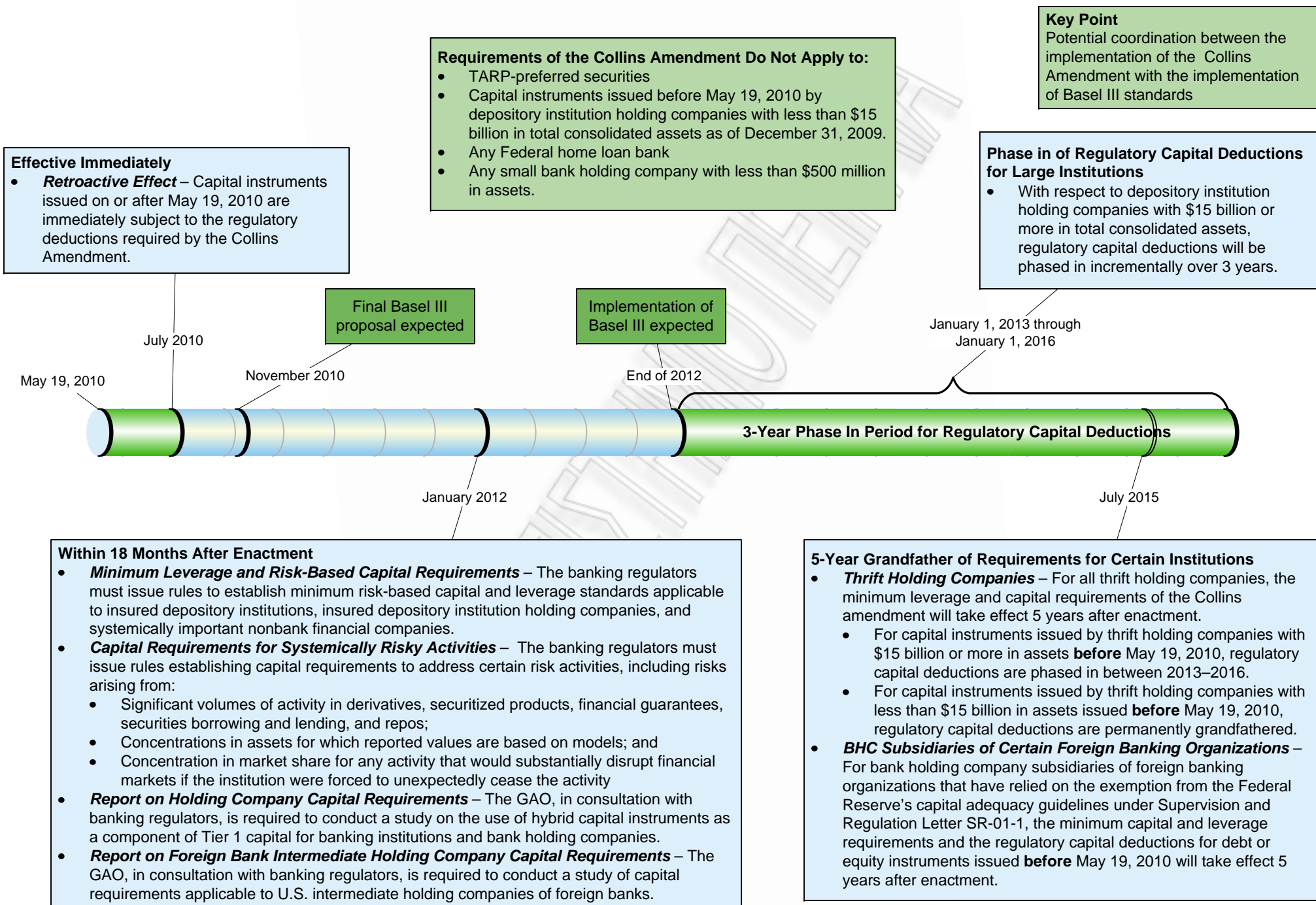
- Mortgage and small business lending;
- Job creation; and
- Capital formation versus the negative impact on banks, FDIC and the Federal Insurance Deposit Insurance Fund.

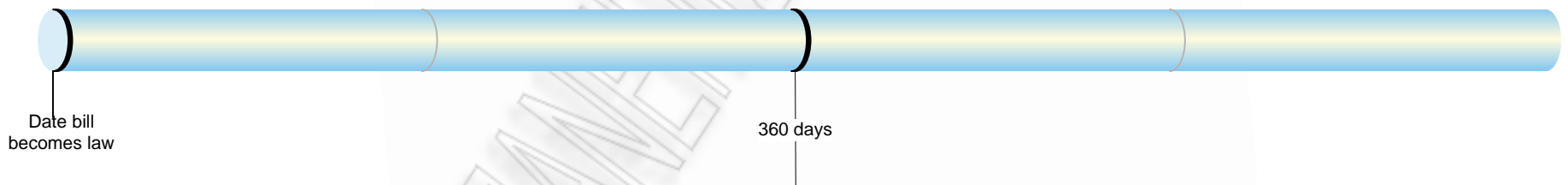
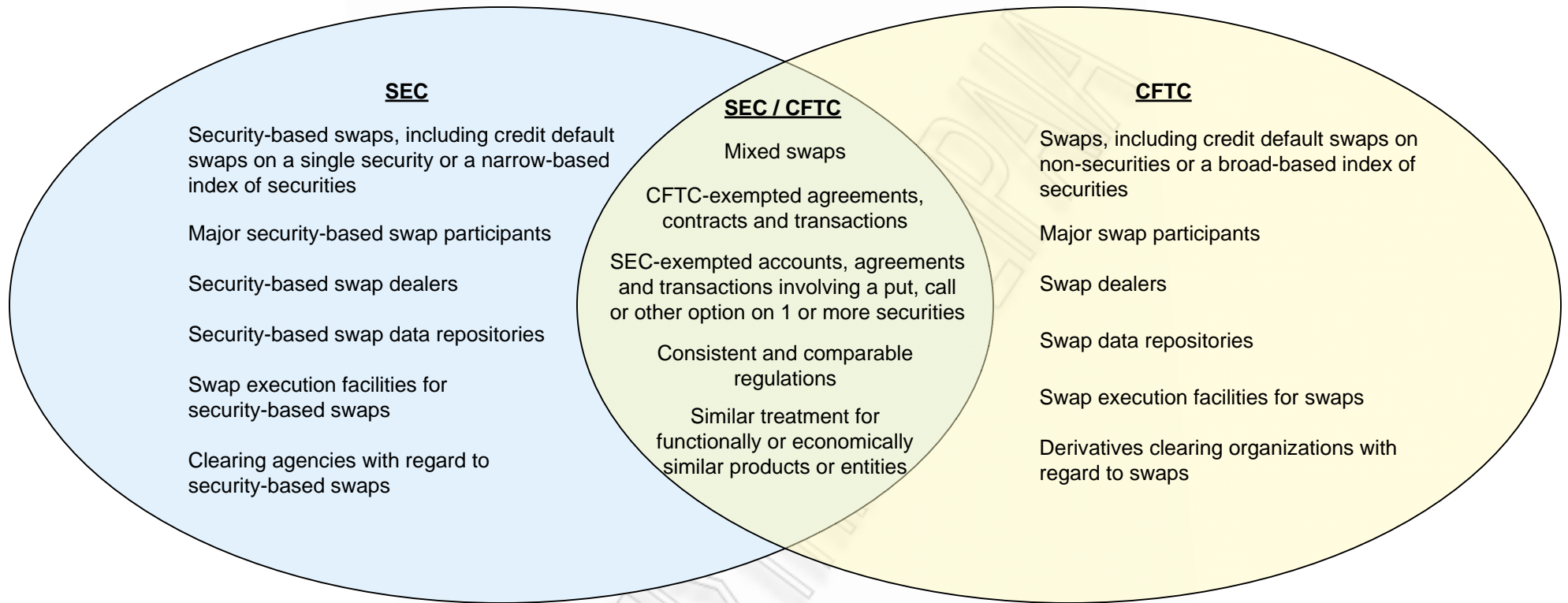
Potential Extension for Insured Depository Institutions

The transition period may be extended by the appropriate Federal banking agency, after consultation with the SEC and CFTC, for up to an additional year.



*For ease of presentation, unless otherwise indicated references to “swap,” “swap dealer” and “major swap participant” also refer to security-based swap, security-based swap dealer and major security-based swap participant.





CFTC and SEC Rulemaking Guidelines:

- With certain explicit exceptions, the CFTC and SEC must individually promulgate required rules within 360 days of enactment.
- The CFTC or SEC must determine by order the status of novel derivative products that may have elements of both securities and futures within 120 days of the other Commission's request to do so. The requesting Commission may petition for review of any such order by the U.S. Court of Appeals for the D.C. Circuit.
- If either the CFTC or SEC believes that a rule of the other violates the jurisdictional division or does not treat functionally or economically similar products similarly, that Commission may petition for review of the rule by the U.S. Court of Appeals for the D.C. Circuit.

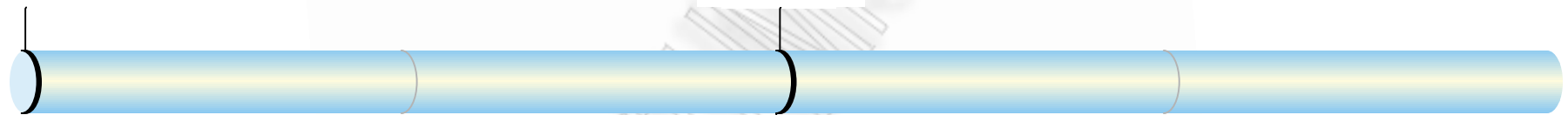
Rules to be Promulgated within 360 Days of Enactment

- The CFTC and SEC must adopt rules imposing minimum capital and initial and variation margin requirements on all non-cleared swaps for swap dealers and major swap participants that are non-banking entities, and the prudential regulators must adopt rules imposing capital and margin requirements for swap dealers and major swap participants that are banking entities.
- CFTC / SEC must prescribe business conduct standards, including, among others:
 - The duty for swap dealers and major swap participants to verify eligible contract participant status;
 - Disclosure of swap characteristics such as risks and material incentives or conflicts of interest; and
 - Fair and balanced communication.
- CFTC / SEC may prescribe standards for timely and accurate confirmation, processing, netting, documentation and valuation of all swaps.
- CFTC / SEC must prescribe the requirements of chief compliance officer reporting.

The ban on Federal assistance to swaps entities (including swap dealers and major swap participants) is discussed in the slide entitled "Section 716: Swap Pushout Rule."

Date bill becomes law

1 year



CFTC / SEC must require the registration of swap dealers and major swap participants within 1 year of enactment.

Registered Swap Dealers/Major Swap Participants Must:

- Meet minimum capital requirements and minimum initial and variation margin requirements;
- Submit, and make available for inspection, reports regarding their transactions, positions and financial condition;
- Maintain daily trading records of their swaps and all related records and recorded communications;
- Maintain daily trading records for each customer or counterparty in a form that is identifiable with each swap transaction;
- Maintain a complete audit trail for conducting comprehensive and accurate trade reconstructions;
- Conform with CFTC / SEC-prescribed business conduct standards;
- Obtain necessary information to perform any required function and providing the information to the CFTC / SEC or prudential regulator;
- Implement conflict-of-interest systems and procedures; and
- Designate a chief compliance officer and set forth its responsibilities.

Enhanced Business Conduct Requirements

Swap dealers and major swap participants are subject to enhanced business conduct requirements when acting as an advisor, offering to enter into, or entering into a swap with a governmental agency or entity, pension plan, endowment or retirement plan.

*For ease of presentation, unless otherwise indicated references to "swap," "swap dealer" and "major swap participant" also refer to security-based swap, security-based swap dealer and major security-based swap participant.

Swap Dealer

Swap dealer means any person who:

- holds itself out as a dealer in swaps;
- makes a market in swaps;
- regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account; or
- engages in any activity causing the person to be commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps;

provided that, for CFTC-regulated swap dealers, but not for SEC-regulated security-based swap dealers, an insured depository institution should not be considered a swap dealer to the extent it offers to enter into a swap with a customer in connection with originating a loan with that customer.

A person may be designated as a swap dealer for 1 or more types, classes or categories of swaps or activities without being classified as a swap dealer for all types, classes or categories of swaps or activities.

Swap Execution Facility

A swap execution facility is a trading system or platform, other than a designated contract market or national securities exchange, in which multiple participants have the ability to execute or trade swaps by accepting bids and offers made by multiple participants in the facility or system, through any means of interstate commerce, including any trade facility that facilitates the execution of swaps between persons.

Expanded Definitions

The bill expands the definitions of futures commission merchant, commodity pool, commodity pool operator, futures introducing broker and securities broker (but not dealer), among others, to include activities in swaps.

Major Swap Participant

Major swap participant means any person other than a swap dealer, that:

- maintains a substantial position in swaps for any of the major swap categories as determined by the CFTC / SEC, excluding positions held for hedging or mitigating commercial risk and positions maintained by any employee benefit plan (or any contract held by such a plan) under ERISA for the primary purpose of hedging or mitigating any risk directly associated with the operation of the plan;
- has outstanding swaps that create substantial counterparty exposure that could have serious adverse effects on the financial stability of the United States banking system or financial markets; or
- is a financial entity that is highly leveraged relative to the amount of capital it holds, is not subject to capital requirements established by an appropriate Federal banking agency, and maintains a substantial position in outstanding swaps in any major swap category as determined by the CFTC/SEC.

The definition of major swap participant does not include, for CFTC-regulated major swap participants, but not for SEC-regulated major security-based swap participants, a captive financing entity whose primary business is to provide financing and that uses derivatives for the purpose of hedging underlying commercial risks related to interest rate and foreign currency exposures.

A person may be designated as a major swap participant for 1 or more categories of swaps without being classified as a major swap participant for all classes of swaps.

Swap Data Repository

Swap data repository means any person that collects and maintains information or records with respect to transactions or positions in, or the terms and conditions of, swaps entered into by third parties for the purpose of providing a centralized recordkeeping facility for swaps.

*For ease of presentation, unless otherwise indicated references to “swap,” “swap dealer” and “major swap participant” also refer to security-based swap, security-based swap dealer and major security-based swap participant.

Mandatory Clearing Requirement

- All swaps that the CFTC / SEC has determined should be cleared must be submitted to a clearing house for clearing, unless an exception applies.
- A swap is not required to be cleared if 1 of the counterparties is not a financial entity, is using swaps to hedge or mitigate commercial risk, and notifies the CFTC / SEC how it generally meets its financial obligations associated with entering into non-cleared swaps.
 - The application of the clearing exception is solely at the discretion of the counterparty that meets the conditions listed above.
 - If the counterparty is an issuer of securities registered under the Securities Act or reporting under the Exchange Act, an appropriate committee of the issuer's board or governing body must review and approve its decision to enter into swaps that are subject to clearing exception.
- The CFTC / SEC on an ongoing basis must review "each swap," or any group, category, type or class of swaps, to determine if they should be required to be cleared.
- Clearing houses must submit to the CFTC / SEC "each swap," or any group, category, type or class of swaps, that they plan to accept for clearing.
- After making a determination, the CFTC / SEC may stay the clearing requirement for a group, category, type or class of swaps for up to 90 days pending a review of its terms.

CFTC/SEC Clearing Rules

Within 1 year, the CFTC / SEC must promulgate rules establishing and governing:

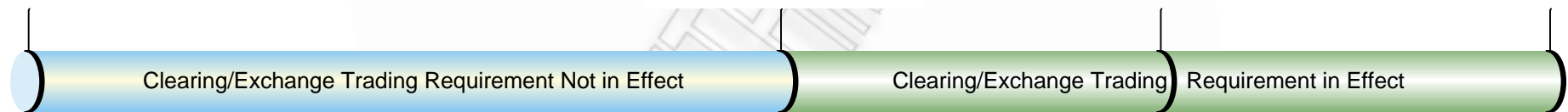
- Clearing house's submission for review of a swap, or a group, category, type or class of swaps;
- Review of a clearing house's clearing of a swap, or group, category, type or class of swaps that has been accepted for clearing; and
- Prevention of evasion of the clearing requirement or abuse of the commercial end-user exemption.

Date bill becomes law

360 days (Effective Date)

450 days

540 days



Uncleared Swap Reporting

- One counterparty to a swap that is not cleared must report the swap to a registered swap repository or, if there is no repository that accepts the swap, to the CFTC / SEC.

Exchange Trading Requirement

- All transactions involving swaps subject to the clearing requirement must be executed on an exchange or swap execution facility, *unless* no exchange or swap execution facility trades the swap or the clearing exception applies.
- All swaps with a counterparty that is not an eligible contract participant must be exchange-traded.

Real-Time Trading Reports

- The CFTC / SEC must promulgate rules requiring real-time public reporting of certain swaps, though the rules must ensure anonymity.

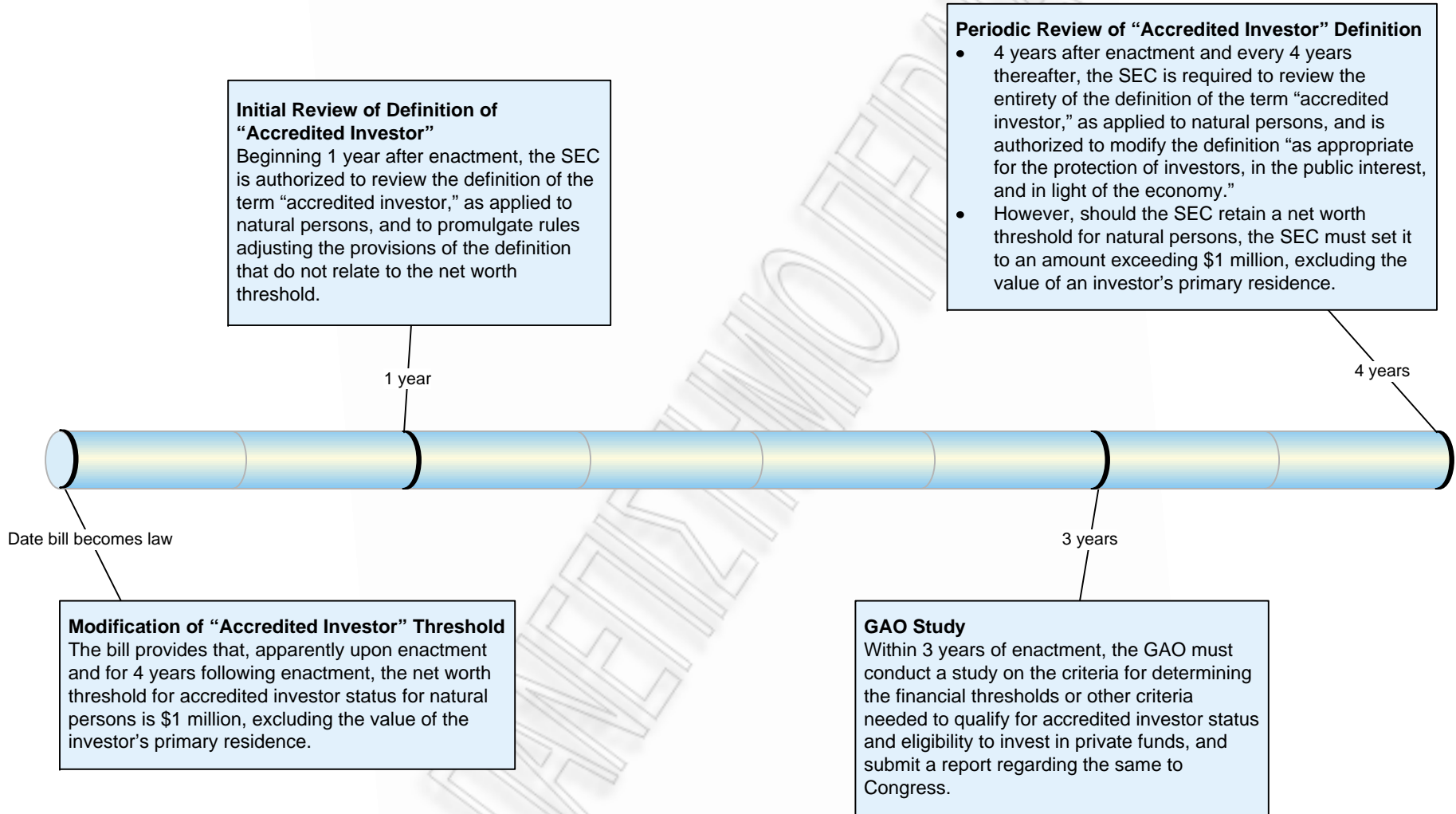
Post-Enactment Swaps

- Swaps entered into on or after the date of enactment must be reported within 90 days after the effective date, or within such other time after entering into the swap as the CFTC / SEC may prescribe by rule.
- Swaps entered into after enactment but before the clearing requirement is effective are exempt from clearing if reported within this time period.

Pre-Enactment Swaps

- Swaps entered into before the date of enactment must be reported within 180 days after the effective date and such reporting exempts these swaps from the clearing requirement.

*For ease of presentation, unless otherwise indicated references to "swap," also refer to security-based swap.



Private Fund SRO Study

Within 12 months of enactment, the GAO study on feasibility of forming a private fund self-regulatory organization must be complete.

Rules Issued Within 12 Months After Enactment

- **SEC / CFTC Disclosure Rules** – The SEC and CFTC must, after having consulted with the Council, jointly issue rules regarding the form and content of reports required to be filed with both agencies by dually-registered advisers.
- **Definition of “Venture Capital Fund”** – The SEC must issue final rules defining the term “venture capital fund” for purposes of the registration exemption provided to advisers of such funds.

Effective 12 Months After Enactment

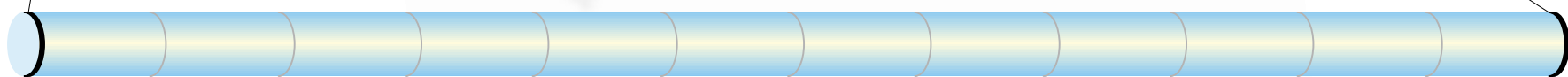
- **“Private Investment Adviser” Registration Exemption Eliminated** – Unless another exemption is available, investment advisers subject to the Investment Advisers Act but previously exempt from registration under this provision must be registered by this time.
- **Exemption for Advisers to Venture Capital Funds** – Advisers to venture capital funds are exempt from SEC registration. Such advisers would, however, be subject to record keeping and reporting requirements as determined by the SEC.
- **AUM Threshold for SEC Registration** – Investment advisers generally must have greater than \$100 million in assets under management to qualify for SEC registration. Consequently, advisers below this threshold may be required to register with state authorities.
- **Family Offices** – Family offices, a term to be defined by the SEC, are excepted from the definition of the term "investment adviser," generally placing such entities outside the purview of the Investment Advisers Act. The SEC, however, is not given a deadline to define the term “family office.”
- **Foreign Private Advisers** – Investment advisers that, among other things, have no place of business in the U.S. and have, in total, fewer than 15 clients and investors in the U.S. in private funds and aggregate assets under management attributable to clients and investors in the U.S. in private funds of less than \$25 million, or such higher amount as the SEC may, by rule, determine, are exempt from SEC registration.
- **Recordkeeping Requirements** – Advisers to private funds must maintain records and reports, subject to SEC inspection, regarding each private fund advised by the adviser. Such records and reports must include details on each private fund’s (1) assets under management; (2) use of leverage; (3) counterparty credit risk exposure; (4) trading and investment positions; (5) valuation policies and practices; (6) types of assets held; (7) side arrangements or side letters; and (8) trading practices. The SEC may require maintenance of additional records and reports.
- **Qualified Client Standard to Be Adjusted for Inflation** – Within 1 year of enactment, and periodically thereafter, the SEC must adjust for inflation any dollar threshold contained in rules permitting an investment adviser to charge certain clients performance-based fees, notwithstanding the Investment Advisers Act’s general prohibition against doing so. Thus, the \$750,000 assets under management and \$1.5 million net worth tests for determining a client’s status as a “qualified client” would be adjusted for inflation no later than 1 year after the date of enactment and every 5 years thereafter.

Voluntary Registration

Effective immediately, any investment adviser may voluntarily register with the SEC, subject to the rules of the SEC.

Date bill becomes law

12 months



Short Sales Disclosures

The SEC is required to adopt rules regarding public disclosure of short sale information and is provided discretionary authority to adopt rules regarding broker-dealer disclosure to customers regarding short sales and securities lending activity.

Permitted SEC Rulemaking

- **Point of Sale Disclosure** – the SEC may issue rules requiring certain point of sale disclosures to retail investors. If the SEC does issue any such rules, they must require disclosure of information about investment objectives, strategies, costs and risks, and any compensation or financial incentive received by a broker-dealer or other intermediary in connection with the retail customer's purchase of the product.
- **Pre-Dispute Arbitration** – the SEC is authorized to conduct a rulemaking to reaffirm or prohibit the use of mandatory arbitration pre-dispute agreements between broker-dealers and investment advisers.
- **SRO Filing Procedures** – SRO rules become effective if the SEC fails to approve or disapprove the rule filing within specified times. The category of rule filings that are “effective on filing” is expanded to include fees charged to non-members, such as market data fees. Effect on rules filed before enactment is unclear.

Rulemaking on Fiduciary Duty

After the fiduciary duty study is completed, the SEC may commence rulemaking to specify a standard of conduct for investment advisers and broker-dealers in providing personalized investment advice to retail customers. No timing is specified for rulemaking.

Whistleblower Protection

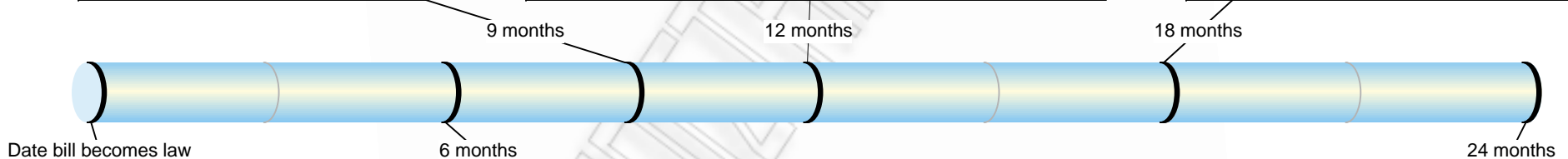
Within 9 months of enactment, the SEC must issue final regulations implementing additional whistleblower protections, including providing whistleblowers with a bounty and creating a private right of action against employers who retaliate against whistleblowers. The SEC must also submit annual reports to Congress on the whistleblower award program.

Within 1 Year After Enactment

- **SRO for Private Funds Study** – The GAO must conduct a study on the feasibility of forming a self-regulatory organization to oversee private fund.
- **Aiding and Abetting Study** – The GAO must submit to Congress a report studying the impact of authorizing a private right of action against aiders and abettors
- **Disqualifying “Bad Actors” from Reg D Offerings** – The SEC must issue rules to disqualify certain an offering of sale of securities under Regulation D by certain “bad actors.”

Within 18 Months After Enactment

- **Study on Conflicts of Interest** – The GAO must submit a study to Congress on the potential for investor harm resulting from conflicts of interest between securities underwriting and analyst functions within the same firm.
- **Mutual Fund Advertising Study** – The GAO must submit a report to Congress regarding advertising practices of mutual funds and recommendations to improve investor protection.



Effective Immediately

- **Office of Investor Advocate** is established within the SEC, but the Investor Advocate must be appointed by the SEC Chairman. Investor advocate will report directly to the SEC Chairman and is charged with assisting retail investors. Will submit annual reports on Congress on its activities. The SEC is required to establish procedures to issue a formal response to all recommendations of the Office of Investor Advocate within 3 months of its submission.
- **Investor Advisory Committee** is established within the SEC. While membership is specified, it is not clear how members are appointed. Membership will represent, among others, individual investors and state securities commissions. The SEC is required to issue a public statement assessing any findings or recommendations of the committee.

Within 6 Months After Enactment

- **Fiduciary Duty Study** – The SEC must submit a report to Congress on whether any legal or regulatory gaps exist in the protection of retail customers relating to the standard of care for brokers, dealers and investment advisers, and whether any additional statutory authority would be required to resolve such gaps.
- **Financial Planner Study** – The GAO must submit a report regarding the effectiveness of state and federal regulations to protect consumers from individuals who hold themselves out as financial planners.
- **SEC Study on Improving Access to Registration Information** – The SEC must complete a study, including recommendations, on ways to improve investor access to registration information about investment advisers, broker-dealers and their respective associated persons.
- **PCAOB Review of Auditors of Broker-Dealers** – The PCAOB will have oversight authority over auditors of registered broker-dealers.
- **SEC Study on Investment Adviser Examinations** – The SEC must complete a study regarding investment adviser examinations and oversight, including whether a new SRO should be designated to oversee investment advisers.

Within 2 Years After Enactment

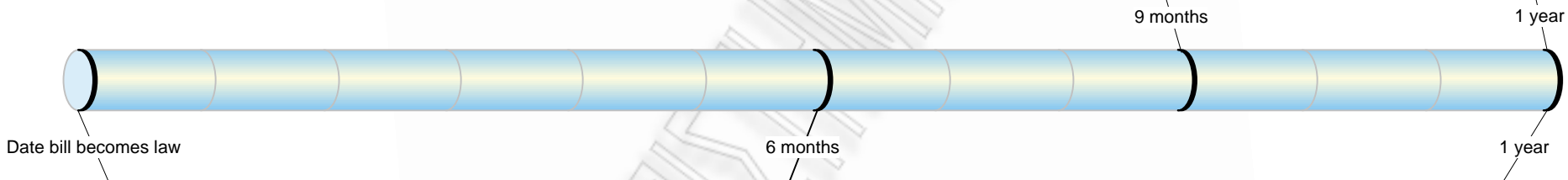
- **Implementation of Rules Regarding Registration** – Not later than 18 months after the completion of the SEC's study, the SEC must issue rules to implement any recommendations of the SEC's study on improving investor access to registration information.
- **Study on Financial Literacy** – The SEC must submit a report to Congress on current financial literacy among investors and ways to improve financial literacy.
- **Study on Short Selling** – The SEC must complete a study on the state of short selling, with particular attention to the impact of recent rule changes and the incidence of failure to deliver shares sold short and delivery of shares.
- **Transparency of Securities Lending** – The SEC must adopt rules designed to increase the transparency of information available regarding securities lending.

The SEC Must Implement Rules Requiring the Following (no specific timeframe given):

- **Executive Compensation Disclosures** – The SEC must require each issuer to disclose in any proxy statement or consent solicitation for an annual meeting a clear description of any compensation required to be disclosed, including information that shows the relationship between executive compensation actually paid and the financial performance of the issuer. The SEC must also require disclosure of (1) the median annual total compensation of all employees, except the CEO; (2) the annual total compensation of the CEO; and (3) the ratio of the median employee annual total compensation to that of the CEO.
- **Clawbacks** – The SEC must, by rule, direct national securities exchanges and associations to prohibit the listing of any security of an issuer that does not implement a policy providing (1) for disclosure of the issuer’s policy on incentive-based compensation that is based on financial information, and (2) that the issuer will recover incentive compensation paid to certain current or former executive officers in the event the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance with any financial reporting requirements.
- **Disclosure of Hedging by Insiders** – The SEC must, by rule, require each issuer to disclose in the annual proxy statement or consent solicitation material whether any employee or board member is allowed to engage in any hedging transaction with respect to any equity securities.

Incentive-Based Compensation
 Within 9 months after enactment, Federal financial regulators must jointly prescribe regulations to (1) require covered financial institutions to report the structures of all incentive-based compensation arrangements and (2) prohibit incentive-based payment arrangements that encourage inappropriate risks by providing employees, directors or principal shareholders with excessive compensation or that could lead to material financial loss to the covered financial institution.

Independence of Compensation Committees
 Within 360 days after enactment, the SEC must issue rules directing the national securities exchanges to prohibit the listing of any security of an issuer that does not have an independent compensation committee. The SEC’s rules must provide reasonable opportunity for an issuer to cure noncompliance with this requirement.



Effective Immediately

- **Broker Discretionary Voting**
 The listing exchanges must prohibit broker discretionary voting in connection with the election of directors, executive compensation, or any other significant matter, as determined by the SEC.

Say on Golden Parachutes

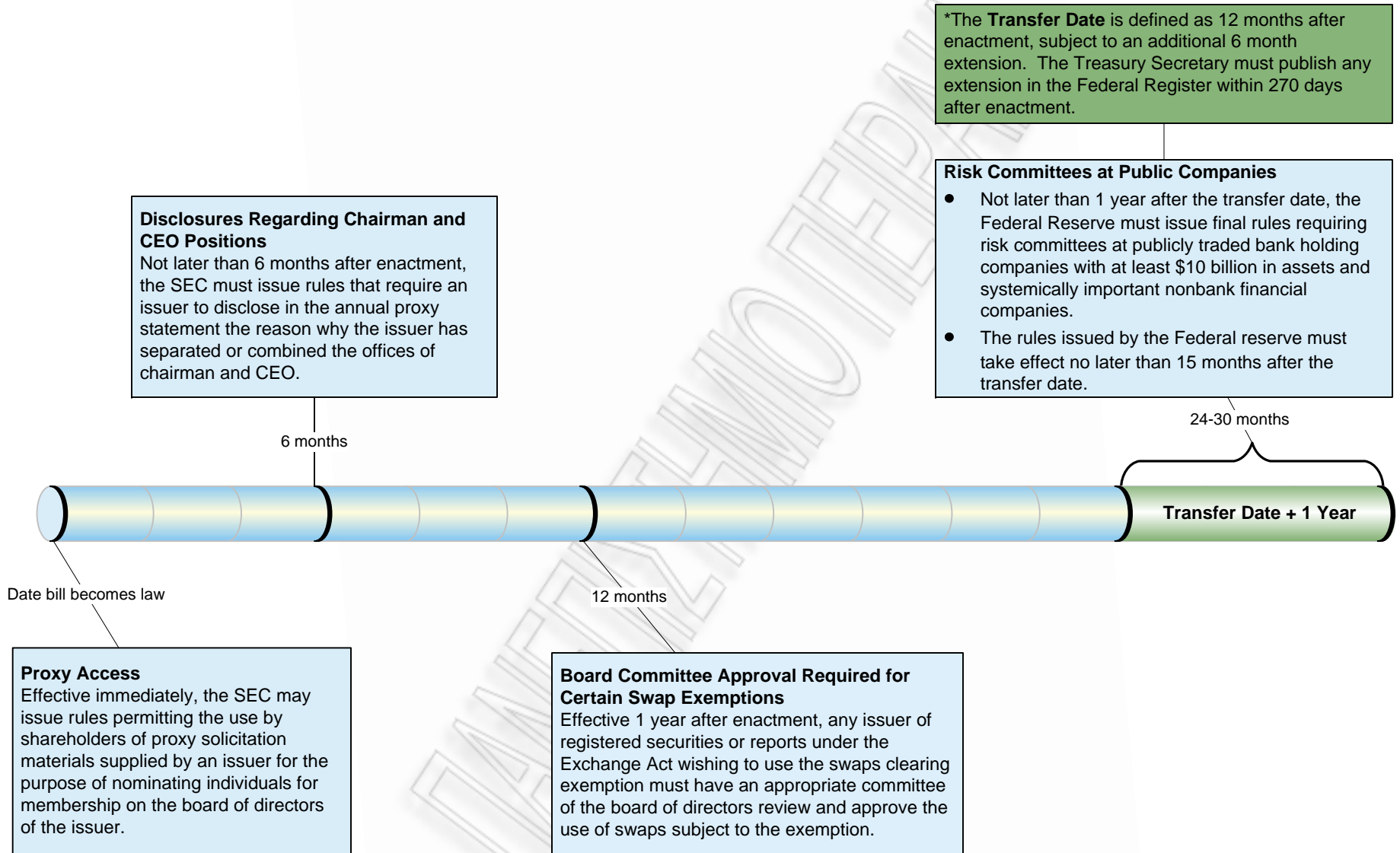
- In any proxy or consent solicitation for a meeting of shareholders occurring 6 months after the date of enactment of the Act where shareholders are asked to approve an M&A transaction, companies must provide their shareholders with a non-binding shareholder vote on whether to approve payments to any named executive officer in connection with such M&A transaction.

Say on Pay

- Not less frequently than once every three years, at any annual or other meeting of shareholders held 6 months after the date of enactment of the Act where the proxy statement for such meeting is required to disclose compensation, companies must provide their shareholders with a non-binding shareholder vote on whether to approve the compensation of executives.
- Shareholders will also be provided with a non-binding shareholder vote, at least once every six years, to determine whether this vote should be held every one, two or three years.

Retaining Compensation Consultants and Other Advisers

- **General** – The compensation committee of an issuer may, in its sole discretion, retain a compensation consultant, legal counsel and other advisers. If the compensation committee retains an adviser, the compensation committee must be directly responsible for the compensation and oversight of such adviser’s work.
- **Independence of Compensation Consultants and Other Advisers** – The SEC must identify factors that affect the independence of a compensation consultant, legal counsel, or other adviser to the compensation committee. The committee may only select such an adviser after taking into consideration those factors identified by the SEC.
- **Disclosure** – In any proxy or consent solicitation for an annual meeting, or special meeting in lieu thereof, that is 1 year after enactment, each issuer must disclose in the proxy statement or consent material, in accordance with regulations of the SEC, whether its compensation committee retained a compensation consultant and whether the work raised any conflict of interest.

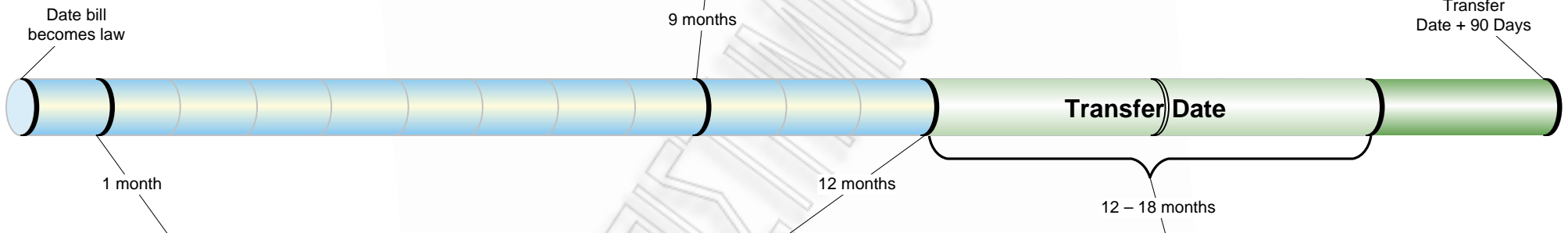


Notice of Transfer Date Extension

- Within 270 days, the Treasury Secretary must publish in the Federal Register any extension of the transfer date.
- The transfer date may be extended to a date not later than 18 months after enactment by the Treasury Secretary in consultation with the heads of the Fed, OCC, OTS and FDIC, upon a written determination that the extension is necessary to promote an orderly process, and the Treasury Secretary must provide a description of the steps to effect a timely transition.
- No explicit authority for the Secretary to extend the transfer date once it has been published.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension.

OTS is Abolished
Employees and property of the OTS are divided between the OCC and the FDIC.



Audit of Emergency Assistance Programs
Within one month after enactment, the GAO must start a 1-time audit of all loans or other financial assistance provided by the Federal Reserve between December 1, 2007 through the date of enactment. The audit must consider operational integrity, internal controls, conflicts of interests and whether specific participants were disproportionately favored.

Report on Emergency Assistance Audit
Not later than 12 months after enactment, the GAO must complete its audit of the Federal Reserve's emergency assistance programs. Within 3 months of completing the audit, the GAO must submit a report to Congress describing the results of the audit.

Before the Transfer Date:

- **Carryover of Certain Rules** – The Fed, OCC and FDIC must determine which regulations of the OTS will continue in effect.

On the Transfer Date:

- **Federal Reserve** – Assumes OTS's powers with respect to thrift holding companies and their non-depository institution subsidiaries, as well as rulemaking authority relating to thrift transactions with affiliates, loans to insiders and tying arrangements. Maintains authority over state member banks.
- **OCC** – Assumes OTS's powers with respect to federal thrifts, as well as rulemaking authority over all thrifts (except for the limited rulemaking authority transferred to the Federal Reserve).
- **FDIC** – Assumes OTS's powers other than rulemaking with respect to state thrifts.
- **FDIC Board** – The director of the Bureau of Consumer Financial Protection takes the FDIC board seat previously held by the OTS Director.

Expanded FDIC Enforcement

- The FDIC is authorized to make special examinations of any insured depository institution, systemically important nonbank financial company or bank holding company with \$50 billion or more total consolidated assets pursuant to its authority under the liquidation authority in Title II of the bill.
- The FDIC is also granted back-up authority with respect to any depository institution holding company that engages in conduct or threatens conduct, including any acts or omissions, that pose a foreseeable and material risk to the Deposit Insurance Fund. Both grants of authority are limited to companies that are not in “generally sound condition.”

Covered Transactions Currently Include:

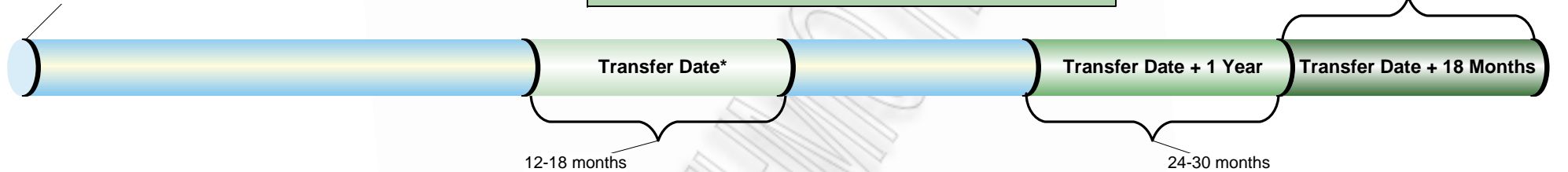
- any loan or extension of credit to an affiliate;
- any purchase of, or investment in, securities issued by an affiliate;
- any purchases of assets, including assets subject to an agreement to repurchase from an affiliate, unless specifically exempted by the Fed (which is not a broad exclusion);
- any transaction in which the covered bank holding company entity accepts securities issued by an affiliate as collateral for a loan or extension of credit to any entity; and
- the issuance of a guarantee, acceptance, or letter of credit, including an endorsement or standby letter of credit, on behalf of an affiliate.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary must publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

State Lending Limits.

An insured state bank is prohibited from engaging in derivative transactions unless the state’s lending limit laws take into consideration credit exposure to derivative transactions.

Date bill becomes law



Effective On the Transfer Date:

- **Limitations on Transactions with Insiders** – An insured depository institution is prohibited from engaging in asset purchases or sales transactions with its officers, directors or principal shareholders unless on market terms and, if the transaction represents greater than 10% of the capital and surplus of the institution, has been approved by a majority of disinterested directors.
- **Source of Strength** – The Fed, FDIC or OCC, as appropriate, must issue rules to require a bank or thrift holding company to serve as a source of financial strength for any depository institution subsidiary. The rules must take effect within 1 year after the transfer date.
- **Well Capitalized and Well Managed** – All bank holding companies engaged in expanded financial activities must be well capitalized and well managed at the holding company level, as well as at the depository institution level.
- **Repeal of Fed-Lite** – The Fed has expanded authority to examine, prescribe regulations or otherwise take any action pursuant to any provision of the Bank Holding Company Act or Section 8 of the Federal Deposit Insurance Act with respect to all subsidiaries of a bank holding company, including functionally regulated subsidiaries, although the Federal Reserve is still limited in its ability to subject functionally regulated subsidiaries to capital adequacy standards.
- **Standards for Interstate Acquisitions** – The Fed may approve a Section 3 application by a bank holding company to acquire control, or substantially all of the assets of a bank only if the bank holding company is well capitalized and well managed. The federal banking agencies may approve interstate merger transactions only if the resulting bank will be well capitalized and well managed after the transaction.
- **Expanded Federal Reserve Enforcement** – The bill requires the Fed to examine bank permissible activities conducted by a non-depository institution, non-functionally regulated subsidiary of a bank holding company at the same standards and frequency as if the activities were conducted by the lead depository institution. The lead federal banking agency is given back-up authority.

Effective One Year After the Transfer Date:

- **Expansion of “Covered Transactions”** – Section 23A of the Federal Reserve Act is amended to: (1) treat credit exposure on derivatives transactions and securities borrowing and lending transactions with affiliates as covered transactions and subject to the Section 23A collateral requirements; (2) require collateral be maintained at all times for covered transactions required to be collateralized; (3) expand the definition of “affiliate” to include an investment fund for which a covered bank, or an affiliate thereof, is an investment adviser; (4) prospectively eliminate exceptions for transactions with financial subsidiaries; (5) revise the process for granting exemptions under sections 23A and 23B; and (6) allow the Fed to determine how netting agreement may be taken into account in determining the amount of a covered transaction with an affiliate.
- **Source of Strength** – The rules issued by the Fed, FDIC or OCC, as appropriate, with respect to bank or thrift holding companies serving as a source of strength for depository institution subsidiaries must take effect.
- **National Lending Limits** – Credit exposures on derivatives, repurchase agreements and reverse repurchase agreement are treated as extensions of credit for the purpose of national bank lending limits. Accordingly, banks must take into account these exposures for purposes of affiliate transaction limitations, insider transaction limits and lending limits that apply to unaffiliated third parties.
- **Lending Limits to Insiders** – The types of transactions subject to insider lending limits are expanded to include derivative transactions, repurchase agreements, reverse repurchase agreements and securities borrowing or lending transactions

Consequences of Designation for Entities Engaged in the Systemically Important Activity

- **Examination and Enforcement** – Systemically important financial market utilities and payment, clearing and settlement activities that are regulated by the SEC or CFTC or certain other federal regulators are subject to prudential regulation, including rulemaking, examination and enforcement, by such regulator, with back-up authority provided to the Federal Reserve.
- **Reporting Requirements** – The Federal Reserve or the Council may require any designated institution to report data to the Federal Reserve or the Council, but must first coordinate with other agencies to determine if the information is otherwise available.

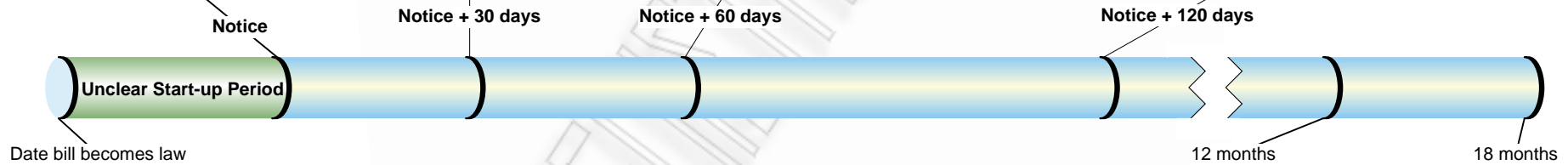
Key Point: Payment, clearing and settlement activities and financial market utilities could be designated as systemically important before risk management standards are put in place and before the safe harbor rules have been issued. This will put enormous pressure on regulators to come up with rules and policies and quickly.

Notice of Proposed Designation
Council proposes to designate a payment, clearing or settlement activity or financial market utilities as systemically important by publishing a notice in the Federal Register.

Last day by which the financial institution that conducts the designated activity or the financial market utility may request a hearing before the Council; subject to emergency exceptions as declared by Council.

The hearing must take place within 30 days of the company's request. If no hearing is requested, the Council must notify the institution of its final decision no later than 30 days after the last date on which a hearing could have been requested.

Final Decision
If a hearing is requested, the Council must render a final decision within 60 days of the hearing.



Effective Immediately

- **Council** – The Financial Stability Oversight Council (the “Council”) is created, but the Director of the Bureau of Consumer Financial Protection and the independent member with insurance expertise must be appointed by the President with the advice and consent of the Senate.
- **Systemically Important Designation** – The Council is authorized to designate a payment, clearing or settlement activity or financial market utilities as systemically important.
- **Standards for Systemically Important Activities** – The SEC, CFTC and other federal regulators, in consultation with the Federal Reserve and the Council, are authorized to prescribe risk management standards for systemically important payment, clearing or settlement activities, taking into consideration relevant international standards and existing prudential requirements, with back-up authority provided to the Federal Reserve. Where appropriate, the standards must establish a threshold level of engagement in the activity at which the financial institution will become subject to the standards.
- **Information-Gathering** – The Council is authorized to require any financial institution to submit information for the purpose of assessing whether any payment, clearing or settlement activity engaged in or supported by the financial institution is systemically important.

Risk Management and Supervision Program
The CFTC and the SEC, after coordinating with the Federal Reserve, must submit to Congress a jointly developed risk management supervision program for designated clearing entities.

Safe Harbor
Within 18 months after enactment, the Federal Reserve, in consultation with the Council, must issue rules to exempt certain types or classes of nonbank financial activities from the prudential and other requirements applicable to systemically important nonbank financial companies in Title I. The safe harbor is partly intended to mitigate duplication between the requirements applicable to systemically important nonbank financial companies and companies that engage in systemically important payment, clearing or settlement activities.

Notice of Designated Transfer Date

- **Within 60 days** of enactment, the Treasury Secretary, in consultation with the heads of the Fed, FDIC, FTC, National Credit Union Administration Board, OCC, OTS, HUD and OMB, must designate a date for the transfer of consumer financial protection functions to the Bureau (the “**designated transfer date**”) that is **within 6 to 12 months** of enactment.
- The Secretary may, in consultation with the above-mentioned regulators, extend the date to **up to 18 months** after enactment upon a written determination that the extension is necessary.

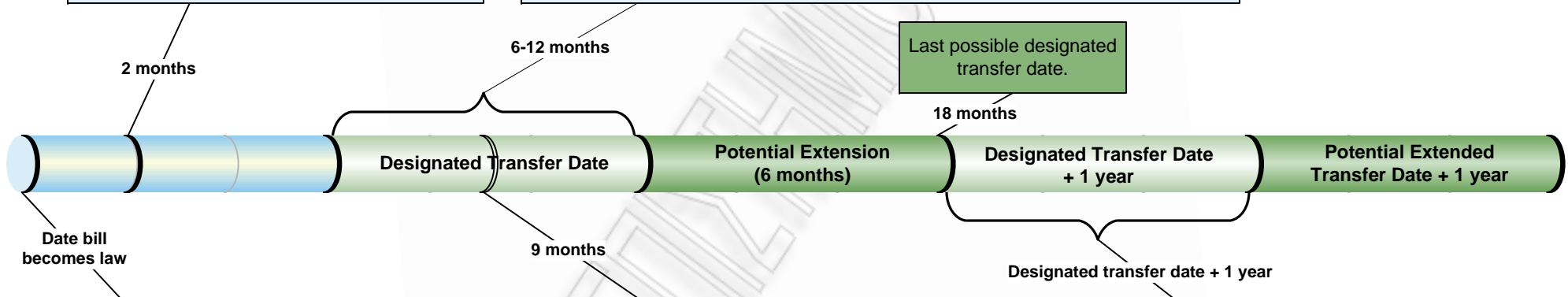
Until the designated transfer date, existing agencies will continue to exercise their consumer protection roles.

Designated Transfer Date

- The designated transfer date occurs between 6 and 12 months after enactment, subject to extension to up to 18 months after enactment.
- General transfer to the Bureau of consumer financial protection functions (research, rulemaking, issuance of orders or guidance, supervision, examination and enforcement activities and powers) of the Federal Reserve, the FDIC, the FTC, the NCUA, the OCC, the OTS and HUD, subject to certain carveouts.
 - State law preemption provisions become effective.
 - Funding mechanism (up to 10 – 12% of Federal Reserve operating expenses plus potential for additional \$200 million appropriation annually) becomes effective.

Key Point

There will be a long transition and start-up period, during which existing agencies will continue to exercise their consumer protection roles, although the Bureau will have access to funding and certain rulemaking and other authority upon enactment.



Effective Immediately

- The Consumer Financial Protection Bureau (the “**Bureau**”) is established. The Director is to be appointed by the President and confirmed by the Senate.
- The Bureau gains general rulemaking authority and authority to supervise nondepository covered persons under the bill (but not yet under the enumerated consumer financial laws – see Designated Transfer Date).
- Bureau must coordinate supervisory action with prudential regulators and state bank supervisors with respect to very large insured banks and thrifts.
- Treasury Secretary can direct the Federal Reserve to transfer to the Bureau such sums as are necessary to carry out its authorities, until the permanent funding mechanism becomes effective on the designated transfer date.

Interchange Fees

Within 9 months of enactment, the Federal Reserve must issue final rules to establish standards for assessing whether interchange fees with respect to an electronic debit transaction are “reasonable and proportional to the actual cost” of processing the transaction.

Within One Year After the Designated Transfer Date

- The Bureau, in consultation with the FTC, must define “nondepository covered persons.”
- The Bureau gains authority to restrict use of mandatory pre-dispute arbitration agreements between covered persons and consumers for consumer financial products or services.
- Bureau gains authority to prescribe disclosure rules with respect to consumer financial products or services; Bureau must propose rules and model disclosures for mortgage loan transactions.

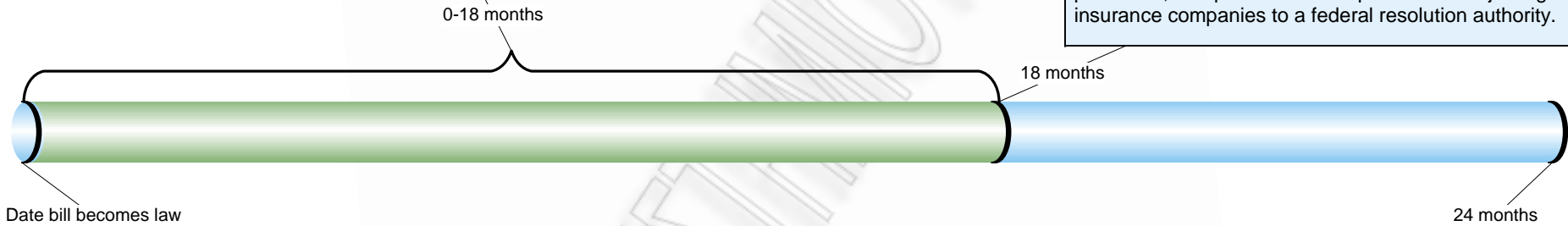
Rep. Frank stated recently that there will be a "major push" in Congress to provide for an optional federal charter after the passage of broader financial regulatory reform, although he personally intends to stay neutral in the debate.

The business of insurance is exempt from the authority of the new consumer protection agency.

Key Point
Although regulatory reform does not establish an optional federal insurance charter, the FIO will serve certain functions that lay the groundwork for establishing federal insurance expertise.

Federal Insurance Expertise
The Fed may gain practical insurance supervisory experience to the extent insurers are designated as systemically important.

FIO Report – Within 18 months, the the FIO must submit a report to Congress on improving U.S. insurance regulation, which must cover, among other things: costs and benefits of potential federal regulation of insurance; feasibility of regulating only certain lines at the federal level; regulatory arbitrage; developments in the international regulation of insurance; consumer protection; and potential consequences of subjecting insurance companies to a federal resolution authority.



Institutional Changes

- **FIO** – The Federal Insurance Office (the “FIO”) is created with the power to monitor the insurance industry, recommend to the Council any insurers that should be treated as systemically important, represent the U.S. in the International Association of Insurance Supervisors and determine whether state insurance measures are preempted by international agreements. FIO is given information gathering powers, including authority to issue subpoenas, which extend to any insurer that meets a minimum size threshold that the FIO may establish.
- **Council** – The Financial Stability Oversight Council (the “Council”) is established, but the director of the Consumer Financial Protection Bureau and the independent member with insurance expertise must be appointed by the President with the advice and consent of the Senate. The director of the FIO and a sitting state insurance commissioner will also serve as non-voting members. The Council may designate a nonbank financial company as “systemically important” and the FIO may recommend insurers and their affiliates for designation, even though standards for systemically important companies will not yet be in place.
- **OFR** – The Office of Financial Research (the “OFR”) is established, but the Director must be appointed by the President with advice and consent of the Senate. The OFR, acting on behalf of the Council, can request information on any financial company, **including insurance companies**, and financial activities from sources including member agencies and financial companies.

Participation in National Producer Database
Beginning 24 months after enactment, a state may not collect any fees relating to licensing of an individual or entity as a surplus lines broker unless the state participates in the national insurance producer database of the National Association of Insurance Commissioners.

We did not fully address provisions relating to nonadmitted insurance and reinsurance reform.

Deposit Insurance Reforms

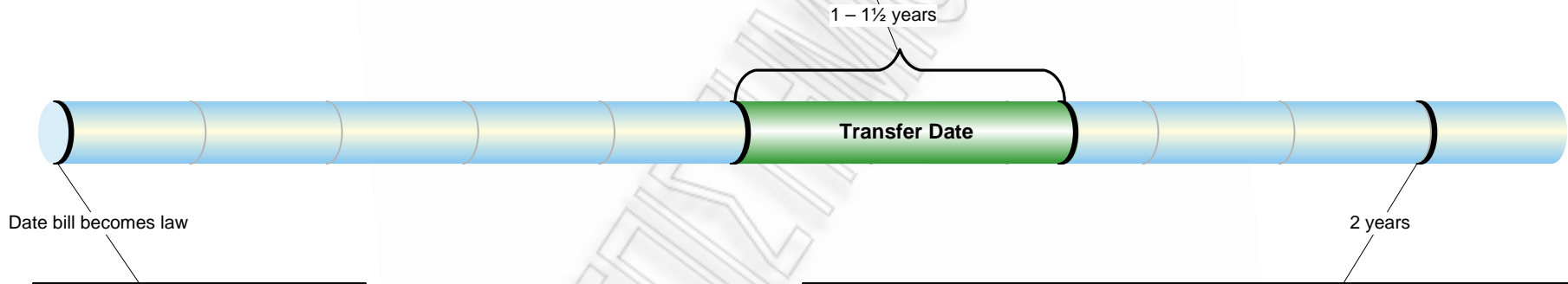
- **Definition of “Assessment Base”** – The FDIC is required to amend its regulations to define the term “assessment base” with respect to an insured depository institution, as an amount equal to the depository institution’s average consolidated assets minus its equity. Permits FDIC to reduce the assessment base for custodial banks and banker’s banks.
- **Deposit Insurance Fund Reserve Ratio** – The FDIC must take steps as may be necessary for the DIF reserve ratio to reach 1.35% of estimated insured deposits by September 30, 2020. In setting assessments necessary to meet this requirement, the FDIC must “offset” the impact of the new reserve ratio requirement on insured depository institutions with less than \$10 billion in total consolidated assets.

*The **Transfer Date** is defined as 12 months after enactment, subject to an additional 6 month extension. The Treasury Secretary must publish any extension in the Federal Register within 270 days after enactment.

Effective on the Transfer Date:
The Federal Reserve is required, and the OCC and FDIC are given authority, to assess fees on certain entities that they supervise. In the case of the Federal Reserve and OCC, fees are assessed as the relevant regulator deems “necessary or appropriate” to carry out supervisory responsibilities, and in the case of the FDIC, fees are assessed to cover the costs of examinations.

Resolution Authority Fees

- No pre-funded dissolution fund.
- FDIC’s resolution expenses are funded by borrowings from Treasury up to certain maximum amounts equal to certain percentages of the book or fair value of the covered financial company’s assets.
- Borrowings must be repaid within 5 years, first, by making assessments on claimants that received “additional payments” or other “amounts” from the FDIC in order to recover any excess benefits they received in the liquidation (*i.e.*, amounts in excess of their minimum recovery rights) and, second, by making assessments for any shortfall on large financial companies with assets of \$50 billion or more and any systemically important nonbank financial company.



Effective Immediately:

- **SIPC Fees** – The minimum assessment paid by SIPC members will be set at 0.02% of the gross revenues from the securities business.

Broker-Dealer Fees
The PCAOB must begin the allocation, assessment and collection of fees with respect to broker-dealers beginning the first full fiscal year after enactment.

Assessments on Large Bank Holding Companies and Systemically Important Nonbank Financial Companies

- Beginning 2 years after enactment, the Treasury Secretary and the Council must establish an assessment schedule applicable to bank holding companies with total consolidated assets of \$50 billion or greater and systemically important nonbank financial companies sufficient to fund the budget of the Office of Financial Research, which includes the expenses of the Council.
- The assessment schedule must take into account differences among such companies based on, among other factors: (1) the degree of leverage of the company; (2) the amount and nature of the financial assets of the company; (3) the amount and types of the liabilities of the company, including the degree of reliance on short-term lending; (4) the extent and types of off-balance sheet exposures of the company; (5) the extent and types of the transactions and relationships of the company with other systemically important companies; (6) whether the company owns an insured depository institution; (7) nonfinancial activities of the company; and (8) any other factors the Council determines appropriate.