

# ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

Τμήμα Διεθνών Ευρωπαϊκών & Περιφερειακών Σπουδών

## ΠΜΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

### Διπλωματική Εργασία

**"Εξαλείφοντας τους μαύρους κύκνους της επενδυτικής τραπεζικής. Παρουσίαση των προτάσεων των Vickers Report, Liikanen Report και του Volcker Rule για τη ρυθμιστική παρέμβαση στην επενδυτική τραπεζική."**

Φοιτητής: Νικήτας Ε. Μπομπότης (αρ. μητρ. 1212M082)

Επιβλέπων καθηγητής: Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2014

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>Περιεχόμενα</b>	Σελ. 2
<b>Συντομογραφίες</b>	Σελ. 3
<b>Εισαγωγή</b>	Σελ. 4
<b>Μέρος Πρώτο</b>	Σελ. 6
-Το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα	Σελ. 6
-Τα τραπεζικά ιδρύματα και οι παρεχόμενες από αυτά υπηρεσίες	Σελ. 7
-Μοντέλα παροχής τραπεζικών υπηρεσιών	Σελ. 12
<b>Μέρος Δεύτερο</b>	Σελ. 36
-Η χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2009	Σελ. 36
-Συμπεράσματα της χρηματοπιστωτικής κρίσης	Σελ. 60
<b>Μέρος Τρίτο</b>	Σελ. 61
-Η αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η θέση των τραπεζών σε αυτό	Σελ. 61
-Οι μεταρρυθμίσεις των ΗΠΑ	Σελ. 63
-Οι μεταρρυθμίσεις του Ηνωμένου Βασιλείου	Σελ. 68
-Οι μεταρρυθμίσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης	Σελ. 74
-Κριτική και παρατηρήσεις	Σελ. 85
<b>Μέρος Τέταρτο</b>	Σελ. 91
-Συμπεράσματα και καταληκτικές παρατηρήσεις	Σελ. 91
<b>Βιβλιογραφία</b>	Σελ. 93
-Ελληνική	Σελ. 93
-Ξένη	Σελ. 95

## Συντομογραφίες

<b>ABS</b>	Asset Backed Securities
<b>ABCP</b>	Asset Backed Commercial Papers
<b>BCBS</b>	Basel Committee on Banking Supervision
<b>BHC</b>	Bank Holding Company
<b>CDO</b>	Collateralized Debt Obligation
<b>CDS</b>	Credit Default Swap
<b>FDIC</b>	Federal Deposit Insurance Company
<b>GSE</b>	Government Sponsored Enterprise
<b>GSIB</b>	Global Systemically Important Bank
<b>GSII</b>	Global Systemically Important Institution
<b>ICB</b>	Independent Commission on Banking
<b>IPO</b>	Initial Public Offer
<b>MBA</b>	Mortgage Backed Asset
<b>MBS</b>	Mortgage Backed Securities
<b>RWA</b>	Risk Weighted Asset
<b>SEC</b>	Securities Exchange Commission

## Εισαγωγή

Η 15η Σεπτεμβρίου του 2008, ημερομηνία (κατάθεσης της αίτησης) πτώχευσης της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας *Lehman Brothers*, αποτέλεσε το εναρκτήριο λάκτισμα της γενίκευσης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Μιας κρίσης που αναπτύχθηκε σιγά-σιγά, με σταδιακά βήματα και που οδήγησε στην εξαφάνιση ολόκληρους χρηματοπιστωτικούς κολοσσούς. Τα γεγονότα που ακολούθησαν την κατάρρευση του χρηματοοικονομικού κολοσσού αλλά και όσα προηγήθηκαν αυτής, έχουν αναλυθεί, σχολιαστεί και μελετηθεί από τους μεγαλύτερους επιστήμονες παγκοσμίως. Ο κλάδος της επενδυτικής τραπεζικής αποτέλεσε τον πλέον βαριά ασθενή, δεδομένου ότι πολλά από τα αίτια της κρίσης σχετίζονται με τις δραστηριότητες του τομέα αυτού. Συνεπώς, η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελεί το λογικό επακόλουθο του επιστημονικού μου ενδιαφέροντος για τον κλάδο του χρηματοπιστωτικού δικαίου.

Στην παρούσα μελέτη, αντικείμενο της οποίας είναι η αναλυτική -κατά το δυνατόν- παρουσίαση των πλαισίων ρυθμιστικής παρέμβασης (*Volcker Rule*, *Vickers Report* και *Liikanen Report*) στις δραστηριότητες της επενδυτικής τραπεζικής, θα γίνει μία προσπάθεια να συνδεθεί η χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009 με τις επενδυτικές υπηρεσίες του τραπεζικού κλάδου αλλά και με την ανάγκη ύπαρξης της ρυθμιστικής παρέμβασης. Παράλληλα ανακύπτει και η ανάγκη να μελετηθεί το ζήτημα του λεγόμενου “*Universal Banking*” εναντίον “*Narrow Banking*”. Το ζήτημα αυτό είναι εξαιρετικής σημασίας δεδομένου ότι αποτέλεσε το θεωρητικό υπόβαθρο για την έναρξη της περίφημης «απορρύθμισης» του τραπεζικού συστήματος (*deregulation process*) στις δεκαετίες του 1980 και του 1990.

Στη συνέχεια θα παρουσιασθούν τα πλαίσια ρυθμιστικής παρέμβασης που καταρτίστηκαν σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Ευρωπαϊκή Ένωση με απώτερο σκοπό να συνδεθούν με την κρίση και να αποδειχθεί εάν οι προτάσεις τους είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, δηλαδή προς μία ορθότερη εποπτεία της επενδυτικής τραπεζικής μέσω της εν γενικότερης τροποποίησης τόσο της δομής των τραπεζών όσο και των δραστηριοτήτων που αυτές επιτρέπεται να ασκούν.

Στο σημείο αυτό οφείλω να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν, με τον τρόπο τους, στη συγγραφή αυτής της εργασίας. Καταρχήν τον καθηγητή και επόπτη μου Χρήστο Γκόρτσο, του οποίου η παρότρυνση κατά την επιλογή του θέματος και η στήριξη του κατά τη διάρκεια της έρευνας και της συγγραφής ήταν κάτι παραπάνω από καθοριστικές. Του οφείλω τα μέγιστα και ελπίζω το αποτέλεσμα της παρούσης να είναι μία ηθική ικανοποίηση για εκείνον. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω επίσης στον κ. Κώστα Βγότζα, για την υλική βοήθεια που μου προσέφερε, εκτυπώνοντάς μου όλο το αναγκαίο προς μελέτη υλικό. Η συμβολή του ήταν ουσιώδης. Τέλος, ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στην οικογένεια μου, για την αγάπη και τη στήριξή της κατά τη συγγραφή της παρούσας εργασίας.

Αθήνα, 15 Αυγούστου 2014

## ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

**Το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, ο ρόλος των τραπεζών σε αυτό και η διάκριση των μοντέλων παροχής τραπεζικών υπηρεσιών (*universal banking – separated/narrow banking*)**

### **1. Το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα**

Το χρηματοπιστωτικό δίκαιο είναι κομμάτι της οικογένειας του διεθνούς οικονομικού δικαίου<sup>1</sup>. Ειδικότερα, είναι εκείνο το τμήμα δικαίου, μέσω του οποίου επιτυγχάνονται οι δύο βασικές λειτουργίες, με τις οποίες είναι επιφορτισμένο: 1) την μεταφορά κεφαλαίων από τους θετικούς αποταμιευτές (*Πλεονασματικές Οικονομικές Μονάδες-ΠΟΜ*) προς τους αρνητικούς αποταμιευτές (*Ελλειμματικές Οικονομικές Μονάδες-ΕΟΜ*) και 2) συμβάλλει στην ολοκλήρωση των κάθε είδους πληρωμών, χωρίς τη χρήση μετρητών (ήτοι κέρματα και τραπεζογραμμάτια)<sup>2</sup>. Στην έννοια των αρνητικών αποταμιευτών εντάσσονται οι κάθε είδους οικονομικές μονάδες όπως π.χ. οι επιχειρήσεις (φυσικά και νομικά πρόσωπα), τα νοικοκυριά, τα κράτη και οι αλλοδαποί, που έχουν ανάγκη από κεφάλαια προκειμένου να πραγματοποιήσουν τις δαπάνες τους. Στον αντίποδα, σαν θετικοί αποταμιευτές είναι ακριβώς οι ίδιες οικονομικές μονάδες, μόνο που στην περίπτωση αυτή δεν έχουν ανάγκη από δανειακά κεφάλαια. Απεναντίας έχουν πλεόνασμα κεφαλαίων (πλεόνασμα περιουσίας) το οποίο και θέλουν να το διαθέσουν, κατά βούληση, με τη μορφή κάποιας επένδυσης. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα λοιπόν μέσω των θεσμών και των δομών του, επιτυγχάνει τη διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών (*channeling of funds*) από τις ΠΟΜ προς τις ΕΟΜ και συμβάλλει στην ολοκλήρωση των συναλλαγών αυτών. Επιπρόσθετα, διευκολύνει την «συνάντηση» των ΕΟΜ με τις ΠΟΜ, πράγμα εξαιρετικά σημαντικό, αφού αφενός μειώνει το κόστος χρηματοδότησης και πληροφόρησης των μερών, αφετέρου διευκολύνει τις συναλλαγές μεταξύ των συμμετεχόντων και διαφοροποιεί το ρίσκο των συναλλαγών αυτών<sup>3</sup> μέσω της καλύτερης κατανομής του σε όλο το εύρος των συναλλασσομένων.

---

<sup>1</sup> Για την οριοθέτηση του χρηματοπιστωτικού δικαίου βλέπε Γκόρτσος (2011)

<sup>2</sup> Βλέπε Γκόρτσος (2011), de Haan-Oosterloo-Schoenmaker (2009) σελ. 3 επ.

<sup>3</sup> Βλέπε de Haan-Oosterloo-Schoenmaker (2009)

## 2. Τα τραπεζικά ιδρύματα και οι παρεχόμενες από αυτά υπηρεσίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι τράπεζες/πιστωτικά ιδρύματα<sup>4</sup> καλούνται να διαδραματίσουν ένα πολύ κομβικό ρόλο. Δεδομένου ότι η παρουσία τους απαντάται σε ένα ευρύτατο φάσμα των λειτουργιών που επιτελούνται μέσα στο ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα (τόσο κατά τη μεταφορά των κεφαλαίων όσο και στη διαδικασία των πληρωμών) θα έλεγε κανείς ότι αποτελούν τον θεμέλιο λίθο ή αλλιώς την καρδιά του συστήματος αυτού.

Ειδικότερα, η δραστηριότητα των τραπεζών συναντάται και στις δύο μορφές χρηματοδότησης που υφίστανται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, τόσο στην *άμεση χρηματοδότηση*, όσο και στην *έμμεση χρηματοδότηση*<sup>5</sup> των ΕΟΜ από τις ΠΟΜ. Κατά την άμεση χρηματοδότηση (direct finance), η οποία συντελείται στις χρηματοπιστωτικές αγορές<sup>6</sup> (financial markets), οι τράπεζες συμμετέχουν σαν κατ' επάγγελμα φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, προσφέροντας τις λεγόμενες «επενδυτικές υπηρεσίες». Στην ίδια κατηγορία εκτός από τις τράπεζες, εντάσσονται και άλλοι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών όπως οι χρηματιστηριακές εταιρείες και άλλες εταιρείες επενδύσεων, στις οποίες παρέχεται άδεια για συγκεκριμένες υπηρεσίες<sup>7</sup>. Βέβαια το είδος των επενδυτικών υπηρεσιών αλλά και η έκταση στην οποία αυτές παρέχονται από τους φορείς που αδειοδοτούνται προς τούτο, αποτελούν αντικείμενο της εκάστοτε κρατικής νομοθεσίας.

Όσον αφορά το στάδιο της «έμμεσης χρηματοδότησης» ή της «χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης» (**indirect finance/financial intermediary**) οι τράπεζες συμμετέχουν έχοντας τον μανδύα των «φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης»<sup>8</sup> (**financial intermediaries**). Οι φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης είναι εκείνες οι οντότητες που στέκονται ανάμεσα στους θετικούς και στους αρνητικούς αποταμιευτές και βοηθούν στη μεταξύ τους μεταφορά των

---

<sup>4</sup> Η έννοια «πιστωτικό ίδρυμα» αποτελεί ατυχή μετάφραση στην ελληνική του όρου "credit institution" όπως αυτός αναγράφεται στα ευρωπαϊκά κείμενα. Στο ελληνικό δίκαιο η τράπεζα δεν έχει το νομικό καθεστώς του ιδρύματος αλλά εκείνου της ανώνυμης εταιρείας. Συνεπώς κρίνεται πιο εύστοχη η χρήση του όρου «τράπεζα» ή «τραπεζική ανώνυμη εταιρεία» παρά πιστωτικό ίδρυμα. Για λόγους όμως σαφήνειας θα γίνεται χρήση όλων των παραπάνω όρων χωρίς αλλαγή στο νόημά τους.

<sup>5</sup> Οι έννοιες της άμεσης και της έμμεσης χρηματοδότησης είναι οι δύο, ειδικότεροι, τρόποι μέσω των οποίων επιτυγχάνεται η πρώτη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δηλαδή της «διοχέτευσης των κεφαλαίων» από τις ΠΟΜ προς τις ΕΟΜ.

<sup>6</sup> Οι χρηματοπιστωτικές αγορές συχνά ονομάζονται και «χρηματαγορές» ή «αγορές χρήματος και κεφαλαίων». Η διάκριση μεταξύ αγορών χρήματος (money markets) και αγορών κεφαλαίων (capital markets) γίνεται βάσει του κριτηρίου της χρονικής διάρκειας των χρηματοπιστωτικών μέσων που τελούν υπό διαπραγμάτευση σε αυτές. Για μεγαλύτερη ανάλυση βλέπε Γκόρτσο (2011) σελ. 11

<sup>7</sup> Για την εν λόγω διάκριση βλέπε Γκόρτσο (2011) σελ. 15 επ.

<sup>8</sup> Στην ίδια κατηγορία με τις τράπεζες εντάσσονται τόσο οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις όσο και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, δεδομένου ότι και αυτά παρέχουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα τα οποία επί της ουσίας βοηθούν στην μεταφορά κεφαλαίων από τις ΠΟΜ στις ΕΟΜ.

κεφαλαίων<sup>9</sup>. Έχουν αναπτυχθεί διάφορες κατηγορίες φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Αν θα μπορούσαμε να κάνουμε μία κατάταξη, θα ήταν η ακόλουθη: 1) *τράπεζες*, 2) *ασφαλιστικές επιχειρήσεις & συνταξιοδοτικά ταμεία*, 3) *επιχειρήσεις χορήγησης πιστώσεων*<sup>10</sup>. Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι ο ρόλος που καλούνται να παίξουν οι τράπεζες στην έμμεση χρηματοδότηση είναι εξαιρετικά σημαντικός. Η αποδοχή των κεφαλαίων των θετικών αποταμιευτών, με τη μορφή των καταθέσεων φυσικών ή και νομικών προσώπων, μετατρέπεται από την τράπεζα σε δανεισμό προς τους αρνητικούς αποταμιευτές (επιχειρήσεις, νοικοκυριά ή ακόμα και κράτη μέσω της έκδοσης ομολογιών), όπου ο δανεισμός αυτός μπορεί να είναι είτε μακροχρόνιος είτε βραχυχρόνιος.

Εκτός από τις τράπεζες, χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές μπορούν να είναι και άλλοι φορείς, όπως οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι επιχειρήσεις χορήγησης πιστώσεων. Η παρουσίαση όμως της δραστηριότητας των φορέων αυτών δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης, συνεπώς θα γίνεται, όπου απαιτείται, μόνο απλή αναφορά σε αυτή.

Το ίδιο ισχύει και με την δεύτερη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την διενέργεια πληρωμών χωρίς την χρήση μετρητών, η οποία δεν θα αναλυθεί περαιτέρω επειδή δεν είναι αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

## **2.1 Οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες**

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα παρουσιάζει μία κατάτμηση των ρυθμίσεων όσον αφορά τη δυνατότητα κατάταξης και ομαδοποίησης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και κατ' επέκταση των επενδυτικών υπηρεσιών. Οι ρυθμίσεις αυτές διαφέρουν από χώρα σε χώρα<sup>11</sup>, καθιστώντας έτσι ακόμα πιο δύσκολη την όσο το δυνατόν πιο εύληπτη διάκριση των υπηρεσιών. Για να μπορέσουμε συνεπώς να κατατάξουμε τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες αφενός αλλά και τις επενδυτικές υπηρεσίες αφετέρου, κρίνεται σκόπιμη η υιοθεσία του κριτηρίου της «λειτουργικής προσέγγισης» όπως αυτή προτείνεται από τον καθηγητή Χρ. Γκόρτσο<sup>12</sup>.

### **2.1.1 Οι υπηρεσίες που παρέχονται στο πλαίσιο της πρώτης λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.**

Οι υπηρεσίες που παρέχονται στο πλαίσιο της μεταφοράς κεφαλαίων από τους θετικούς προς τους αρνητικούς αποταμιευτές υποδιαιρούνται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: α) στο πλαίσιο της άμεσης

<sup>9</sup> Βλέπε και Mishkin (2007), σελ. 35 επ.

<sup>10</sup> Για την διάκριση αυτή βλέπε και Γκόρτσο (2011).

<sup>11</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο ρόλος των τραπεζών στις επενδυτικές υπηρεσίες. Στις ΗΠΑ για χρόνια ακολουθείτο το μοντέλο της διάκρισης ανάμεσα στην εμπορική και επενδυτική τραπεζική, πρακτική εντελώς αντίθετη με τον κεντροευρωπαϊκό χώρο και το μοντέλο «πολλαπλών τραπεζικών συναλλαγών» που αυτός είχε υιοθετήσει.

<sup>12</sup> Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό, οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες αναλύονται και ταξινομούνται σύμφωνα με το ποια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εξυπηρετούν. Για περεταίρω ανάλυση βλέπε Γκόρτσο (2011)



χρηματοδότησης και β) στο πλαίσιο της έμμεσης χρηματοδότησης ή της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Όσον αφορά την πρώτη περίπτωση (άμεση χρηματοδότηση) συναντούμε δύο υποκατηγορίες: 1) τις «επενδυτικές υπηρεσίες», που παρέχονται σε ατομική βάση από φορείς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην κεφαλαιαγορά<sup>13</sup> και οι οποίες θα μας απασχολήσουν στη συνέχεια και 2) τις «υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου κινητών αξιών σε συλλογική βάση» που παρέχονται από τους ΟΣΕΚΑ<sup>14</sup> προς τους θετικούς αποταμιευτές. Στο πλαίσιο τώρα της έμμεσης χρηματοδότησης, περιλαμβάνονται όλες εκείνες οι υπηρεσίες που παρέχονται από τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τις επιχειρήσεις χορήγησης πιστώσεων. Οι τράπεζες ειδικότερα παρέχουν διαμεσολάβηση τόσο στους θετικούς αποταμιευτές, μέσω της αποδοχής των καταθέσεων τους και άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων, όσο και στους αρνητικούς αποταμιευτές μέσω της χορήγησης πιστώσεων, της ανάληψης εγγυήσεων, της είσπραξης απαιτήσεων (factoring), των υπηρεσιών χρηματοδοτικών μισθώσεων (leasing) κλπ<sup>15</sup>.

### **2.1.2 Άλλες υπηρεσίες**

Στις τράπεζες επιτρέπεται να παρέχουν και άλλου είδους υπηρεσίες όπως είναι η εκμίσθωση θυρίδων, η ασφαλιστική διαμεσολάβηση αλλά και κάποιες «επικουρικές υπηρεσίες» όπως είναι η συλλογή πληροφοριών και οι υπηρεσίες πληροφορικής. Σε κάθε περίπτωση το πλήρες εύρος των παρεχόμενων από αυτές υπηρεσιών καθορίζεται με βάση την κείμενη νομοθεσία. Είναι δε προφανές ότι εμπίπτει στην αρμοδιότητα του κάθε κράτους να καθορίζει το εύρος των τραπεζικών υπηρεσιών σε συνάρτηση πάντα με την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και τις ανάγκες εποπτείας του. Οι υπηρεσίες που παρέχουν οι τράπεζες στο πλαίσιο της δεύτερης λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν σχετίζονται με την παρούσα μελέτη κι συνεπώς δεν αναλύονται.

### **2.2 Οι επενδυτικές υπηρεσίες**

Οι επενδυτικές υπηρεσίες είναι εκείνες οι υπηρεσίες που παρέχονται από τους, ειδικά προς τούτο αδειοδοτημένους, φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι φορείς αυτοί δύνανται να είναι είτε τράπεζες είτε αυτοτελείς εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (βλέπε κατωτέρω διάκριση μεταξύ universal banking – narrow banking). Οι επενδυτικές υπηρεσίες διακρίνονται και αυτές με βάση το είδος αποταμιευτή προς τον οποίο απευθύνονται. Έτσι οι επενδυτικές υπηρεσίες προς τους θετικούς αποταμιευτές (ΠΟΜ) είναι οι εξής:

- Η λήψη και διαβίβαση εντολών
- Η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών
- Η διαχείριση χαρτοφυλακίων

<sup>13</sup> Για αναλυτικότερη παρουσίαση βλέπε Γκόρτσος (2011)

<sup>14</sup> Πρόκειται για το ακρωνύμιο των «**Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες**».

<sup>15</sup> Για μία αναλυτικότερη προσέγγιση βλέπε Γκόρτσος (2011).

- Η παροχή επενδυτικών συμβουλών
- Η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς να συνοδεύονται από δέσμευση ανάληψης
- Η φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών
- Η παροχή πιστώσεων/δανείων σε επενδυτή για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- Υπηρεσίες έρευνας και αναλύσεων προς επενδυτές
- Η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με επενδυτικές υπηρεσίες

Αντίστοιχα, οι επενδυτικές υπηρεσίες που προσφέρονται προς τους αρνητικούς αποταμιευτές (EOM) είναι οι εξής:

- Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων (*underwriting*) και οι σχετικές με τη διαδικασία της αναδοχής παρεπόμενες υπηρεσίες
- Η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις για θέματα σχετικά με τη διάρθρωσή τους αλλά και συμβουλές για ζητήματα σχετικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις

Οι επενδυτικές υπηρεσίες δύνανται να παρέχονται τόσο από τις εμπορικές όσο και από τις επενδυτικές τράπεζες, ανάλογα με τον βαθμό που αυτό είναι επιτρεπτό από την οικεία νομοθεσία. Ειδικότερα, όσον αφορά τις επενδυτικές τράπεζες, οι παρεχόμενες από αυτές υπηρεσίες τόσο έναντι των αρνητικών όσο και των θετικών αποταμιευτών διακρίνονται ως ακολούθως<sup>16</sup>:

1. Υπηρεσίες σχετικές με την αύξηση κεφαλαίου
  - Υπηρεσίες αναδοχής (*underwriting*)
  - Ιδιωτική τοποθέτηση (*private placement*)
  - Κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (*Venture capital*)
  - Προϊόντα σύνθετης χρηματοδότησης (*asset backed Financing*)
2. Συμβουλές επί συγχωνεύσεων και εξαγορών
  - Νομικό έλεγχο (*due diligence*)
  - Αποτίμηση στοιχείων (*valuation*)
  - Λοιπές συμβουλευτικές υπηρεσίες
3. Διαχείριση επενδύσεων (*investment management*)
  - Διαχείριση κεφαλαίων για θεσμικούς επενδυτές (*institutional investors*)
  - Διαχείριση ενεργητικού για πλούσιους ιδιώτες (*wealth management*)
4. Έρευνες & γενικές χρηματοπιστωτικές συμβουλευτικές υπηρεσίες

---

<sup>16</sup> Βλέπε Thakor (2012) σελ. 27

- Έρευνα χρεογράφων για επενδυτικές συστάσεις
  - Συμβουλευτικές υπηρεσίες προς εταιρείες
5. Πωλήσεις χρεογράφων και συναλλαγές (*sales & trading*)
- Υπηρεσίες ξένου συναλλάγματος (*foreign exchange*)
  - Σχεδιασμός και εφαρμογή συναλλαγών για διαχείριση κινδύνων των πελατών
6. Λοιπές δραστηριότητες
- Ειδική διαπραγμάτευση (*market making*)
  - Τοποθετήσεις (*placing new offerings*)
  - Υπηρεσίες διαμεσολάβησης (*brokerage services*)

Όλες αυτές οι παρεχόμενες υπηρεσίες, συμπλέκονται με την παρουσία των τραπεζών. Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα ταυτίζονται με τη δραστηριότητα των τραπεζών ώστε να παρέχονται από αυτές σαν μέρος ενός συνολικού πακέτου παροχών προς τους πελάτες (*one stop shop*). Βέβαια, από χώρα σε χώρα έχουν επικρατήσει διαφορετικά μοντέλα παροχής των επενδυτικών υπηρεσιών. Η συνύπαρξη των συστημάτων αυτών αναλύεται στη συνέχεια.

### **3. Μοντέλα παροχής των τραπεζικών υπηρεσιών**

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα όπως το είδαμε μέχρι τώρα έχει σαν κύριο χαρακτηριστικό του τη συμμετοχή των τραπεζών στις κάθε είδους δραστηριότητές του. Από τη μεσολάβηση τους στη μεταφορά των κεφαλαίων μεταξύ των αρνητικών και των θετικών αποταμιευτών έως και τη συμβολή τους στη διαδικασία των πληρωμών, οι τράπεζες διαδραματίζουν το σημαντικότερο ίσως ρόλο. Εξαιτίας αυτών των δραστηριοτήτων τους είναι ευάλωτες σε διάφορους κινδύνους<sup>17</sup>. Οι κίνδυνοι αυτοί συχνά, εξελίσσονται σε κρίσεις με ανεπιθύμητα αποτελέσματα. Για την αντιμετώπιση των κρίσεων τα κράτη έχουν θεσπίσει νομοθεσίες που εισάγουν διαχωριστικές γραμμές, οριοθετώντας ταυτόχρονα τις δυνατότητες του τραπεζικού τους συστήματος<sup>18</sup>. Καθορίζουν ρητά τις εργασίες στις οποίες οι τράπεζές τους δύνανται να εμπλέκονται καθώς και τις υπηρεσίες που αυτές μπορούν να προσφέρουν. Επιπρόσθετα μπορεί να τίθενται και άλλοι είδους περιορισμοί, όπως για παράδειγμα ως προς την απαιτούμενη δομή ή και τα αναγκαία κεφάλαια που θα πρέπει να έχουν τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να παρέχουν συγκεκριμένο είδος χρηματοπιστωτικής υπηρεσίας.

<sup>17</sup> Για μία αναλυτικότερη παρουσίαση των κινδύνων βλέπε de Haan-Oosterloo-Schoemaker (2009) και Γκόρτσος (2011)

<sup>18</sup> Σε πολλές περιπτώσεις οι διαχωριστικές αυτές γραμμές είναι ταυτόχρονα και γεωγραφικοί περιορισμοί που τίθενται στις τράπεζες προκειμένου να ελέγχεται η εξάπλωσή τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ήταν η νομοθεσία των ΗΠΑ (McFadden Act), όπου απαγόρευε τη γεωγραφική επέκταση των τραπεζών από μία πολιτεία σε μία άλλη.

Με βάση λοιπόν τους περιορισμούς που τίθενται από τη νομοθεσία αλλά και την κουλτούρα των κρατών, έχουν αναπτυχθεί δύο γενικά μοντέλα παροχής τραπεζικών υπηρεσιών:

1. Το πρώτο μοντέλο, δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να παρέχουν το σύνολο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (τραπεζικές, επενδυτικές και ασφαλιστικές) χωρίς να τίθενται περιορισμοί από τη νομοθεσία ή αυτοί που τίθενται να είναι πολύ ελαστικοί, παρέχοντας μεγάλη ελευθερία στις τράπεζες να διαμορφώνουν, κατά το βέλτιστο για αυτές τρόπο, το περιβάλλον δραστηριοποίησης τους. Το μοντέλο αυτό ονομάζεται «πολλαπλή παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών» (ευρύτερα γνωστό σαν **Universal Banking Model** ή απλούστερα σαν «πολλαπλή τραπεζική»). Το “universal banking model” στην πλέον «αυτούσια» μορφή του, είναι εκείνο το σύστημα, που επιτρέπει σε μία τράπεζα να παρέχει όλων των ειδών τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (αποδοχή καταθέσεων, χορήγηση δανείων, πώληση ασφαλιστικών υπηρεσιών, ενυπόθηκη πίστη, επενδυτικές υπηρεσίες, αναδοχή χρέους, διαχείριση χαρτοφυλακίου, κλπ) “in house” (εσωτερικά) χωρίς να χρειάζεται να συστήσει προς τούτο εξειδικευμένες θυγατρικές εταιρείες<sup>19</sup>. Το μοντέλο αυτό εφαρμόζει σχεδόν απόλυτα η Γερμανία (αν και εκεί υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις)<sup>20</sup>, η Ελβετία και γενικά οι χώρες της κεντρικής Ευρώπης. Το Ηνωμένο Βασίλειο ακολουθεί σε μεγάλο βαθμό το ίδιο σύστημα, με κάποιες όμως εξαιρέσεις.
2. Το δεύτερο σύστημα, επιβάλλει τον διαχωρισμό μεταξύ των δύο βασικών λειτουργιών που επιτελεί μία τράπεζα. Αφενός της αποδοχής καταθέσεων από το κοινό και τη συνακόλουθη χορήγηση δανείων (ευρύτερα γνωστή ως **λιανική/εμπορική τραπεζική-commercial banking**) και αφετέρου τη συμμετοχή της τράπεζας στην κεφαλαιαγορά, παρέχοντας επενδυτικές υπηρεσίες μεταξύ θετικών και αρνητικών αποταμιευτών (**επενδυτική τραπεζική-investment banking**). Το σύστημα αυτό ονομάζεται “**separated banking model**” ή “**narrow banking model**”, ακριβώς επειδή απαιτεί τη διάσπαση της ενιαίας δομής του τραπεζικού ιδρύματος, προκειμένου αυτό να παρέχει συγκεκριμένο φάσμα υπηρεσιών. Τα κράτη που εφαρμόζουν το “separated banking system” είναι κυρίως οι ΗΠΑ και με κάποιες εξαιρέσεις η Ιαπωνία, αν και οι δύο έχουν εισάγει αρκετές τροποποιήσεις που τείνουν πλέον να υιοθετούν το universal banking model.

Είναι εξαιρετικά σημαντικό να αντιληφθούμε τον εντελώς διαφορετικό ρόλο που επιτελούν τα δύο είδη τραπεζών (εμπορική & επενδυτική) κατά την παροχή κεφαλαίων προς τους πελάτες τους.

---

<sup>19</sup> Βλέπε και Saunders and Walter (1994) σελ. 129.

<sup>20</sup> Στο γερμανικό μοντέλο οι universal banks επιτρέπεται να παρέχουν μόνο επενδυτικές και εμπορικές (λιανική τραπεζική) δραστηριότητες. Αντίθετα, οι υπηρεσίες ασφάλισης, ενυπόθηκτης πίστης, διαχείρισης χαρτοφυλακίου και χρηματοδότησης επενδυτικών σχημάτων (investment funds) παρέχονται από θυγατρικές της τράπεζας εταιρείες. Όλες αυτές βρίσκονται υπό την σκέπη μίας εταιρείας συμμετοχών (Allfinanz Holding Company).

Η εμπορική τράπεζα παρέχει δάνεια χρησιμοποιώντας τα δανειακά κεφάλαιά της (καταθέσεις ιδιωτών & επιχειρήσεων) σαν άμεσο τρόπο χρηματοδότησης των πελατών της, ενώ αντίθετα η επενδυτική τράπεζα δανείζεται από τρίτους μέσω της πώλησης χρεογράφων (μετοχές και ομολογίες) λειτουργώντας έτσι σαν «ενδιάμεσος» μεταξύ αγοραστή και πωλητή<sup>21</sup>. Όπως θα δούμε και στη συνέχεια, τα συστήματα αυτά παρουσιάζουν μεγάλη απόκλιση τόσο ως προς τη δομή τους όσο και στον τρόπο λειτουργίας τους. Δεν θα πρέπει στο σημείο αυτό να ξεχνάμε ότι η διαμόρφωσή τους, είναι κατά βάση αποτέλεσμα των κρίσεων που τα έχουν δοκιμάσει κατά το παρελθόν<sup>22</sup>.

Μελετώντας λοιπόν τα διάφορα μοντέλα παροχής τραπεζικών υπηρεσιών, καταλήγουμε σε τρία βασικά, που συναντώνται ανά τον κόσμο:

i. Στην πρώτη περίπτωση συναντούμε το «πλήρως ενοποιημένο μοντέλο» ή “*truly universal*”, με χώρες εφαρμογής του τη Γερμανία και την Ελβετία. Με βάση το σύστημα αυτό παρέχεται πλήρης ελευθερία στις τράπεζες σχετικά με τη διαμόρφωση των εσωτερικών δομών τους, βάσει του μοντέλου αυτού προκειμένου να υπάρχει η μέγιστη δυνατή απόδοση.

ii. Στη δεύτερη κατηγορία βρίσκεται το βρετανικό παράδειγμα της λεγόμενης «θυγατρικής δομής». Στο κέντρο του συστήματος αυτού βρίσκεται μία τράπεζα που εκτελεί τις βασικές τραπεζικές λειτουργίες (*core banking businesses*) και οι, νομικά ξεχωριστές, θυγατρικές αυτής αναλαμβάνουν την διαχείριση των λεγόμενων μη τραπεζικών δραστηριοτήτων (*non banking financial activities*).

iii. Στην τρίτη περίπτωση έχουμε το «αμερικανικό μοντέλο» που ισχύει στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με αυτό, μία «τραπεζική εταιρεία συμμετοχών» (*Bank Holding Company-BHC*) κατέχει, τις νομικά ανεξάρτητες μεταξύ τους, θυγατρικές εταιρείες. Στις θυγατρικές εταιρείες περιλαμβάνονται τόσο η τραπεζική εταιρεία όσο και οι εταιρείες που παρέχουν τις μη τραπεζικές δραστηριότητες, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι κάτι τέτοιο επιτρέπεται από το νόμο.

Η ακαδημαϊκή συζήτηση σχετικά με την αναγκαιότητα της υιοθέτησης του “universal banking model”, μετά τις προταθείσες νομοθετικές αλλαγές, έχει εκ νέου τροφοδοτήσει με νέες μελέτες και απόψεις το συγκεκριμένο ζήτημα<sup>23</sup>. Όπως και στη δεκαετία του 1980, όπου τέθηκε το ζήτημα των μεταρρυθμίσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα, έτσι και τώρα επανέρχεται και πάλι στην επικαιρότητα. Στις σελίδες που ακολουθούν θα προσπαθήσουμε να δώσουμε τα γενικά χαρακτηριστικά του θέματος καθώς και να αντιληφθούμε εάν και κατά πόσον πλέον έχει βάση η συζήτηση γύρω από την υιοθέτηση ή μη του συστήματος αυτού.

<sup>21</sup> Βλέπε και Macey (1993)

<sup>22</sup> Είναι προφανές ότι το πρότυπο που έχει επικρατήσει στις ΗΠΑ είναι αποτέλεσμα της κρίσης του 1929 και της νομοθεσίας που ψηφίστηκε τότε.

<sup>23</sup> Για μία εκτεταμένη σύνοψη της βιβλιογραφίας πάνω στο ζήτημα αυτό βλέπε Rheinholdson-Olsson (2012).

### **3.1 Ιστορική εξέλιξη του διαχωρισμού στο τραπεζικό σύστημα**

Μέχρι και το 1929, οι ΗΠΑ δεν είχαν εισάγει τον διαχωρισμό μεταξύ επενδυτικής και εμπορικής τράπεζας. Αναγκάστηκαν να το πράξουν, όταν το 1929 ξέσπασε η κρίση του χρηματιστηρίου στη Νέα Υόρκη και η συνακόλουθη «Μεγάλη Ύφεση», οδηγώντας χιλιάδες ανθρώπους στην ανεργία<sup>24</sup>, επιβράδυνε την οικονομική ανάπτυξη και συγκλόνισε τις οικονομίες της πλειονότητας των κρατών<sup>25</sup>, μεταξύ των οποίων και της Ελλάδας. Τα γεγονότα της κρίσης αυτής είναι λίγο ως πολύ γνωστά και για τον λόγο αυτό θα γίνει μόνο μία επιγραμματική αναφορά τους προκειμένου να κατανοηθεί καλύτερα το ρυθμιστικό πλαίσιο που την ακολούθησε και είχε σαν στόχο την επούλωση των τραυμάτων της κρίσης μέσω της θεσμικής θωράκισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

#### **3.1.1 Η περίοδος της «ρύθμισης» και η εισαγωγή του διαχωρισμού μεταξύ investment banking/commercial banking**

Οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αποτελούσαν και αποτελούν ακόμα την μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική αγορά του κόσμου. Το 1929, συνέβη η πρώτη μεγάλη κρίση στον χρηματοπιστωτικό τομέα της. Η κρίση ξέσπασε στις 29 Οκτωβρίου του 1929, μετά την αιφνιδιαστική και μεγάλη σε έκταση πτώση της τιμής των μετοχών που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η ημερομηνία αυτή, ευρύτερα γνωστή σαν «Μαύρη Τρίτη», αποτέλεσε την απαρχή της μεγάλης ύφεσης που ακολούθησε<sup>26</sup>. Την ημέρα εκείνη περίπου 16 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια<sup>27</sup> οδηγώντας τον δείκτη Dow Jones σε πτώση της τάξης του 12%. Αν και ακολούθησε ένα μικρό διάλλειμα αισιοδοξίας, τον Απρίλιο του 1930 ο δείκτης Dow Jones είχε απολέσει περισσότερο από το 30% της αξίας του, από τον Σεπτέμβριο του 1929 όταν και είχε αγγίξει το μέγιστο της αξίας του. Μετά την κατάρρευση της Wall Street, η κυβέρνηση των ΗΠΑ ανέλαβε τη διερεύνηση των αιτιών της κρίσης. Στις συνεδριάσεις της αρμόδιας Επιτροπής της Αμερικανικής Γερουσίας<sup>28</sup> (επρόκειτο για την επιτροπή: "*United States Senate Committee on Banking and Currency*"), έγινε ευρύτερα γνωστή η συνύπαρξη στην αγορά των επενδυτικών υπηρεσιών τόσο των εμπορικών τραπεζών (commercial banks) όσο και των επενδυτικών τραπεζών (investment banks). Οι μεν

<sup>24</sup> Ενδεικτικά, το ποσοστό ανεργίας στις ΗΠΑ έφτασε στο 25% ενώ σε άλλα κράτη έφτασε στο 33%.

<sup>25</sup> Η ύφεση που ακολούθησε την κρίση του 1929, είχε σαν αποτέλεσμα την πτώση του προσωπικού εισοδήματος, την μείωση των κρατικών εσόδων αλλά και την μείωση του παγκόσμιου εμπορίου σε ποσοστό άνω του 50%.

<sup>26</sup> Παρά την μεγάλη και απότομη πτώση των τιμών των μετοχών, η αισιοδοξία είχε επικρατήσει για ένα διάστημα στις αγορές. Είναι χαρακτηριστική η άποψη που διατύπωσε ο John D. Rockefeller λέγοντας χαρακτηριστικά: «στα 90 χρόνια της ζωής μου οι κρίσεις έρχονταν και παρήρχονταν, συνεπώς η ευημερία θα έρθει πάλι, όπως γίνεται κάθε φορά».

<sup>27</sup> Ο όγκος των συναλλαγών που έγιναν εκείνη την ημέρα αποτέλεσε ένα ρεκόρ το οποίο για να καταρριφθεί χρειάστηκε να περάσουν 40 χρόνια.

<sup>28</sup> Οι συνεδριάσεις αυτές που ξεκίνησαν στις 4 Μαρτίου του 1932, έγιναν ευρύτερα γνωστές και ως "*Pecora Hearings*" ή "*Επιτροπή Pecora*", από το όνομα του 4ου και τελευταίου προέδρου της επιτροπής Ferdinand Pecora.

εμπορικές τράπεζες είχαν το προνόμιο του να δέχονται καταθέσεις από ιδιώτες αλλά ταυτόχρονα μπορούσαν να συμμετέχουν σε αναδοχή (underwriting) κατά το στάδιο της Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς (*Initial Public Offer-IPO*) σε αντίθεση με τις επενδυτικές τράπεζες που ο ρόλος τους ήταν στη διενέργεια των συναλλαγών σε μετοχές και ομόλογα (trading και broking) αλλά και σε άλλες επενδυτικές υπηρεσίες όπως η αναδοχή. Παράλληλα, στις ακροάσεις αυτές, ανακαλύφθηκαν πλήθος καταχρηστικών πρακτικών σε βάρος της αγοράς από τις τράπεζες, όπως το γεγονός ότι ωθούσαν τις επιχειρήσεις να εκδίδουν χαμηλής ποιότητας ομόλογα, τα οποία οι τράπεζες κάλυπταν σαν ανάδοχοι, προκειμένου αυτές να τα διαθέτουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό ώστε να καλύψουν "κακά" δάνεια που είχαν νωρίτερα διαθέσει στις επιχειρήσεις αυτές. Θεωρήθηκε λοιπόν πως υπήρχε σύγκρουση συμφερόντων (conflict of interest) όσον αφορά τις εμπορικές τράπεζες και τη συμμετοχή τους στις επενδυτικές υπηρεσίες, δεδομένου ότι ο απλός κόσμος τους εμπιστευόταν τις καταθέσεις του την ίδια ώρα που αυτές μέσω του θεσμού της αναδοχής τις επένδυναν σε χαμηλής ποιότητας επενδυτικά προϊόντα (εταιρικά ομόλογα και μετοχές). Κρίθηκε λοιπόν ότι, προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη του κόσμου προς το χρηματοπιστωτικό και κατ' επέκταση προς το τραπεζικό σύστημα, ήταν αναγκαία η εκ βάθρων αναδιάρθρωσή του.

Η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ ήταν αποτέλεσμα του δόγματος του "**New Deal Reform**" που εισήγαγε η κυβέρνηση Roosevelt το 1933 και ήταν απότοκος της χρηματιστηριακής κρίσης του 1929. Αποτέλεσμα της μεταρρύθμισης ήταν η εισαγωγή μέσω του νόμου "**Banking Act**" των ειδικότερων διατάξεων "**Glass-Steagall Act**" (GSA)<sup>29</sup> το περιεχόμενο των οποίων λόγω της σπουδαιότητάς του μελετάται αυτοτελώς παρακάτω.

### **3.1.1.1 Η νομοθεσία Glass-Steagall Act και οι επιπτώσεις της**

Σαν αποτέλεσμα των ευρημάτων της Επιτροπής Pecora υπήρξε η ψήφιση τριών σημαντικότερων νόμων: α) του "*Banking Act*" του Ιουνίου του 1933 μέσα στον οποίο υπήρχαν οι περίφημες διατάξεις "*Glass-Steagall*", β) του "*Securities Act*" του 1933 και γ) του "*Securities Exchange Act*" επίσης του 1933. Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας δεν είναι απαραίτητοι οι δύο τελευταίοι νόμοι, συνεπώς αναφέρω συνοπτικά ότι ο *Securities Act* έθεσε τις βάσεις για τις προδιαγραφές των χρεογράφων που τίθενται προς διάθεση στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε ένα IPO, αλλά και οριοθέτησε τις ποινικές κυρώσεις σε περίπτωση παράβασης κανόνων της κεφαλαιαγοράς (ενημερωτικό δελτίο, κατάχρηση αγοράς, χειραγώγηση τιμών). Αντίστοιχα η νομοθεσία "*Securities Exchange Act*" προώθησε την ίδρυση, οργάνωση και λειτουργία της "*Securities Exchange Commission*" (SEC-Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς).

---

<sup>29</sup> Πήρε το όνομά της από τους δύο αρμόδιους εισηγητές της: τον γερουσιαστή Carter Glass από την πολιτεία της Virginia και τον βουλευτή Henry Steagall από την πολιτεία της Alabama. Είχαν τέτοια σημασία οι διατάξεις Glass-Steagall ώστε πλέον όλος ο νόμος είναι ευρύτερα γνωστός σαν «*Glass-Steagall Act*» παρά σαν «*Banking Act*». Εφεξής όταν θα αναφέρεται η νομοθεσία αυτή δεν θα γίνεται διάκριση ανάμεσα σε όλο τον νόμο (Banking Act) και τις συγκεκριμένες διατάξεις του (Glass-Steagall) εκτός αν κάτι τέτοιο τονίζεται ρητά.

Το σημαντικότερο τμήμα της νομοθεσίας που ψηφίστηκε την περίοδο του “New Deal Reform” ήταν η νομοθεσία “Banking Act” και ειδικότερα οι διατάξεις Glass-Steagall που αυτή περιείχε. Η νομοθεσία GSA επέβαλε επί της ουσίας τον πλήρη διαχωρισμό μεταξύ της επενδυτικής τραπεζικής και της λιανικής (εμπορικής). Οι τράπεζες στις ΗΠΑ χωρίστηκαν σε δύο κατηγορίες (*commercial banks-investment banks*) όπως επέβαλλε ο νόμος. Στις μεν εμπορικές τράπεζες επιτρεπόταν μόνο η αποδοχή καταθέσεων και η χορήγηση δανείων (*banking activities*) ενώ στις επενδυτικές τράπεζες επιτρεπόταν μόνο η παρουσία τους στην κεφαλαιαγορά και στις εκεί δραστηριότητες (*capital markets activities*). Ειδικότερα, σύμφωνα με τις διατάξεις 16 και 21 του GSA απαγορευόταν στις τράπεζες να εμπλέκονται άμεσα οι μεν στις δραστηριότητες των δε, πράγμα που σήμαινε ότι απαγορεύεται σε οποιοδήποτε μέλλος της FED το να αγοράζει, να διαπραγματεύεται ή να αναδέχεται μη κυβερνητικά χρεόγραφα για ίδιο λογαριασμό ή να συνδέεται με νομικό πρόσωπο το οποίο κυρίως να δραστηριοποιείται στους τομείς αυτούς. Επιπλέον, απαγόρευσε στις επενδυτικές τράπεζες να δέχονται καταθέσεις από το κοινό. Παράλληλα με τις διατάξεις 20 και 32 του GSA απαγορευόταν η δυνατότητα των τραπεζών και των επενδυτικών εταιρειών να εμπλέκονται έμμεσα σε τέτοιες δραστηριότητες μέσω ξεχωριστά ιδρυμένων θυγατρικών εταιρειών.

Στο κείμενο του νόμου όμως είχαν εισαχθεί τρεις εξαιρέσεις, οι οποίες στη συνέχεια έδωσαν λαβή για την αναζήτηση «γκρίζων περιοχών» στην ερμηνεία του νόμου, προς όφελος των τραπεζών. Συγκεκριμένα, **1**) στις εμπορικές τράπεζες επετράπη να συνεχίσουν να προσφέρουν υπηρεσίες αναδοχής σε νέες εκδόσεις ομολόγων και λοιπών χρεογράφων του αμερικανικού δημοσίου, **2**) παράλληλα τους επετράπη να συνεχίσουν να προσφέρουν υπηρεσίες αναδοχής σε εκδόσεις δημοτικών ομολόγων καθώς και να εμπλέκονται σε «ιδιωτικές τοποθετήσεις»<sup>30</sup> (*private placements*) ενώ οι «δημόσιες τοποθετήσεις» εξακολουθούσαν να απαγορεύονται, και τέλος **3**) να προσφέρουν εταιρικά και ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα (*corporate & private pension plans*), τα οποία προστέθηκαν στις αρμοδιότητές τους το 1955 και το 1970. Με τη βοήθεια των δικαστηρίων οι τράπεζες κατόρθωσαν σιγά σιγά να αποκτήσουν-έστω περιορισμένη-πρόσβαση σε νέα προϊόντα και υπηρεσίες, όπως έγινε με την περιορισμένη δυνατότητα των τραπεζών να πωλούν ασφαλιστικά προϊόντα (σε γεωγραφικά περιορισμένη έκταση) παρά τη γενική απαγόρευση που υπήρχε με βάση τον “Bank Holding Company Act” και την τροποποίηση του 1970.

Στην Γερμανία αντίθετα, το μοντέλο του *universal banking* παρέμεινε και μετά την κρίση του 1930, όπως και στην Ελβετία. Αντίθετα με ότι συνέβη στις ΗΠΑ, η οικονομική κρίση εκείνης της περιόδου, παρά το ότι χτύπησε και τις Γερμανικές αλλά και τις Ελβετικές τράπεζες δεν είχε τα ίδια

---

<sup>30</sup> Η «ιδιωτική τοποθέτηση», είναι η επενδυτική υπηρεσία κατά την οποία η τράπεζα αναλαμβάνει, έναντι αμοιβής, να αναζητήσει έναν μεγάλο ιδιώτη αγοραστή ή έναν επενδυτή για μία νέα έκδοση χρεογράφων, έχοντας τον ρόλο του πράκτορα.



αίτια με εκείνης των ΗΠΑ<sup>31</sup>. Στη Γερμανία, οφειλόταν σε απώλειες που σημειώθηκαν σε παραδοσιακές τραπεζικές δραστηριότητες (χορήγηση δανείων) αλλά και στο μεγάλο χρέος έναντι σε ξένους επενδυτές. Ομοίως και στην Ελβετία, όπου τα αίτια εντοπίζονται και πάλι στη χορήγηση δανείων. Αντίθετα στις ΗΠΑ, η κρίση του 1929 οφειλόταν στην απάτη και χειραγώγηση των μετοχών, πράγμα που οδήγησε στην κατάρρευση κάποιων τραπεζών που παρείχαν και επενδυτικές υπηρεσίες<sup>32</sup>. Όμως μεταρρυθμίσεις έγιναν και στην Γερμανία αλλά και στην Ελβετία, προς το σκοπό της ενίσχυσης της αξιοπιστίας του τραπεζικού συστήματος. Ο γερμανικός “Banking Act” του 1934 (*Kreditwesengesetz*) ενίσχυσε την εποπτεία, μέσω της καθιέρωσης μίας ενιαίας εποπτικής αρχής, με ευρύτερες εξουσίες έναντι του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο ελβετικός “Banking Act”, επίσης του 1934, κινήθηκε προς την ίδια κατεύθυνση μεταφέροντας την εποπτεία των τραπεζών από τα καντόνια στην κεντρική κυβέρνηση.

Το υπόδειγμα διαχωρισμού μεταξύ επενδυτικής και λιανικής τραπεζικής επιβλήθηκε και στην Ιαπωνία, μετά την κατάκτησή της από τις ΗΠΑ. Ενώ η Ιαπωνική οικονομία μέχρι και τη λήξη του Β' ΠΠ δεν είχε υιοθετήσει τον διαχωρισμό στο χρηματοπιστωτικό της σύστημα, μετά την λήξη του πολέμου αναγκάστηκε να το πράξει αποδεχόμενη την αμερικανική προσέγγιση επί του θέματος. Σε πρακτικό επίπεδο όμως κατόρθωσε να επωφεληθεί περισσότερο από τις ΗΠΑ και να επιτύχει το οικονομικό θαύμα της δεκαετίας του 1980 και του 1990 και τούτο διότι τροποποιώντας τη νομοθεσία της και επιτρέποντας σε τραπεζικές οντότητες ή θυγατρικές τους να κατέχουν συμμετοχές σε διάφορες εταιρείες<sup>33</sup> ενίσχυσε τον τραπεζικό ρόλο στην οικονομία της. Έτσι, ενώ σε γενικές γραμμές εφαρμόστηκε ένας παρόμοιος και αυστηρός διαχωρισμός όπως και στις ΗΠΑ, εντούτοις μέσω των δομών τύπου «*keiretsu*»<sup>34</sup>, εφαρμοζόταν έναν σύστημα «κεκαλυμένου universal banking» με αποτέλεσμα να επιτυγχάνονται παρόμοια συγκριτικά πλεονεκτήματα όπως αυτά του Γερμανικού μοντέλου.

### **3.1.2 Η περίοδος της «απορρύθμισης» του χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Το άκαμπτο και αυστηρό νομικό πλαίσιο του GSA σταδιακά υπονόμωσε το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ απομονώνοντάς το από τον διεθνή ανταγωνισμό. Στη βάση αυτή πάτησε

---

<sup>31</sup> Η γερμανική κυβέρνηση αναγκάστηκε να αναλάβει τον έλεγχο στις περισσότερες από τις μεγάλες τράπεζες για να ενισχύσει τη σταθερότητα του συστήματος ενώ και στην Ελβετία το 10% των τραπεζών πτώχευσαν.

<sup>32</sup> Βλέπε και Rich and Walter (1993) σελ.305

<sup>33</sup> Βλέπε και Benston (1994).

<sup>34</sup> Μέχρι και τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο στην οικονομία της Ιαπωνίας κυριαρχούσαν τα λεγόμενα *zaibatsu*. Επρόκειτο για «Ομίλους Ετερογενών Χρηματοπιστωτικών Δραστηριοτήτων» (Financial Conglomerates) που ελέγχονταν από μία εταιρεία συμμετοχών και περιελάμβαναν πληθώρα συμμετοχών σε εταιρείες κάθε είδους, τόσο του χρηματοπιστωτικού τομέα όσο και του βιομηχανικού τομέα. Τα μορφώματα αυτά επιχείρησαν να τα καταργήσουν ολοκληρωτικά, πράγμα που δεν επιτεύχθηκε διότι αντιλήφθηκαν ότι μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως αντίβαρο στη Κομμουνιστική Κίνα. Έτσι εξελίχθηκαν και στη θέση τους προέκυψαν τα περίφημα *keiretsu*, διάδοχοι των *zaibatsu* από τα οποία διαφέρουν δομικά, στο ότι έχουν στο κέντρο τους μία τράπεζα η οποία έχει ποσοστό συμμετοχών σε διάφορες εταιρείες. Τα *keiretsu* αποτέλεσαν τον ακρογωνιαίο λίθο της Ιαπωνικής ανάπτυξης κατά τη διάρκεια του 20ου αιώνα.

ολόκληρη η ακαδημαϊκή συζήτηση που ζητούσε την αλλαγή της νομοθεσίας GSA, προκειμένου να ανακτηθεί η χαμένη διεθνής ανταγωνιστικότητα των αμερικανικών τραπεζών. Η ακαδημαϊκή κοινότητα αλλά και το τραπεζικό λόμπυ πίεζαν για την εισαγωγή τροποποιήσεων στην τραπεζική νομοθεσία. Με σημαία τους την απώλεια ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών τραπεζών σε διεθνές επίπεδο αλλά και διάφορες μελέτες που αποδείκνυαν ότι δεν ευθυνόταν η συμμετοχή της λιανικής τραπεζικής σε επενδυτικές δραστηριότητες για την κρίση του 1929, άρχισαν να ασκούν πιέσεις για την δημιουργία ενός νέου μοντέλου παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ένα μοντέλο πιο κοντά στο “universal banking model”.

Οι αλλαγές που εισήχθησαν έδωσαν ώθηση στην ανάπτυξη των αμερικανικών τραπεζών και τους επέτρεψαν να επεκταθούν σε ένα μεγάλο εύρος νέων δραστηριοτήτων. Η συνακόλουθη ρυθμιστική παρέμβαση που ακολούθησε έδωσε εσφαλμένα την αίσθηση ότι διέλυσε τις δομές προληπτικής εποπτείας και ρυθμιστικής παρέμβασης στο σύστημα και εισήγαγε μία περίοδο απορρύθμισης (deregulation period). Αυτό μάλλον δεν αντικατοπτρίζει την αλήθεια. Με την παρέμβαση που έγινε, επιτράπη στις τράπεζες να ανακτήσουν την χαμένη ανταγωνιστικότητά τους και πολύ περισσότερο να περιοριστεί η παρεμβατικότητα του κράτους στις μορφές χρηματοδότησης της οικονομίας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν λειτουργούσε και δεν λειτουργεί υπό συνθήκες ανομίας, κενού δικαίου ή ασυδοσίας. Αυτή η παρανόηση οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεταπολεμικές χρηματοπιστωτικές πολιτικές εγκατέλειψαν την παραδοσιακή άσκηση της χρηματοπιστωτικής πολιτικής και επέτρεψαν περισσότερο τον ελεύθερο ανταγωνισμό σε ένα πλέον διεθνοποιημένο περιβάλλον<sup>35</sup>. Στόχοι άλλωστε της πολιτικής αυτής ήταν η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στα πλαίσια των επιταγών του ΠΟΕ αλλά και η απεξάρτηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από την κρατική εξάρτηση, εποπτεία και έλεγχο. Συμπερασματικά λοιπόν, η άρση κάποιων ρυθμιστικών παρεμβάσεων, είχαν σαν στόχο, την απελευθέρωση των υπηρεσιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και την ενίσχυση του διεθνούς ανταγωνισμού. Η ραγδαία αύξηση πλούτου που σημειώθηκε μετά την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, αποδεικνύει ότι παρά τα εγγενή προβλήματα του κλάδου και τις συνακόλουθες κρίσεις, η πολιτική αυτή αποδείχθηκε επιτυχημένη. Επομένως η άρση των περιορισμών αυτών δύσκολα μπορεί να αποδοθεί σαν «απορρύθμιση» με την ουσιαστική έννοια του όρου αφού όπως προείπαμε το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν λειτουργεί υπό συνθήκες «κενού δικαίου». Η διαρκής ρυθμιστική παρέμβαση σε διεθνές επίπεδο τα τελευταία είκοσι χρόνια είναι έντονη και μαρτυράει αυτήν ακριβώς την ασφάλεια δικαίου που επιχειρείται να εγκατασταθεί στο απελευθερωμένο πλέον χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το δυσάρεστο, είναι ότι σε πολλά κράτη η απελευθέρωση δεν συνοδεύτηκε και από προσπάθειες για τη θωράκιση του συστήματος από πιθανές κρίσεις και προβλήματα, με αποτέλεσμα να έχουμε τις κρίσεις που χτύπησαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συνεπώς, όπου στην παρούσα εργασία συναντάται η λέξη «απορρύθμιση», δεν εκφράζεται η γενική

---

<sup>35</sup> Για την εν λόγω προβληματική βλέπε και Γκόρτσος (2011) σελ. 319 επ.

πεποίθηση περί ανυπαρξίας δικαίου και ασυδοσία ως προς τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά τουναντίον, η στοχευμένη κατάργηση των περιορισμών που υπήρχαν για την πλήρη απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και την ενίσχυση του ανταγωνισμού σε διεθνοποιημένο περιβάλλον.

Προς την κατεύθυνση της φιλελευθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών κινήθηκε και η Ευρωπαϊκή Ένωση. Αν και δεν έχει υιοθετήσει απόλυτα το μοντέλο του universal banking, εντούτοις μέσω του “*Financial Services Action Plan*” (FSAP) που εισήγαγε το 1999, κατόρθωσε να εγκαταστήσει εντός της κοινότητας, ένα «minimum level playing field» (ελάχιστη εναρμόνιση κανόνων) για τη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Με τον τρόπο αυτό πέτυχε την, γεωγραφικά, πλήρη απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αλλά ταυτόχρονα ενοποίησε νομοθετικά τις διαδικασίες εγκατάστασης και αδειοδότησης των τραπεζικών ιδρυμάτων στα κράτη μέλη της ΕΕ.

Την ίδια πίεση άρχισαν να βιώνουν και οι ΗΠΑ που αναγκάστηκαν και κινήθηκαν και αυτές προς την κατεύθυνση της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Μέσω της ψήφισης το 1994 του “*Riegel-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*” ήταν τους περιορισμούς που υπήρχαν στις διαπολιτειακές συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών, που είχαν θεσπιστεί με τη νομοθεσία “*McFadden Act*” (1927) και επί της ουσίας απαγόρευαν τη γεωγραφική εξάπλωση των τραπεζών εντός της επικράτειας των ΗΠΑ. Με την ύπαρξη των «γκρίζων περιοχών» στη νομοθεσία που είδαμε πιο πριν αλλά και την βοήθεια κάποιων δικαστηριακών αποφάσεων, οι τράπεζες κατόρθωσαν και έλαβαν γη και ύδωρ από την FED προκειμένου να αποκτήσουν το δικαίωμα να δημιουργήσουν θυγατρικές χρηματιστηριακές εταιρείες στις οποίες θα μετέφεραν όλες τις «ακατάλληλες» επενδυτικές δραστηριότητές τους. Το δικαίωμα αυτό δόθηκε μόνο στις «εμπορικές τραπεζικές εταιρείες χαρτοφυλακίου» (Commercial Bank Holding Companies), όπως οι *CitiCorp*, *JP Morgan* και *Bankers Trust New York Corporation*. Όλες οι θυγατρικές έπρεπε να είναι ανεξάρτητα κεφαλαιοποιημένες και με περιορισμούς στο μέγεθός τους, προκειμένου να αποτρέψουν πιθανή «μόλυνση» των δραστηριοτήτων της εμπορικής τράπεζας από τις επενδυτικές δραστηριότητες. Οι εταιρείες αυτές, ονομάστηκαν «*Θυγατρικές της Παραγράφου 20*» (“**Section 20 Subsidiaries**”), από την παράγραφο 20 της νομοθεσίας GSA<sup>36</sup>, με την οποία η συγκεκριμένη δομή ερχόταν σε πλήρη αρμονία χωρίς να την παραβιάζει<sup>37</sup>, υπό τον όρο ότι το συνολικό παραγόμενο εισόδημα από τις επενδυτικές δραστηριότητες αυτών των θυγατρικών δεν θα ξεπερνούσε το 10% όλων των εσόδων της μητρικής εταιρείας<sup>38</sup>. Παράλληλα, θεσπίστηκαν και εσωτερικοί, νομικοί και οικονομικοί, περιορισμοί

<sup>36</sup> Η εν λόγω παράγραφος 20, απαγόρευε στις εμπορικές τράπεζες να έχουν θυγατρικές χρηματιστηριακές εταιρείες. Η εν λόγω παράγραφος παρακάμφθηκε από τους αρμόδιους επόπτες με διοικητικού χαρακτήρα μέτρα (απόφαση του Federal Reserve Board) και όχι με νομοθετική παρέμβαση. Βλέπε Acharya et all (2011) σελ. 189

<sup>37</sup> Βλέπε παραπάνω υπό 3.1.1.1

<sup>38</sup> Βλέπε και Saunders and Walter (1994)

(firewalls) ανάμεσα στις δύο θυγατρικές (τράπεζα και χρηματιστηριακή εταιρεία) της τραπεζικής εταιρείας χαρτοφυλακίου.

### 3.1.2.1 “Gramm-Leach-Bliley Act” ή “Financial Services Modernization Act”

Όλη η προηγούμενη συζήτηση και φιλολογία που είχε αναπτυχθεί σε ακαδημαϊκό επίπεδο αλλά και σε συνδυασμό με τις πιέσεις του τραπεζικού λόμπυ<sup>39</sup> για περαιτέρω απελευθέρωση των απαγορεύσεων, οδήγησαν στην μερική άρση των εμποδίων από την Fed. Το 1989, επεκτάθηκε η δυνατότητα των «θυγατρικών της παραγράφου 20» τραπεζών, να δραστηριοποιούνται στην αναδοχή εταιρικών ομολόγων ενώ το 1990 τους επετράπη αντίστοιχα η εμπλοκή τους στην αναδοχή των εταιρικών χρεογράφων (μετοχές).

Κορύφωση της διαδικασίας απελευθέρωσης, αποτέλεσε το 1999 η ψήφιση του “Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act” (GLBA)<sup>40</sup>. Οι διατάξεις του νόμου αυτού αναίρεσαν επί της ουσίας το δόγμα της νομοθεσίας GSA και έδωσαν στις εμπορικές τράπεζες την δυνατότητα να επανέλθουν στις επενδυτικές υπηρεσίες. Συγκεκριμένα σε επίπεδο “retail banking”<sup>41</sup> τους επέτρεψαν να συγκεντρώνουν στοιχεία ενεργητικού τόσο σε λογαριασμούς καταθέσεων (deposits) όσο και σε λογαριασμούς κινητών αξιών (securities accounts) όπως τα money market mutual funds. Με τον τρόπο αυτό οι τράπεζες μπόρεσαν κάπως να αντισταθούν στην εισβολή των χρηματιστών και των μεσιτών στο παραδοσιακό πελατολόγιό τους. Ταυτόχρονα θα μπορούσαν να εξυπηρετήσουν καλύτερα τις ανάγκες των πελατών τους, ανάλογα με τις εκάστοτε επιθυμίες τους. Σε επίπεδο “wholesale banking”<sup>42</sup> τους επετράπη να συμμετέχουν σε δραστηριότητες της κεφαλαιαγοράς, στις υπηρεσίες αναδοχής, σε συναλλαγές εταιρικών χρεογράφων, εταιρικού χρέους αλλά και να ανταγωνίζονται τους μεσίτες και τους χρηματιστές (broker-dealer). Η νομοθετική αυτή παρέμβαση δεν άλλαξε όμως τις ρυθμίσεις του νόμου “Bank Holding Company Act” (BHC) του 1956, που απαγόρευε στις τράπεζες να αποκτούν συμμετοχές σε «μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες» (non financial corporations) ενώ ταυτόχρονα απαγόρευε στις τελευταίες να εμπλέκονται στην αποδοχή καταθέσεων και στην εμπορική πίστη (χορήγηση δανείων). Τον νόμο αυτό εκμεταλλεύτηκαν πολλές μη τραπεζικές εταιρείες<sup>43</sup>, ιδρύοντας εξειδικευμένες θυγατρικές εταιρείες, τις “Industrial Loan Corporations” (ILCs) που τους επέτρεπε να δέχονται καταθέσεις και να χορηγούν δάνεια. Με τον τρόπο αυτό αποσπούσαν ένα σημαντικό ποσοστό καταθετών από τις

<sup>39</sup> Η πιο γνωστή περίπτωση είναι η συγχώνευση της τράπεζας CitiCorp με την ασφαλιστική εταιρεία Travelers το 1998. Αν και απαγορευόταν από τη τότε νομοθεσία με βάση την Bank Holding Company Act, κατάφερε και πήρε παράταση χάριτος δύο ετών προκειμένου να ολοκληρωθεί η ψήφιση του σχετικού νόμου (Gramm-Leach-Bliley Act) που θα επέτρεπε τη συγχώνευση των δύο εταιρειών δημιουργώντας έτσι ένα τεράστιο ΟΕΧΔ. Η νομοθεσία που επέτρεπε εν τέλει τη συγχώνευση μεταξύ CitiCorp και Travelers ονομάστηκε χάριν αστεϊσμού “Citigroup Relief Act”.

<sup>40</sup> Η ψήφιση του νόμου αυτού έγινε μέσα σε απόλυτη σύμπτωση των βουλευτών δεδομένου ότι έλαβε 343 θετικές ψήφους έναντι μόλις 86 αρνητικών.

<sup>41</sup> “Retail banking” ονομάζεται η τραπεζική δραστηριότητα που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση κυρίως ιδιωτών και μικρών επιχειρήσεων.

<sup>42</sup> “Wholesale banking” ονομάζεται η τραπεζική δραστηριότητα που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση: α) άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, β) μεγάλων επιχειρήσεων και γ) μεγάλων εμπορικών συναλλαγών.

<sup>43</sup> Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων εταιρειών είναι η General Motors, η General Electric, η BMW κλπ.

εμπορικές τράπεζες δεδομένου ότι οι καταθέσεις αυτές ήταν ασφαλισμένες από το *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*.

Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, οι λόγοι που οδήγησαν στην απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στις ΗΠΑ, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις κυριότερους: α) τα επιστημονικά ευρήματα πολλών ακαδημαϊκών που έδειχναν ότι η απόδοση των εμπορικών τραπεζών στις επενδυτικές υπηρεσίες και δη στην αναδοχή ήταν ανώτερες από τις αντίστοιχες των επενδυτικών τραπεζών, β) η σταδιακή ελευθερία που παρασχέθηκε στις τράπεζες, προκειμένου να αναλάβουν επενδυτικές υπηρεσίες πριν την πλήρη απελευθέρωση, αποδείχθηκε επιτυχημένη και γ) τα τεχνολογικά επιτεύγματα είχαν μειώσει το κόστος μεταφοράς πληροφοριών από μία επιχείρηση σε μία άλλη και σε συνδυασμό με τα αυξημένα κέρδη από την ενοποίηση των πωλήσεων ασφαλιστικών και χρηματοπιστωτικών προϊόντων έδιναν επιπλέον κίνητρο για την απελευθέρωση<sup>44</sup>.

### **3.2 Ο διάλογος για την αξία του Universal Banking Model. Θέσεις και αντιθέσεις.**

Ο διάλογος μεταξύ των υποστηρικτών του Universal Banking και των πολέμιών του είναι έντονος. Συνοδεύεται από πληθώρα επιστημονικών στοιχείων και μελετών που η κάθε πλευρά χρησιμοποιεί κατά το δοκούν προκειμένου να επιτύχει την αποδοχή των απόψεών της. Στις σελίδες που ακολουθούν επιχειρείται μία συγκέντρωση των απόψεων που υπάρχουν αλλά και των προβλημάτων που ανακύπτουν γύρω από την ανάγκη εφαρμογής μοντέλου «πολλαπλών τραπεζικών υπηρεσιών».

Οι πολέμιοι της εφαρμογής του “Universal Banking” θεωρούν ότι σε περίπτωση που επιτραπεί αυτό το μοντέλο τραπεζικής, τότε αναπόφευκτα θα οδηγήσει στη δημιουργία τραπεζών με πολύ μεγάλο εύρος παροχής υπηρεσιών. Ταυτόχρονα, θα ανακύψουν και τα εγγενή προβλήματα που φέρει ο κλάδος. Οι τράπεζες αυτές θα είναι δύσκολα διαχειρίσιμες σε περίπτωση κρίσεως ενώ ταυτόχρονα θα αποτελούν μεγάλο μέρος της εθνικής οικονομίας σαν ποσοστό του ΑΕΠ. Συνεπώς με τον παραμικρό κίνδυνο θα υφίσταται πιθανότητα κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος εξαιτίας της διασύνδεσης που θα έχουν αναπτύξει οι τράπεζες. Επιπλέον, θεωρούν ότι η ύπαρξη τέτοιων τραπεζών θα οδηγήσει σε στρεβλώσεις του υγιούς ανταγωνισμού και εν τέλει θα αποβεί σε βάρος του τελικού αποδέκτη των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Στον αντίποδα, οι υποστηρικτές του “Universal banking”, προκρίνουν τις συνέργιες από τις οικονομίες κλίμακος και σκοπού που θα επιτευχθούν από την ενοποίηση των θυγατρικών των τραπεζών και θεωρούν ότι ο κίνδυνος θα μειωθεί αφού οι τράπεζες θα μπορούν πλέον να κατανέμουν καλύτερα το ρίσκο τους ανάμεσα σε περισσότερες υπηρεσίες (*diversification of risk*). Επιπλέον υποστηρίζουν ότι ο κίνδυνος εμφανίζεται σε κάθε τράπεζα και θεωρούν ότι αυτό δεν αποτρέπει τις μικρότερες και πιο εξειδικευμένες τράπεζες από την κατάρρευσή τους. Οι απόψεις αυτές

---

<sup>44</sup> Βλέπε και Reinholdson and Olsson σελ. 30 επ.

υποστηρίζονται από το γεγονός ότι με βάση τις μελέτες και τις έρευνες<sup>45</sup> δεν έχει πλήρως ακόμα αποδειχθεί πως η συμμετοχή των εμπορικών τραπεζών στις επενδυτικές υπηρεσίες, και ειδικότερα στις υπηρεσίες αναδοχής, οδήγησε στην κρίση του 1929 και στη μεγάλη ύφεση του 1930. Η άποψη των υποστηρικτών φθάνει μάλιστα μέχρι του σημείου να υποστηρίζουν ότι για τις κακές επιλογές δύο εμπορικών τραπεζών<sup>46</sup> απαγορεύτηκε σε έναν ολόκληρο κλάδο να εμπλέκεται στις επενδυτικές υπηρεσίες<sup>47</sup>. Συνοψίζοντας λοιπόν, γύρω από το μοντέλο του universal banking συγκεντρώνονται οι εξής «κατηγορίες» σε βάρος του:

1. Το πρόβλημα της «σύγκρουσης συμφερόντων» (conflicts of interest).

Η πρώτη ένσταση των πολεμίων του universal banking, είναι ότι με την εφαρμογή του συστήματος αυτού θα εμφανιστεί το φαινόμενο των «συγκρούσεων συμφερόντων». Το ζήτημα αυτό, ανακύπτει όταν υπάρχει διαπλοκή μεταξύ των τμημάτων επενδυτικής και λιανικής τραπεζικής. Το πλέον σύνηθες παράδειγμα διαπλοκής εντοπίζεται κατά την αναδοχή χρεογράφων από την επενδυτική τραπεζική και την πώληση των χρεογράφων της αναδοχής από τους υπαλλήλους της εμπορικής τράπεζας προκειμένου να αποκομίσουν περισσότερα κέρδη. Αυτό το πρόβλημα θα ενταθεί σε περίπτωση που τα στελέχη της τράπεζας θα έχουν ποσοστό από τις πωλήσεις των προϊόντων αναδοχής (*salesman's stake*). Επιπλέον, ζήτημα προκύπτει όταν παρέχονται φθηνά δάνεια σε πελάτες της εμπορικής τράπεζας για την αγορά των χρεογράφων που έχουν μείνει απούλητα μετά τη διαδικασία της αναδοχής (*third party loans*) καθώς και όταν στελέχη της τράπεζας (πρόκειται για μία universal bank) συλλέγουν πληροφορίες από τα άλλα τμήματα της τράπεζας σχετικά με πελάτες προς τους οποίους προσφέρουν ταυτόχρονα υπηρεσίες αναδοχής, λιανικής τραπεζικής αλλά και άλλες δραστηριότητες (*information transfer*). Μέσω αυτών των πληροφοριών, τα στελέχη της τράπεζας, θα μπορούν να τις χρησιμοποιήσουν για να αποκομίσουν «εσωτερικά» κέρδη από την πώληση των χρεογράφων που αναδέχονται, θα μπορούν να καθορίζουν τις τιμές των χρεογράφων αλλά και να εξυπηρετούν ταυτόχρονα πελάτες που είναι μεταξύ τους ανταγωνιστές απλά και μόνο επειδή με τη μία πλευρά θα συνεργάζεται η εμπορική τράπεζα και με την άλλη πλευρά θα συνεργάζεται η επενδυτική. Επιπρόσθετα, ισχυρίζονται ότι μέσω της εφαρμογής του universal banking θα ενθαρρύνονται οι εκδόσεις χρεογράφων κακής ποιότητας, από τους πελάτες της τράπεζας, προκειμένου να χρηματοδοτούνται παλαιότερα δάνεια τους από την τράπεζα. Τέλος, οι πολέμιοι του universal banking model ισχυρίζονται ότι τα στελέχη των τραπεζών θα προσπαθήσουν να

---

<sup>45</sup> Είναι ενδεικτικό ότι έως το 1940, το ποσοστό των πτωχεύσεων σε περίπτωση αναδοχής από επενδυτική τράπεζα βρισκόταν στο 28% ενώ το αντίστοιχο για τις αναδοχές των εμπορικών τραπεζών βρισκόταν μόλις στο 12%.

<sup>46</sup> Πρόκειται για τις *The First National Bank* και *The Chase Bank*. Οι τράπεζες αυτές αποδείχθηκε, κατά τις συνεδριάσεις της επιτροπής Pecora, ότι σκόπιμα είχαν προσπαθήσει να εξαπατήσουν το κοινό προκειμένου να επενδύσει σε χαμηλής ποιότητας χρεόγραφα.

<sup>47</sup> Για τη σχετική βιβλιογραφία βλέπε Reinholdson and Olsson (2012) σελ. 33.

παραπληροφορήσουν τους επενδυτές τους για την απόκτηση κακής ποιότητας χρεογράφων, μόνο και μόνο για να αποκομίσουν οι ίδιες οι τράπεζες όφελος από την αναδοχή τους.<sup>48</sup>

Οι υποστηρικτές του universal banking υπερτονίζουν ότι το θέμα της σύγκρουσης συμφερόντων έχει επί της ουσίας επιλυθεί μέσω της νομοθεσίας που απαγορεύει την χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και ποινικοποιεί τη χειραγώγηση των μετοχών. Ειδικότερα στο νομοθετικό πεδίο παρατηρούνται οι εξής ιδιαιτερότητες: Στις μεν ΗΠΑ, έχουν θεσπιστεί όπως προείπαμε ειδικές νομοθετικές ρυθμίσεις που εισάγουν τόσο «εσωτερικά» όσο και «εξωτερικά» τείχη ανάμεσα στα τμήματα της τράπεζας, με απώτερο σκοπό να εμποδίζουν τα στελέχη από το να δημιουργούν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Τα περίφημα «σινικά τείχη» (**Chinese Walls**) εγείρονται ανάμεσα στα τμήματα της εμπορικής και της επενδυτικής τράπεζας και σαν σκοπό έχουν να αποτρέψουν τη μεταφορά ουσιώδους (εσωτερικής) πληροφόρησης μεταξύ των τμημάτων της τράπεζας, προστατεύοντας έτσι τα συμφέροντα του πελάτη τους. Μία άλλη μέθοδος, εξωτερικής προστασίας αυτή τη φορά, είναι τα «τείχη προστασίας» (**firewalls**). Σκοπός των τειχών αυτών είναι να προστατέψουν την εμπορική τράπεζα, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα να προκύψουν προβλήματα, από τη συνύπαρξη με την επενδυτική δραστηριότητα της θυγατρικής της τραπεζικής εταιρείας χαρτοφυλακίου. Μέσω των τειχών προστασίας μπορεί να εισάγονται αρκετές απαγορεύσεις και περιορισμοί στις δραστηριότητες της τράπεζας όπως περιορισμοί στη χρήση του προσωπικού καθώς και των υποδομών I/T όπως και απαγορεύσεις για συγκεκριμένου τύπου συναλλαγές. Αντίθετα στο γερμανικό και στο ελβετικό μοντέλο δεν έχουν υιοθετήσει παρόμοια προσέγγιση. Ανάμεσα στα τμήματα των τραπεζών δεν έχουν τεθεί ούτε σινικά τείχη, ούτε τείχη προστασίας για την αποτροπή μεταφοράς πληροφοριών ή την προστασία από επενδυτικές δραστηριότητες. Στο εσωτερικό επίπεδο, φαίνεται να υπάρχει μία εμπιστοσύνη ως προς τη δραστηριότητα των υπαλλήλων της τράπεζας, αφού αυτή γίνεται με βάση τα συμφέροντα της τράπεζας σε μακροπρόθεσμη στόχευση σε συνδυασμό πάντα με το βέλτιστο συμφέρον του πελάτη. Σε εξωτερικό επίπεδο δίνεται βάση στην εφαρμογή του υγιούς ανταγωνισμού και της διατήρησης της εταιρικής φήμης της τράπεζας. Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται “*market approach*”, ενώ αυτή που ακολουθείται στις ΗΠΑ καλείται “*regulatory approach*”<sup>49</sup>. Συμπερασματικά, δεν μπορούμε να μην αναγνωρίσουμε ότι και τα δύο συστήματα ελέγχου των συγκρούσεων συμφερόντων έχουν πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα. Το σύστημα που ακολουθείται στις ΗΠΑ, παρουσιάζει το πλεονέκτημα της ύπαρξης ξεκάθαρων κανόνων (set of rules) για τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ τράπεζας-θυγατρικής-πελατών που είναι εκ των προτέρων γνωστοί και δημιουργούν ασφάλεια δικαίου. Το μειονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι ότι με την ύπαρξη των κανόνων αυτών, επί της ουσίας δεν επιτρέπεται στις τράπεζες να εκμεταλλεύονται πλήρως τις συνέργιες και τα οφέλη που προκύπτουν από την προσφορά όλου τους εύρους των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, οφέλη κυρίως που αντικατοπτρίζονται στις

<sup>48</sup> Για μία πιο αναλυτική παρουσίαση των περιπτώσεων που εμφανίζεται σύγκρουση συμφερόντων κατά τις διαδικασίες αναδοχής βλέπε Saunders and Walter (1994) σελ. 179

<sup>49</sup> Για την εν λόγω διάκριση βλέπε και Saunders and Walter (1994)

οικονομίες σκοπού και κλίμακος. Ταυτόχρονα, αυτό είναι και το πλεονέκτημα του συστήματος που ακολουθείται από το γερμανικό και ελβετικό μοντέλο. Οι οικονομίες σκοπού και κλίμακος που προκύπτουν από τις συνέργιες μεταξύ των τμημάτων των τραπεζών που παρέχουν όλο το φάσμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, παρέχουν τελικά το συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών τους. Στον αντίποδα, το μειονέκτημα της προσέγγισης αυτής είναι ότι η διατήρηση των ηθικών αρχών και της επαγγελματικής ακεραιότητας εναπόκειται στον ανθρώπινο χαρακτήρα και στην επαγγελματική συμπεριφορά των υπαλλήλων και των στελεχών των τραπεζών, όπου τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μία έξαρση μη επαγγελματικής και ανήθικης συμπεριφοράς εκ μέρους των στελεχών (παράδειγμα Kweku Antoboli για την ελβετική UBS<sup>50</sup>, συμμετοχή της Deutsche Bank σε πολλές κατηγορίες για χειραγώγηση αγορών, πληθώρα καταγγελιών και ερευνών για υποθέσεις δωροδοκιών και φοροδιαφυγής πελατών).

Παράλληλα, οι θιασώτες της «τραπεζικής των πολλαπλών παροχών» τονίζουν ότι το προφίλ των επενδυτών πλέον είναι αρκετά ανεβασμένο με αποτέλεσμα να αναζητούν τις υψηλότερες αποδόσεις των κεφαλαίων τους. Αυτό οδηγεί στη διαρκή αξιολόγηση των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων τους, με αποτέλεσμα οι διαχειριστές τους να είναι διαρκώς υπό καθεστώς επιτήρησης. Συνεπώς, όταν οι διαχειριστές θα προσπαθήσουν να παραπλανήσουν τους επενδυτές μέσω των κακής ποιότητας χρεογράφων, αυτόματα οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους θα μειωθούν και οι επενδυτές θα αναζητήσουν νέα διαχειριστικά σχήματα. Έτσι θα στραφούν μετά βεβαιότητας προς άλλες τράπεζες των οποίων οι προσφερόμενες αποδόσεις, θα είναι πιο συνεπής με τα ποιοτικά κριτήρια<sup>51</sup>. Ταυτόχρονα, πολλοί θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές έχουν συναλλαγές με περισσότερες της μιας τράπεζες, πολλές εκ των οποίων είναι εξειδικευμένες και όχι universal, δίδοντας έτσι ακόμα μεγαλύτερη έμφαση στις αποδόσεις τους απ' ότι στο παρελθόν.

Επιπρόσθετα, οι θιασώτες του universal banking υποστηρίζουν, ότι τίποτα δεν αποκλείει πως τέτοιου είδους συγκρούσεις συμφερόντων δεν θα συμβούν και μεταξύ πιο μικρών και πιο εξειδικευμένων τραπεζών, όπου τα στελέχη τους ακολουθούν παρόμοιες επιθετικές πολιτικές. Αυτές όμως οι συγκρούσεις συμφερόντων δεν είναι μόνο σε βάρος του επενδυτή, δεδομένου ότι και η τράπεζα που εμπλέκεται σε τέτοιες καταστάσεις, τελικά δρα σε βάρος των δικών της συμφερόντων. Τούτο διότι το ποσό της προμήθειας που εισπράττει από την πώληση των χρεογράφων είναι ένα μέρος από τα κέρδη της αναδοχής, ενώ στον αντίποδα, κινδυνεύει να χάσει ολόκληρα δάνεια από τον κίνδυνο χρεοκοπίας των δανειοληπτών τους<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> [mailto:http://en.wikipedia.org/wiki/2011\\_UBS\\_rogue\\_trader\\_scandal](mailto:http://en.wikipedia.org/wiki/2011_UBS_rogue_trader_scandal)

<sup>51</sup> Βλέπε και Rich and Walter (1993), σελ. 309

<sup>52</sup> Βλέπε και Benston (1994) σελ. 139



## 2. Το πρόβλημα των “*Too Big To Fail*” τραπεζών και ο «ηθικός κίνδυνος».

Μία από τις κυριότερες ενστάσεις των πολεμίων του universal banking είναι ότι θα δημιουργηθούν αναπόφευκτα πολύ μεγάλες τραπεζικές δομές, οι οποίες και θα είναι δύσκολο να διαχειριστούν σε περιόδους κρίσεως και οικονομικής στενότητας. Οι τράπεζες αυτές εξαιτίας της διασύνδεσής τους με άλλα τραπεζικά ιδρύματα δημιουργούν προβλήματα σταθερότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αναγκάζουν τις εποπτικές αρχές να προβαίνουν στη διάσωσή τους από φόβο για συστημική αστάθεια. Το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η διάσωση των αμερικανικών τραπεζών και πολλών άλλων εταιρειών κολοσσών της αμερικανικής οικονομίας, κατά την τρέχουσα κρίση, μόνο και μόνο για να μην διαταραχθεί η συστημική ευστάθεια<sup>53</sup>.

Αν θέλουμε να κατανοήσουμε σε βάθος τα προβλήματα που ανακύπτουν το περιεχόμενο της έννοιας που συζητούμε, ως “*too big to fail*” (TBTF) ορίζονται οι τράπεζες εκείνες, η κατάρρευση των οποίων θα μπορούσε να δημιουργήσει μία αρκετά σοβαρή πιστωτική ασφυξία στις χρηματοπιστωτικές αγορές και από τη στιγμή που η τράπεζα αυτή θα είναι τόσο μεγάλη ή τόσο συνδεδεμένη με άλλες τράπεζες που λειτουργούν στις αγορές, η κατάρρευσή της θα είχε «μεταδοτικό αποτέλεσμα» υπό την έννοια ότι και άλλες τράπεζες θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν σοβαρά προβλήματα ή ακόμα και να καταρρεύσουν. Παράλληλα, σε μία ενδεχόμενη κατάρρευση της εν λόγω τράπεζας, η ίδια η οικονομία θα αντιμετώπιζε πρόβλημα, ενώ το κόστος για τη διάσωσή της θα είναι μικρότερο από το συνολικό κόστος με το οποίο θα επιβαρυνθεί η οικονομία από την ενδεχόμενη πτώση της<sup>54</sup>. Δημιουργείται έτσι ο λεγόμενος «ηθικός κίνδυνος» (moral hazard) σύμφωνα με τον οποίο τα στελέχη των τραπεζών, γνωρίζοντας εκ των προτέρων ότι σε περίπτωση που χρειαστεί η αρμόδια εποπτική αρχή θα σπεύσει προς διάσωση της τράπεζας, ακολουθούν επικίνδυνες πρακτικές ανάληψης ρίσκου. Αυτό τους ωθεί στο να αναλαμβάνουν όλο και μεγαλύτερους κινδύνους εκθέτοντας τα συμφέροντα της τράπεζας αλλά και των μετόχων τους. Αναπόφευκτα το πρόβλημα των τραπεζών που χαρακτηρίζονται σαν TBTF είναι το πλέον σοβαρό ζήτημα που ανακύπτει από όλη τη συζήτηση γύρω από την εφαρμογή ή μη του universal banking. Όμως, το πρόβλημα των TBTF τραπεζών δεν σχετίζεται με την τραπεζική των «πολλαπλών παροχών» αλλά αποκλειστικά και μόνο με το μέγεθος που έχει μία τράπεζα. Το δίλημμα λοιπόν του αν επιτρέπεται ή δεν επιτρέπεται να οδηγηθούμε σε καταστάσεις TBTF, είναι ξεχωριστό από το αν πρέπει να εφαρμόσουμε το μοντέλο της τραπεζικής των πολλαπλών παροχών<sup>55</sup>.

Εκτός από τον συστημικό χαρακτήρα του προβλήματος των τραπεζών που χαρακτηρίζονται ως TBTF, το έμμεσο πρόβλημα που γεννάται είναι ότι αναπόφευκτα η δύναμη που συγκεντρώνεται στις

---

<sup>53</sup> Η εφαρμογή του δόγματος αυτού είναι γνωστή στις ΗΠΑ ήδη πριν από την κρίση του 2007-2009. Η διάσωση της *Continental* το 1984, της *First Republic* το 1988 αλλά και του hedge fund “*Long Term Capital Management*” (LTCM) το 1998 είναι τα πλέον χαρακτηριστικά παραδείγματα.

<sup>54</sup> Βλέπε και Saunders and Walter (1993)

<sup>55</sup> Έτσι και οι Rich and Walter.

τράπεζες αυτές δύναται να προκαλέσει προβλήματα λόγω της συγκέντρωσής της σε ένα μικρό αριθμό τραπεζών. Η κυριότερη ανησυχία έγκειται στο φόβο της δημιουργίας μονοπωλιακών καταστάσεων εκ μέρους των τραπεζών και της χρήσης του “bank safety net” για σκοπούς χρηματοδότησης των πλέον επικίνδυνων τραπεζικών πρακτικών. Επειδή οι μεγάλες τράπεζες λαμβάνουν πιο εύκολα κρατική βοήθεια όταν υπάρξει ανάγκη, ακριβώς επειδή θεωρούνται ως TBTF σε σχέση με τις πιο μικρές τράπεζες, προκύπτει το ζήτημα του αν θα χρησιμοποιηθούν τα κεφάλαια αυτά σαν ένα είδος χρηματοδότησης των επικίνδυνων τμημάτων (cross-subsidies) προκειμένου να επιτευχθούν περισσότερα κέρδη. Αυτό οδηγεί σε στρεβλώσεις και σε αθέμιτο ανταγωνισμό. Το επιχείρημα όμως αυτό απορρίπτεται από τους υποστηρικτές του universal banking με το σκεπτικό ότι ο διεθνής ανταγωνισμός είναι πολύ έντονος, οι τεχνολογικές εξελίξεις ραγδαίες και οι αποδόσεις διαφέρουν ανά τον κόσμο, πράγμα που ευνοεί την μεταφορά κεφαλαίων από τη μία τράπεζα στην άλλη. Πλέον οι επενδυτές αναζητούν τις καλύτερες αποδόσεις, συνεπώς όλοι κρίνονται εκ του αποτελέσματος και έτσι δεν υπάρχει ο κίνδυνος να δημιουργηθεί πρόβλημα στον ανταγωνισμό<sup>56</sup>. Επιπλέον οι αρμόδιες αρχές, ειδικά στην ΕΕ, είναι ιδιαίτερα προσεκτικές με την αντιμετώπιση των καρτέλ και των στρεβλώσεων που προκύπτουν στον ανταγωνισμό<sup>57</sup>.

Η τραπεζική αγορά της Γερμανίας και της Ελβετίας, αποτελούν ένα πολύ καλό παράδειγμα για την κατανόηση της συνύπαρξης μεταξύ των universal banks και των πιο μικρών και πιο εξειδικευμένων τραπεζών (specialized banks). Παρά το γεγονός ότι τη μερίδα του λέοντος από το μερίδιο αγοράς την κατέχουν μεγάλες τράπεζες, που θεωρούνται ως TBTF (*Deutsche Bank, Commerzbank, UBS, Credit Suisse*), οι μικρότερες τράπεζες υπάρχουν και μάλιστα παρέχουν υψηλό επίπεδο υπηρεσιών (εξειδικευμένων ή μη)<sup>58</sup> ανταγωνιζόμενες ευθέως τις μεγαλύτερες τράπεζες. Το ίδιο συμβαίνει και στην αντίπερα όχθη του ατλαντικού. Παρά την ύπαρξη των μεγάλων τραπεζών, οι μικρότερες τράπεζες συνυπάρχουν και διεκδικούν μερίδια από την αγορά.

Συνεπώς μπορούμε να πούμε ότι τόσο η νομοθετική ενίσχυση της προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού όσο και η ενίσχυση του διεθνούς ανταγωνισμού για την επίτευξη των καλύτερων δυνατών αποδόσεων, εγγυώνται ως ένα βαθμό την ελεύθερη πρόσβαση στην αγορά των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, θέτοντας ταυτόχρονα τροχοπέδη στην συγκέντρωση δύναμης εκ μέρους των μεγάλων τραπεζών.

---

<sup>56</sup> Βλέπε και Reinholdson and Olsson (2012), Rich and Walter (1993).

<sup>57</sup> Το πλέον πρόσφατο δείγμα της πολιτικής σχετικά με την προστασία του ανταγωνισμού ήταν η έρευνα για το καρτέλ χειραγώγησης του επιτοκίου LIBOR από μεγάλες διεθνείς τράπεζες. Η έρευνα οδήγησε στην επιβολή μεγάλων προστίμων. Βλέπε ενδεικτικά από την πλούσια σχετική αρθρογραφία: <mailto:http://www.kathimerini.gr/754369/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/sfiggei-o-kloios-gyrw-apo-to-kartel-ths-agoras-synallagmatos>

<sup>58</sup> Βλέπε Rich and Walter (1993).

3. Η αποτελεσματικότητα των universal banks στην μεταφορά των κεφαλαίων & κατανομή του κινδύνου (efficiency of financing & risk diversification)

Μείζων θέμα στη συζήτηση γύρω από την αναγκαιότητα ή μη των universal banks είναι το κατά πόσο μέσω του συγκεκριμένου συστήματος επιτυγχάνεται καλύτερη κατανομή των κεφαλαίων (allocation of funds) αλλά ταυτόχρονα και καλύτερη διαχείριση του ρίσκου των τραπεζών (risk management).

i. Efficiency of financing

Ξεκινώντας με το πρώτο ζήτημα, η κατανομή των κεφαλαίων στην οικονομία επιτυγχάνεται καλύτερα μέσω των κεφαλαιαγορών. Όμως και οι τράπεζες έχουν μεγάλο μερίδιο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και της πραγματικής οικονομίας. Οι πολέμιοι του universal banking, εστιάζουν στο γεγονός ότι με την εφαρμογή του συστήματος αυτού θα παρατηρηθούν στρεβλώσεις στην κεφαλαιαγορά μέσω της παρουσίας των μεγάλων universal banks. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα να μην υπάρχει μία τόσο ενεργής και ανεξάρτητη κεφαλαιαγορά, αφού οι universal banks θα μονοπωλούν την προέλευση των κεφαλαίων τόσο από την πρωτογενή όσο και τη δευτερογενή αγορά.

Για να αντιληφθούμε τον προβληματισμό αυτό, πρέπει να κατανοήσουμε τον ρόλο των τραπεζών και της κεφαλαιαγοράς στην χρηματοδότηση της οικονομίας. Με βάση τη θεωρία, οι οικονομίες χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: α) αυτές που βασίζονται για τη χρηματοδότησή τους στην κεφαλαιαγορά (*market based economies*) και β) αυτές που βασίζονται στις τράπεζες (*bank based economies*)<sup>59</sup>. Αναμφίβολα, μία υγιής κεφαλαιαγορά επιτελεί αντικειμενικότερα το ρόλο του χρηματοδότη, χωρίς να εμπλέκεται σε «διαπροσωπικές σχέσεις» με τους πελάτες της. Αντίθετα όμως, μία τράπεζα που χρηματοδοτεί μία επιχείρηση μπορεί να έχει καλύτερη οπτική για την κατάσταση της επιχείρησης από την αχανή και απρόσωπη κεφαλαιαγορά, η οποία ίσως να φανεί πρόθυμη να στηρίξει επικίνδυνα επιχειρηματικά σχέδια που μία τράπεζα-μέτοχος θα απέρριπτε σαν επισφαλή. Ειδικότερα στα οικονομικά συστήματα εκείνα που βασίζονται στις τράπεζες (bank based), οι τράπεζες αποκτούν έναν ενεργότερο ρόλο έναντι της επιχείρησης που δανείζουν. Στο γερμανικό σύστημα, οι μεγάλες τράπεζες όχι μόνο κατέχουν μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων αλλά έχουν και θέσεις στο ΔΣ των επιχειρήσεων αυτών. Με τον τρόπο αυτό μπορούν να ασκούν αποτελεσματικότερο έλεγχο, να γνωρίζουν καλύτερα από τον καθένα τις ανάγκες και τα προβλήματα των επιχειρήσεων και να κατευθύνουν αποδοτικότερα τη χρηματοδότηση προς αυτές. Συνεπώς το επιχειρήμα των πολέμιων του universal banking ότι θα οδηγηθούμε σε στρεβλώσεις και σε απώλεια της κυριαρχίας της κεφαλαιαγοράς, το γερμανικό μοντέλο έρχεται να θέσει σοβαρό αντίλογο. Η γερμανική εμπλοκή των τραπεζών στην οικονομία δεν στερεί την κεφαλαιαγορά από δραστηριότητα, όπως ίσως περίμεναν πολλοί. Απεναντίας, φαίνεται να παρέχει και καλύτερη και πιο εξειδικευμένη

---

<sup>59</sup> Για την διάκριση αυτή βλέπε περισσότερα σε de Haan-Oosterloo-Schoenmaker (2009) σελ. 14 επ. και Γκόρτσος (2011).

χρηματοδότηση στις επιχειρήσεις. Την ίδια προσέγγιση βρίσκουμε και στο ιαπωνικό μοντέλο των keiretsu. Πριν το 1983 η χρηματοδότηση των εταιρειών ήταν περισσότερο εξαρτημένη από τις τράπεζες και λιγότερο από τις κεφαλαιαγορές. Αυτό θεωρήθηκε ότι οφειλόταν σε κυβερνητικές πολιτικές και όχι στην δομή των τραπεζών. Μετά τις μεταρρυθμίσεις για την απομάκρυνση των περιορισμών παρατηρήθηκε ότι ο τραπεζικός δανεισμός μειώθηκε από το 80% στο 57%, αποδεικνύοντας ότι το universal banking system των keiretsu δεν δημιούργησε προσκόμματα στην κεφαλαιαγορά και την άντληση κεφαλαίων από αυτή<sup>60</sup>. Είναι ενδεικτική η απόδοση των δύο αυτών συστημάτων στα μεταπολεμικά χρόνια. Η Γερμανία και η Ιαπωνία, που παραδοσιακά βασίζονται στις τράπεζές τους για την χρηματοδότηση της οικονομίας, πέτυχαν καλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης συγκριτικά με το Ηνωμένο Βασίλειο, που στηρίζεται περισσότερο στην κεφαλαιαγορά.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι ο οξυμένος διεθνής ανταγωνισμός ανάμεσα στους επενδυτές δίνει και πάλι λύση στο ζήτημα της χρηματοδότησης. Οι διεθνείς κεφαλαιαγορές αναπτύσσονται ταχύτατα και είναι πρόθυμες πλέον να προσφέρουν χρηματοδότηση σε κάθε γωνιά της γης. Οι αναδυόμενες οικονομίες, σε συνδυασμό με την ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας που έκανε εφικτή την ταχύτερη εξάπλωση των διεθνών αγορών, εγγυώνται κατά τη γνώμη του γράφοντος ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των universal banks και της χρηματοδότησης των EOM από την κεφαλαιαγορά, είναι πλέον οι δύο όψεις του ίδιου νομίσματος και σε καμία περίπτωση η μία δεν αποκλείει την άλλη.

## ii. Risk diversification

Ερχόμενοι τώρα στο δεύτερο σκέλος της υποενότητας αυτής, τίθεται το ζήτημα της διαχείρισης του ρίσκου αλλά και της διαφοροποίησής του μέσω της ευρύτατης γκάμας προϊόντων που θα παρέχεται από τις universal banks. Η θέση αυτή αποτελεί ίσως το μεγαλύτερο όπλο στη φαρέτρα των υποστηρικτών του universal banking. Η κατανομή του τραπεζικού ρίσκου αποτελεί το μεγαλύτερο πρόβλημα για μία τράπεζα, δεδομένου ότι στο ρίσκο εμπεριέχονται όλοι οι κίνδυνοι που αναλαμβάνει η τράπεζα.

Ποιοι είναι όμως οι κίνδυνοι αυτοί; Θα αναφερθούμε στα 3 βασικά είδη κινδύνων δεδομένου ότι αυτοί συμπεριλαμβάνουν αρκετές υποκατηγορίες κινδύνων, η ανάλυση των οποίων είναι εκτός των ορίων της παρούσας<sup>61</sup>. Ο πρώτος τύπος κινδύνου, είναι ο λεγόμενος «πιστωτικός κίνδυνος» (**credit risk**) και ορίζεται ως ο κίνδυνος απωλειών εξαιτίας της αποτυχίας του αντισυμβαλλόμενου να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του που υπέχει από την μεταξύ τους συμφωνία. Ο δεύτερος τύπος κινδύνου, είναι ο λεγόμενος «κίνδυνος αγοράς» (**market risk**) και ορίζεται ως ο κίνδυνος απωλειών εξαιτίας απρόσμενων μεταβολών στα επίπεδα των τιμών γενικότερα (π.χ. τιμές επιτοκίων, τιμές

<sup>60</sup> Βλέπε Benston (1994).

<sup>61</sup> Για μία αναλυτικότερη παρουσίαση των κινδύνων της τραπεζικής λειτουργίας βλέπε ενδεικτικά σε de Haan-Oosterloo-Schoenmaker (2009) σελ. 212 επ. και σε Γκόρτσος (2011) σελ. 75 επ.

προϊόντων, συναλλάγματος και εμπορευμάτων, μετοχών κλπ). Ο τρίτος βασικός τύπος κινδύνου, είναι ο λεγόμενος «λειτουργικός κίνδυνος» (**operational risk**) και ορίζεται ως ο κίνδυνος απωλειών εξαιτίας αποτυχιών ή δυσλειτουργιών των εσωτερικών διαδικασιών της τράπεζας, είτε αφορά συστήματα είτε ανθρώπους, ή απωλειών προερχόμενες από εξωτερικά γεγονότα<sup>62</sup>. Οι κίνδυνοι λοιπόν αυτοί εντείνονται όσο οι δραστηριότητες της τράπεζας παραμένουν περιορισμένες, τόσο γεωγραφικά όσο και υλικά. Το ζητούμενο είναι η διαχείριση των κινδύνων μέσω της διάχυσης τους σε πληθώρα τραπεζικών δραστηριοτήτων, ώστε να μειωθεί η πιθανότητα επέλευσής τους. Ένα πολύ χαρακτηριστικό παράδειγμα διάχυσης των πιθανοτήτων επέλευσης κινδύνου είναι ο μηχανισμός της «τιτλοποίησης απαιτήσεων» (securitization) που αναλύεται παρακάτω.

Κύριο χαρακτηριστικό των μεγάλων τραπεζών είναι η δυνατότητά τους να απορροφούν ζημιές και απώλειες εξαιτίας της διάχυσης των κινδύνων σε μεγάλη γκάμα δραστηριοτήτων. Εν αντιθέσει με τις μικρότερες και πιο εξειδικευμένες τράπεζες που μία πιθανή ύφεση στον τομέα κύριας δραστηριοποίησης μπορεί να επιφέρει συνέπειες που θα έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην φήμη της και ίσως να θίξουν την επιβίωσή της. Από τη μελέτη των Reinholdson and Olsson μαθαίνουμε ότι με βάση έρευνες που έγιναν τη δεκαετία 1987-1997<sup>63</sup>, προκύπτει ότι οι τράπεζες που είχαν αναπτύξει επενδυτική δραστηριότητα, σύμφωνα με το θεσμό της «*Θυγατρικής της Παραγράφου 20*», παρουσίαζαν καλύτερη διαφοροποίηση του ρίσκου τους από αυτές που δεν ενέπιπταν στην κατηγορία αυτή αλλά και από τις επενδυτικές τράπεζες. Τα αυξημένα έσοδα των εμπορικών τραπεζών που παρατηρήθηκαν κατά την έρευνα αυτή φαίνεται να προέκυπταν από τις μη παραδοσιακές τραπεζικές δραστηριότητες, οι οποίες πλέον επιτρέπονταν. Αυτό ενισχύει την πίστη, ότι μέσω της ελευθερίας των τραπεζών να εμπλέκονται σε όλο το φάσμα των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, θα κατανέμουν καλύτερα το ρίσκο και τους κινδύνους που φέρουν, σε αντίθεση με τις πιο εξειδικευμένες τράπεζες (π.χ. επενδυτικές) που σύμφωνα με την ίδια μελέτη δεν είχαν ιδιαίτερη μεταβολή των δραστηριοτήτων τους.

Δεν θα πρέπει στο σημείο αυτό όμως να παραγνωρίζουμε το γεγονός ότι και οι μεγάλες τράπεζες έχουν να αντιμετωπίσουν κινδύνους, ειδικότερα όταν τίθενται ζητήματα TBTF τα οποία αναλύσαμε και πιο πριν. Άλλωστε, όπως φάνηκε και από την κρίση του 2007-2009, το ρίσκο, όταν είναι υπερβολικό και αλόγιστο, όσο καλά και να κατανέμεται μέσω ποικίλων δραστηριοτήτων μπορεί πάντα να επιφέρει μεγάλα προβλήματα. Οι λύσεις που μπορεί να προταθούν είναι αρκετές και περιλαμβάνουν ακόμα και την δημιουργία θυγατρικών μονάδων που θα διαχειρίζονται ίσως τα πιο επικίνδυνα προϊόντα και συναλλαγές, όπως για παράδειγμα εφαρμόζεται στο γερμανικό μοντέλο που

---

<sup>62</sup> Πολύ γνωστό παράδειγμα «λειτουργικού κινδύνου» είναι η πτώχευση της *Barings Bank* το 1995. Ένας χρηματιστής της τράπεζας στη Σιγκαπούρη, έχτισε θέσεις στοιχηματίζοντας σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) του δείκτη Nikkei 225 στα χρηματιστήρια της Οζάκα και της Σιγκαπούρης. Η τράπεζα δεν είχε επαρκή εσωτερικά συστήματα ελέγχου με αποτέλεσμα να μην μπορεί να βάλει όρια στις συναλλαγές αυτές και έτσι να βρεθεί εκτεθειμένη σε απώλειες ύψους \$1 δις όταν οι δείκτες κινήθηκαν ανάποδα από τις προβλέψεις του χρηματιστή της.

<sup>63</sup> Βλέπε Reinholdson and Olsson (2012) σελ.42

η παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών και ενυπόθηκης πίστης απαιτείται να είναι σε χωριστά κεφαλαιοποιημένες θυγατρικές εταιρείες.

Εν κατακλείδι, αυτό που θα μπορούσαμε να πούμε είναι ότι, παρά τα προφανή οφέλη από την διάχυση του ρίσκου των τραπεζών σε περισσότερες δραστηριότητες, οι τράπεζες παραμένουν ευάλωτες και συστημικά συνδεδεμένες μεταξύ τους. Το απέδειξε άλλωστε περίτρανα η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση (βλέπε παρακάτω). Υπάρχει σίγουρα μεγάλο μένος για τις μη ορθές επιλογές των στελεχών των τραπεζών κατά τη διάρκεια των ετών της χρηματοπιστωτικής ευφορίας. Το σίγουρο είναι ότι, αντίδοτο στην «ασθένεια» αυτή, δεν είναι η επαναφορά σε καθεστώς απαγόρευσης, όπως αυτό που είχε εισαχθεί με τον νόμο GSA. Η ανάπτυξη των εσωτερικών συστημάτων ελέγχου σε συνδυασμό με την ύπαρξη ενός κατάλληλου νομοθετικού πλαισίου, το οποίο θα προστατεύει και δεν θα αποτελεί τροχοπέδη για την δημιουργία μεγάλων τραπεζών πολλαπλών παροχών, μπορεί να δημιουργήσει το πρόσφορο έδαφος για την ορθή εκμετάλλευση των συνεργιών που θα προκύπτουν από την ενοποίηση των τραπεζικών υπηρεσιών κάτω από την ίδια στέγη. Κατά τη γνώμη του γράφοντος, η συνύπαρξη ασφαλούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τραπεζών πολλαπλής παροχής υπηρεσιών είναι απόλυτα εφικτή και θεμιτή υπό τις εξής προϋποθέσεις: α) ύπαρξη σαφούς νομοθετικού πλαισίου που θα θέτει κατάλληλα όρια στο μέγεθος των τραπεζών αλλά και σχέδια εκτάκτων αναγκών (διευθέτηση, αντιμετώπιση κρίσεων) ώστε αυτές σε περίπτωση αφερεγγυότητας να μην θέτουν σε κίνδυνο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, β) οι τράπεζες θα πρέπει να διαθέτουν επαρκή ίδια κεφάλαια για την απορρόφηση των ζημιών που ενδεχομένως θα προκύψουν κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, γ) ορθή και χρηστή προληπτική εποπτεία από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές, δ) ύπαρξη και διαρκής αξιολόγηση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και διαχείρισης ρίσκου από την ίδια την τράπεζα και τέλος ε) επαρκής εποπτικός έλεγχος για την προστασία του υγιούς ανταγωνισμού προς όφελος των καταναλωτών και της οικονομίας.

## ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

### Η χρηματοοικονομική κρίση του 2007-2009

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση της διετίας 2007-2009 αποτέλεσε την έκρηξη (για μερικούς αναμενόμενη για κάποιους άλλους, μάλλον μη αναμενόμενη) στην πυριτιδαποθήκη της διεθνούς χρηματοοικονομικής κοινότητας. Με την έκρηξη αυτή ξεκίνησε ένα ντόμινο εξελίξεων που έδειξε στην παγκόσμια οικονομική κοινότητα ότι, παραμένει ανοχύρωτη μπροστά στην καινοτομία των αγορών και στη δίψα των επενδυτών για κέρδη και υψηλές αποδόσεις. Η διαρκής ανάπτυξη, αρχής γενομένης από την εποχή του χρηματοοικονομικού κραχ του 1929 (ανάπτυξη αναιμική αλλά σταθερή στην αρχή, ραγδαία από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα) οδήγησε σε αύξηση των κεφαλαίων που διαπραγματεύονταν στις αγορές παγκοσμίως (ρυθμισμένες και αρρυθμιστες) και δημιούργησε μία πλαστή εικόνα ευφορίας και πιστωτικής επέκτασης άνευ προηγουμένου. Δημιούργησε παράλληλα και την ανάγκη να υπάρξει ρυθμιστική παρέμβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από τα κράτη, προς όφελος των καταναλωτών-φορολογουμένων<sup>64</sup> αλλά και των ίδιων των κρατών, αφού σε πολλές περιπτώσεις απαιτήθηκαν τεράστιοι κρατικοί πόροι για την ανάκαμψη από την ύφεση. Για να κατανοήσουμε την ανάγκη της ρυθμιστικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να κατανοήσουμε πρώτα την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 και τα αίτια που οδήγησαν σε αυτή. Μόνο τότε θα μπορούσαμε να συνδέσουμε τις προτάσεις ρυθμιστικής παρέμβασης στον κλάδο της επενδυτικής τραπεζικής<sup>65</sup> με την ίδια τους την αναγκαιότητα αλλά και με τις αλλαγές που αυτές επιφέρουν.

#### **1. Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα πριν την κρίση.**

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει γνωρίσει αρκετές κρίσεις. Η πρώτη και η πιο σημαντική ήταν αυτή του 1929 που οδήγησε και στην Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Εξ' αφορμής αυτής της κρίσης γεννήθηκε, κυρίως στις ΗΠΑ, η ανάγκη για ρυθμιστική παρέμβαση στο σύστημα. Αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπήρξαν άλλες κρίσεις, εξίσου σημαντικές, που οδήγησαν σε μεγάλα προβλήματα. Ενδεικτικά και μόνο, αναφέρουμε την κρίση που ακολούθησε την κατάρρευση της γερμανικής τράπεζας Herstatt, από συναλλαγματικές συναλλαγές αλλά και την κρίση των ασιατικών κρατών, την περίοδο 1997-1999, από την άμεση ρευστοποίηση των επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Βέβαια, έως τις μέρες μας, η σημαντικότερη όλων ήταν η κρίση του

---

<sup>64</sup> Στην παρούσα μελέτη, πολλές φορές η έννοια του καταναλωτή ταυτίζεται με αυτή του φορολογούμενου. Τούτο διότι ναι μεν η ανάγκη προστασίας των καταναλωτών από τις διάφορες επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι πολύ μεγάλη, ταυτόχρονα όμως οι καταναλωτές είναι και φορολογούμενοι των κρατών που σε πολλές περιπτώσεις χρειάστηκε να προβούν σε διάσωση των οικονομικών μονάδων που κινδύνευαν να τεθούν σε καθεστώς αφερεγγυότητας.

<sup>65</sup> Η επενδυτική τραπεζική αποτελεί ένα ιδιαίτερο κομμάτι των αιτίων της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009. Συνεπώς η ανάγκη της ρυθμιστικής παρέμβασης στον τομέα αυτόν χρήζει αυτοτελούς προσέγγισης και ανάλυσης.

1929. Τόσο οι επιπτώσεις που επέφερε όσο και η διάρκειά της ύφεσης που επακολούθησε καθιστούν την κρίση του 1929 την πλέον σημαντική από άποψη ρυθμιστικής παρέμβασης αλλά και από επιστημονικό ενδιαφέρον.

### **1.1 Η περίοδος της ρύθμισης**

Από την περίοδο του οικονομικού κραχ του 1929, οι οικονομίες των κρατών περνάνε σε μία έντονη περίοδο κρατικού παρεμβατισμού. Κύριο παράδειγμα αποτελούν και πάλι οι ΗΠΑ. Εφαρμόζοντας το περίφημο δόγμα "*New Deal Reform*" ο πρόεδρος Franklin Roosevelt έδωσε το πρώτο δείγμα. Αύξηση κρατικών δαπανών για την ανασυγκρότηση της οικονομίας και εκτεταμένη ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές. Ιδιαίτερα στον τομέα της τραπεζικής και των κεφαλαιαγορών τα νομοθετήματα που ψηφίστηκαν εκείνη την περίοδο έθεσαν τις βάσεις για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού και καταθετικού κοινού. Ταυτόχρονα, θωράκισαν τους επενδυτές από πιθανές κακόβουλες πρακτικές (χειραγώγηση και κατάχρηση της αγοράς).

### **1.2 Η περίοδος της κατάργησης των περιορισμών στην πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές (deregulation period)**

Όπως αναλύσαμε και προηγουμένως, με την περίοδο αυτή, που ενισχύθηκε σημαντικά και από την πίεση των ακαδημαϊκών κύκλων, επιτυγχάνεται η πλήρης άρση των εμποδίων που είχαν εισαχθεί τη δεκαετία του 1930 μέσω της νομοθεσίας GSA. Πλέον οι αμερικανικές τράπεζες είναι ελεύθερες να δοκιμάσουν το πλήρες εύρος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και να «ανακτήσουν τη χαμένη ανταγωνιστικότητά τους» όπως άλλωστε ήταν και το κύριο επιχείρημα των υποστηρικτών της «*κατάργησης των περιορισμών στην ελεύθερη πρόσβαση προς τις χρηματοπιστωτικές αγορές*» (deregulation process). Κύρια έκφραση της κατάργησης των περιορισμών στην ελεύθερη πρόσβαση προς τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ήταν η ψήφιση της νομοθεσίας GLBA όπως την περιγράψαμε παραπάνω, καθώς και όλες οι κατά καιρούς ειδικότερες νομοθετικές παρεμβάσεις που είχαν προηγηθεί αυτής.

### **1.3 Η χρηματοοικονομική κρίση & τα γεγονότα των ετών 2007-2009**

Κατά τη γνώμη του γράφοντος, πρόκειται για ένα από τα πιο ενδιαφέροντα ζητήματα που απαιτήθηκε να ερευνηθεί για την σύνταξη αυτής της εργασίας. Τόσο τα γεγονότα, όσο και οι συμπεριφορές των ανθρώπων που χειρίστηκαν από θέσεις ευθύνης και ισχύος τις αποφάσεις κατά την περίοδο της κρίσης, δείχνουν με τον πιο ανάγλυφο τρόπο ότι, το να αναζητήσει κανείς τα πραγματικά αίτια αυτής της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν είναι ούτε εύκολο αλλά κυρίως δεν είναι κάτι μονοσήμαντο. Έχουν γραφτεί πολλά βιβλία, πολλά άρθρα, πολλές μελέτες πάνω στο θέμα της κρίσης. Τα γεγονότα είναι πλέον ευρύτερα γνωστά.



Σκοπός της παρούσας εργασίας, δεν είναι η ανασύνθεση των γεγονότων, αλλά η προσπάθεια σύνδεσης τους με την ανάγκη για ρυθμιστική παρέμβαση αφενός και αφετέρου η συνδυαστική αξιολόγηση των προτάσεων αυτών με το κατά πόσο τα προτεινόμενα μέτρα είναι προς τη σωστή κατεύθυνση.

Για την καλύτερη παρουσίαση των γεγονότων θα χρειαστεί να χωρίσουμε την ενότητα αυτή σε μικρές χρονικές-θεματικές υποενότητες. Έτσι θα γίνουν κατανοητά, όχι μόνο τα γεγονότα που οδήγησαν στην κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά θα αναδεικνύονται και τα αίτια της.

### **1.3.1. "Σπίτι για όλους"-Το αμερικανικό όνειρο της ιδιοκτησίας**

Για πολλούς αμερικανούς, η απόκτηση κατοικίας ήταν και είναι βασικό στοιχείο για την πραγματοποίηση του περίφημου "american dream"<sup>66</sup>. Την ίδια άποψη συμμεριζόταν όπως φαίνεται και η κυβέρνηση των ΗΠΑ, τόσο επί προεδρίας του Δημοκρατικού Bill Clinton όσο και του Ρεπουμπλικάνου George Bush Jr<sup>67</sup>. Άλλωστε και οι δύο ενίσχυσαν με τον πλέον προφανή τρόπο την αγορά κατοικίας και μάλιστα επέκτειναν την δυνατότητα χορήγησης δανείων σε άτομα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (δημιουργήθηκαν έτσι τα περίφημα subprime δάνεια). Τόσο με άμεσες ενέργειες, όσο και με έμμεσες, έδωσαν ώθηση στην αγορά κατοικίας, οδηγώντας στα ύψη τις τιμές των ακινήτων και ενισχύοντας την δημιουργία της φούσκας.

Είναι χαρακτηριστικό ότι επί προεδρίας Clinton ξεκίνησε η αλματώδης αύξηση της ιδιόκτητης κατοικίας. Ήδη από την προεκλογική του εκστρατεία ο υποψήφιος των δημοκρατικών είχε υποσχεθεί βοήθεια σε όσους δεν μπορούσαν να αποκτήσουν την δική τους κατοικία. Την ίδια τακτική συνέχισε και ο διάδοχος του Clinton στην προεδρία ο G. Bush Jr, δίνοντας ώθηση στις δαπάνες του κράτους και συνέχισε την ίδια πολιτική ενίσχυσης της ιδιοκατοίκησης. Άλλωστε το ίδιο δείχνουν και οι αριθμοί: το ποσοστό ιδιοκτησίας ανέβηκε ξαφνικά από κάτω του 64% σε άνω του 67% το χρονικό διάστημα 1993-2000, ενώ υπερέβη το 69% το 2004 για πρώτη φορά<sup>68</sup>.

Απότοκος της κρίσης του 1929 και της μεγάλης ύφεσης που την ακολούθησε είναι η δημιουργία της «*Home Owner's Loan Corporation*» (**HOLC**) και της «*Federal Housing Administration*» (**FHA**). Ο σκοπός της HOLC ήταν, να αγοράζει πτωχευμένα ενυπόθηκα δάνεια από τράπεζες και αποταμιευτικά ιδρύματα (thrifts) και να τα αναδιαρθρώνει σε νέα ενυπόθηκα δάνεια σταθερού επιτοκίου, με 20ετή περίοδο για την πλήρη εξόφλησή τους<sup>69</sup>. Θέλοντας να δελεάσει τους ιδιώτες δανειστές, η κυβέρνηση έβαλε στο παιχνίδι την FHA με την αρμοδιότητα του να αναλάβει τον κίνδυνο αθέτησης της πληρωμής, δηλαδή να παρέχει την ασφάλεια ότι θα αναλάβει την

<sup>66</sup> Βλέπε Norberg (2009) σελ. 5

<sup>67</sup> Χαρακτηριστική είναι η δήλωση του προέδρου Bush ενώπιον της HUD το 2002, που τόνιζε την ανάγκη της ενίσχυσης της ιδιοκτησίας. Βλέπε σε Rajan (2010) σελ 38.

<sup>68</sup> Πηγή: Norberg (2009) σελ. 24

<sup>69</sup> Το πλεονέκτημα των δανείων αυτών ήταν ότι οι κάτοχοί τους, εκμεταλλευόμενοι τη μακρά περίοδο αποπληρωμής και την πλήρη απόσβεση, δεν αντιμετώπιζαν το πρόβλημα της αναχρηματοδότησης τους.

εξόφληση του δανείου σε περίπτωση αθέτησης πληρωμής από τον οφειλέτη. Το 1936 η HOLC σταμάτησε τη λειτουργία της. Σαν εναλλακτική, δημιουργήθηκε η "*Federal National Mortgage Association*" (FNMA<sup>70</sup> -ή όπως είναι πλέον ευρύτερα γνωστή "**Fannie Mae**"). Το 1968 δημιουργήθηκε η "*Government National Mortgage Association*" (GNMA-ή "**Ginnie Mae**") η οποία προήλθε από τη διάσπαση της παλαιάς Fannie Mae σε δύο τμήματα, μέσω μίας διαδικασίας ημι-ιδιωτικοποίησής της<sup>71</sup>. Η νέα εταιρεία, συνέχισε να εκδίδει και να τιτλοποιεί ενυπόθηκα δάνεια. Το δεύτερο τμήμα της διάσπασης, η καινούργια Fannie Mae, ιδιωτικοποιήθηκε ώστε να μπορεί να εκδίδει ομόλογα αλλά και τιτλοποιημένες απαιτήσεις, προκειμένου να χρηματοδοτεί τα ενυπόθηκα δάνεια που θα εξακολουθούσε να χορηγεί. Επί της ουσίας όμως, η ιδιωτικοποίηση της Fannie Mae ποτέ δεν ήταν πλήρης δεδομένου ότι ποτέ δεν έχασε τα προνόμια που της είχαν δοθεί (στην προηγούμενη μορφή της) από το νόμο "*Federal National Mortgage Association Charter Act*" του 1954<sup>72</sup>. Λίγο μετά, το 1970, ακολούθησε η δημιουργία της "*Federal Home Loan Mortgage Corporation*" ("**Freddie Mac**") ώστε να συμβάλει στην τιτλοποίηση των ενυπόθηκων δανείων από τις αποταμιευτικές τράπεζες και παράλληλα να ανταγωνίζεται την Fannie Mae.

Τόσο η Fannie Mae όσο και η Freddie Mac, ήταν "κρατικά επιδοτούμενες εταιρείες" (*government sponsored enterprises-GSEs*). Είχαν ιδιώτες μετόχους, στους οποίους ανήκαν και τα κέρδη τους. Παρόλα αυτά, ενώ δεν ανήκαν στο αμερικανικό δημόσιο, ήταν επιφορτισμένες με δημόσια καθήκοντα (*public duties*), ενώ απολάμβαναν και κάποια προνόμια, με βασικότερο την δυνατότητα να αντλούν κεφάλαια από το Υπουργείο Οικονομικών μέσω γραμμής πίστωσης που διέθεταν, σε κόστος οριακά υψηλότερο από το αντίστοιχο του αμερικανικού δημοσίου<sup>73</sup>. Αυτό τους έδινε ένα ασύγκριτο πλεονέκτημα έναντι των λοιπών ανταγωνιστών τους που ήταν αναγκασμένοι να αναζητούν χρηματοδότηση από τις αγορές, με το ανάλογο κόστος και ρίσκο.

Τέλος το 1992, ψηφίστηκε από το Κογκρέσο η "*Federal Housing Enterprise Safety and Soundness Act*", η οποία μεταξύ άλλων είχε σαν στόχο τη ενίσχυση της αγοράς κατοικίας (ιδιοκατοίκηση). Για το σκοπό αυτό δημιούργησε το "*Department of Housing and Urban Development*" (**HUD**), με αρμοδιότητες, μεταξύ άλλων και την γενικότερη εποπτεία επί της στεγαστικής αγοράς αλλά και την ενίσχυσή της. Παράλληλα είχε και το καθήκον της εποπτείας των εμπλεκόμενων σε αυτήν οργανισμών. Προφανώς, το ελλιπές σε εμπειρία εποπτείας

---

<sup>70</sup> Η αρμοδιότητα της FNMA ήταν να αγοράζει ασφαλισμένα ενυπόθηκα δάνεια, από την FHA, τα οποία στη συνέχεια χρηματοδοτούσε εκδίδοντας μακροπρόθεσμα ομόλογα. Σε αντίθεση με τις τράπεζες και τα αποταμιευτικά ιδρύματα η FNMA είχε πιο μακροχρόνια, σταθερού επιτοκίου, χρηματοδότηση και δεν έφερε τον ίδιο κίνδυνο επιτοκίου.

<sup>71</sup> Σκοπός αυτής της ιδιωτικοποίησης ήταν να απομακρυνθεί η δραστηριότητα της Fannie Mae από τον προϋπολογισμό και τον ισολογισμό της Κυβέρνησης.

<sup>72</sup> Με βάση τις διατάξεις του νόμου αυτού η Fannie Mae απολάμβανε μία σειρά φοροαπαλλαγών πλην του φόρου περιουσίας, ενώ ταυτόχρονα της άνοιγε το δρόμο για την παρουσία της στις δραστηριότητες της δευτερογενούς αγοράς.

<sup>73</sup> Βλέπε και Acharya et al. (2011)

χρηματοπιστωτικών οργανισμών, γραφείο της HUD δεν κατόρθωσε ποτέ να ελέγξει την αγορά κατοικίας και τους φορείς που δραστηριοποιούνταν σε αυτή<sup>74</sup>.

### **1.3.2. Εύκολο χρήμα και " the Greenspan put"**

Όπως είδαμε προηγουμένως, η πολιτική βούληση για την ανάπτυξη της αγοράς κατοικίας υπήρξε έντονη και ενισχύθηκε σταδιακά με σημαντικές ενέργειες. Παράλληλα, είχαν δημιουργηθεί και οι κατάλληλες μακροοικονομικές προϋποθέσεις που τροφοδοτούσαν με άπλετο φθηνό χρήμα αυτή την κατάσταση.

Ο Allan Greenspan διορίστηκε πρόεδρος της Federal Reserve (**FED**), το 1987, και λίγους μήνες αφότου είχε αναλάβει την προεδρία, στην πρώτη του μεγάλη δοκιμασία<sup>75</sup>, «εμπνεύστηκε» μία κίνηση που έμελε να χαρακτηρίσει μία ολόκληρη νομισματική πολιτική. Στις 19 Οκτωβρίου του 1987, μετά από την εμφάνιση μίας κρίσης στις αγορές, μείωσε αρκετά το βασικό επιτόκιο της FED τροφοδοτώντας με άφθονο χρήμα την αγορά η οποία και ανέκαμψε πολύ γρήγορα. Ο Greenspan χρησιμοποίησε το ίδιο «όπλο» όποτε παρουσιάστηκε εκ νέου ανάγκη<sup>76</sup> και η νέα ανάγκη δεν άργησε να έρθει. Μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ και το συνακόλουθο πτωτικό κλίμα των αγορών, η FED μείωσε ξανά το βασικό της επιτόκιο δανεισμού<sup>77</sup>. Παρά το γεγονός ότι μόλις δύο μήνες μετά το τρομοκρατικό χτύπημα το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης βρισκόταν σε νέο υψηλό και η οικονομία της έδειχνε σημάδια ανάπτυξης, η FED φοβήθηκε να μειώσει το επιτόκιο μη επιθυμώντας να διακοπεί η ανάπτυξη αυτή. Έτσι τον Ιούνιο του 2003 το βασικό επιτόκιο δανεισμού μειώθηκε εκ νέου στο 1%. Με τέτοια ροή χρήματος στην οικονομία ο τραπεζικός δανεισμός έγινε ευκολότερος και συνακόλουθα ενισχύθηκε η πιστωτική εξάπλωση στις ΗΠΑ και κατ' επέκταση παγκόσμια. Μόλις το 2004 το επιτόκιο ανήλθε στο 1.25%, ενώ απαιτήθηκαν δύο ακόμα χρόνια προκειμένου αυτό να ανέλθει στο 5%. Τα χαμηλά επιτόκια αποτέλεσαν θείο δώρο για τους δανειολήπτες που σε συνδυασμό με την προρρηθείσα ενίσχυση της ιδιοκατοίκησης<sup>78</sup> οδήγησαν περεταίρω στην αύξηση της τιμής των διαθέσιμων κατοικιών (λόγω της προφανούς αύξησης της ζήτησης για σπίτια από όλο και περισσότερους πολίτες) αλλά και στην γενικότερη φούσκα της ακίνητης περιουσίας. Εν κατακλείδι, η στάση της FED, ενίσχυσε την φούσκα των ακινήτων με δύο τρόπους: α) υπό το φόβο της ύφεσης μετά τη κρίση του 2001 και των εταιρειών dot.com διατήρησε πολύ χαμηλά το βασικό επιτόκιο δανεισμού, διατρανώνοντας σε κάθε ευκαιρία ότι το επιτόκιο θα παραμείνει χαμηλό «για καιρό ακόμα» ενισχύοντας έτσι την πολιτική του βραχυπρόθεσμου δανεισμού και β) διαβεβαίωσε τους τραπεζίτες ότι θα μπορούσαν να «ποντάρουν»

<sup>74</sup> Βλέπε και Rajan (2010) σελ. 35

<sup>75</sup> Ήταν η περίφημη «Black Monday», μέρα κατά την οποία το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έπεσε κατά 23% ξεσπώντας μία μικρή κρίση.

<sup>76</sup> Για περισσότερη ανάλυση βλέπε και Norberg (2009) σελ. 2 επ.

<sup>77</sup> Ενδεικτικά στην αρχή του 2001 οι τράπεζες δανείζονταν με 6.25% ενώ στο τέλος του έτους το επιτόκιο αυτό είχε μειωθεί στο 1.75%.

<sup>78</sup> Βλέπε ανωτέρω υπό 1.3.1

ελεύθερα χωρίς να παρεμβαίνει στα κέρδη τους, ενώ αν τα πράγματα δεν εξελίσσονταν ομαλά η FED θα παρενέβαινε για «να μαζέψει τα σπασμένα», δηλαδή να περιορίσει τις συνέπειες μέσω της πολιτικής του φθηνού χρήματος (the Greenspan put).

### **1.3.3 Τα «όπλα μαζικής καταστροφής» και η καινοτομία της τιτλοποίησης απαιτήσεων**

Στην επιστήμη της χρηματοοικονομικής η καινοτομία στην δημιουργία νέων προϊόντων είναι πολύ σημαντική. Στο πνεύμα αυτό η αμερικανική τραπεζική βιομηχανία ανταποκρίθηκε επάξια. Η δημιουργικότητα εμφανίστηκε στην αρχή με την διαδικασία της «τιτλοποίησης<sup>79</sup>». Με τον όρο *τιτλοποίηση*, αναφερόμαστε γενικά στη διαδικασία μέσω της οποίας καταναλωτικά, επιχειρηματικά, στεγαστικά και άλλα είδη δανείων, ομαδοποιούνται όλα μαζί (σαν σε μία φανταστική δεξαμενή) και έναντι όλων αυτών των δανείων εκδίδονται στην κεφαλαιαγορά χρεόγραφα, υποστηριζόμενα από αυτά τα ομαδοποιημένα δάνεια. Όπως προαναφέρθηκε, οι αποδόσεις των χρεογράφων αυτών εξαρτώνται από την αποπληρωμή των δανείων που έχουν συγκεντρωθεί και από τα οποία εξαρτώνται<sup>80</sup>. Η μεγάλη σημασία της τιτλοποίησης έγκειται στο ότι επιτρέπει στις τράπεζες να μετατρέπουν τα δάνεια που έχουν χορηγήσει σε ρευστό, το οποίο και χρησιμοποιείται για την περαιτέρω χορήγηση νέων δανείων, χωρίς να χρειάζεται να περιμένουν έως την ημερομηνία αποπληρωμής τους που σε πολλές περιπτώσεις ήταν πολλά χρόνια αργότερα.

Τα παράγωγα της τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανείων είναι τα λεγόμενα “*mortgage-backed securities*” (MBS), τα οποία είναι ένα είδος ομολόγου προερχόμενα από μία «δεξαμενή» ενυπόθηκων δανείων που η τράπεζα (η εκδίδουσα το ομόλογο) τα έχει συγκεντρώσει από όλη την επικράτεια. Με τον τρόπο αυτό το ρίσκο μη αποπληρωμής του ενυπόθηκου δανειστή διαμοιράζεται σε πολλούς επενδυτές και συνακόλουθα μειώνεται. Η καινοτομία του προϊόντος έγκειται στο ότι τα ομόλογα αυτά διαβαθμίζονται ανάλογα με τον κίνδυνο αθέτησης της πληρωμής που φέρουν. Ο κίνδυνος έγκειται στην πιθανότητα πτώχευσης του αρχικού ενυπόθηκου δανειστή και άρα στη μη αποπληρωμή του αρχικού δανείου, η δόση αποπληρωμής του οποίου κατευθύνεται πλέον προς τον κάτοχο του ομολόγου. Τα ομόλογα αυτά ονομάζονται «*tranches*» ή «*τμήματα*». Όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία που φέρει το «*τμήμα*» τόσο πιο εξασφαλισμένη είναι η αποπληρωμή του κουπονιού του ομολόγου, δεδομένου ότι η ροή των πληρωμών των ενυπόθηκων δανειστών κατευθύνεται πρώτα προς τους υψηλότερα εξασφαλισμένους ομολογιούχους και στη συνέχεια αποπληρώνονται εκείνοι με την χαμηλότερη εξασφάλιση. Το αντάλλαγμα για την υψηλότερη εγγύηση πληρωμής είναι η χαμηλή απόδοση του «*τμήματος*» του ομολόγου. Στον αντίποδα, οι επενδυτές που αναζητούν υψηλότερη απόδοση αναλαμβάνουν και υψηλότερο ρίσκο αγοράζοντας χαμηλότερης εξασφάλισης «*τμήματα*» του ομολόγου. Βασικότερος παράγοντας που εγγυάται την ομαλή λειτουργία του συστήματος αυτού

<sup>79</sup> Επειδή η αναλυτική παρουσίαση της διαδικασίας αυτής δεν είναι δυνατόν να παρουσιασθεί στο πλαίσιο της παρούσας, θα γίνει μόνο μία συνοπτική αναφορά σε αυτήν. Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Norberg (2009) σελ. 47, Mishkin (2007) καθώς και την εκτενή αρθρογραφία: Λέκκας (2010), Λιάπης (2006), Κουλουριάνος (2006).

<sup>80</sup> Βλέπε και Acharya et al. (2011) σελ. 469

εξυπακούεται ότι είναι η αποπληρωμή των αρχικών ενυπόθηκων δανείων από τους δανειολήπτες, τα δάνεια των οποίων έχουν αποτελέσει την αρχική δεξαμενή από την οποία τροφοδοτείται το σύστημα αυτό.

Συνοψίζοντας, αυτοί που κατέχουν τα «τμήματα» εκείνα που φέρουν την υψηλότερη αξιολόγηση (Aaa) είναι οι τελευταίοι που θα πληγούν από μία ενδεχόμενη στάση πληρωμών των αρχικών ενυπόθηκων δανειοληπτών και σε αντιστάθμισμα λαμβάνουν χαμηλότερη απόδοση. Αντίθετα, όσοι λαμβάνουν «τμήματα» που φέρουν χαμηλή αξιολόγηση (B ή C) είναι εκείνοι που θα απολέσουν πρώτοι την επένδυσή τους, σε μία ενδεχόμενη στάση πληρωμών, αλλά ανταμείβονται για τον κίνδυνο αυτό με υψηλότερη απόδοση.

Πρώτη άνοιξε τον χορό των τιτλοποιήσεων η Ginnie Mae τον Φεβρουάριο του 1970 και λίγο αργότερα την ακολούθησαν οι παραδοσιακές δυνάμεις της ενυπόθηκης πίστης Fannie Mae και Freddie Mac. Η πρακτική αυτή, που χρησιμοποιήθηκε κατά κόρον κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 2000-2009, συνέβαλε τα μέγιστα στη κρίση αφού είχε σαν αποτέλεσμα οι τράπεζες να τιτλοποιούν διαρκώς τα δάνεια που αποκτούσαν ή χορηγούσαν<sup>81</sup>. Ειδικότερα, τα στεγαστικά δάνεια αποδείχθηκαν μία ιδιαίτερα επικερδής βιομηχανία. Επειδή όμως η επιθυμία των επενδυτών ήταν ακόρεστη, η καινοτομία προέβη ένα βήμα παραπέρα, στην δημιουργία των “*Collateralized Debt Obligations*” (CDO). Τα προϊόντα αυτά αποτελούνταν από τμήματα από MBS, συνήθως μεσαίας διαβάθμισης, τα οποία ομαδοποιούνταν εκ νέου σε νέα χρεόγραφα. Τα νέα χρεόγραφα που προέκυπταν διαιρούνταν και αυτά με τη σειρά τους σε «τμήματα» διαφορετικής αξιολόγησης προσφέροντας ποικιλία ρίσκου στους επενδυτές. Τα τμήματα αυτά με τη σειρά τους ομαδοποιούνταν περαιτέρω μαζί με άλλα τμήματα και σχημάτιζαν τα «CDO squared» (CDO<sup>2</sup>) ή εφαρμόζοντας εκ νέου την ίδια διαδικασία παράγονταν από τμήματα των CDO squared τα «CDO cubed» (CDO<sup>3</sup>). Αξιοσημείωτο είναι ότι το 75% των τμημάτων αυτών, αν και αποτελούνταν από τμήματα που είχαν αξιολογηθεί με BBB ή BBB-, και ήταν τμήματα του αρχικού CDO, λάμβαναν την υψηλότερη αξιολόγηση (AAA) απλώς και μόνο επειδή συνοδεύονταν από ασφάλιση μιας μεγάλης ασφαλιστικής εταιρείας<sup>82</sup>.

Οι τράπεζες, εκμεταλλευόμενες το νομοθετικό κενό που παρουσιάστηκε από τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία 1), έσπευσαν να απομακρύνουν από τον ισολογισμό τους τις τιτλοποιημένες δομές τους. Για το λόγο αυτό δημιούργησαν τις λεγόμενες «εταιρείες ειδικού σκοπού» (structured investment vehicles/conduits) προκειμένου να μεταφέρουν σε αυτές τα τιτλοποιημένα δάνεια. Ο ρόλος των τραπεζών πλέον περιοριζόταν μόνο στην παροχή εγγυήσεων πως θα αναλάμβαναν το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών αυτών στην περίπτωση που αυτές αδυνατούσαν να χρηματοδοτηθούν από την αγορά. Στους καιρούς όμως της οικονομικής ευφορίας η χρηματοδότηση των εταιρειών αυτών ήταν εύκολη υπόθεση. Τα πράγματα δυσκόλεψαν όταν η

<sup>81</sup> Η επενδυτική τράπεζα Merrill Lynch το 2002 ξεκίνησε για πρώτη φορά την παραγωγή των CDO. Τέσσερα χρόνια αργότερα παρήγαγε περισσότερα από κάθε ανταγωνιστή της.

<sup>82</sup> Βλέπε Norberg (2009)

ρευστότητα στην αγορά άρχισε να εκλείπει και οι τράπεζες υποχρεώθηκαν να εγγυηθούν, τις ζημιογόνες πλέον εταιρείες τους, υπό το φόβο μετάδοσης της κρίσης που μόλις είχε ξεσπάσει.

#### **1.3.4 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης**

Τα νέα εξωτικά προϊόντα επενδύσεων που παράγονταν αφειδώς ήταν έτοιμα και περίμεναν τους νέους αγοραστές τους. Πως όμως οι αγοραστές θα αξιολογούσαν σωστά την αξία αυτών των προϊόντων; Τη λύση στο πρόβλημα έδωσαν οι διεθνούς φήμης οίκοι αξιολόγησης: Standard & Poor's, Moody's και Fitch. Με την αμεροληψία τους και την εμπειρία τους επιδοκίμαζαν ή αποδοκίμαζαν τα διάφορα επενδυτικά προϊόντα και συνακόλουθα διαμόρφωναν την επενδυτική κίνηση.

Οι οίκοι αυτοί είχαν έσοδα από τις αξιολογήσεις που προσέφεραν. Οι εταιρείες τα χρεόγραφα και οι ομολογίες των οποίων ετοιμάζονταν για έκδοση προς το επενδυτικό κοινό, ανέθεταν επί πληρωμή στους οίκους αυτούς την αξιολόγηση τους. Το ίδιο συνέβαινε και με τις τράπεζες που έθεταν στο επενδυτικό κοινό τα MBS αφού πρώτα τα αξιολογούσαν οι οίκοι αυτοί. Εύλογα λοιπόν γεννήθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αυτών για την προσέλκυση πελατείας<sup>83</sup> και συνακόλουθα για περισσότερες αξιολογήσεις που αυτόματα μεταφράζονταν σε περισσότερα κέρδη. Οι οίκοι αξιολόγησης είχαν πλέον μετατραπεί σε μία άκρως επικερδή βιομηχανία αξιολογήσεων χωρίς να εμβαθύνουν σε βάθος και χωρίς να αξιολογούν την ποιότητα των δανείων που έφεραν για εγγύηση τα νέα επενδυτικά προϊόντα. Άλλωστε, ήταν οι ίδιοι οίκοι που μία ημέρα πριν από την κατάρρευση του επενδυτικού κολοσσού Lehman Brothers βαθμολογούσαν τα επενδυτικά προϊόντα της με την υψηλότερη δυνατή βαθμολογία<sup>84</sup>.

#### **1.3.5 Το «σκιώδες τραπεζικό σύστημα»**

Τα χρόνια της πιστωτικής επέκτασης σχηματίστηκε στις ΗΠΑ το λεγόμενο *shadow banking system* ή «σκιώδες τραπεζικό σύστημα». Για να δώσουμε την έννοια του shadow banking system θα χρησιμοποιήσουμε τον ορισμό του Viral Acharya: «το σκιώδες τραπεζικό σύστημα είναι ένα σύστημα αποτελούμενο από εκείνους τους χρηματοπιστωτικούς φορείς που μοιάζουν με τράπεζες, δανείζονται βραχυπρόθεσμα από αγορές επανεπένδυσης χρέους, δρουν με μεγάλη μόχλευση, δανείζουν και

<sup>83</sup> Ένα πολύ χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το παράδειγμα της ολλανδικής τράπεζας ABN-AMRO, η οποία τον Αύγουστο του 2006 εφηύρε ένα νέο επενδυτικό προϊόν. Ήταν το «*constant-proportion debt obligation*» ή CPDO. Η Moody's της Ευρώπης το βαθμολόγησε με την υψηλότερη δυνατή βαθμολογία, οι επενδυτές το αγόρασαν με φρενήρεις ρυθμούς και έτσι η Moody's αποκόμισε τα υψηλότερα έσοδα που της είχε αποφέρει ποτέ η αξιολόγηση από ένα και μόνο επενδυτικό προϊόν. Στην πορεία αποδείχτηκε ότι το λογισμικό αξιολόγησης είχε ένα σφάλμα, από αυτά που συνηθίζονται σε προγράμματα λογισμικού, που όμως άλλαζε τελείως την αξιολόγηση του CPDO. Η Moody's, κατά την επιδιόρθωση του προγράμματος, φρόντισε να τροποποιήσει κατά τέτοιο τρόπο τις παραμέτρους, ώστε το επενδυτικό προϊόν να εξακολουθήσει να έχει την ίδια υψηλή βαθμολογία που είχε και πριν την ανακάλυψη του σφάλματος στο λογισμικό. Την ίδια υψηλή βαθμολογία έδωσε στο προϊόν αυτό και η Standard & Poor's. Αντίθετα, όταν η Fitch εξέφρασε αμφιβολίες για την ποιότητα των CPDOs και τη δυνατότητά τους να αξιολογηθούν με τέτοια υψηλή βαθμολογία πλήρωσε τις συνέπειες. Ούτε μία τράπεζα δεν την εμπιστεύτηκε για να αξιολογήσει τα δικά της CPDOs.

<sup>84</sup> Για μία εκτενέστερη παρουσίαση των Οίκων Αξιολόγησης βλέπε σε Μαστρομανώλη (2013).

επενδύουν σε μακροπρόθεσμα και μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία»<sup>85</sup>. Η έννοια του shadow banking είναι πολύ πρόσφατη<sup>86</sup>, σχεδόν νηπιακή. Παρόλα αυτά η ύπαρξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος μπορεί να πάει πίσω μέχρι τη δεκαετία του 1970.

Το κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα του συστήματος αυτού είναι το τιτλοποιημένο χρέος ή απλό χρέος, που όμως είναι εξασφαλισμένο με υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία. Το μεγαλύτερο μέρος του τιτλοποιημένου χρέους αποτελείται από «συμβάσεις επαναγοράς» (**repurchase agreements** ή **repos**). Οι συμβάσεις αυτές είναι βραχυπρόθεσμες συναλλαγές μεταξύ δύο συμβαλλομένων μερών στις οποίες το ένα μέρος δανείζεται ρευστό από το άλλο, τοποθετώντας σαν εγγύηση/εξασφάλιση χρεόγραφα (χρηματοπιστωτικούς τίτλους). Η ραγδαία ανάπτυξη της αγοράς των repos και η χρήση της σαν εργαλείο βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (συνήθως με διάρκεια μίας νύχτας) για επενδύσεις σε λιγότερο ρευστοποιήσιμα προϊόντα, οδήγησε σε μία παράπλευρη αγορά, αρρυθμιστη σε σχέση με την τραπεζική, που έφθασε το 2009 να αποτιμάται στα 12 τρις δολάρια!

Ένα άλλο χαρακτηριστικό γνώρισμα του συστήματος είναι η παρουσία των “*Money Market Funds*”. Πρόκειται για φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, όπου κύρια αρμοδιότητά τους είναι να διαχειρίζονται κεφάλαια για λογαριασμό των επενδυτών τους, οι οποίοι επιθυμούν να επενδύουν σε χαμηλού ρίσκου χρεόγραφα ενώ ταυτόχρονα θα έχουν την ικανότητα να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους ανά πάσα στιγμή κατόπιν σύντομης προειδοποίησης. Κύριος σκοπός τους είναι η διατήρηση του αρχικού κεφαλαίου του ενεργητικού τους. Για να το επιτύχουν αυτό επενδύουν σε συγκεκριμένα προϊόντα (ομόλογα του δημοσίου, commercial papers, certificates of deposit). Όπως γίνεται αντιληπτό, πρόκειται για μία δραστηριότητα που ομοιάζει πολύ με την αποδοχή καταθέσεων από τις τράπεζες, άρα οι φορείς αυτοί δρουν ανταγωνιστικά προς το παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα<sup>87</sup>. Για το λόγο αυτό τα money market funds δεν καλύπτονται από το προστατευτικό δίκτυο ασφαλείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και δεν ισχύει το καθεστώς της εγγύησης καταθέσεων που απολαμβάνουν οι καταθέτες των τραπεζών (depository institutions). Η ανάπτυξη του τομέα αυτού ευνοήθηκε ιδιαίτερα και το 2007 η συνολική του αξία του υπολογιζόταν σε περίπου 4 τρις δολάρια.

Οφείλουμε εδώ να σημειώσουμε, ότι η ανάπτυξη των money market funds πίεσε ιδιαίτερα τις παραδοσιακές τράπεζες, οι οποίες άρχισαν να βλέπουν με κακό μάτι την ύπαρξη αυτών των ανταγωνιστών τους. Μη μπορώντας να συμμετάσχουν στις απαγορευμένες για αυτές επενδυτικές υπηρεσίες (νομοθεσία Glass-Steagall Act) δεν μπορούσαν να καρπωθούν τα έσοδα που προέκυπταν από αυτές τις υπηρεσίες, έβλεπαν πλέον άλλη μία απώλεια για τα έσοδά τους. Πολλές παραδοσιακές επιχειρήσεις που στηρίζονταν στην τραπεζική λειτουργία εγκατέλειπαν πλέον την παραδοσιακή χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων και στρέφονταν σε άλλου είδους χρηματοδοτήσεις<sup>88</sup>.

<sup>85</sup> Βλέπε Acharya et al. σελ. 319 επ.

<sup>86</sup> Επινοήθηκε μόλις το Σεπτέμβριο του 2007 από τον Paul McCulley, διευθύνοντα σύμβουλο της Pimco.

<sup>87</sup> Στις ΗΠΑ οι φορείς που δέχονται καταθέσεις ονομάζονται «*depository institutions*» (καταθετικά ιδρύματα) σε αντίθεση με τον ευρωπαϊκό τίτλο τους που είναι «*credit institutions*» (πιστωτικά ιδρύματα).

<sup>88</sup> Βλέπε και Macey (1993)

### **1.3.6 Η καταγίδα ξεσπά - η πτώχευση της Lehman Brothers**<sup>89</sup>

Ο επόμενος κρίκος στην αλυσίδα της κρίσης, τουλάχιστον χρονικά, είναι η ημερομηνία σταθμός της 15<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου του 2008. Στη μία η ώρα περίπου τα ξημερώματα αυτής, ο ηλικίας 158 ετών χρηματοπιστωτικός κολοσσός κατέθεσε αίτηση πτώχευσης στο δικαστήριο της Νέας Υόρκης. Με την κατάθεση της αίτησης αυτής ξεκίνησε ένα ντόμινο αρνητικών εξελίξεων το οποίο επιβάρυνε ακόμα περισσότερο το κλίμα καχυποψίας που ήδη επικρατούσε στην αγορά. Επέτεινε την ανησυχία σχετικά με την οικονομική κατάσταση των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών με αποτέλεσμα να παγώσει η διατραπεζική αγορά και πολλές επιχειρήσεις να αδυνατούν να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους. Κυρίως όμως, εξέθεσε πολλούς φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης (κυρίως money market funds) επειδή ήταν από τους μεγαλύτερους εκδότες των commercial papers<sup>90</sup>. Πολλές επιχειρήσεις, που είχαν στα χέρια τους τέτοια χρεόγραφα της Lehman Brothers, ξαφνικά δεν είχαν καμία αξία και ήταν αναγκασμένες να καταγράψουν ζημίες και να πρέπει να αναζητήσουν νέους τρόπους δανεισμού σε μία «στεγνή» αγορά.

Η πτώχευση της Lehman ήταν αναμφίβολα η ηχηρότερη από τις κανονικές ενός συστήματος που δοκιμαζόταν σκληρά. Δεν ήταν η μόνη όμως. Στις αρχές του 2007, η κατάσταση είχε αρχίσει να διαγράφεται δυσόιανη. Η αύξηση των επιτοκίων της FED είχε οδηγήσει πάρα πολλούς δανειολήπτες σε αφερεγγυότητα. Πολλοί εξ' αυτών ήταν χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας που υπό άλλες συνθήκες δεν θα έπαιρναν δάνειο. Η χαλαρή όμως πολιτική που ακολουθείτο από τις τράπεζες σε συνδυασμό με την πολιτική φθηνού χρήματος από τη FED, είχε οδηγήσει σε άμβλυνση των κριτηρίων χορήγησης δανείων. Σαν αποτέλεσμα, πάρα πολλοί δανειολήπτες είχαν δάνεια χαμηλής ποιότητας που δεν πληρούσαν τις προϋποθέσεις χορήγησής τους (subprime δάνεια). Μη μπορώντας να συνεχίσουν τις αποπληρωμές των στεγαστικών δανείων τους μετά την μεταβολή των επιτοκίων και τη συνακόλουθη αναπροσαρμογή των δικών τους κυμαινόμενων επιτοκίων, είχαν αρχίσει να εγκαταλείπουν τις κατοικίες τους και να μην ζητούν νέα δάνεια. Όλο αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την κάμψη της ζήτησης για ακίνητα και την συνακόλουθη πτώση των τιμών των ακινήτων για πρώτη φορά μετά από χρόνια. Η αδυναμία πληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων των δανειοληπτών είχε σαν συνέπεια την κατάρρευση του θεσμού της τιτλοποίησης των δανείων. Τούτο συνέβη διότι, όπως τονίσαμε και παραπάνω, ο μηχανισμός αυτός δουλεύει σωστά μόνον όταν υπάρχει ροή χρήματος, δηλαδή όταν ο δανειολήπτης πληρώνει τακτικά τις δόσεις του δανείου του. Η αδυναμία πληρωμής οδηγούσε σε παύση πληρωμών με αποτέλεσμα τα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης τμήματα των MBS και των CDOs να εξανεμιστούν πρώτα, αφού ήταν τα πλέον επικίνδυνα. Ήταν τόσο γενικευμένη η πτώση των τιμών των ακινήτων ώστε το πλεονέκτημα της τιτλοποίησης, δηλαδή η

---

<sup>89</sup> Για μία συνολική εικόνα των γεγονότων που προηγήθηκαν της πτώχευσης αλλά και των όσων επακολούθησαν αυτής είναι χρήσιμη η παραπομπή στους Acharya et al. (2011), Norberg (2009), και Rajan (2010).

<sup>90</sup> Πρόκειται για ένα είδος χρεογράφου, βραχυπρόθεσμης διάρκειας, που φέρει επιτόκιο και συνήθως εκδίδεται από μεγάλες επιχειρήσεις και από τράπεζες.



διασπορά του κινδύνου μέσω της ομαδοποίησης του και τους διανομής του σε πολλούς (originate and distribute model), εξανεμίστηκε.

Το πρώτο «κουδούνι» χτύπησε το καλοκαίρι του 2007. Στις 24 του Ιουλίου, σε μία τηλεφωνική συνδιάσκεψη μεταξύ των κορυφαίων της Wall Street, ο Angelo Mozilo, διευθύνων σύμβουλος της Countrywide, ενός γίγαντα των ενυπόθηκων δανείων, προσπαθούσε να εξηγήσει στους συνομιλητές του γιατί τα κέρδη της εταιρείας του είχαν μειωθεί κατά 1/3 το δεύτερο τετράμηνο του έτους. Κατόπιν πολλών πιέσεων και ερωτήσεων από τους συνομιλητές του, ο Mozilo παραδέχτηκε ότι υπήρχε μία μεγάλη ύφεση στην οικονομία, τόσο μεγάλη μάλιστα που αντάξιά της ήταν μόνο η *Μεγάλη Ύφεση* του 1930. Την αμέσως επόμενη μέρα, η τιμή της μετοχής της Countrywide απώλεσε το 11% της αξίας της. Η εταιρεία πλέον αδυνατούσε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνειά της καθώς οι επενδυτές είχαν χάσει την εμπιστοσύνη τους προς τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Η Countrywide παρέμεινε φυτοζωούσα ως το τέλος του έτους, μέχρι που στις αρχές του 2008 εξαγοράστηκε από την Bank of America.

Μία εβδομάδα αργότερα, δύο hedge funds της Bear Stearns κατέρρευσαν. Η αξία τους ήταν περίπου στα 40 δις δολάρια και είχαν τοποθετηθεί σε μεγάλα στοιχήματα στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων και ειδικότερα στα subprime. Τώρα που η αγορά ακινήτων είχε αρχίσει να υποχωρεί και οι δανειολήπτες να αθετούν τις πληρωμές τους οι απώλειες και οι ζημιές ήταν τεράστιες. Τα κέρδη της Bear Stearns στο τρίτο τετράμηνο επρόκειτο να μειωθούν κατά 61%. Σαν να μην έφθανε η αναστάτωση αυτή, στις 16 Αυγούστου η Moody's υποβάθμισε την αξία 691 MBS μέσα σε μία μέρα, αναθεωρώντας τις εκτιμήσεις της για την αξία των ακινήτων που αποτελούσαν την υποκείμενη αξία που εξασφάλιζε τα χρεόγραφα αυτά. Η επίσημη αιτιολογία για την υποβάθμιση αυτή ήταν «*dramatically poor overall performance*» (εξαιρετικά φτωχή συνολική απόδοση). Το ποσοστό των δανειοληπτών που δεν αποπλήρωναν τις υποχρεώσεις τους ήταν διαρκώς αυξανόμενο και περίπου 10 εταιρείες χρηματοδότησης ενυπόθηκτης πίστης «έπεφταν στα βράχια» κάθε βδομάδα. Μαζί με αυτές, άρχισαν να καταρρέουν και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είχαν σαν μοντέλο λειτουργίας τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, προκειμένου να χρηματοδοτούν τις συναλλαγές τους σε χρεόγραφα. Ουδείς πλέον ενδιαφερόταν να τους αναχρηματοδοτήσει τον δανεισμό τους.

Ταυτόχρονα, είχε ξεκινήσει και ένας *τραπεζικός πανικός (bank run)*. Όχι βέβαια με την κυριολεκτική σημασία της λέξης, γιατί αφορούσε το shadow banking system και τους φορείς που αυτό περιελάμβανε και όχι τις κλασικές καταθετικές τράπεζες. Οι επενδυτές ζητούσαν πίσω τα κεφάλαιά που είχαν επενδύσει σε αυτά επειδή ακριβώς δεν γνώριζαν σε τι βαθμό οι διαχειριστές τους είχαν εκτεθεί σε επικίνδυνα προϊόντα. Ο εξαιρετικά βραχυπρόθεσμος δανεισμός των φορέων αυτών<sup>91</sup> σε συνάρτηση με την καχυποψία των επενδυτών οδήγησε σε μεγάλη απώλεια της ρευστότητας τους. Την ίδια στιγμή, οι τράπεζες αναγκάζονταν να χρηματοδοτούν τις εταιρείες ειδικού σκοπού που είχαν οι ίδιες ιδρύσει, για να διαχειρίζονται τα τιτλοποιημένα προϊόντα τους, απομακρύνοντας τα με τον

---

<sup>91</sup> Επρόκειτο για μεγάλα ποσά τα οποία είχαν εξαιρετικά σύντομη περίοδο λήξης. Μπορούσαν να είναι από 24 ώρες έως το πολύ 10 μήνες.

τρόπο αυτό από τον ισολογισμό τους, επειδή ακριβώς οι επενδυτές ήταν απρόθυμοι να τα χρηματοδοτήσουν οι ίδιοι<sup>92</sup>. Στις 9 Αυγούστου, η γαλλική τράπεζα BNP Paribas, αρνήθηκε να αναλάβει τη χρηματοδότηση τριών SIVs στα οποία είχε σημειωθεί bank run, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν σε πτώχευση. Τα SIVs αυτά χρηματοδοτούνταν βραχυπρόθεσμα μέσω των λεγόμενων *Asset Backed Commercial Papers (ABCP)* τα οποία είχαν χάσει την υποκείμενη περιουσιακή αξία τους, με αποτέλεσμα να μην μπορούν διαπραγματεύονται και οι συναλλαγές με αυτά να καταστούν αδύνατες. Σαν αποτέλεσμα, η BNP αρνήθηκε να επαναγοράσει τα χρεόγραφα και να αποκαταστήσει την χρηματοδότηση τους, και ταυτόχρονα επέτεινε το αίσθημα ανασφάλειας μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, για το κατά πόσο ο αντισυμβαλλόμενός τους είναι φερέγγυος αφενός και αφετέρου για τον βαθμό της έκθεσής του σε υψηλού ρίσκου κερδοσκοπικά προϊόντα<sup>93</sup>. Χρειάστηκε η άμεση κατασβεστική επέμβαση των κεντρικών τραπεζών για να αποκατασταθεί ως ένα σημείο η ρευστότητα του συστήματος, μέσω της κυκλοφορίας τεράστιων ποσοτήτων χρήματος. Όλοι συμφωνούν όμως, ότι παρότι η πτώχευση των δύο hedge funds της Bear Stearns ήταν η εκκίνηση της πρώτης φάσης της κρίσης, το πλέον σημαντικό γεγονός ήταν η απόφαση της BNP Paribas να μην επαναγοράσει τα χρεόγραφα που είχε σαν εξασφάλιση από τα τρία SIVs<sup>94</sup>. Το χρονικό αυτό σημείο χαρακτηρίζεται ως το σημείο καμπής, από το οποίο γενικεύθηκε η αμφιβολία σχετικά με τη φερεγγυότητα του αντισυμβαλλόμενου, πράγμα που οδήγησε στην κατάψυξη της αγοράς βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων συνολικά. Την ίδια περίοδο περίοδο, η άλλη μεγάλη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ η Merrill Lynch αναγκαζόταν να διαγράψει από τον ισολογισμό της πολλά ομόλογα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να έχει ζημιές της τάξεως των 100 εκατ. δολαρίων τη μέρα<sup>95</sup>.

Το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους η κρίση χτύπησε το Ηνωμένο Βασίλειο. Το θύμα αυτή τη φορά ήταν η τράπεζα Northern Rock, όπου έχοντας ακολουθήσει μία εξαιρετικά επιθετική πολιτική είχε εξελιχθεί σε μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στεγαστικής πίστης. Με τα έσοδά της από το μοντέλο της τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων, τα οποία και μοίραζε αφειδώς, να έχουν μειωθεί σημαντικά και στηριζόμενη και αυτή στη βραχυπρόθεσμη διατραπεζική αγορά δανεισμού, όταν αυτή έκλεισε, αδυνατούσε πλέον να αναχρηματοδοτήσει τα δάνειά της με αποτέλεσμα χιλιάδες καταθέτες να σχηματίσουν ουρές έξω από αυτή προκειμένου να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Παρά την χορήγηση μεγάλης οικονομικής βοήθειας από την Τράπεζα της Αγγλίας<sup>96</sup> η τράπεζα δεν κατόρθωσε να σωθεί και αναγκαστικά εθνικοποιήθηκε. Η τράπεζα λάμβανε τα 2/3 της χρηματοδότησής της από

---

<sup>92</sup> Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αποτελεί η Citibank η οποία είδε τον ισολογισμό της να μεγαλώνει κατά 49 δις δολάρια μέσα σε μία μέρα, εξαιτίας αυτής ακριβώς της εγγύησης της προς τις εταιρείες ειδικού σκοπού που η ίδια είχε εγγυηθεί.

<sup>93</sup> Βλέπε Acharya et al. (2011) σελ.336

<sup>94</sup> Βλέπε Acharya et al. (2011) σελ.337, Norberg (2009)

<sup>95</sup> Παρόμοια κατάσταση αντιμετώπιζε και η Citigroup, που μόλις τον Σεπτέμβριο του 2007 αντιλήφθηκε ότι είχε εκτεθεί σε διαφόρων ειδών MBS συνολικού ύψους 43 δις δολαρίων.

<sup>96</sup> Η απόφαση της Τράπεζας της Αγγλίας να ενισχύσει οικονομικά την Northern Rock στις 14 Σεπτεμβρίου του 2007, επέφερε τα αντίθετα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Οι καταθέτες και οι επενδυτές ένωσαν ακόμα μεγαλύτερη ανασφάλεια και έτσι εντάθηκε ο πανικός προς την τράπεζα.

βραχυπρόθεσμους πόρους (money market loans), τα οποία μπορούσαν να ακυρωθούν ανά πάσα στιγμή, και τα χορηγούσε σε δεκαετή τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια, η αξία των οποίων υπερέβαινε την αξία του σπιτιού με το οποίο ήταν υποτίθεται εξασφαλισμένα. Παρά την δεινή οικονομική κατάσταση της Northern Rock, η αρμόδια εποπτική υπηρεσία της Αγγλίας, η *Financial Services Authority (FSA)*, ενέκρινε τη χορήγηση μερίσματος προς τους μετόχους της τράπεζας μόλις λίγους μήνες πριν την κατάρρευσή της.

Η ευφορία όμως εξακολουθούσε να υπάρχει στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού. Οι Fannie Mae και Freddie Mac εξακολουθούσαν να χορηγούν ενυπόθηκα δάνεια και να τα τιτλοποιούν, εγκαινιάζοντας μάλιστα και νέες πολιτικές χορήγησης δανείων, παρά το γεγονός ότι έπρεπε με παθητικό \$83 δις να καλύψουν ενεργητικό \$5 τρις<sup>97</sup>. Την όλη κατάσταση επιβάρυνε ο φόβος ότι σε περίπτωση πτώσης των δύο αυτών κολοσσών, θα επικρατούσε ένα ντόμινο προβλημάτων δεδομένου ότι πάρα πολλές κεντρικές τράπεζες αλλά και τράπεζες ήταν κάτοχοι ομολόγων<sup>98</sup> των δύο αυτών εταιρειών. Τόσο το Υπουργείο Οικονομικών όσο και FED πίεσαν τις εταιρείες αυτές προκειμένου να εξορθολογίσουν την πολιτική τους και να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαιά τους<sup>99</sup>. Η διοίκηση της Fannie Mae έδειξε να συμμορφώνεται με τις υποδείξεις της FED και περιόρισε το χαρτοφυλάκιό της. Δεν συνέβη το ίδιο όμως και με την Freddie Mac η οποία κινήθηκε επεκτατικά στην αγορά. Παρά τα φιλόδοξα σχέδια η αδυναμία των εταιρειών αυτών να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια από τις αγορές, εξαιτίας της πτώσης της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων, οδήγησε το αμερικανικό δημόσιο να λάβει απόφαση να εγγυηθεί τα κεφάλαιά τους και κατ' επέκταση να αναλάβει τον έλεγχο τους, αφού πρώτα η μετοχή τους είχε χάσει το 90% της αξίας της.

Η μετοχή της επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns, πριν την κρίση, διαπραγματευόταν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης στην τιμή των \$133. Στις 10 Μαρτίου του 2008, η τιμή της ήταν \$62, ενώ στο τέλος της εβδομάδας είχε υποχωρήσει στα \$30 εν μέσω πιέσεων και φημών για έλλειψη ρευστότητας. Στις 16 Μαρτίου του 2008 η FED ξεκίνησε να παρέχει απευθείας δανειοδότηση και στις επενδυτικές τράπεζες. Έως εκείνη τη στιγμή το προνόμιο αυτό το είχαν μόνο οι εμπορικές τράπεζες. Συνεπώς η αντίδραση της FED ήταν μάλλον δικαιολογημένη. Στις 17 Μαρτίου, η άλλη μεγάλη τράπεζα των ΗΠΑ, η J.P. Morgan Chase υποβάλλει προσφορά στη Bear Stearns για την απόκτηση των μετοχών της. Παρά την αρχική εξευτελιστική τιμή των \$2 η συμφωνία τελικά ολοκληρώθηκε τον Μάιο και η επενδυτική τράπεζα αποτέλεσε παρελθόν με την ίδια την Κυβέρνηση των ΗΠΑ να εγγυάται μέσω της FED τα \$30 δις για την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

Πλησιάζοντας λοιπόν προς τον Σεπτέμβρη του 2008 τα πράγματα έδειχναν να έχουν μία επιφανειακή ηρεμία. Μετά την πώληση της Bear Stearns στην JP Morgan Chase η κατάσταση

---

<sup>97</sup> Παρά το γεγονός ότι οι ζημιές των δύο GSEs ήταν 5 δις δολάρια μόνο για το 2007, αυτό δεν τις απέτρεψε από το να δώσουν μέρισμα στους μετόχους τους της τάξης των 4 δις.

<sup>98</sup> Σύμφωνα με τη νομοθεσία, οι τράπεζες ήταν ελεύθερες να επενδύουν σε ομόλογα των κρατικά επιδοτούμενων εταιρειών (GSEs).

<sup>99</sup> Ο ίδιος ο Ben Bernanke απείλησε ότι σε περίπτωση που δεν συμμορφώνονταν, θα ασκούσε δημόσια κριτική σε βάρος τους.

φαινόταν να είναι υπό έλεγχο εκ μέρους των αρμοδίων αρχών. Σε όλο αυτό το διάστημα, η διοίκηση της Lehman Brothers, έψαχνε για πιθανό αγοραστή της εταιρείας. Το ρόλο αυτό είχε αναλάβει ο κατά γενική ομολογία αντιπαθητικός και δύστροπος διευθύνων σύμβουλος της, ο Richard Fuld<sup>100</sup>. Το κύριο πρόβλημα της Lehman ήταν ότι είχε επενδύσει σε πολλά subprime ομόλογα μέσω των τιτλοποιήσεων. Επιπρόσθετα στηριζόταν πολύ σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό κυρίως μέσω συμβάσεων επαναγοράς και ήταν η μεγαλύτερη εταιρεία που δανειζόταν μέσω τριμερών συμβάσεων επαναγοράς<sup>101</sup>. Όσο όμως ο Fuld έψαχνε αγοραστές τόσο οι επενδυτές είχαν αρχίσει να θεωρούν τη Lehman μία εταιρεία υπερεκτιμημένη<sup>102</sup>. Έχοντας υπ' όψιν τους το παράδειγμα της προηγούμενης διάσωσης επενδυτικής τράπεζας, της Bear Stearns, απαιτούσαν την παρέμβαση του αμερικανικού δημοσίου και ζητούσαν εγγυήσεις σχετικά με το χρέος της Lehman. Για το λόγο αυτό απέφευγαν να κάνουν δεσμευτικές κινήσεις έως ότου το αμερικανικό δημόσιο, πιεζόμενο από τον κίνδυνο χρεοκοπίας, τους έδινε γη και ύδωρ ικανοποιώντας τις απαιτήσεις τους. Η επόμενη ιδέα που έπεσε στο τραπέζι ήταν η μετατροπή της Lehman σε «bank holding company», πράγμα που θα της επέτρεπε να δέχεται καταθέσεις από το κοινό, όμως η προοπτική αυτή δεν άρεσε ιδιαίτερα στον Timothy Geithner, τότε διοικητή της New York FED. Επόμενο πλάνο που αξιολογήθηκε, ήταν η μεταφορά των κακών στοιχείων του ισολογισμού σε ένα διαφορετικό νομικό πρόσωπο, στο οποίο θα μεταφέρονταν κεφάλαια για την επάρκειά του. Η ιδέα όμως αυτή απορρίφθηκε επειδή κρίθηκε ότι θα χρειάζονταν περίπου τρεις μήνες για την υλοποίησή της και έως τότε ήταν αμφίβολο εάν θα εξακολουθούσε να υφίσταται η Lehman.

Έτσι φτάνουμε στο μοιραίο σαββατοκύριακο 12-14 Σεπτεμβρίου 2008. Οι μόνοι ενδιαφερόμενοι αγοραστές είναι αφενός η Bank of America και αφετέρου η βρετανική Barclays. Μετά την ολοκλήρωση όμως του αναγκαστικού ελέγχου, στα βιβλία της Lehman, η Bank of America ζητάει εγγυήσεις ύψους \$65 δις δολαρίων από το αμερικανικό δημόσιο προκειμένου να προχωρήσει σε συμφωνία. Το αίτημα αυτό ήταν παραπάνω από τα διπλά χρήματα που είχαν δοθεί λίγο καιρό πιο πριν για την μεταβίβαση της Bear Stearns στην JP Morgan Chase. Στο άκουσμα του ποσού αυτού το Υπουργείο Οικονομικών διστάζει και επικαλούμενο τον νόμο, σύμφωνα με τον οποίο απαιτούνταν καλής ποιότητας εξασφαλίσεις/εγγυήσεις (collaterals) αρνείται να βάλει τα χρήματα των φορολογουμένων σε κίνδυνο<sup>103</sup>. Η τρύπα στον ισολογισμό της Lehman Brothers ήταν κάτι παραπάνω από καταστροφική για να μπορέσει να αγνοηθεί από τους υποψήφιους αγοραστές της. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να αποσυρθεί από τη διεκδίκηση η Bank of America και όλες οι ελπίδες να στραφούν

---

<sup>100</sup> Ο Richard Fuld, είχε το παρατσούκλι «γορίλας» από όλους τους συναδέλφους του της Wall Street. Οι ιστορίες γύρω από τη συμπεριφορά του και τις συνήθειές του απέναντι στους υπαλλήλους του είναι άπειρες.

<sup>101</sup> Για μία αναλυτικότερη παρουσίαση των δραστηριοτήτων της Lehman βλέπε σε Posner (2010).

<sup>102</sup> Βλέπε σχετικά Norberg (2009) σελ. 80 επ.

<sup>103</sup> Σε αντίθεση με τις περιπτώσεις της Bear Stearns και στη συνέχεια της AIG, οι εξασφαλίσεις των οποίων ήταν αποδεκτές, η Lehman δεν κατόρθωσε να βρει τις απαραίτητες εξασφαλίσεις με αποτέλεσμα το τέλος να είναι προδιαγεγραμμένο.

στην βρετανική Barclays<sup>104</sup>, η οποία απαιτούσε λιγότερες εγγυήσεις για να αποκτήσει την υπό κατάρρευση Lehman.

Την Κυριακή 14 Σεπτεμβρίου, όλοι πίστεψαν πως επιτέλους βρέθηκε η χρυσή τομή. Ένα σύνολο τραπεζών θα εγγυόταν δάνεια της Lehman ύψους \$60 δις ενώ η Barclays θα αγόραζε τα υπόλοιπα. Το κλίμα χαράς μεταξύ των εμπλεκομένων ήρθε να ανατρέψει ένα μήνυμα από την αρμόδια εποπτική αρχή της Αγγλίας, την FSA, που ενημέρωνε ότι η συμφωνία θα ήταν αποδεκτή μόνο εφόσον η Barclays θα εγγυούνταν το χρέος της Lehman όταν θα άνοιγαν οι ασιατικές αγορές το πρωί της Δευτέρας. Η Barclays προσφέρθηκε να το πράξει, για να λάβει όμως εκ νέου αρνητική απάντηση από την FSA, η οποία έθετε μία νέα προϋπόθεση. Ζητούσε να υπάρξει συμφωνία των μετόχων της Barclays, που να της επιτρέπουν να αναλάβει την εγγύηση αυτή, κάτι που φυσικά θα απαιτούσε αρκετό χρόνο, ίσως και εβδομάδες. Χρόνος πια δεν υπήρχε για νέα συμφωνία, δεδομένου ότι σε λίγες ώρες θα άνοιγαν τα χρηματιστήρια στις ασιατικές χώρες και ειδικά του Τόκιο, που πάντα αποτελούσε το βαρόμετρο σε τέτοιου είδους συμφωνίες<sup>105</sup>. Η μεγαλύτερη πτώχευση στην ιστορία της αμερικανικής οικονομίας ήταν ζήτημα ωρών.

Τη Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου 2008 και ώρα 1.45 π.μ, η Lehman Brothers Holding Inc., ιδρυμένη το 1850<sup>106</sup>, τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ, με 26.200 υπαλλήλους ανά την υφήλιο, υπέβαλλε αίτηση πτώχευσης στο αρμόδιο δικαστήριο της Νέας Υόρκης. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη πτώχευση στην ιστορία των ΗΠΑ<sup>107</sup> και όπως θα αποδεικνυόταν στη συνέχεια, οι επιπτώσεις από την απόφαση αυτή θα ήταν ολέθριες, τόσο για την παγκόσμια οικονομία όσο και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στην έκθεσή της, η Επιτροπή Liikanen, κατέληξε στο συμπέρασμα πως η εγκατάλειψη σε πτώχευση της Lehman ήταν μάλλον μία «αχρείαστα ενοχλητική» εξέλιξη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα<sup>108</sup>. Τόσο η ελλειπής εποπτεία της όσο και η γενικότερη πεποίθηση των επενδυτών ότι ανήκει στην κατηγορία των «too big to failed» και συνεπώς θα προστατευθεί από το κράτος με κάθε κόστος, οδήγησαν στην αλόγιστη έκθεσή της σε επικίνδυνα προϊόντα και εν τέλει στην πτώχευσή της.

---

<sup>104</sup> Μετά την αποχώρησή της από τις διαπραγματεύσεις για την εξαγορά της Lehman, η Bank of America ξεκίνησε συνομιλίες για την απόκτηση της άλλης μεγάλης επενδυτικής τράπεζας, της Merrill Lynch, την οποία και εξαγόρασε λίγες μέρες μετά την κατάρρευση της Lehman.

<sup>105</sup> Ο ίδιος ο υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ, ο Henry Paulson, κάλεσε στο τηλέφωνο τόσο τον αρμόδιο υπουργό του Ηνωμένου Βασιλείου όσο και άλλους πολιτικούς και προσπάθησε να τους μεταπείσει παρακαλώντας για να γίνει μία εξαίρεση. Φυσικά κανείς τους δεν δέχτηκε, δείχνοντας έλλειψη εμπιστοσύνης στη συγκεκριμένη συμφωνία αλλά και μία εξαιρετικά άκαμπτη γραφειοκρατία. Βλέπε και Norberg (2009).

<sup>106</sup> Η Lehman Brothers ιδρύθηκε το 1850 στο Montgomery της πολιτείας της Alabama, από τους δύο αδερφούς Henry & Emanuel Lehman. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την ιστορία της βλέπε: <mailto:http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/history.html>

<sup>107</sup> Η «Lehman Brothers Holdings Inc.» τη στιγμή της πτώχευσης της διέθετε παθητικό \$613 δις και ενεργητικό \$639 δις. Ταυτόχρονα αποτελούσε τη μητρική εταιρεία για περισσότερες από 2.985 νομικές οντότητες σε 50 χώρες. Οι πιστωτές της ήταν περισσότεροι από 100.000 και το ανεξόφλητο ομολογιακό της χρέος ήταν \$150 δις. Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: <mailto:http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt?siteid=rss>

<sup>108</sup> Βλέπε High Level Expert Group (2012) σελ. 61

### 1.3.7 Η γενίκευση της κρίσης και η κρατική παρέμβαση

Η αίτηση για πτώχευση από τη Lehman Brothers έπεσε σαν κεραυνός εν αιθρία στις αγορές. Πανικόβλητοι οι επενδυτές συνειδητοποιούσαν ότι πλέον κανείς δεν είχε εξασφαλισμένη σωτηρία σε περίπτωση προβλήματος και άρα το δόγμα «too big to failed» εν τοις πράγμασι ήταν ανεφάρμοστο. Η διατραπεζική αγορά δανεισμού παγώνει εντελώς αφού όλοι είναι καχύποπτοι για το ποιος από τους συμπαίκτες τους έχει προβλήματα και ποιος θα είναι ο επόμενος που θα καταρρεύσει. Η καθημερινός δανεισμός γινόταν μέσω των commercial papers, το επιτόκιο δανεισμού των οποίων εκτινάσσεται από το 2% στο 8%. Η αγορά είναι πλέον νεκρή. Η Merrill Lynch, έχοντας υποστεί ζημίες \$50 δις από χρεόγραφα με ενυπόθηκη εξασφάλιση, εξαγοράζεται την ίδια μέρα από την Bank of America ενώ λίγες μέρες μετά, η Morgan Stanley και η Goldman Sachs, καταθέτουν αίτηση προκειμένου να μετατραπούν σε bank holding companies ώστε να μπορούν να δέχονται καταθέσεις από το ευρύ κοινό. Η εξέλιξη αυτή ήταν ο θετικός αντίκτυπος της περίφημης «απορρόθμισης» που θεσπίστηκε με τον “Gramm-Leach-Bliley Act”, αφού δίχως το νόμο αυτό, θα ήταν αδύνατη η απόκτηση της Bear Stearns από την JP Morgan Chase, της Merrill Lynch από την Bank of America αλλά και η «αυτοσωτηρία» των Morgan Stanley και Goldman Sachs<sup>109</sup>.

Στον απόηχο της πτώχευσης, οι επενδυτές αρχίζουν πλέον να ανησυχούν για το ποιος θα αναλάβει να πληρώσει τα περίφημα “Credit Default Swaps” (CDS), ασφαλιστήρια συμβόλαια έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας του εκδότη των χρεογράφων τα οποία ασφάλιζαν<sup>110</sup>. Ο μεγαλύτερος εκδότης τέτοιων συμβολαίων ήταν η επίσης αμερικανική AIG (American International Group). Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία στον κόσμο και εκδότρια των περισσότερων CDS. Το Δεκέμβριου του 2007, η AIG είχε πουλήσει περισσότερα από \$440 δις σε CDS το 1/10 των οποίων ήταν εξασφαλισμένα με subprime υποθήκες οι οποίες έχαναν διαρκώς αξία. Το επόμενο θύμα μόλις είχε βρεθεί. Με τη μετοχή της εταιρείας να καταρρέει και την αβεβαιότητα να κυριαρχεί μετά τις διαρκείς διαγραφές περιουσιακών στοιχείων που οδηγούσαν σε ζημίες πολλών δις δολαρίων, η αμερικανική κυβέρνηση, φοβούμενη φαινόμενα ντόμινο στην διεθνή οικονομία, αναγκάστηκε να παρέμβει για τη σωτηρία της AIG, χορηγώντας της συνολικά, σε τρεις δόσεις, κεφάλαια ύψους \$150 δις.

Η επέμβαση του κράτους στη κρίση έπρεπε να γίνει πιο οργανωμένα για να επιτευχθούν καλύτερα αποτελέσματα. Αυτό έγινε σαφές όταν πλέον η κρίση είχε γενικευθεί και οι τράπεζες έκλειναν η μία μετά την άλλη και στις δύο πλευρές του ατλαντικού. Η κυβέρνηση Μπους, σε συνεργασία με τον υπουργό οικονομικών Hank Paulson, αναγκάστηκε να σχεδιάσει και να ψηφίσει σε νόμο το «Πρόγραμμα για την Εξυπηρέτηση Προβληματικού Ενεργητικού» (**TARP-Troubled Assets Relief Program**), προκειμένου να εκκαθαρίσει τους ισολογισμούς των τραπεζών από τα subprime

<sup>109</sup> Έτσι και ο Norberg (2009)

<sup>110</sup> Το μείζον πρόβλημα με τα CDS ήταν ότι δεν διαπραγματεύονταν σε ρυθμιζόμενες αγορές ώστε να είναι ελέγξιμη η τιμή πώλησής τους. Με άλλα λόγια δεν υπήρχε μηχανισμός ελέγχου της αξιοπιστίας της τιμής πώλησής τους η οποία δεν καθοριζόταν από την προφορά και τη ζήτηση της αγοράς. Βλέπε και Norberg (2009) σελ. 89

ενυπόθηκα δάνεια με αντάλλαγμα μετοχές για τον έλεγχο της εταιρείας. Το αμερικανικό Δημόσιο θα μπορούσε να αγοράζει ή να εγγυάται στοιχεία του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών οργανισμών έως του ύψους των 700 δις δολαρίων<sup>111</sup>. Το μεγαλύτερο πακέτο διάσωσης της ιστορίας, με κεφάλαια \$700 δις έπρεπε να ψηφιστεί από το Κογκρέσο και τη Γερουσία. Μόνο με την υπόνοια ότι υπήρχε κίνδυνος να ξεσπάσει μία χειρότερη νέα «Μεγάλη Ύφεση», όλοι έσπευσαν να το ψηφίσουν, παρά το γεγονός ότι υπήρχαν πολλές φωνές που ήταν αντίθετοι στον τρόπο με τον οποίο το κράτος έσπευδε να κρατικοποιήσει τις ζημιές των τραπεζών, ενώ τόσα χρόνια είχε ιδιωτικοποιήσει τα κέρδη τους. Ακόμα και ο γνωστός οικονομολόγος Nouriel Roubini, διαφώνησε με το σχέδιο αυτό. Πρότεινε μία διαφορετική προσέγγιση, πιο κοντά στα πρότυπα των αντίστοιχων προγραμμάτων των σκανδιναβικών χωρών. Το πρόγραμμα TARP, χορηγούσε τεράστια εξουσία στον υπουργό των οικονομικών για να διαχειρίζεται τα χρήματα των φορολογουμένων κατά το δοκούν. Υπήρχε ρητή διάταξη μέσα στο κείμενο του νόμου υπέρ των νέων υπέρ-εξουσιών του<sup>112</sup>. Το πρόγραμμα, αφού ψηφίστηκε τελικά στις 29 Σεπτεμβρίου 2008, ξεκίνησε με την άμεση ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών που αντιμετώπιζαν πρόβλημα<sup>113</sup>. Τα νέα κεφάλαια θα μοιράζονταν σε εννέα μεγάλες τράπεζες αλλά και σε μικρότερες που θα το ζητούσαν με αντάλλαγμα μετοχές αλλά και μέρισμα 5% το οποίο θα γινόταν 9% στα επόμενα χρόνια<sup>114</sup>.

Λίγο καιρό αργότερα, τα κεφάλαια του TARP άλλαξαν χρήση και έδωσαν στήριξη στην καταρρέουσα αυτοκινητοβιομηχανία των ΗΠΑ. Τόσο η General Motors όσο και η Chrysler είχαν ανάγκη από την άμεση στήριξη του κράτους προκειμένου να μην πτωχεύσουν. Παρά την ονομασία του προγράμματος, τα χρήματα των φορολογουμένων ουδέποτε δόθηκαν για την αγορά τοξικών ομολόγων. Η κύρια χρήση τους ήταν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και των μεγάλων επιχειρήσεων της οικονομίας. Συνολικά, επί θητείας του προέδρου Bush, το συνολικό ποσό που δαπανήθηκε σε πακέτα διάσωσης και εγγυήσεων ανήλθε στα \$8 τρις<sup>115</sup>.

### **1.3.8 Η έλλειψη προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και οι ατέλειες του ρυθμιστικού πλαισίου (κεφαλαιακή επάρκεια και συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης)**

Η πτώχευση της Lehman Brothers και η συνακόλουθη κρίση αφερεγγυότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αποτέλεσαν τους καταλύτες μίας εξίσωσης της οποίας παράγοντες

<sup>111</sup> Βλέπε και Σταϊκούρα (2008) σελ. 631

<sup>112</sup> Βλέπε σχετικά και Norberg (2009), σελ. 113

<sup>113</sup> Η ανακοίνωση αυτή έγινε στις 14 Οκτωβρίου.

<sup>114</sup> Σε συνάντηση που έγινε μία ημέρα νωρίτερα, στις 13 Οκτωβρίου, οι διευθυντές των εννέα μεγαλύτερων τραπεζών κλήθηκαν να υπογράψουν ένα έγγραφο που εμμέσως τους υποχρέωνε να δεχθούν τα κεφάλαια του προγράμματος αυτού, «για το δικό τους καλό και το καλό της πατρίδας». Όταν όμως ο διευθύνων σύμβουλος της Wells Fargo αντέδρασε στην προοπτική αυτή τονίζοντας ότι η τράπεζά του είχε μείνει έξω από τις πρακτικές των υπολοίπων και συνεπώς δεν είχε ανάγκη από την κρατική στήριξη, ο Paulson αντέδρασε λέγοντας ότι σε περίπτωση που η Wells Fargo στο μέλλον θα χρειαζόταν στήριξη, η διοίκηση δεν θα ήταν τόσο γενναϊόδωρη μαζί της. Λίγο αργότερα, όλοι οι παρευρισκόμενοι στη συνάντηση είχαν υπογράψει το έγγραφο.

<sup>115</sup> Βλέπε Norberg (2009) σελ. 125-128

ήταν τόσο η έλλειψη εποπτείας εκ μέρους των αρμοδίων αρχών όσο και η αστοχία των ρυθμιστικών πλαισίων και των κανονισμών που αυτά εισήγαγαν.

### **1.3.8.1 Έλλειψη εποπτείας**

Το ζήτημα της εποπτείας έχει βασική θέση ανάμεσα στα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ειδικά στις ΗΠΑ όπου και ξεκίνησε το πρόβλημα, η εποπτεία των αρμοδίων φορέων αποδείχθηκε το λιγότερο ανεπαρκής. Τόσο το Υπουργείο Οικονομικών όσο και η SEC απέτυχαν να ασκήσουν επαρκή προληπτικό έλεγχο επί των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και των τραπεζών. Ο εποπτικός ρόλος του κράτους σε τέτοιες περιπτώσεις παραμένει κρίσιμος. Η κατάτμηση των αρμοδιοτήτων εποπτείας σε πολλούς φορείς, με συχνά συγκρουόμενες αρμοδιότητες και συμφέροντα, αποτέλεσε τροχοπέδη στην αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων<sup>116</sup>. Η εποπτεία ασκείται τόσο από την “*Federal Reserve*” όσο και από τις “*Securities and Exchange Commission*”, “*Commodity Futures Trading Commission*”, το Υπουργείο Οικονομικών (*Treasury*), το “*Office of the Thrift Supervisor*”, την HUD όπως είδαμε πιο πριν για τις Government Sponsored Enterprises (Fannie Mae & Freddie Mac), το “*Office of the Comptroller of the Currencies*” και άλλες ακόμα υπό-υπηρεσίες. Με τέτοια πολλαπλότητα φορέων εποπτείας, όπου κάθε ένας από αυτούς λογοδοτεί σε διαφορετικούς επόπτες και επιτροπές του Κογκρέσου και της Γερουσίας, σε πολλές περιπτώσεις η συμφωνία και η συνεργασία είναι αδύνατες με αποτέλεσμα να χάνεται πολύτιμος χρόνος που αποβαίνει σε βάρος της εύρυθμης λειτουργίας του συστήματος.

### **1.3.8.2 Το ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα και οι αδυναμίες του**

Η Επιτροπή της Βασιλείας (*Basel Committee on Banking Supervision/BCBS*), με αρμοδιότητα την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>117</sup>, εκδίδει τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Την περίοδο της κρίσης, το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο<sup>118</sup>, αποδείχθηκε ανεπαρκές τόσο για να προβλέψει την κρίση όσο και για να την αναχαιτίσει. Τα κενά που αυτό διέθετε επέτρεψαν στις τράπεζες να αδειάσουν τα τιτλοποιημένα στεγαστικά τους δάνεια στα διάφορα οχήματα ειδικού σκοπού που είχαν συστήσει, χωρίς να χρειάζεται να παρακρατούν πρόσθετα κεφάλαια στο παθητικό τους. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να χορηγούν αφειδώς δάνεια, τα περισσότερα εκ των οποίων ήταν στην κατηγορία των subprime, να τα μεταπωλούν προς τιτλοποίηση και με τον τρόπο αυτό να τα απομακρύνουν από τους ισολογισμούς τους μετατρέποντας έτσι τα μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά τους στοιχεία (δάνεια) σε ρευστό.

---

<sup>116</sup> Στην SEC, στο τμήμα εποπτείας των μεγάλων τραπεζών απασχολούσε μόλις επτά υπαλλήλους.

<sup>117</sup> Για την Επιτροπή της Βασιλείας, το ρόλο και το έργο της βλέπε περισσότερα σε Γκόρτσος (2011) αλλά και στην ιστοσελίδα της ίδιας της Επιτροπής: <mailto:http://www.bis.org/bcbs/about.htm>

<sup>118</sup> Αναφερόμαστε στους κανόνες «*Βασιλεία 1&2*», όπως ίσχυαν εκείνη τη χρονική περίοδο. Οι κανόνες της «*Βασιλεία 2*» ήταν έτοιμοι το 2004 και αντικατέστησαν τότε τους παλαιότερους.



Επιπρόσθετα, αξιοποιήθηκαν στο έπακρο τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, κυρίως για τη διαχείριση των κινδύνων<sup>119</sup>. Τα εκτός ισολογισμού προϊόντα αυξήθηκαν με αποτέλεσμα να μεγαλώνει και ο κίνδυνος που διέτρεχαν οι τράπεζες σε περίπτωση που κάτι δεν εξελισσόταν ομαλά. Όλοι αυτοί οι υπολογισμοί στηρίζονταν σε μαθηματικά μοντέλα, χωρίς σοβαρό υπόβαθρο, δεδομένου ότι ήταν θεωρητικές κατασκευές και ότι δεν είχαν δοκιμαστεί επί της ουσίας σε συνθήκες οικονομικής ύφεσης. Με το ξέσπασμα λοιπόν της κρίσης σαν παρεπόμενο φαινόμενο κατέρρευσαν τα μοντέλα προσδιορισμού του ρίσκου εφόσον οι υπολογισμοί πάνω στους οποίους είχαν στηριχθεί απείχαν πολύ από την πραγματικότητα. Ο λόγος άλλωστε που οι τράπεζες στράφηκαν μαζικά προς τα χρεόγραφα με ενυπόθηκη εξασφάλιση (MBS/ABS) ήταν ότι αυτά είχαν χαμηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επειδή ακριβώς είχαν λάβει πολύ υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση. Η SEC αναγκάστηκε τότε να εμπιστευτεί τα μοντέλα διαχείρισης ρίσκου των τραπεζών, αφού και η ίδια αδυνατούσε να ελέγξει αποτελεσματικά τον όγκο αλλά και την ποιότητα των προϊόντων αυτών. Ο φαύλος κύκλος είχε πλέον αναπτυχθεί και ήταν θέμα χρόνου τότε θα οδηγούσε στην καταστροφή.

Εξίσου σημαντική παράμετρος, ήταν και η κατάρρευση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των μεγάλων τραπεζών και των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Παρά το γεγονός ότι στο ΔΣ των τραπεζικών κολοσσών είχαν διοριστεί άτομα με γνώση των θεμάτων αυτών<sup>120</sup>, στην πράξη απέτυχαν πλήρως να ελέγξουν και να περιορίσουν τις πρακτικές των CEOs. Οι αρμόδιες επιτροπές των ΔΣ, σχετικά με τη διαχείριση του ρίσκου, δεν μπόρεσαν ποτέ να αντιληφθούν τη σημασία της επένδυσης σε τέτοια «εξωτικά» προϊόντα. Τόσο η περιπλοκότητα των μαθηματικών μοντέλων όσο και η ευφορία των αγορών ανέδειξαν την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα γκριζό πεδίο που είχε μόνο θεωρητική αξία.

Τέλος, τα συστήματα αμοιβών των εταιρειών ήταν προσανατολισμένα στην ποσότητα και όχι στην ποιότητα. Το μοντέλο του «*Originate & Distribute*», απαιτούσε την όσο το δυνατό μαζικότερη παραγωγή και διανομή των τιτλοποιημένων προϊόντων. Τα παχυλά bonuses προς τα στελέχη και τους διευθυντές ήταν αποτέλεσμα της διανεμόμενης ποσότητας και όχι συνάρτηση ποιοτικών κριτηρίων προς όφελος επιχειρήσεων και καταναλωτών<sup>121</sup>. Η τρέλα της προώθησης και εν τέλει της αποκόμισης όσο το δυνατόν μεγαλύτερου κέρδους από χρηματοπιστωτικά προϊόντα ήταν πάνω από κάθε εταιρικό όφελος.

---

<sup>119</sup> Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τα παράγωγα προϊόντα, τη χρήση τους και τις ιδιότητές τους βλέπε Παναγιώτου (2003), Ζερέι (1998)

<sup>120</sup> Στο ΔΣ της Citigroup ήταν διορισμένος ο Robert Roubin, πρώην υπουργός οικονομικών και διευθύνων σύμβουλος της Goldman Sachs. Αυτό δεν απέτρεψε τη Citigroup να χρειαστεί πολλά δις δολάρια προκειμένου να ανταπεξέλθει από τις τεράστιες ζημιές που είχε επωμιστεί από τις επενδύσεις της σε CDOs.

<sup>121</sup> Το 2006, η επενδυτική τράπεζα Merrill Lynch ανακοίνωσε κέρδη ρεκόρ και αποφάσισε να μοιράσει ανάλογα ρεκόρ bonuses. Τη χρονιά αυτή οι υπάλληλοι της Merrill Lynch έλαβαν συνολικά \$5 δις σε πρόσθετες αμοιβές και bonuses.

## **Συμπεράσματα της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009:**

Σύμφωνα με τον καθηγητή Σταϊκούρα, η χρηματοπιστωτική κρίση δεν ανέδειξε μόνο τα εγγενή προβλήματα της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης αλλά και την πλήρη ανεπάρκεια των αρχών σε εποπτικό και ρυθμιστικό επίπεδο<sup>122</sup>. Παράλληλα, είναι προφανές ότι οδήγησε σε κοσμοϊστορικές αλλαγές του χρηματοπιστωτικού κόσμου. Πέντε μεγάλες επενδυτικές τράπεζες, εξαιτίας των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετώπισαν είτε πτώχευσαν (Lehman Brothers, που αποτέλεσε τη μεγαλύτερη πτώχευση στην ιστορία των ΗΠΑ) είτε συγχωνεύθηκαν εν μία νυκτί (Bear Stearns). Το Σεπτέμβριο του 2008 η Morgan Stanley και η Goldman Sachs άλλαξαν δομή και έγιναν Bank Holding Companies μεταφέροντας την εποπτεία τους στην FED, ενώ οι Bear Stearns και Merrill Lynch εξαγοράστηκαν από τις JP Morgan και Bank of America αντίστοιχα με τις εγγυήσεις της FED<sup>123</sup>. Επιπρόσθετα, η FED οργάνωσε και εγγυήθηκε την αγορά όλων των υποχρεώσεων που είχαν αναλάβει οι κρατικές εταιρείες Fannie Mae, Freddie Mac και Federal Home Loan Banks συνολικού ύψους 600 δις δολαρίων. Τέλος κράτησε στη ζωή την ασφαλιστική AIG χορηγώντας της πίστωση εκατοντάδων δις δολαρίων προκειμένου να αποτρέψει έναν βέβαιο όλεθρο σε περίπτωση κατάρρευσής της. Την ίδια ώρα στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε τεράστια πακέτα κρατικών ενισχύσεων για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα προκειμένου να σώσει τις τράπεζες από την καταστροφή. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οι περιπτώσεις των βελγικών Dexia και Fortis που αποτέλεσαν περιπτώσεις εφαρμογής κάθε πιθανού τρόπου σωτηρίας που μπορούσε να υπάρξει.

Οι κοσμογονικές αυτές αλλαγές οδηγούν αναπόφευκτα στην παραδοχή ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 ήταν πολύ έντονη, εξαπλώθηκε ταχύτατα και ανέδειξε πλήρως τις αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έδειξε με τον πλέον ξεκάθαρο τρόπο την εικονική πραγματικότητα που είχε δημιουργηθεί όσον αφορά την πιστωτική ευφορία που διακατείχε το χρηματοπιστωτικό σύστημα συλλήβδην. Τέλος ανέδειξε και τον καίριο ρόλο που διαδραματίζουν οι τράπεζες στην σύγχρονη κοινωνία και συνακόλουθα την ειδική αντιμετώπιση που πρέπει να έχουν προκειμένου να επιτελούν ορθά τον ρόλο τους.

---

<sup>122</sup> Βλέπε Σταϊκούρας (2008) σελ. 644

<sup>123</sup> Για την διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η FED δάνεισε απευθείας στην Bear Stearns το ποσό των 12,9 εκ. δολαρίων και εγγυήθηκε πλήρως την εξαγορά της από την JP Morgan. Παρά το γεγονός ότι η Bear Stearns σαν επενδυτική τράπεζα δεν είχε πρόσβαση στο δίκτυ ασφαλείας της FED επειδή σαν επενδυτική τράπεζα δεν αποδεχόταν καταθέσεις από το ευρύ κοινό.

## ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

### Η αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η θέση των τραπεζών σε αυτό.

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης, όλοι είχαν στρέψει τα μάτια τους στην αντίδραση των ΗΠΑ που εισήγαγε εσπευσμένα το πρόγραμμα TARP, για την «ανακούφιση» των ισολογισμών των εταιρειών που είχαν πληγεί από τα τοξικά “subprime” και την αλόγιστη τιτλοποίηση. Ταυτόχρονα ξεκίνησαν οι διαδικασίες για την «νέα» αναδιοργάνωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και σε καθαρά κρατικό (ΗΠΑ εν προκειμένω)<sup>124</sup>. Κοινός τόπος των προσπαθειών είναι η απόφαση ενίσχυσης των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, με σκοπό να αποφευχθούν στο μέλλον ηχηρές πτωχεύσεις τραπεζών<sup>125</sup> που θα θέτουν σε αστάθεια το σύστημα αλλά ταυτόχρονα και ο έλεγχος των δραστηριοτήτων της επενδυτικής τραπεζικής. Το “*Financial Overhaul*” όπως ονομάστηκε στις ΗΠΑ, κατέληξε στην ψήφιση, μεταξύ άλλων, του περίφημου πλέον νόμου “*Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” στις 21 Ιουλίου του 2010. Παράλληλα, το δρόμο των ΗΠΑ ακολούθησαν τόσο το Ηνωμένο Βασίλειο όσο και η Ευρωπαϊκή Ένωση. Συστήθηκαν ιδιαίτερες επιτροπές όπου μελέτησαν τα αίτια της κρίσης και κατέληξαν σε πορίσματα για την θωράκιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η “*Independent Commission on Banking*” (ICB) υπό την προεδρία του Sir John Vickers εξέδωσε τα πορίσματά της τον Σεπτέμβριο του 2011<sup>126</sup> (εφεξής “**Vickers Report**”) και από τότε ξεκίνησαν οι διαβουλεύσεις για την εφαρμογή τους. Αντίστοιχα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, συστήθηκε η “*High Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*” (HLEG) υπό την προεδρία του Erkki Liikanen, προέδρου της Κεντρικής Τράπεζας της Φινλανδίας, καταλήγοντας στα δικά τους συμπεράσματα και προτάσεις τον Οκτώβριο του 2012<sup>127</sup> (εφεξής “**Liikanen Report**”). Κοινός τόπος όλων των παραπάνω προτάσεων ήταν η απόφαση για τον περιορισμό των δραστηριοτήτων της επενδυτικής τραπεζικής και συνακόλουθα για αλλαγές στη δομή των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ο περιορισμός κρίθηκε αναγκαίος, αφού και στις τρεις υπό εξέταση αναφορές, θεωρήθηκε ότι η εμπλοκή των τραπεζών στις επενδυτικές δραστηριότητες, για ίδιο λογαριασμό κυρίως, ήταν εξαιρετικά επικίνδυνη απόφαση και είχε μεγάλο ρίσκο. Ταυτόχρονα, ο περιορισμός των δραστηριοτήτων αυτών, οδήγησε αναγκαία σε τροποποιήσεις στη δομή των τραπεζών, προκειμένου

<sup>124</sup> Για τις πρωτοβουλίες σχετικά με την «παγκόσμια» αναδιοργάνωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος βλέπε σε Γκόρτσος/Λιβαδά (2009) ενώ για μία συνοπτική παρουσίαση των αλλαγών που εισήχθησαν στις ΗΠΑ βλέπε σε Παυλίδης (2011).

<sup>125</sup> Μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν μέσα στο διάστημα της κρίσης: *Lehman Brothers, Colonial Bancgroup, Guaranty Bank, BankUnited, United Commercial Bank, Corus Bank, AmTrust Bank* είναι μεταξύ των πολλών τραπεζών που έκλεισαν στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τη FED, 127 πιστωτικά ιδρύματα έκλεισαν μέσα στο 2010.

<sup>126</sup> Το τελικό κείμενο της αναφοράς είναι διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: [mailto:http://www.ecgi.org/documents/icb\\_final\\_report\\_12sep2011.pdf](mailto:http://www.ecgi.org/documents/icb_final_report_12sep2011.pdf)

<sup>127</sup> Το τελικό κείμενο της αναφοράς είναι διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: [mailto:http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](mailto:http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf)

να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα. Στην ανάλυση που ακολουθεί παρουσιάζεται το περιεχόμενο των ρυθμίσεων σε συνδυασμό με τις προτεινόμενες αλλαγές.

## **1. Η μεταρρύθμιση των επενδυτικών υπηρεσιών.**

Μετά την πλήρη απελευθέρωση των περιορισμών στις τραπεζικές δραστηριότητες, με την εφαρμογή της GBLA καθιερώθηκε και στις ΗΠΑ το μοντέλο του universal banking. Οι τράπεζες πλέον μπορούσαν να δέχονται καταθέσεις και να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, καλύπτοντας μία ευρύτατη γκάμα πελατών και εφαρμόζοντας στην πράξη το “one stop shop”<sup>128</sup>. Η κρίση του 2007-2009 αποδόθηκε μεταξύ άλλων και στην έκθεση των τραπεζών στις τραπεζικές δραστηριότητές τους. Με αφετηρία την παραδοχή αυτή, κρίθηκε σκόπιμο να απαγορευτεί στις τράπεζες η δραστηριότητα που θεωρήθηκε ότι εξέθετε περισσότερο από κάθε άλλη τον τραπεζικό ισολογισμό σε ζημιές: η «διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό» (**proprietary trading**)<sup>129</sup>. Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, εκτελείται από την ίδια την τράπεζα χωρίς την εντολή κάποιου πελάτη της και συνήθως η τράπεζα βρίσκεται είτε στη θέση του αγοραστή είτε του πωλητή, πάντα όμως για ίδιο λογαριασμό. Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39, για την διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό απαιτείται να γίνεται με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων χωρίς την ύπαρξη ειδικής εντολής για τη διενέργεια της συναλλαγής αυτής. Μέσω της δραστηριότητας αυτής, οι τράπεζες εμπλέκονταν στην διαδικασία της προσφοράς και της ζήτησης στην κεφαλαιαγορά και επένδυαν δικά τους κεφάλαια αποκομίζοντας κέρδη που προέκυπταν από τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης των εκάστοτε αξιογράφων. Η δραστηριότητά τους αυτή, είχε το θετικό της παροχής ρευστότητας στην αγορά, όμως δημιουργούσε πολλές δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων, όταν επρόκειτο για τα συμφέροντα των πελατών τους. Ιδιαίτερα έντονο ήταν το φαινόμενο κατά τη διάρκεια της πιστωτικής επέκτασης στη δεκαετία του 2000, όπου και οδήγησε στην εκ μέρους των τραπεζών μεγάλη μόχλευση των κεφαλαίων τους, με αποτέλεσμα όταν η στεγαστική αγορά κατέρρευσε πολλές τράπεζες βρέθηκαν εκτεθειμένες, εξαιτίας των επενδύσεών τους σε αξιόγραφα συνδεδεμένα με ενυπόθηκα δάνεια και χωρίς δυνατότητα απορρόφησης των ζημιών αυτών. Παρά την αρχική κερδοφορία των αξιογράφων αυτών, οι ζημιές που προκλήθηκαν στις τράπεζες ήταν τεράστιες.

## **Οι μεταρρυθμίσεις των ΗΠΑ:**

Η πρωτοβουλία για τον περιορισμό της εμπλοκής των τραπεζών στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ξεκίνησε από τις ΗΠΑ. Στη νέα νομοθεσία που ψηφίστηκε, την περίφημη “Dodd Frank

---

<sup>128</sup> Το περιεχόμενο της έννοιας αυτής έγκειται στην παροχή της δυνατότητας στον πελάτη της τράπεζας, να μπορεί να έχει πρόσβαση σε όλο το πλέγμα των δραστηριοτήτων της τράπεζας μέσω μίας απλής επίσκεψης σε αυτήν.

<sup>129</sup> Η «διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό» περιλαμβάνεται στο παράρτημα με τις επενδυτικές δραστηριότητες της Οδηγίας 2004/39 της ΕΕ και στο ελληνικό δίκαιο έχει εισαχθεί στο άρθρο 5 του Ν.3606/2007.

*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” του 2010 τέθηκε ο περίφημος κανόνας Volcker<sup>130</sup> (**Volcker Rule**). Σαν μία γενική εικόνα, μπορούμε να πούμε ότι ο κανόνας Volcker επιτρέπει στις τράπεζες να εμπλέκονται στο πλήρες εύρος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ήτοι τόσο στην εμπορική όσο και στην επενδυτική τραπεζική, αλλά δεν τους επιτρέπεται να εμπλέκονται στις «μη τραπεζικές δραστηριότητες», όπως είναι η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, η κερδοσκοπία στις συναλλαγές εμπορευμάτων αλλά και η διαχείριση των hedge funds και private equity funds. Οι δραστηριότητες αυτές θα πρέπει να διαχωριστούν και να μεταφερθούν σε μη τραπεζικές εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων (nonbank asset management firms) και θα υπόκεινται στον απαιτούμενο εποπτικό έλεγχο. Μέσω του κανόνα Volcker εισάγονται απαγορεύσεις, όχι τόσο στη δομή των τραπεζών, όσο στο εύρος των λειτουργιών που αυτές παρέχουν. Συνακόλουθα η προσέγγιση που ακολούθησαν οι ΗΠΑ, είναι ένας λειτουργικός περιορισμός στην τραπεζική δραστηριότητα. Μέσω του proprietary trading, οι τράπεζες που δέχονταν καταθέσεις, άρα βρίσκονταν υπό το δίχτυ προστασίας της FED που διασφαλίζει τις καταθέσεις, είχαν ένα «κρατικά επιδοτούμενο ρίσκο» στην δραστηριότητά τους<sup>131</sup> δεδομένου ότι είχαν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν και τις καταθέσεις των ιδιωτών. Έτσι ωθούνταν σε πιο επικίνδυνες επιχειρηματικές επιλογές χωρίς να σκέφτονται ιδιαίτερα το κόστος αφού το σύστημα εγγύησης των καταθέσεων θα ήταν εκεί για να απορροφήσει τις τυχόν ζημιές τους.

Ειδικότερα τώρα, ο Κανόνας Volcker, απαγορεύει σε κάθε τραπεζική οντότητα που δέχεται καταθέσεις (depository institution), και τις θυγατρικές αυτών, και που εμπίπτουν στο καθεστώς εγγύησης καταθέσεων:

- a) Να συμμετέχουν σε συναλλαγές σε χρεόγραφα, μετοχές, εμπορεύματα, παράγωγα ή άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα για «διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό» (proprietary trading).

Στην απόλυτη αυτή απαγόρευση, εισάγονται ορισμένες εξαιρέσεις που προβλέπει ο κανόνας, και που επιτρέπουν την παρουσία των τραπεζών. Οι υπό εξαίρεση δραστηριότητες είναι:

- Επιτρέπονται οι συναλλαγές που διενεργούνται σε δημοτικά ομόλογα (municipal bonds), εάν εκδίδονται από πολιτεία, κράτος ή από κρατική οντότητα (π.χ. δήμοι)
- Επιτρέπονται οι δραστηριότητες που σχετίζονται με το λεγόμενο “market making”<sup>132</sup> στην κεφαλαιαγορά, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα υπερβούν τις λογικά προσδιοριζόμενες απαιτήσεις των πελατών της τράπεζας

<sup>130</sup> Έλαβε το όνομα του από τον Paul Volcker, παλαιό πρόεδρο της FED και εμπνευστή της εν λόγω ρύθμισης.

<sup>131</sup> Βλέπε σε Dumler (2013).

<sup>132</sup> Η έννοια του market making θα αναλυθεί παρακάτω, επειδή χρήζει αυτοτελούς προσέγγισης.

- Επιτρέπονται οι δραστηριότητες που σχετίζονται με πράξεις αντιστάθμισης (hedging activities) με σκοπό να μειώσουν τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται η τράπεζα
- Συμμετοχή σε επενδύσεις που γίνονται για κοινωφελής σκοπούς
- Τέλος επιτρέπονται οι συναλλαγές που γίνονται για λογαριασμό πελατών

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειώσουμε ότι στον κανόνα Volcker, για την απαγόρευση του proprietary trading, έχουν εισαχθεί ρυθμίσεις που προβλέπουν «ορισμένες εξαιρέσεις» για τις εξαιρέσεις του κανόνα<sup>133</sup>. Μέσω αυτών των δικλείδων ασφαλείας, επιχειρείται να ελεγχθεί η επενδυτική δραστηριότητα του τραπεζικού ιδρύματος. Αναλυτικότερα, οι εξαιρέσεις (βλέπε παραπάνω) του proprietary trading δεν γίνονται αποδεκτές εάν από την εφαρμογή τους προκύπτουν οι κάτωθι κίνδυνοι:

- Η συμπεριφορά αυτή δημιουργεί καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων.
  - Ανασφαλώς εκθέτει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε υψηλού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία ή στρατηγικές συναλλαγές.
  - Θέτει κίνδυνο στην ομαλή λειτουργία (ευρωστία) του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.
  - Απειλεί την ομαλή λειτουργία και την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ εν γένει.
- b) Η δεύτερη μεγάλη απαγόρευση που εισάγεται με τον κανόνα Volcker είναι η απαγόρευση χορηγίας ή επένδυσης σε «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου» (**hedge funds**) ή σε «κεφάλαια επενδύσεων σε μη εισηγμένες εταιρείες» (**private equity funds**)<sup>134</sup>, σε άλλου τύπου ιδιωτικά κεφάλαια ή και σε σχήματα συλλογικής διαχείρισης κεφαλαίων (*pooled investment vehicles*)<sup>135</sup>.

Η ratio για την ρύθμιση αυτή, ήταν η αναγκαστική διάσωση από τις τράπεζες των hedge funds που αυτές διαχειρίζονταν και στα οποία είχαν «φορτώσει» τα προϊόντα από την τιτλοποίηση<sup>136</sup>. Με το σκεπτικό αυτό, επιχειρείται μέσω της νέας νομοθεσίας ο έλεγχος των συμμετοχών των τραπεζών στα διάφορα hedge funds αλλά και σε άλλου είδους επενδυτικά σχήματα. Ο νομοθέτης επιλέγει μία ευρεία ερμηνεία των όρων *hedge fund* και *private equity fund* για να συμπεριλάβει όσο το δυνατόν περισσότερες οντότητες στη ρύθμισή του. Περιλαμβάνει λοιπόν κάθε οντότητα που εξαιρείται από την καταγραφή της SEC σύμφωνα με τον Investment Company Act του 1940.

<sup>133</sup> Οι εξαιρέσεις αυτές έχουν αποτυπωθεί στο τμήμα 619(d)(2)(A)(i)-(iv) του νομοθετικού κειμένου.

<sup>134</sup> Για μία αναλυτικότερη παρουσίαση των μορφωμάτων αυτών βλέπε Γκόρτσος (2011)

<sup>135</sup> Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται και διάφορα άλλα είδη σχημάτων όπως *venture capital funds*, *structured finance vehicles* αλλά και *special purpose vehicles* (spv) για την χρηματοδότηση των έργων.

<sup>136</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα της περιπτωσιολογίας αυτής αποτελεί η διάσωση της Bear Stearns η οποία κατέρρευσε όταν δύο από τα hedge funds τα οποία αυτή διαχειριζόταν, δεν μπόρεσαν να αναχρηματοδοτήσουν τον δανεισμό τους και η τελευταία αναγκάστηκε να τα διασώσει επιβαρύνοντας τον ισολογισμό της.

Παράλληλα δίνει το ελεύθερο στον αρμόδιο επόπτη να συμπεριλάβει «κάθε σχετική οντότητα» (fund) που αυτός θα καθορίσει.

Η έννοια της «χορηγίας» (*sponsorship of a fund*) εκ μέρους μίας τράπεζας προς ένα fund, αναλύεται στον κανόνα Volcker ως εξής:

- Να υπέχουν θέση γενικού εταίρου, διαχειριστή εταίρου ή θεματοφύλακα της εν λόγω οντότητας
- Να εκλέγουν ή να ελέγχουν την πλειοψηφία των διευθυντών, διαχειριστών ή θεματοφυλάκων της οντότητας
- Να μοιράζονται την ίδια ονομασία με την τραπεζική οντότητα ή οποιαδήποτε συνδεδεμένη ή ένα παρεμφερές όνομα με την οντότητα κεφαλαίων (fund)

Στην ρύθμιση αυτή υπάρχουν βέβαια και εξαιρέσεις, υπό τις οποίες ο κανόνας Volcker επιτρέπει τη χορηγία προς ένα fund (είτε hedge fund είτε private equity fund). Ειδικότερα, οι προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται είναι οι εξής:

- Η τράπεζα παρέχει υπηρεσίες θεματοφυλακής, καταπιστεύματος ή επενδυτικές συμβουλές και το fund είναι οργανωμένο και παρέχεται μόνο για αυτές τις υπηρεσίες και μόνο σε πελάτες αυτών των υπηρεσιών
- Δεν έχει ποσοστό συμμετοχής στο fund εκτός από ελάχιστο κεφάλαιο (συνήθως κατά τη δημιουργία του fund) ή μία de minimis συμμετοχή
- Συμμορφώνεται με τις διατάξεις του Τμήματος 23A και 23B των περιορισμών για τις συναλλαγές μεταξύ θυγατρικών εταιρειών
- Δεν εγγυάται, βεβαιώνει ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο διασφαλίζει τυχόν υποχρεώσεις ή την απόδοση του fund
- Δεν μοιράζεται το ίδιο ή παρόμοιο όνομα με αυτό του fund
- Απαγορεύει στους διευθυντές ή στους υπαλλήλους να έχουν ιδιοκτησιακά συμφέροντα (ποσοστά συμμετοχής) στο fund εκτός από οποιονδήποτε διευθυντή ή υπάλληλο που άμεσα παρέχει επενδυτικές συμβουλές ή άλλες υπηρεσίες στο fund
- Αποκαλύπτει γραπτά στους επενδυτές ότι οποιεσδήποτε απώλειες του fund φέρονται αποκλειστικά και μόνο από αυτούς

Παράλληλα με την απαγόρευση της χορηγίας σε επενδυτικά κεφάλαια, εισάγεται απαγόρευση με την οποία ρυθμίζεται και το ζήτημα της απόκτησης συμμετοχών (ποσοστού) σε ένα επενδυτικό κεφάλαιο (*fund ownership interest*). Ειδικότερα, η τράπεζα απαγορεύεται να κατέχει συμμετοχή σε επενδυτικό κεφάλαιο. Οφείλει να εισφέρει την αρχική συμμετοχή, κατά τη δημιουργία του επενδυτικού κεφαλαίου, και μετά να την απομειώσει, μέσω της συμμετοχής άλλων επενδυτών, σε συγκεκριμένο

επίπεδο (όχι μεγαλύτερο του 3%) και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Οι προϋποθέσεις που θα πρέπει να ισχύουν είναι οι εξής:

- Η τράπεζα να κατέχει μέχρι το 3% του κεφαλαίου του επενδυτικού σχήματος
- Η τράπεζα να μην έχει επενδύσει στο σχήμα αυτό ή αθροιστικά σε άλλα σχήματα περισσότερο από το 3% των Tier-One κεφαλαίων της σε ενοποιημένη βάση<sup>137</sup>
- Ικανοποιούνται πρόσθετες απαιτήσεις σχετικά με την ονομασία του επενδυτικού κεφαλαίου (δεν πρέπει να περιέχει το όνομα της τράπεζας) και για τις μεταξύ τους συναλλαγές

Ξένοι τραπεζικοί οργανισμοί, επιτρέπεται να λειτουργούν χωρίς τη δέσμευσή τους από τις διατάξεις του κανόνα Volcker, υπό την προϋπόθεση ότι τέτοιο ποσοστό ιδιοκτησίας σε επενδυτικό κεφάλαιο δεν προσφέρεται σε κατοίκους των ΗΠΑ. Τέλος, άλλου είδους «χορηγίες» προς το επενδυτικό κεφάλαιο είναι εφικτές, υπό την αίρεση της έγκρισής τους από τον Επόπτη και μόνο με το σκεπτικό ότι δεν επηρεάζουν την ασφάλεια και τη σταθερότητα τόσο της τράπεζας όσο του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ.

Από την εφαρμογή του κανόνα Volcker εξαιρούνται οι μη-τραπεζικές χρηματοπιστωτικές οντότητες, που παραμένουν ελεύθερες να εξακολουθήσουν τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό. Παρόλα αυτά, προβλέπεται από το νόμο ότι θα υπόκεινται σε νέες κεφαλαιακές απαιτήσεις και νέους ποσοτικούς περιορισμούς ανάλογα με τις δραστηριότητες στις οποίες εμπλέκονται.

Το εύρος εφαρμογής του κανόνα Volcker εφαρμόζεται στο proprietary trading και στις δραστηριότητες σε επενδυτικά κεφάλαια που διεξάγεται από τραπεζικές οντότητες των ΗΠΑ ανεξάρτητα από το που αυτές διεξάγουν τις συναλλαγές τους. Όμως, για τις τραπεζικές οντότητες εκτός των ΗΠΑ (non-US banking entities), ο κανόνας Volcker θα εφαρμόζεται μόνο σε συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό και σε δραστηριότητες σε επενδυτικά κεφάλαια που λαμβάνουν χώρα στις ΗΠΑ ή και εκτός ΗΠΑ υπό την προϋπόθεση ότι προσφέρονται σε κατοίκους των ΗΠΑ.

Οι αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών παρά το γεγονός ότι η νομοθεσία Dodd-Frank Act έχει ψηφιστεί σε νόμο από το 2010 ακόμα δεν έχουν κατορθώσει να εφαρμόσουν τον Κανόνα Volcker. Από την αρχική πρόταση για εφαρμογή του κανόνα από τις 21 Ιουλίου του 2012 έχουν δοθεί διαδοχικές παρατάσεις, που οφείλονται στην πολυπλοκότητα των ρυθμίσεων που εισάγονται και μόλις τον Δεκέμβριο του 2013 κατόρθωσαν όλοι οι εμπλεκόμενοι φορείς να συμφωνήσουν για την εφαρμογή του. Στις 14 Ιανουαρίου 2014 εγκρίθηκαν οι τελικές διορθώσεις του κανόνα και πλέον το χρονικό πλαίσιο για την υιοθέτησή του είναι η 1<sup>η</sup> Απριλίου 2014.

---

<sup>137</sup> Η αρχική ρύθμιση προέβλεπε κεφάλαια «κοινών μετοχών» (tangible common equity-TCE). Ωστόσο μετά από τροποποίηση που κατέθεσε ο γερουσιαστής Brown άλλαξε το επιλεγέν κεφάλαιο και περιέλαβε συνολικά τον δείκτη κεφαλαίων 1 (Tier 1 Capital), παρέχοντας στις τράπεζες περισσότερο συνολικό κεφάλαιο για τέτοιου είδους επενδύσεις.



## Οι μεταρρυθμίσεις του Ηνωμένου Βασιλείου:

Στον αντίποδα των αμερικανικών ρυθμίσεων βρίσκεται η «αγγλική» προσέγγιση του θέματος. Η προτεινόμενη μεταρρύθμιση την οποία υιοθέτησε το Ηνωμένο Βασίλειο δεν ήταν τόσο μία απαγόρευση δραστηριοτήτων όσο μία αυστηρά ελεγχόμενη παροχή των «βασικών» τραπεζικών υπηρεσιών και ο συνακόλουθος διαχωρισμός τους από εκείνες τις υπηρεσίες που θεωρούνται υψηλού ρίσκου, και οι οποίες θα συνεχίσουν να παρέχονται από ένα άλλο νομικό πρόσωπο (διάφορο αυτού που θα παρέχει τις βασικές τραπεζικές υπηρεσίες).

Κύριο χαρακτηριστικό των βρετανικών ρυθμίσεων είναι η εισαγωγή της έννοιας του “**ring-fencing**”. Δεν υπάρχει ακριβής μετάφραση του όρου και η εννοιολογική της προσέγγιση μπορεί να αποδοθεί σαν «*περιχαράκωση περιουσιακών στοιχείων*» για την προστασία τους από τυχόν δυσμενή οικονομικά αποτελέσματα ή απρόβλεπτες εξελίξεις. Εντός της περιχαρακωμένης νομικής οντότητας (ring-fenced bank) θα μεταφερθούν εκείνες οι τραπεζικές υπηρεσίες που κρίνεται ότι πρέπει να απομονωθούν από το υπόλοιπό τραπεζικό σύστημα, επειδή η συνεχής και απρόσκοπτη παροχή τους κρίνεται αναγκαία για την οικονομία αλλά και για τους πελάτες μιας τράπεζας. Παράλληλα η παροχή αυτών των υπηρεσιών δεν απειλείται από δραστηριότητες που θεωρούνται παρεπόμενες και ότι αυτή η παροχή των υπηρεσιών μπορεί να διατηρηθεί σε περίπτωση πτώχευσης της τράπεζας χωρίς την επέμβαση του κράτους. Η εισαγωγή του ring-fencing έχει σαν στόχο<sup>138</sup>:

- Να καταστήσει ευκολότερο το ξεκαθάρισμα (sort out) των τραπεζών που αντιμετωπίζουν προβλήματα, τόσο των περιχαρακωμένων όσο και των μη περιχαρακωμένων, χωρίς να απαιτείται η επέμβαση των φορολογουμένων για τη διάσωση των προβληματικών τραπεζών
- Να απομονώσει τις ζωτικές για τα νοικοκυριά και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις τραπεζικές υπηρεσίες από τα προβλήματα που συναντώνται στον χρηματοπιστωτικό τομέα
- Να περικόψει τις κρατικές εγγυήσεις, να μειώσει το ρίσκο των δημοσίων οικονομικών και να απομακρύνει από τις τράπεζες τον κίνδυνο για ανάληψη υπερβολικών κινδύνων

Παράλληλα, εισάγονται νέες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, ιδιαίτερα αυξημένες εν σχέση με τα πρότυπα της Επιτροπής της Βασιλείας, για την απορρόφηση των ζημιών και για την σταθερότητα των τραπεζών που θα ασκούν τις πλέον αναγκαίες τραπεζικές υπηρεσίες. Έτσι έμμεσα, οδηγούμαστε στην αποσύνδεση των επενδυτικών υπηρεσιών και ειδικότερα της διαπραγμάτευσης για

---

<sup>138</sup> Βλέπε και ICB Final Report σελ. 35

ίδιο λογαριασμό από τις λεγόμενες «βασικές τραπεζικές λειτουργίες». Εισάγεται ένα είδος διαχωρισμού παρεμφερές με αυτό που είχε εισαχθεί με την νομοθεσία GSA στις ΗΠΑ ΤΟ 1933.

Αναλυτικότερα, οι προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις περιλαμβάνουν τις εξής 5 βασικές προτάσεις για την αποτελεσματική εφαρμογή του ring-fencing:

1. Σύμφωνα με την πρώτη αρχή, μόνο οι τράπεζες που είναι περιχαρακωμένες (ring-fenced) επιτρέπεται να παρέχουν τις λεγόμενες «κατ' εντολή υπηρεσίες» (**mandated services**) οι οποίες συνίστανται στις τραπεζικές δραστηριότητες, οι οποίες έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:
  - Ακόμα και μία προσωρινή διακοπή στην παροχή τους, που προέρχεται από την πτώχευση μιας τράπεζας, έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις και
  - Οι πελάτες των τραπεζών δεν είναι ικανώς εφοδιασμένοι για να αντιμετωπίσουν αυτή την ανωμαλία.

Επί της ουσίας, οι εν λόγω τραπεζικές δραστηριότητες αποτελούν την αποδοχή των καταθέσεων και την παροχή πιστώσεων<sup>139</sup> σε ιδιώτες και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

2. Στη δεύτερη αρχή, συναντούμε την **απαγόρευση** που επιβάλλεται στις περιχαρακωμένες τράπεζες να εμπλέκονται σε δραστηριότητες που πληρούν οποιαδήποτε από τα παρακάτω κριτήρια:
  - καθιστούν ιδιαίτερα δύσκολο ή/και δαπανηρό τη διεύθυνση της περιχαρακωμένης τράπεζας
  - αυξάνουν την έκθεση των περιχαρακωμένων τραπεζών στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές
  - ωθούν τις περιχαρακωμένες τράπεζες να αναλαμβάνουν κινδύνους που δεν είναι αναπόσπαστοι με την παροχή υπηρεσιών πληρωμών στους πελάτες ή με την άμεση μεταφορά των κεφαλαίων μεταξύ των ΠΟΜ και των ΕΟΜ εντός του μη χρηματοπιστωτικού τομέα
  - με οποιονδήποτε άλλο τρόπο απειλούν τους στόχους της περιχαρακώσεως

Συνεπώς, σύμφωνα με το κείμενο της αναφοράς, οι απαγορευμένες υπηρεσίες θα πρέπει να περιλαμβάνουν (χωρίς να είναι περιοριστική η εν λόγω καταγραφή) τις εξής δραστηριότητες<sup>140</sup>:

- Υπηρεσίες που προορίζονται για πελάτες εκτός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EOX)

---

<sup>139</sup> Σύμφωνα με το κείμενο της αναφοράς γίνεται λόγος για «υπηρεσίες υπερανάληψης» (**overdraft services**). Σύμφωνα με την ιστοσελίδα investopedia, πρόκειται για μία τραπεζική υπηρεσία κατά την οποία δίνεται η δυνατότητα στον δικαιούχο ενός λογαριασμού να κάνει ανάληψη χρημάτων όταν το υπόλοιπό του λογαριασμού είναι μηδενικό. Πρόκειται δηλαδή για μία μορφή πίστωσης που παρέχει η τράπεζα στον καταθέτη της.

<sup>140</sup> Βλέπε και ICB Final Report σελ. 52

- Υπηρεσίες που οδηγούν σε αύξηση της έκθεσης έναντι μιας μη περιχαρακωμένης τράπεζας ή ενός μη τραπεζικού χρηματοπιστωτικού οργανισμού (non bank financial organization)<sup>141</sup>, με την εξαίρεση βέβαια των υπηρεσιών πληρωμών και υπό την αίρεση της έγκρισης της αρμόδιας εποπτικής αρχής
  - Οποιαδήποτε υπηρεσία που θα είχε σαν αποτέλεσμα ένα χαρτοφυλάκιο συναλλαγών ενεργητικού
  - Οποιαδήποτε υπηρεσία που θα είχε σαν αποτέλεσμα την ανάγκη για ύπαρξη εποπτικών κεφαλαίων έναντι του κινδύνου αγοράς (*market risk*)
  - Την αγορά ή τη δημιουργία παραγώγων ή άλλων συμβολαίων που οδηγούσαν στην ανάγκη ύπαρξης εποπτικών κεφαλαίων έναντι του πιστωτικού κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου (*counterparty credit risk*)
  - Υπηρεσίες σχετικές με τη δραστηριότητα στις δευτερογενείς αγορές συμπεριλαμβανομένων της αγοράς δανείων και χρεογράφων
3. Στην τρίτη αρχή, συναντούμε τις λεγόμενες «βοηθητικές» υπηρεσίες (**ancillary services**)<sup>142</sup>. Πρόκειται για τις υπηρεσίες που δεν είναι ούτε «κατ' εντολή» αλλά ούτε και απαγορεύονται. Κύριο χαρακτηριστικό των υπηρεσιών αυτών είναι ότι συνηθέστερα αποτελούν τις πλέον αναγκαίες παρεπόμενες υπηρεσίες για την αποτελεσματική παροχή των «κατ' εντολή» υπηρεσιών. Θα μπορούν δηλαδή να διαχειρίζονται αποτελεσματικά το εύρος του ισολογισμού τους και των κινδύνων που σχετίζονται με τη δραστηριότητά της, να διαχειρίζονται τη ρευστότητά τους και την αναζήτηση κεφαλαίων<sup>143</sup>.
4. Στην τέταρτη αρχή, η αναφορά καθορίζει η ίδια το περιεχόμενο της έννοιας του ring-fencing.
- Οι περιχαρακωμένες τράπεζες θα πρέπει να είναι ανεξάρτητες νομικές οντότητες. Κάθε νομική οντότητα που παρέχει τις κατ' εντολή υπηρεσίες επιτρέπεται να παρέχει μόνο υπηρεσίες που δεν απαγορεύονται και να διεξάγει και τις βοηθητικές υπηρεσίες.
  - Σε περίπτωση που η περιχαρακωμένη τράπεζα κατέχει (πλήρως ή και μερικώς) μία οντότητα που παρέχει χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, τότε η οντότητα αυτή θα επιτρέπεται να ασκεί δραστηριότητες που αντίστοιχα επιτρέπονται και σε μία περιχαρακωμένη τράπεζα.
  - Σε περίπτωση που η περιχαρακωμένη τράπεζα αποτελεί μέρος ενός ευρύτερου ομίλου, απαιτείται να διασφαλίζεται μέσω ρυθμίσεων η επάρκεια των μέσων (ανθρώπινο δυναμικό, υλικοτεχνικές υποδομές κ.α.) ώστε η τράπεζα να παρέχει απρόσκοπτα τις δραστηριότητές της άσχετα με την οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται ο ευρύτερος όμιλος.

<sup>141</sup> Από την απαγόρευση αυτή εξαιρούνται οι νομικές οντότητες που είναι μέρη του ίδιου ομίλου μαζί με την περιχαρακωμένη τράπεζα.

<sup>142</sup> Πρόκειται για μία αρκετά ασαφή έννοια χωρίς το περιεχόμενό της να καθορίζεται περεταίρω από το κείμενο της αναφοράς. Βλέπε και Ambler & Saltiel (2011).

<sup>143</sup> Βλέπε και ICB Final Report σελ. 59

- Η περιχαρακωμένη τράπεζα θα μπορεί να είναι η ίδια απευθείας μέλος των συστημάτων πληρωμών που η ίδια χρησιμοποιεί ή να χρησιμοποιεί μία άλλη (περιχαρακωμένη) τράπεζα σαν πράκτορα για λογαριασμό της.
5. Η αναφορά Vickers παρέχει και κατευθύνσεις για τους οικονομικούς δεσμούς που θα αναπτύσσονται μεταξύ των λοιπών εταιριών ενός ομίλου και της περιχαρακωμένης τράπεζας που και η ίδια αποτελεί μέρος του ομίλου. Σε τέτοιες περιπτώσεις λοιπόν οι σχέσεις που αναπτύσσονται θα αντιμετωπίζονται σαν τρίτοι (third party basis) και σε καμία περίπτωση η περιχαρακωμένη τράπεζα δεν θα είναι υπεύθυνη για την ρευστότητα ή την φερεγγυότητα του υπόλοιπου ομίλου. Απόρροια αυτής της κατευθυντήρια γραμμής αποτελεί το γεγονός ότι τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων θα πρέπει ανεξάρτητα από τα αντίστοιχα μέλη του ομίλου.

Το δεύτερο σημαντικό στοιχείο των ρυθμίσεων του Vickers Report, έχει να κάνει με τους νέους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας που προβλέπει. Ο σκοπός των νέων κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας είναι να μπορούν οι τράπεζες να απορροφούν τους κραδασμούς των χρηματοπιστωτικών αγορών χωρίς να επιβαρύνονται οι φορολογούμενοι και τα κρατικά ταμεία, πρακτική που ακολουθήθηκε κατά κόρον στην κρίση του 2007-2009. Οι κανόνες αυτοί αναλύονται ως εξής:

1. Μετοχικό κεφάλαιο (equity)

- Οι περιχαρακωμένες τράπεζες που ο λόγος των *Risk Weighted Assets (RWA)* που έχουν προς το ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου ( $RWA/UK\ GDP$ ) είναι 3% ή και μεγαλύτερος θα πρέπει να διατηρούν μετοχικό κεφάλαιο του οποίου ο λόγος προς το RWA θα είναι τουλάχιστον 10%.
- Οι περιχαρακωμένες τράπεζες των οποίων ο λόγος  $RWA/UK\ GDP$  θα είναι μεταξύ 1% και 3% θα πρέπει να διατηρούν ένα ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο του οποίου ο λόγος προς το RWA θα είναι κλιμακωτός μεταξύ 7% και 10%.

2. Μόγλευση (leverage ratio)

- Σύμφωνα με το κείμενο της αναφοράς, όλες οι εγκατεστημένες στο Ηνωμένο Βασίλειο τράπεζες και όλες οι τράπεζες που λειτουργούν υπό καθεστώς περιχαρακωσης θα διατηρούν λόγο μόγλευσης Tier 1 τουλάχιστο 3%.
- Όλες οι ring-fenced τράπεζες με λόγο  $RWA/UK\ GDP$  1% ή και περισσότερο θα πρέπει να αυξήσουν τμηματικά τον λόγο μόγλευσης τους έως το ανώτατο 4.06%.

3. «Διάσωση εκ των έσω» (bail in)

- Οι αρμόδιες εποπτικές αρχές που θα είναι επιφορτισμένες με την διευθέτηση των πιστωτικών ιδρυμάτων (resolution regimes) θα έχουν την δυνατότητα να επιβάλλουν το μοντέλο της διάσωσης εκ των έσω (bail-in resolution model) στα πιστωτικά ιδρύματα που κρίνεται ότι πρέπει να διευθετηθούν. Η κρατική στήριξη θα αποφεύγεται μέσω της επιβολής των ζημιών στα ομόλογα που θα είναι επιλέξιμα

προς τούτο (bail-in bonds) προτού επιβληθούν ζημιές σε άλλου είδους μειωμένης εξασφάλισης κεφάλαια του παθητικού. Παράλληλα παρέχεται στις αρμόδιες αρχές και μία δευτερεύουσα αρμοδιότητα σχετικά με την επιβολή του bail-in στις τράπεζες. Οι αρμόδιες αρχές θα μπορούν να επιβάλλουν ζημιές και σε άλλου είδους στοιχεία του παθητικού χωρίς εξασφάλιση εφόσον αυτό κρίνεται αναγκαίο.

4. Πρωτογενής ικανότητα απορρόφησης απωλειών (*primary loss absorbing capacity*)

- Οι παγκόσμια συστημικά σημαντικές τράπεζες (*Globally Systemically Important Banks – GSIB*) με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο που έχουν G-SIB προσαύξηση 2,5% αλλά και οι περιχαρακωμένες τράπεζες με λόγο RWA/UK GDP 3% ή περισσότερο, απαιτείται να έχουν πρωτογενή ικανότητα απορρόφησης απωλειών τουλάχιστον ίση με το 17% του RWA.
- Αντίστοιχα, οι G-SIB που έχουν έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο με G-SIB προσαύξηση κάτω από 2,5% αλλά και οι περιχαρακωμένες τράπεζες με λόγο RWA/UK GDP μεταξύ 1% και 3%, οι απαιτήσεις για την πρωτογενή ικανότητα απορρόφησης των ζημιών διαμορφώνεται κλιμακωτά από 10,5% έως 17%.

5. Πρόσθετο κεφάλαιο διευθέτησης (*resolution buffer*)

- Οι εποπτικές αρχές οποιασδήποτε α) UK G-SIB ή β) οποιασδήποτε περιχαρακωμένης τράπεζας με λόγο RWA/UK GDP 1% ή περισσότερο, θα έχουν τη δυνατότητα να απαιτούν από την εν λόγω τράπεζα να διαθέτει πρόσθετα κεφάλαια πρωτογενούς απορρόφησης ζημιών, συνολικού ύψους άνω του 3% RWAs εάν κριθεί ότι, μεταξύ άλλων, υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με τη δυνατότητα της τράπεζας να διευθετηθεί αποτελεσματικά, με το ελάχιστο δυνατό κόστος για το κοινωνικό σύνολο. Εναπόκειται στον αρμόδιο επόπτη να καθορίσει: το ακριβές ύψος του απαιτούμενου κεφαλαίου, τη σύνθεση του κεφαλαίου αυτού καθώς και τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες θα ενεργοποιείται η χρήση του.

6. Προτιμησιακή αντιμετώπιση καταθετών (*depositor preference*)

- Σε περίπτωση αφερεγγυότητας (άρα και σε περίπτωση εφαρμογής του bail in), όλοι οι εξασφαλισμένοι καταθέτες της τράπεζας θα κατατάσσονται μπροστά από άλλους πιστωτές της, στο βαθμό βέβαια που αυτοί οι πιστωτές είναι ανασφάλιστοι ή έχουν μόνη ασφάλεια το floating charge.

Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου έχουν θέσει σαν χρονοδιάγραμμα εφαρμογής της νομοθεσίας το 2015 για την έκδοση όλης της αναγκαίας νομοθεσίας και το 2019 για την πλήρη εφαρμογή τόσο της τραπεζικής περιχαρακωσης (*ring fencing*) όσο και τη συγκέντρωση των αναγκαίων κεφαλαίων για την απορρόφηση των ζημιών (*loss absorbency capital*). Ακολουθείται δηλαδή το χρονικό πλαίσιο που έχει θεσπίσει η Επιτροπή της Βασιλείας για τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας (*Capital Requirements Directive-CRD IV*).

## Οι μεταρρυθμίσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης:

Μετά τον καταγισμό των ρυθμιστικών παρεμβάσεων από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο ήρθε η ώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης να αναλάβει τον ρόλο του ρυθμιστή-νομοθέτη. Η εντολή ανατέθηκε στον Erkki Liikanen, πρώην στέλεχος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και πρόεδρο της Κεντρικής Τράπεζας της Φινλανδίας. Περιεχόμενο της εν λόγω εντολής ήταν να διερευνηθεί αν τυχόν απαιτούνται δομικές αλλαγές στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ΕΕ και πως αυτές θα έπρεπε να εφαρμοστούν. Στις 12 Οκτωβρίου 2012 το πόρισμα της Επιτροπής Liikanen βγήκε στη δημοσιότητα. Υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και απετέλεσε τη βάση για την πρόταση Κανονισμού<sup>144</sup> που εξέδωσε η Επιτροπή στις 29/01/2014.

Σκοπός της Έκθεσης Liikanen δεν ήταν να προστατεύσει εξ αρχής τις «εγχώριες» ευρωπαϊκές καταθέσεις όπως η Έκθεση Vickers. Αντίθετα, σκόπευε να περιορίσει τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό και όλα τα στοιχεία ενεργητικού, παθητικού αλλά και τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα που προέκυπταν από την ειδική διαπραγμάτευση (market making) από άλλες τραπεζικές δραστηριότητες<sup>145</sup>. Συνιστούσε λοιπόν ότι αυτές οι δραστηριότητες θα έπρεπε να διεξάγονται από χωριστές οντότητες και ξεχωριστά από την αποδοχή καταθέσεων. Η τελική πρόταση κανονισμού είναι κάπως πιο ήπια στην εφαρμογή της αφού όπως θα δούμε παρακάτω επιτρέπει τις δραστηριότητες αυτές υπό την αίρεση της διαρκούς αξιολόγησής τους από την αρμόδια εποπτική αρχή.

### Η Πρόταση Κανονισμού<sup>146</sup>

Μέσω του παρόντος κανονισμού επιδιώκεται «η πρόληψη του συστημικού κινδύνου, των οικονομικών πιέσεων ή της κατάρρευσης των μεγάλων περίπλοκων και διασυνδεδεμένων οντοτήτων του χρηματοπιστωτικού συστήματος» όπως ρητά αναγράφεται στο αρ. 1 του Κανονισμού. Παράλληλα οι στόχοι του κανονισμού περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων<sup>147</sup> και:

- Τον περιορισμό της υπερβολικής ανάληψης κινδύνων από τα πιστωτικά ιδρύματα
- Την εξάλειψη των καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων που αναπτύσσονται μεταξύ των διαφόρων μερών του πιστωτικού ιδρύματος
- Τη μείωση της αλληλοσύνδεσης μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων γεγονός που οδηγεί στο συστημικό κίνδυνο

---

<sup>144</sup> Βλέπε COM(2014)/43 final

<sup>145</sup> Βλέπε και BIS (2013) σελ. 24

<sup>146</sup> Επειδή δεν είναι εφικτή η ταυτόχρονη παρουσίαση τόσο του περιεχομένου της αναφοράς όσο και της πλήρους ανάλυσης του περιεχομένου της Πρότασης Κανονισμού, θα παρουσιαστεί μόνο το περιεχόμενο της Πρότασης Κανονισμού που σχετίζεται με το θέμα της εργασίας και όταν απαιτείται θα γίνεται αναφορά και στο περιεχόμενο της Αναφοράς.

<sup>147</sup> Βλέπε αρ. 1 της Πρότασης Κανονισμού

- Στη διευκόλυνση της εποπτείας και της αποτελεσματικής διαχείρισης των πιστωτικών ιδρυμάτων

Στην αιτιολογική έκθεση του παρόντος κανονισμού τονίζεται ότι στόχος του κανονισμού είναι τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα και οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι επειδή ακριβώς εκεί θεωρείται ότι υπάρχει κατάλοιπο συστημικού κινδύνου. Έτσι, αποφεύγεται η εφαρμογή των προτεινόμενων μέτρων σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα της ΕΕ (και στα μικρότερα πιστωτικά ιδρύματα), δηλαδή όσα βρίσκονται κάτω από τα όρια που θέτει ο κανονισμός, επειδή κάτι τέτοιο θα ήταν δυσανάλογο και θα οδηγούσε σε δυσανάλογο κόστος συμμόρφωσης. Συνεπώς εξαιρουμένων των πιστωτικών ιδρυμάτων που βρίσκονται κάτω από τα όρια που τίθενται από τον κανονισμό, το πεδίο εφαρμογής του περιλαμβάνει τις εξής νομικές οντότητες:

1. Σε οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα ή μητρική εταιρεία της ΕΕ, μαζί με όλα της τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές ανεξαρτήτως του τόπου που αυτά βρίσκονται. Προϋπόθεση, να έχει αναγνωρισθεί το ίδρυμα αυτό σαν διεθνές ίδρυμα με συστημική σπουδαιότητα (*Global Systemically Important Institution-GSII*) σύμφωνα με το αρ. 131 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ.
2. Σε οποιοδήποτε από τις ακόλουθες οντότητες, οι οποίες για περίοδο τριών διαδοχικών ετών διαθέτουν στοιχεία ενεργητικού συνολικής αξίας τουλάχιστον 30 δις ευρώ ενώ παράλληλα έχουν δραστηριότητα που ανέρχεται σε τουλάχιστον 70 δις ευρώ ή στο 10% του συνόλου του ενεργητικού:
  - Οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα που είναι εγκατεστημένο στην ΕΕ, που δεν είναι ούτε μητρική επιχείρηση ούτε θυγατρική, συμπεριλαμβανομένων όλων των υποκαταστημάτων του, ανεξαρτήτως του τόπου εγκατάστασής τους
  - Μία μητρική εταιρεία της ΕΕ, μαζί με όλα της τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές της, ανεξάρτητα από τον τόπο όπου βρίσκονται, όπου μία από τις οντότητες του ομίλου είναι πιστωτικό ίδρυμα που έχει εγκατάσταση στην ΕΕ
  - Σε υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ, που έχουν έδρα σε τρίτες χώρες

Η τόσο αυτή ευρεία προσέγγιση του πεδίου εφαρμογής επιχειρεί να εξασφαλίσει ισότιμους όρους ανταγωνισμού και ταυτόχρονα να αντιμετωπιστεί το ζήτημα του «ρυθμιστικού αρμπιτράζ» (*regulatory arbitrage*) δηλαδή η μετακίνηση δραστηριοτήτων από μία χώρα σε άλλη (και ειδικότερα εκτός ΕΕ) προκειμένου να επωφεληθούν από το ευνοϊκότερο νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο. Άλλωστε, για τον λόγο αυτό ισχύει και η δυνατότητα χορήγησης απαλλαγής, από την Επιτροπή, σε περιπτώσεις που θα κριθεί ότι το νομοθετικό πλαίσιο της χώρας αυτής εξασφαλίζει ίση προστασία με το αντίστοιχο ευρωπαϊκό. Στα αρ. 22 & 23 του κανονισμού εξειδικεύονται οι ρυθμίσεις σύμφωνα με τις οποίες θα υπολογίζονται οι «δραστηριότητες διαπραγμάτευσης» για να προσδιοριστεί η ανάγκη

εφαρμογής του διαχωρισμού των δραστηριοτήτων. Παράλληλα, εισάγεται απόκλιση από το αρχικό κείμενο της Έκθεσης Liikanen δεδομένου ότι καταργείται ο κανόνας *de minimis* που υπήρχε από τη στιγμή που δεν υπάρχει πια το κατώτατο όριο των 100 δις ευρώ αλλά εισάγεται το σύστημα των τριετιών και ταυτόχρονα μειώνεται το κατώτατο όριο στα 70 δις.

Από το πεδίο εφαρμογής του παρόντος κανονισμού εξαιρούνται σύμφωνα με το αρ. 4:

- Τα υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ, με έδρα σε τρίτες χώρες εφόσον υπόκεινται σε νομικό πλαίσιο το οποίο κρίνεται σαν ισοδύναμο, σύμφωνα με το αρ. 27 παρ. 1 του παρόντος κανονισμού
- Οι θυγατρικές των μητρικών εταιρειών της ΕΕ, που είναι εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες και εφόσον το νομικό πλαίσιο στο οποίο αυτές υπόκεινται θεωρείται ισοδύναμο σύμφωνα με το αρ. 27 παρ. 1 του παρόντος κανονισμού
- Οι νομικές οντότητες που αναφέρονται στα σημεία 2 έως 23 του αρ. 2 παρ. 5 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ

Η πρόταση Κανονισμού κινείται στο πλαίσιο της Έκθεσης Liikanen. Εισάγει έτσι την απαγόρευση κάποιων δραστηριοτήτων που κρίνονται σαν «ιδιαίτερα επικίνδυνες» τόσο για την ασφάλεια του πιστωτικού ιδρύματος όσο και για την πιθανή διευθέτησή του εάν αυτό απαιτηθεί. Στο κεφάλαιο 2 της πρότασης κανονισμού εισάγεται η απαγόρευση της «διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό» (*proprietary trading*). Σύμφωνα με την παράγραφο 15 του προοιμίου, η δραστηριότητα αυτή θα πρέπει να απαγορεύεται διότι είναι «εγγενώς ριψοκίνδυνη» και «περιέχει μηδενική προστιθέμενη αξία για το κοινό καλό». Ταυτόχρονα όμως, γίνεται αναφορά και στο προφανές πρόβλημα που ανακύπτει από την απαγόρευση αυτή, ήτοι την ουσιαστική διάκριση μεταξύ του *proprietary trading* (διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό) και του *market making* (ειδική διαπραγμάτευση). Σύμφωνα με το προοίμιο του κανονισμού<sup>148</sup>, η δυσκολία της διάκρισης θα αποτραπεί με το να ισχύσει η απαγόρευση μόνο για τους διαπραγματευτές εκείνους που είναι ειδικά αφιερωμένοι στο *proprietary trading* και η απαγόρευση να περιορίζεται στα ειδικά προς τούτο γραφεία, μονάδες, τμήματα και μεμονωμένους διαπραγματευτές. Παράλληλα, επιδιώκεται να περιοριστούν οι πιθανότητες για αποφυγή της απαγόρευσης εκ μέρους των τραπεζών, μέσω των επενδύσεών τους σε μη τραπεζικούς φορείς που επιδίδονται σε διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό.

Στον αντίποδα, μέσω του παρόντος κανονισμού επιδιώκεται και η χρηματοδότηση της οικονομίας. Για το σκοπό αυτό, εκτιμάται ότι θα πρέπει τα πιστωτικά ιδρύματα που εμπίπτουν στην απαγόρευση αυτή, να «μπορούν να συνεχίσουν να επενδύουν σε κλειστό κατάλογο επενδυτικών κεφαλαίων», κυρίως Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων (*Alternative Investment Funds-AIF*), ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου, ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής

---

<sup>148</sup> Βλέπε παράγραφο 16 του προοιμίου του κανονισμού.



επιχειρηματικότητας κλπ. Ο κανονισμός επιτρέπει στις οντότητες που εμπίπτουν στην απαγόρευση να χρησιμοποιούν ίδια κεφάλαια για την διαχείριση των ταμειακών τους διαθέσιμων μέσω της πραγματοποίησης επενδύσεων<sup>149</sup>.

Αναλυτικότερα, το αρ. 6 του παρόντος κανονισμού ορίζει ότι απαγορεύεται στις οντότητες που αναγράφονται στο άρθρο 3:

1. Να ασκούν δραστηριότητες διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό<sup>150</sup>
2. Με δικά τους κεφάλαια ή με δανειακά κεφάλαια και με μοναδικό σκοπό την αποκόμιση κέρδους για ίδιο λογαριασμό:
  - Να αποκτούν ή να διατηρούν μερίδια ή μετοχές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων<sup>151</sup> (ΟΕΕ)
  - Να επενδύουν σε παράγωγα, παραστατικούς τίτλους, δείκτες ή οποιοδήποτε άλλο χρηματοπιστωτικό μέσο η απόδοση του οποίου συνδέεται με μετοχές ή με μερίδια ΟΕΕ
  - Να κατέχουν μερίδια ή μετοχές σε μία οντότητα που επιδίδεται σε διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή αποκτά μερίδια ή μετοχές ΟΕΕ

Στην πρόταση κανονισμού, δίδεται ένας «περιοριστικός» ορισμός της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό. Συγκριτικά με τον αντίστοιχο ορισμό του Volcker Rule και του UK Banking Act, κάθε συναλλαγή για λογαριασμό πελάτη ή για προσδοκώμενη συναλλαγή πελάτη δεν εμπίπτει στην απαγόρευση του κανονισμού<sup>152</sup>. Φυσικά εισάγονται και εξαιρέσεις από την γενική απαγόρευση του αρ. 6 του παρόντος κανονισμού. Ειδικότερα, η απαγόρευση αυτή δεν εφαρμόζεται :

1. Σε χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από κεντρικές κυβερνήσεις κρατών μελών, ή από οντότητες που παρατίθενται στα αρ. 117 & 118 του Κανονισμού 575/2013. Η εξαίρεση αυτή παρέχεται λόγω της σπουδαιότητας που έχουν τα κρατικά ομόλογα και μία αναταραχή στις αγορές αυτές είναι ιδιαίτερος ανεπιθύμητη.
2. Στην περίπτωση που μία οντότητα του αρ. 3 ικανοποιεί όλους τους ακόλουθους όρους:

<sup>149</sup> Βλέπε παρ. 18 του προοιμίου του κανονισμού

<sup>150</sup> Στο αρ. 5 του παρόντος κανονισμού δίδεται ο ορισμός της «**διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό**», όπου «*νοείται η χρήση ιδίων κεφαλαίων ή δανειακών κεφαλαίων για την ανάληψη θέσεων σε οιοδήποτε είδος πράξης για την αγορά, πώληση ή την με οποιοδήποτε άλλο τρόπο απόκτηση ή διάθεση οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου ή εμπορεύματος με αποκλειστικό σκοπό την αποκόμιση κέρδους για ίδιο λογαριασμό, και χωρίς καμία σύνδεση με πραγματικές ή προσδοκώμενες δραστηριότητες πελατών ή με σκοπό την αντιστάθμιση του κινδύνου της οντότητας ως αποτέλεσμα πραγματικής ή προσδοκώμενης δραστηριότητας πελατών, μέσω της χρήσης γραφείων, μονάδων, τμημάτων ή μεμονωμένων διαπραγματευτών που έχουν αφιερωθεί ειδικά στην εν λόγω ανάληψη θέσεων και αποκόμιση κέρδους, μεταξύ άλλων και μέσω ειδικών διαδικτυακών πλατφορμών διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό*».

<sup>151</sup> Σύμφωνα με τα όσα ορίζονται στην Οδηγία 2011/61/ΕΕ και ειδικότερα στο αρ. 4 παρ.1 στοιχείο α.

<sup>152</sup> Βλέπε και Shearman & Sterling (2014) σελ. 5

- Χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαιά της σαν μέρος των διαδικασιών διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων της<sup>153</sup>.
- Αποκλειστικά κατέχει, αγοράζει, πωλεί ή με οποιονδήποτε τρόπο αποκτά ή διαθέτει μετρητά ή ταμειακά ισοδύναμα του ενεργητικού<sup>154</sup>.

Στην πρόταση κανονισμού εισάγονται και ρυθμίσεις που προβλέπουν τον διαχωρισμό ορισμένων δραστηριοτήτων θυμίζοντας εν πολλοίς τις ρυθμίσεις της νομοθεσίας GSA. Στο αρ. 8 του παρόντος κανονισμού προβλέπεται ο διαχωρισμός ορισμένων εμπορικών δραστηριοτήτων. Οι εμπορικές δραστηριότητες θα πρέπει να περιλαμβάνουν διάφορες δραστηριότητες **εκτός** από τις κάτωθι:

- Αποδοχή καταθέσεων: πρόκειται για αυτές τις καταθέσεις που είναι επιλέξιμες από το καθεστώς εγγύησης καταθέσεων<sup>155</sup>
- Δανειοδότηση: περιλαμβάνει την καταναλωτική πίστη, τη χορήγηση πιστώσεων για ακίνητα, την είσπραξη απαιτήσεων (factoring), τη χρηματοδότηση εμπορικών συναλλαγών (μαζί με forfeiting)
- Συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing)
- Υπηρεσίες πληρωμών<sup>156</sup>
- Έκδοση και διαχείριση άλλων μέσω πληρωμών (όπως ταξιδιωτικών και τραπεζικών επιταγών)
- Χρηματομεσιτεία, φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών
- Υπηρεσίες φύλαξης
- Έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος

Συνεπώς, όπως γίνεται αντιληπτό, ορισμένες δραστηριότητες των τραπεζών εξακολουθούν και επιτρέπονται. Μέσα στις δραστηριότητες αυτές περιλαμβάνονται και πολλές άλλες δραστηριότητες διαπραγμάτευσης όπως η ειδική διαπραγμάτευση, η έκδοση τίτλων και η αναδοχή αυτών, οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την τιτλοποίηση υψηλού κινδύνου καθώς και οι συναλλαγές

<sup>153</sup> Σύμφωνα με το κείμενο του κανονισμού, η *διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων* θα πρέπει να αποσκοπεί στη διαφύλαξη της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της οντότητας και στην παράλληλη διάχυση του πιστωτικού κινδύνου διαμέσου πολλαπλών αντισυμβαλλομένων, για μεγιστοποίηση της ρευστότητας των ιδίων κεφαλαίων.

<sup>154</sup> Σύμφωνα με το κείμενο του κανονισμού, τα *ταμειακά ισοδύναμα του ενεργητικού* πρέπει να είναι επενδύσεις πολύ υψηλής ρευστότητας που κατέχονται στο βασικό νόμισμα των ιδίων κεφαλαίων, να είναι άμεσα μετατρέψιμα σε μετρητά, να υπόκεινται σε ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους και με ληκτότητα που δεν υπερβαίνει τις 397 ημέρες. Τέλος δεν θα πρέπει να έχουν απόδοση μεγαλύτερη από αυτή των κρατικών ομολόγων υψηλής ποιότητας και διάρκειας 3 μηνών. Ενδεικτικά αναφέρονται τα: έντοκα γραμμάτια του δημοσίου και των ΟΤΑ, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα εμπορικά χρεόγραφα, οι τραπεζικές συναλλαγματικές κλπ.

<sup>155</sup> Βλέπε αναλυτικότερα την Οδηγία 94/19/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και του Κοινοβουλίου, 30 Μαΐου 1994, σχετικά με τα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων (ΕΕ L 135 της 31.05.1994, σελ. 5-14).

<sup>156</sup> Βλέπε αναλυτικότερα την Οδηγία 2007/64/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και του Κοινοβουλίου, 13 Νοεμβρίου 2007, για τις υπηρεσίες πληρωμών στην εσωτερική αγορά (ΕΕ L 319 της 5.12.2007, σελ. 1-36).

παραγώγων. Οι συναλλαγές αυτές εξυπηρετούν και συμφέροντα πελατών, σύμφωνα όμως με τον κανονισμό μπορούν να δημιουργήσουν κινδύνους. Επειδή όμως οι συναλλαγές αυτές χαρακτηρίζονται σαν «δυνητικά χρήσιμες» προτείνεται να μην υπόκεινται σε άμεση απαγόρευση αλλά να εξακολουθήσουν να υπόκεινται σε εκ των υστέρων έλεγχο και αξιολόγηση. Θα επιτρέπεται δηλαδή στους τραπεζικούς ομίλους να εξακολουθήσουν να παρέχουν αυτές τις δραστηριότητες, κατά τη διακριτική ευχέρεια της εποπτικής αρχής, η οποία θα φέρει και την υποχρέωση να επανεξετάζει τις δραστηριότητες διαπραγμάτευσης στις οποίες επιδίδονται τα πιστωτικά ιδρύματα και παράλληλα θα έχει και την εξουσία να διατάξει τον χωρισμό ορισμένων από αυτές (ειδική διαπραγμάτευση, τιτλοποίηση υψηλού κινδύνου, σύνθετα προϊόντα παραγώγων) εάν παρατηρηθεί υπέρβαση των ορίων και των παραμέτρων που τίθενται. Έτσι, εάν η αρμόδια αρχή αποφανθεί ότι οι δραστηριότητες αυτές υπερβαίνουν ένα συγκεκριμένο μέγεθος, μόχλευση, πολυπλοκότητα, κινδύνους της αγοράς και σχετικές παραμέτρους θα μπορεί να τις περιορίζει ή να απαιτήσει από το κύριο πιστωτικό ίδρυμα τον διαχωρισμό τους και τη συνακόλουθη μετακίνησή τους στην οντότητα συναλλαγών. Φυσικά εάν το πιστωτικό ίδρυμα αποδείξει ότι οι συναλλαγές αυτές δεν αποτελούν κίνδυνο για την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ και παγκόσμια είναι δυνατό να εξακολουθήσει να τις παρέχει. Επιπλέον, επιχειρείται και ο περιορισμός των επενδύσεων στην τιτλοποίηση, μέσω κριτηρίων, σύμφωνα με τα οποία τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να επενδύουν μόνο σε υψηλής ποιότητας τιτλοποιούμενα προϊόντα. Ο στόχος των ρυθμίσεων αυτών είναι να αποφευχθεί η καταστρατήγηση εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων της ρήτρας απαγόρευσης του αρ. 6 του κανονισμού, με το να εμπλακούν οι τράπεζες σε κρυφές απαγορευμένες δραστηριότητες διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό υπό το «κέλυφος» των επιτρεπόμενων δραστηριοτήτων τους. Αυτό θα είχε σαν αποτέλεσμα να καταστούν οι επιτρεπόμενες δραστηριότητες ιδιαίτερα σημαντικές και με σημαντικό βαθμό μόχλευσης<sup>157</sup>.

Σύμφωνα με τον κανονισμό παρέχεται στις αρμόδιες εποπτικές αρχές η δυνατότητα επανεξέτασης των προρρηθέντων δραστηριοτήτων, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο αρ. 9. Παράλληλα, παρέχονται όλες οι παράμετροι σύμφωνα με τις οποίες θα γίνεται η επανεξέταση των δραστηριοτήτων των οντοτήτων. Μετά την αξιολόγηση αυτή, η εποπτική αρχή θα μπορεί να εκδίδει απόφαση, απευθυνόμενη στο πιστωτικό ίδρυμα, σύμφωνα με την οποία οποιαδήποτε εμπορική δραστηριότητα ασκεί το πιστωτικό ίδρυμα είναι απειλητική για τη σταθερότητα του κύριου πιστωτικού ιδρύματος ή για το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ένωσης. Το πιστωτικό ίδρυμα θα πρέπει εντός 2 μηνών να αποδείξει ότι η δραστηριότητά του είναι σύννομη και ότι τα συμπεράσματα της αρμόδιας αρχής δεν αιτιολογούνται. Σε περίπτωση που αποτύχει να πράξει τούτο, η αρμόδια αρχή μπορεί να του ζητήσει να παύσει την δραστηριότητά του αυτή<sup>158</sup>. Η απόφαση αυτή της αρμόδιας αρχής αποτελεί την «ευρωπαϊκή μορφή» διαχωρισμού ορισμένων υπηρεσιών. Τούτο εξηγείται από το

<sup>157</sup> Βλέπε αιτιολογική έκθεση του κανονισμού υπό στοιχείο 3.3.4

<sup>158</sup> Βλέπε αρ. 10 παρ. 2 & 3 του παρόντος κανονισμού.

γεγονός ότι το αρ. 13 του κανονισμού τίθενται οι κανόνες για τις αποκαλούμενες «χωριστές οντότητες του ομίλου». Πρόκειται για εκείνες τις οντότητες, οι οποίες πρέπει εφεξής να πραγματοποιούν τις δραστηριότητες εκείνες που έχουν απαγορευθεί σύμφωνα με τη διαδικασία του αρ. 10 παρ. 3 του κανονισμού. Ειδικότερα, οι δραστηριότητες θα πρέπει να πραγματοποιούνται μόνο από την ειδική οντότητα του ομίλου που είναι νομικά, οικονομικά και λειτουργικά ανεξάρτητη από το κύριο πιστωτικό ίδρυμα. Παράλληλα, το αρ. 13 εισάγει λεπτομερείς ρυθμίσεις για την εξασφάλιση της ανεξαρτησίας μεταξύ της οντότητας συναλλαγών που έχει προκύψει από τη μεταφορά των συναλλαγών που κρίθηκαν σαν απαγορευμένες. Ειδικότερα ορίζεται ότι οι δύο νομικές οντότητες (πιστωτικό ίδρυμα και οντότητα συναλλαγών) θα πρέπει να εκδίδουν δικό τους χρέος σε μεμονωμένη ή υπό-ενοποιημένη βάση<sup>159</sup>, οι μεταξύ τους συμβάσεις/συναλλαγές θα πρέπει να είναι εξίσου ευνοϊκές για το πιστωτικό ίδρυμα όπως με άλλες παρόμοιες συμβάσεις/συναλλαγές με οικονομικές οντότητες που δεν ανήκουν στην ίδια υποομάδα<sup>160</sup>. Επιπρόσθετα τίθενται περιορισμοί και στη σύνθεση των ΔΣ των δύο οντοτήτων και ειδικότερα κανένα μέλος του ΔΣ μιας εκ των δύο δεν ασκεί εκτελεστικά καθήκοντα και στις δύο οντότητες ενώ τα διοικητικά όργανα και των δύο εταιριών οφείλουν να διασφαλίζουν την τήρηση των στόχων του διαχωρισμού. Τέλος, τα ονόματα των δύο οντοτήτων πρέπει να είναι εύκολα διακριτά από τους καταναλωτές προκειμένου να αποφεύγεται η σύγχυση<sup>161</sup>.

Η απόφαση του αρ. 10, για διαχωρισμό κάποιων δραστηριοτήτων, υλοποιείται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο αρ. 18 του εν λόγω κανονισμού. Το σχέδιο καταρτίζεται από την αρμόδια οντότητα ή τη μητρική εταιρεία του τραπεζικού ιδρύματος που βρίσκεται εντός της ΕΕ και υποβάλλεται εντός 6 μηνών από την απόφαση. Στο σχέδιο που θα υποβληθεί θα πρέπει να επεξηγείται λεπτομερώς ο διαχωρισμός και θα πρέπει να περιέχονται τα ακόλουθα στοιχεία<sup>162</sup>:

- Προσδιορισμό των στοιχείων ενεργητικού και των δραστηριοτήτων που θα διαχωριστούν από το κύριο πιστωτικό ίδρυμα
- Λεπτομέρειες σχετικά με την εφαρμογή των κανόνων του αρ. 13 του παρόντος κανονισμού
- Χρονοδιάγραμμα για τον διαχωρισμό. Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι πρόθεση του κανονισμού είναι να χορηγείται στα πιστωτικά ιδρύματα ένα χρονικό περιθώριο για την ομαλή διεξαγωγή του διαχωρισμού, προκειμένου να αποφεύγεται η μετακύλιση του κόστους στον πελάτη. Συνεπώς ο διαχωρισμός αυτός δεν θα πρέπει να είναι εφαρμοστέος αμέσως μετά την έναρξη ισχύος του εν λόγω κανονισμού<sup>163</sup>.

---

<sup>159</sup> Βλέπε αρ. 13 παρ. 6 του κανονισμού

<sup>160</sup> Βλέπε αρ. 13 παρ. 7 του κανονισμού

<sup>161</sup> Βλέπε αρ. 13 παρ. 10 του κανονισμού

<sup>162</sup> Βλέπε αρ. 18 του κανονισμού

<sup>163</sup> Βλέπε παρ. 34 του προοιμίου του κανονισμού

Το προρρηθέν σχέδιο διαχωρισμού τελεί υπό την αίρεση της έγκρισής του από την αρμόδια εποπτική αρχή. Σε περίπτωση που αυτό κριθεί ανεπαρκές, παρέχεται η δυνατότητα στην εποπτική αρχή να απαιτήσει τροποποιήσεις ή ακόμα και να καταρτίσει δικό της αυτοτελές σχέδιο διαχωρισμού σε περίπτωση αδράνειας της τράπεζας<sup>164</sup>.

Η πρόταση κανονισμού ρητά απαγορεύει στη νομική οντότητα συναλλαγών να προβαίνει στις εξής δραστηριότητες<sup>165</sup>:

1. Να δέχεται καταθέσεις που είναι επιλέξιμες για το καθεστώς εγγύησης καταθέσεων, όπως ορίζει η οδηγία 94/19/EK<sup>166</sup>, εκτός από τις περιπτώσεις που η κατάθεση αφορά ανταλλαγή εξασφαλίσεων σχετικές με εμπορικές δραστηριότητες.
2. Να παρέχει υπηρεσίες πληρωμών, όπως ορίζονται από την οδηγία 2007/64/EK<sup>167</sup>, εκτός από αυτές που είναι απολύτως απαραίτητες για την ανταλλαγή των εξασφαλίσεων που σχετίζονται με τις εμπορικές δραστηριότητες.

Ένα ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο του κανονισμού είναι η δυνατότητα χορήγησης «παρεκκλίσεων» από τις απαιτήσεις του κεφαλαίου ΙΙΙ του κανονισμού<sup>168</sup>. Με αίτηση του κράτους προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζητείται η παρέκκλιση από τις εισαγόμενες ρυθμίσεις για πιστωτικό ίδρυμα που δέχεται καταθέσεις από ιδιώτες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις και το οποίο δραστηριοποιείται σε χώρα εκτός ΕΕ. Με τον θεσμό αυτό αμβλύνονται οι ενδεχόμενες επιπτώσεις της «εξωεδαφικής» εφαρμογής του ευρωπαϊκού δικαίου και μειώνονται οι πιθανότητες για τριβές μεταξύ των δικαιοδοσιών των διαφόρων κρατών. Προϋποθέσεις για τη χορήγηση της παρέκκλισης είναι η αντίστοιχη εθνική νομοθεσία να έχει εκδοθεί πριν από τις 29 Ιανουαρίου 2014 και επιπρόσθετα απαιτείται να:

- Αποσκοπεί στην πρόληψη οικονομικών πιέσεων ή κατάρρευσης και συστημικού κινδύνου
- Εμποδίζει τα πιστωτικά ιδρύματα που δέχονται καταθέσεις από το να επιδίδονται στη δραστηριότητα των επενδύσεων ως εντολείς και να κατέχουν στοιχεία ενεργητικού προς εμπορική εκμετάλλευση
- Εάν το πιστωτικό ίδρυμα που δέχεται καταθέσεις αποτελεί μέρος ενός ομίλου, να διασφαλίζει ότι (το πιστωτικό ίδρυμα) έχει χωριστεί νομικά από τις υπόλοιπες οντότητες του ομίλου που ασκούν δραστηριότητα επενδύσεων ως εντολείς ή κατέχουν στοιχεία ενεργητικού προς εκμετάλλευση

<sup>164</sup> Βλέπε σελ. 13 της πρότασης κανονισμού (υπό στοιχείο 3.3.4.7)

<sup>165</sup> Βλέπε αρ. 20 του κανονισμού

<sup>166</sup> Βλέπε ανωτέρω υποσημείωση 155

<sup>167</sup> Βλέπε ανωτέρω υποσημείωση 156

<sup>168</sup> Βλέπε αρ. 21 του κανονισμού και παρ. 10 του προοιμίου του κανονισμού

- Να καθορίζει ότι το πιστωτικό ίδρυμα έχει πλήρη ανεξαρτησία από τις λοιπές οντότητες του ομίλου όσον αφορά στη λήψη αποφάσεων, το διευθυντικό του όργανο είναι ανεξάρτητο από τις υπόλοιπες οντότητες του ομίλου, έχει δικές του απαιτήσεις σε κεφάλαιο και ρευστότητα και τέλος οι συμβάσεις/συναλλαγές του με άλλες οντότητες του ομίλου να πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις απαιτήσεις του αρ. 13.

Συγχρόνως, ο κανονισμός θέτει και περιορισμούς στα *Μεγάλα Χρηματοδοτικά Ανοίγματα (MXA)* των τραπεζών τόσο εντός όσο και εκτός του ομίλου. Το σκεπτικό της θέσπισης περιορισμών στις εν λόγω δραστηριότητες αποσκοπεί στην αποφυγή επέλευσης ζημιών σε ένα πιστωτικό ίδρυμα εξαιτίας της συγκέντρωσής του σε έναν μόνο πελάτη ή σε μία ομάδα πελατών που είναι όμως συνδεδεμένοι μεταξύ τους. Στα εντός ομίλου MXA, όλες οι οντότητες που ανήκουν στην ίδια υποομάδα θεωρούνται ως ένας πελάτης ή μία ομάδα συνδεδεμένων πελατών. Όταν έχουν επιβληθεί μέτρα σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό, το κύριο πιστωτικό ίδρυμα δεν αναλαμβάνει ανοίγματα εντός του ομίλου που να υπερβαίνουν το 25% του επιλέξιμου κεφαλαίου του κύριου πιστωτικού ιδρύματος σε μία οντότητα που δεν ανήκει στην ίδια ομάδα με το κύριο πιστωτικό ίδρυμα. Όσον αφορά τα εκτός ομίλου MXA, όταν έχουν επιβληθεί μέτρα σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό δεν επιτρέπονται τα ακόλουθα MXA:

- MXA που να υπερβαίνει το 25% του επιλέξιμου κεφαλαίου του κύριου πιστωτικού ιδρύματος σε μία οντότητα
- MXA που συνολικά να υπερβαίνει το 200% του επιλέξιμου κεφαλαίου του κύριου πιστωτικού ιδρύματος σε χρηματοπιστωτικές οντότητες

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει θέσει σαν χρονικό ορίζοντα εφαρμογής όλων των προρρηθέντων μέτρων την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2017 για την εφαρμογή της απαγόρευσης διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό ενώ για τον διαχωρισμό των δραστηριοτήτων έχει τεθεί σαν καταληκτική ημερομηνία η 1<sup>η</sup> Ιουλίου του 2018. Αυτό παράλληλα προϋποθέτει ότι ο Κανονισμός θα υιοθετηθεί από το Κοινοβούλιο έως τον Ιούνιο του 2015 και οι αναγκαίες κατ' εξουσιοδότηση πράξεις θα εκδοθούν πριν την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2016<sup>169</sup>.

<sup>169</sup> Βλέπε και παρ. 3.3.9 της αιτιολογικής έκθεσης της πρότασης Κανονισμού.

## **2. Κριτική και παρατηρήσεις επί των προτάσεων μεταρρύθμισης:**

Η νομοθετική αυτή λαίλαπα και στις δύο πλευρές του ατλαντικού έχει εξάγει ένα προφανές συμπέρασμα: η νομοθετική παρέμβαση σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και ΕΕ έχει απαγορεύσει πλήρως τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό σε όλο της το εύρος. Άμεσα απαγορεύτηκε στις ΗΠΑ και στην ΕΕ (Volcker Rule και Liikanen Report). Αντίθετα το Ηνωμένο Βασίλειο δεν την απαγόρευσε αλλά την τοποθέτησε εκτός της περιχαρακωμένης τραπεζικής οντότητας από την οποία έμμεσα την απαγόρευσε πλήρως. Κοινός τόπος και των τριών νομοθετικών παρεμβάσεων είναι ο περιορισμός της επενδυτικής τραπεζικής και των δραστηριοτήτων της. Περισσότερο άμεσα στη μορφή των προτάσεων Liikanen και Volcker και λιγότερο στη μορφή του Vickers Report. Η πρόταση κανονισμού της ΕΕ αποσκοπεί στην παραμονή των επενδυτικών υπηρεσιών στη ρυθμιζόμενη πλευρά του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ειδικά ο φόβος της ενίσχυσης του shadow banking system και του αρρύθμιστου περιβάλλοντος του μέσω της μεταφοράς σε αυτό δραστηριοτήτων που θα κριθούν ως ασυμβίβαστες ή απαγορευμένες είναι πάντα υπαρκτός<sup>170</sup>. Επιδιώκεται έτσι η δημιουργία των Bank Holding Companies ώστε να παραμείνουν οι επενδυτικές υπηρεσίες υπό εποπτεία και επίβλεψη έστω και στο ενοποιημένο επίπεδο του ομίλου. Στον αντίποδα η Έκθεση Vickers είναι περισσότερο αυστηρή και στοχεύει στην προστασία των καταθετών και στην αποφυγή επιβαρύνσεων των φορολογουμένων. Η θέσπιση της «περιχαράκωσης» (ring-fencing) προτιμήθηκε από τον πλήρη διαχωρισμό μεταξύ της λιανικής και της επενδυτικής τραπεζικής. Έτσι τοποθετήθηκε σε ξεχωριστή τραπεζική οντότητα με ιδιαίτερα αυξημένες κεφαλαιακές ανάγκες η προστασία των καταθέσεων και η χρηματοδότηση των. Με τον τρόπο αυτό ξεπεράστηκε το πρόβλημα που εμφανίστηκε στις ΗΠΑ με τη διάκριση μεταξύ proprietary trading και market making. Αντί των δύσκολων και πολύπλοκων ρυθμίσεων που απαιτήθηκαν για την εφαρμογή του μοντέλου στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο έξυπνα απομάκρυνε τις «κρίσιμες» δραστηριότητες σε χωριστή οντότητα και διατήρησε όλες τις λοιπές δραστηριότητες σχεδόν ανέπαφες στον υπόλοιπο όμιλο. Η κριτική που ασκείται στις ρυθμίσεις του Ηνωμένου Βασιλείου έγκειται στο γεγονός ότι τα αυξημένα κεφαλαιακά αποθέματα που απαιτούνται για την εφαρμογή της νομοθεσίας είναι πολύ δύσκολο να εξευρεθούν σε περιβάλλον οικονομική κρίσης. Ουδείς θα είναι διατεθειμένος να επενδύσει κεφάλαια σε τραπεζικά ιδρύματα που είναι σε άμεση ανάγκη αυτών, ιδιαίτερα μάλιστα αν επίκειται άμεσος κίνδυνος για τη λειτουργία τους και τα κεφάλαια αυτά είναι αναγκαία και οι συνδεδεμένες μεταξύ τους εταιρείες σημειώνουν απώλειες της αξίας των κεφαλαίων τους στις δευτερογενείς αγορές<sup>171</sup>. Παράλληλα, οι τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου θα φέρουν ένα επιπρόσθετο βάρος συγκριτικά με τις υπόλοιπες ανταγωνίστριες τράπεζες. Οφείλουν να συμμορφώνονται τόσο με τις οικίες ρυθμίσεις όσο και με τις ευρωπαϊκές ρυθμίσεις που εισάγει η ΕΕ. Αυτό τις θέτει εξαρχής σε μειονεκτικότερη θέση από άλλες τράπεζες που

<sup>170</sup> Βλέπε BIS (2013) σελ. 25

<sup>171</sup> Βλέπε και σε Ambler & Saltiel (2011) σελ. 28

θα έχουν μόνο μία νομοθεσία να υιοθετήσουν (π.χ. ισπανικές τράπεζες με υποκατάστημα στο Ηνωμένο Βασίλειο). Άλλωστε είναι γνωστό ότι όσο περισσότερο κεφάλαιο αναγκάζεται να διακρατεί η τράπεζα τόσο μειώνεται ανάλογα και το διαθέσιμο κεφάλαιο για τις επενδύσεις και την επέκταση/χρηματοδότηση της οικονομίας. Συνεπώς οι συνέπειες της «περιχαράκωσης» να είναι περισσότερες από τις αρχικά εκτιμώμενες. Τέλος αξίζει να τονιστεί και η σημασία της εκτίμησης του ρίσκου και της ποσοτικοποίησης του (μέτρηση του RWA). Η κριτική που ασκείται είναι ότι η μέτρηση του ρίσκου έχει πολλές παραμέτρους και η αξία του υποκείμενου στοιχείου είναι διαρκώς μεταβαλλόμενη (αξία κρατικών ομολόγων σήμερα εν συγκρίσει με την επικείμενη αξία τους σε λίγα χρόνια). Συνεπώς κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω διευκρίνιση των παραμέτρων αξιολόγησης του δείκτη RWA για τον επακριβέστερο προσδιορισμό του ρίσκου.

Ιδιαίτερη αναφορά και ανάλυση χρήζει η μεταρρύθμιση που επιχειρείται στις ΗΠΑ. Εκεί οι αντιδράσεις ποικίλουν γύρω από την απαγόρευση του proprietary trading και την επέκταση της απαγόρευσης, έμμεσα και στην ειδική διαπραγμάτευση (market making). Το έμμεσο της απαγόρευσης συνίσταται στο ότι ενώ δεν απαγορεύεται αυτή καθαυτή η ειδική διαπραγμάτευση, καθότι εμπίπτει στις επιτρεπόμενες εξαιρέσεις του νόμου, εντούτοις είναι επί της ουσίας δυσδιάκριτα τα όρια μεταξύ του proprietary trading και του market making. Όπως επισημαίνουν πολλοί<sup>172</sup>, η δυσκολία διάκρισης ανάμεσα στο επιτρεπτό market making και στο απαγορευμένο proprietary trading θα δημιουργήσει στρεβλώσεις στην ρευστότητα της συγκεκριμένης αγοράς. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα οι συναλλαγές που εκτελούνταν από τα στελέχη των τραπεζών και προορίζονταν για ανάγκες ρευστότητας αλλά και για εξυπηρέτηση πελατών, πλέον να είναι πολύ περιορισμένες καθότι ενέχει ο κίνδυνος να χαρακτηριστούν σαν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό και συνεπώς να απαγορευτούν. Την απώλεια θα την επωμιστούν κυρίως οι πελάτες των τραπεζών δεδομένου ότι κατά τη διαδικασία του market making η τράπεζα παρεμβαίνει στις συναλλαγές και χορηγεί ρευστότητα στο σύστημα επιτυγχάνοντας έμμεσα τον καλύτερο συνδυασμό τιμής για αγοραστή και πωλητή. Οι τράπεζες επωμίζονται τον ρόλο του market maker μέσω της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό<sup>173</sup>. Συνεπώς ο περιορισμός της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό μοιραία αποστερεί από τις τράπεζες ένα μεγάλο μέρος της δραστηριότητάς τους<sup>174</sup>. Το κενό αυτό θα καλυφθεί αναγκαστικά από άλλες οντότητες που θα σπεύσουν να προσφέρουν τις «απαγορευμένες» υπηρεσίες. Σύμφωνα με τον Whitehead αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση του συστημικού κινδύνου στις μη ρυθμιζόμενες οντότητες, όπως λόγω χάρη στα hedge funds που χρησιμοποιούνται κατά κόρον από τις τράπεζες για τη

---

<sup>172</sup> Βλέπε σχετική ανάλυση σε Thakor (2013), Dumler (2013) και σε Whitehead (2013)

<sup>173</sup> Κρίσιμο στο σημείο αυτό να διαχωριστεί ο ρόλος του market maker από αυτόν του broker. Ο τελευταίος απλά συναλλάσσει έναν αγοραστή με έναν πωλητή ενώ ο market maker απορροφά την προσφορά και τη ζήτηση των χρεογράφων κάθε στιγμή μέσω του δικού του βιβλίου συναλλαγών που κατέχει, δηλαδή εκθέτοντας τα δικά του κεφάλαια στις μεταβολές των τιμών των χρεογράφων.

<sup>174</sup> Στις 9 Ιανουαρίου του 2012, σε συνέντευξή του στο τηλεοπτικό δίκτυο CNBC, ο Jamie Dimon έθεσε το ζήτημα σε χιουμοριστική, πλην όμως αληθινή, διάστασή του. Είπε χαρακτηριστικά: «για να κάνεις πλέον συναλλαγές θα πρέπει να έχεις δίπλα σου ένα δικηγόρο και ένα ψυχίατρο ώστε να καθορίζουν ποια ήταν η πρόθεσή σου κάθε στιγμή που αποφάσιζες να κάνεις κάτι».



ρύθμιση της ρευστότητάς τους. Έτσι ενώ ο κίνδυνος φαίνεται να απομακρύνεται «μέσα» από τις τράπεζες επανέρχεται «δίπλα» στις τράπεζες εξαιτίας της διασύνδεσής τους με αυτές τις οντότητες<sup>175</sup>. Ο νόμος Dodd-Frank Act ορίζει να γίνεται διάκριση μεταξύ του market making και του proprietary trading, συνεπώς θα πρέπει η αρμόδια εποπτική αρχή να αναπτύξει τα κατάλληλα εργαλεία μέσω των οποίων θα είναι σε θέση κάθε φορά να διακρίνει μεταξύ του επιτρεπτού market making και του απαγορευμένου proprietary trading. Αυτό στην πράξη συμβαίνει με την εξειδίκευση της νομοθεσίας με περισσότερη νομοθεσία η οποία και ρυθμίζει αναλυτικά τη διαδικασία που θα ακολουθείται για να γίνεται η διάκριση. Αυτό σημαίνει, ότι η αρμόδια εποπτική αρχή καλείται να εφαρμόζει ποσοτικές και άλλες μεθόδους για την εκτίμηση του ρίσκου που αναλαμβάνει κάθε φορά η τράπεζα. Τα σύνθετα χρηματοοικονομικά μοντέλα που θα απαιτούνται για την εφαρμογή της νομοθεσίας στηρίζονται εν μέρει και στην αραστή συνεργασία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, αφού βάσει της νομοθεσίας επιδιώκεται η διαρκής ενημέρωση των εποπτικών αρχών από τους εποπτευόμενους φορείς, για τις δραστηριότητές τους και τις θέσεις που αναλαμβάνουν κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων στις δευτερογενείς αγορές.

Οι ρυθμίσεις της νομοθεσίας Dodd-Frank Act και ο συνακόλουθος περιορισμός του proprietary trading αφήνει μάλλον ανάμικτα συναισθήματα. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν άμεσες αποδείξεις ότι η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ευθύνεται για την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, γίνεται αντιληπτό ότι αντιμετωπίζεται μάλλον σαν το μαύρο πρόβατο και έτσι έμμεσα επιχειρείται αυτό που φαντάζει ως το «ιερό δισκοπότηρο» της ρυθμιστικής παρέμβασης στην άλλη πλευρά του ατλαντικού: την επαναφορά των ρυθμίσεων GSA, δηλαδή του διαχωρισμού της λιανικής από την επενδυτική τραπεζική. Σύμφωνα με τον Whitehead, χαρακτηρίζεται σαν μία «Γραμμή Μαζινό» σε ένα διαρκώς εξελισσόμενο περιβάλλον παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών<sup>176</sup>.

---

<sup>175</sup> Βλέπε Whitehead (2011) σελ. 46

<sup>176</sup> Βλέπε Whitehead (2011) σελ. 41

## ΜΕΡΟΣ ΤΕΤΑΡΤΟ

### Συμπεράσματα & καταληκτικές παρατηρήσεις:

Δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι το ρυθμιστικό τσουνάμι που υπάρχει παγκοσμίως επιχειρεί κατά βάση να επιλύσει τα εγγενή προβλήματα του τραπεζικού τομέα στη βάση δύο κατευθύνσεων: α) αφενός ως προς την αποφυγή χρήσης κρατικών πόρων για τη σωτηρία των πιστωτικών ιδρυμάτων που περιέρχονται σε καθεστώς αφερεγγυότητας και β) τον περιορισμό της εφαρμογής του δόγματος “too big to fail” για τις συστημικά σημαντικές τραπεζικές οντότητες. Είναι όμως προφανές, ότι από τις προρρηθείσες ρυθμίσεις δεν επιτυγχάνεται αυτό στον βαθμό που οι συντάκτες των ρυθμίσεων θα επεδίωκαν. Γνώμη του γράφοντος είναι ότι με την εισαγωγή τόσο απαιτητικών, λεπτομερών και πολλές φορές αλληλοσυγκρουόμενων ρυθμίσεων δεν είναι δυνατόν να επιτευχθεί ο στόχος της αποτελεσματικής εποπτείας. Η αλληλεξάρτηση των τραπεζών μεταξύ τους είναι τόσο έντονη ώστε κάθε κρίση που προκύπτει να επηρεάζει άγνωστο αριθμό τραπεζικών ιδρυμάτων. Η αναγκαία εποπτεία πρέπει να ενισχυθεί ως προς την αποτελεσματικότητά της και όχι ως προς το νομοθετικό της οπλοστάσιο. Η εισαγωγή εξαντλητικής νομοθεσίας δημιουργεί μία δυσκίνητη εποπτική διαδικασία η οποία είναι πολλές φορές αδύνατο να ακολουθήσει τις μεταβολές των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η ανάγκη για ερμηνεία και εφαρμογή των εν λόγω νομοθετικών ρυθμίσεων θα απαιτεί πόρους, υλικούς και ανθρώπινους, ενώ ταυτόχρονα θα δημιουργείται κλίμα ανασφάλειας δεδομένου ότι οι νέες ρυθμίσεις θα θέλουν χρόνο για να εφαρμοστούν και να αποδώσουν. Η άποψη αυτή αναδεικνύεται και από τα λόγια του εμπνευστή του Κανόνα Volcker. Όπως χαρακτηριστικά τόνισε ο ίδιος ο Paul Volcker: « *I'd write a much simpler bill. I'd love to see a four-page bill that bans proprietary trading and makes the board and chief executive responsible for compliance. And I'd have strong regulators. If the banks didn't comply with the spirit of the bill, they'd go after them*».

Αυτό όμως που δεν θα πρέπει να παραγνωρίζουμε είναι το γεγονός ότι επιχειρείται μία μεταρρύθμιση του συνόλου του χρηματοπιστωτικού τομέα, κάτι που αναμφισβήτητα είναι θετικό. Επιχειρείται να ελεγχθεί έστω και έμμεσα ένα μεγάλο τμήμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος που ήταν αδιαφανές και που αναμφισβήτητα απετέλεσε σημαντικό κομμάτι της χρηματοπιστωτικής κρίσης των ετών 2007-2009. Ο περιορισμός των αλόγιστων εκθέσεων των τραπεζικών ισολογισμών σε κινδύνους που προέρχονταν από εξυπηρέτηση ιδίου κέρδους και όχι αναγκών πελατών είναι σίγουρα προς τη σωστή κατεύθυνση. Η γνώμη του γράφοντος είναι ότι αυτό θα έπρεπε να επιτευχθεί μέσω ενίσχυσης της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών φορέων και όχι μέσω εξαντλητικών νομοθετικών ρυθμίσεων που πολλές φορές επιτείνουν την ασάφεια και την πολυπλοκότητα του συστήματος.

Η αποτελεσματική και ορθή εποπτεία δεν αντικαθίσταται από δυσερμήνευτες νομοθετικές ρυθμίσεις οι οποίες ελέγχονται για την αποτελεσματικότητά τους και τις πιθανές δυσμενείς συνέπειες στην πραγματική οικονομία. Είναι άλλωστε γνωστό ότι η υπέρ-ρύθμιση (overregulation) έχει δυσμενείς συνέπειες στην αποτελεσματικότητα της εποπτικής διαδικασίας. Μήπως με τη νέα μεταρρυθμιστική παρέμβαση οδηγούμαστε σε αντίθετα αποτελέσματα σε μακροπρόθεσμο επίπεδο; Ο χρόνος θα δείξει αν κινούμαστε προς της σωστή κατεύθυνση και πάντα μέσα από δύσκολες καταστάσεις που κλονίζουν την ευστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

## Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία

### Ελληνική

**Αυγερινός Γ. (2009)**, «*Ο μαύρος κόκκος και η μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής εποπτείας*», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2009, Αθήνα, σελ.28

**Αυγουλέας Α. και Μαρής Π. (2007)**, «*Παράγωγα χρηματοοικονομικά συμβόλαια-Συνοπτική νομική και οικονομική ανάλυση*», Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, τεύχος 11, 2007, Αθήνα, σελ. 1150

**Βελέντζας Γ. (2009β)**, «*Οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και οι παρεπόμενες υπηρεσίες (μετά το ν. 3606/2007)*», Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού & Χρηματιστηριακού Δικαίου, τεύχος 3, 2009, σελ. 787

**Βελέντζας Γ. (2009α)**, «*Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών (μετά τον ν. 3606/2007)*», Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού & Χρηματιστηριακού Δικαίου, τεύχος 2, 2009, σελ. 385

**Γκόρτσος Χρ. (2011)**, «*Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

**Γκόρτσος Χρ. (2011β)**, «*Βασιλεία ΙΙΙ: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος*», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2011, σελ. 5

**Γκόρτσος Χρ. (2009)**, «*Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την έκθεση de Larosiere*», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2009, σελ. 5

**Γκόρτσος Χρ. και Λιβαδά Χρ. (2009)**, «*Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση: Ρυθμιστικές παρεμβάσεις σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο*», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2009, Αθήνα, σελ. 70

**Ζερέι Ι. (1998)**, «*Νομικά ζητήματα της Εξωχρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων*», Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, τεύχος 8-9, 1998, σελ. 779

**Καραγκουνίδης Α. (2009)**, «*Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution)*», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, τεύχος 2, 2008, σελ. 321

**Κουλουριανός Θ. (2006)**, «Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν.3156/2003», Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου, τεύχος 6, 2006, σελ. 181

**Λέκκας Γ. (2010)**, «Τρόποι Εταιρικής Χρηματοδότησης (ιδίως η τιτλοποίηση) και η οικονομική κρίση», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2010, σελ. 16

**Λιάπης Δ. (2006)**, «Η Αρχιτεκτονική της Τιτλοποίησης Επιχειρηματικών Απαιτήσεων-Οι Συμβατικές Σχέσεις», Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2006, σελ.786

**Μαστρομανώλης Ε. (2013)**, «Οίκοι Αξιολόγησης Ιδιωτικού Χρέους: Οικονομική λειτουργία και πρόσφατη ρύθμιση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής», Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1, 2013, σελ. 23

**Μούζουλας Σπ. (2009)**, «Ο ρόλος των hedge funds στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση και η σκοπιμότητα ένταξης τους σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας», Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού & Χρηματιστηριακού Δικαίου, τεύχος 2, 2009, σελ. 407

**Παναγιώτου Π. (2003)**, «Οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακά παράγωγα», Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού και Χρηματοπιστωτικού Δικαίου, τεύχος 2, 2003, σελ.427

**Παπαδημόπουλος Ι. (1997)**, «Οικονομική λειτουργία και νομική φύση των συμβάσεων SWAPS», Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, τεύχος 11, 1997, σελ. 1063

**Παυλίδης Γ. (2011)**, «Το ιδεολογικό εκκρεμές σε ταλάντωση: Ρύθμιση, απορρύθμιση και εκ νέου ρύθμιση για τον χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ», Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, τεύχος 5, 2011, σελ. 636

**Παυλίδης Γ. (2010)**, «Πρόληψη και διαχείριση μελλοντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων σε επίπεδο ΕΕ», Ελληνική Επιθεώρηση Ευρωπαϊκού Δικαίου, τεύχος 2, 2010, σελ. 171

**Παυλίδης Γ. (2008)**, «Τραπεζικά συστήματα σε κρίση: Η Ιαπωνική εμπειρία του 1990», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, τεύχος Δ, 2008, σελ. 1006

**Σταϊκούρας Π. (2008)**, «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, τεύχος 5, 2008, σελ. 620

**Στεφάνου Κ. και Γκόρτσος Χρ. (2006)**, «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2006

## Ξένη

**Acharya V., Cooley T., Richardson M. and Walter I. (2011)**, *“Regulating Wall Street-the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance”*, Wiley, New York

**Ambler T. & Saltiel M. (2011)**, *“Bank Regulation: Can we trust the Vickers Report?”*, Adam Smith Institute, 2011

**Bennetts L. & Lang A. (2013)**, *“The new autarky? How U.S. and UK Domestic and Foreign Banking Proposals Threaten Global Growth”*, Policy Analysis No.743, Cato Institute

**Benston G. (1994)**, *“Universal Banking”*, Journal Of Economic Perspectives, Volume 8, Number 3, Summer 1994, pages 121-143

**CGI (2013)**, *“Change and consequence-Examining the impact of ring fencing on the UK banking industry”*, London, 2013

**Coval J., Jurek J. and Stafford E. (2008)**, *“The Economics of Structured Finance”*, Harvard Business School, Working Paper 09-060

**Debevoise & Plimpton (2013)**, *“The Volcker Rule: An Overview”*, Client Update, Debevoise & Plimpton LLP, New York

**De Haan J., Oosterloo S. and Shoemaker D. (2009)**, *“European Financial Markets and Institutions”*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009

**Deloitte (2012)**, *“The ICB’s ring fence: Context and consequences”*, EMEA Centre for Regulatory Strategy, Deloitte LLP

**Dewatripont M., Rochet J.C., Tirole J. (2010)**, *“Balancing The Banks-Global Lessons From The Financial Crisis”*, Princeton University Press, 2010

**Dumler M. T. (2013)**, *“The Volcker Rule: Has anything changed ?”*, Moral Cents Vol.2 Issue 1, Winter/Spring 2013, Seven Pillars Institute

**Ernst & Young (2012)**, *“Time to define your borders-UK Banking Reform Implications”*, Ernst & Young Global Limited, 2012

**Gambacorta L. and van Rixtel A. (2013)**, *“Structural bank regulation initiatives: approaches and implications”*, BIS Working Papers, No 412, Monetary and Economic Department, Bank For International Settlements, April 2013, Basel

- Goodhart C. (2013)**, *“The Optimal Financial Structure”*, LSE Financial Markets Group Paper Series, Special Paper 220, March 2013, London
- Goodhart C. (2009)**, *“The regulatory Response to the Financial Crisis”*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton
- HLEG/Liikanen Report (2012)**, *“High Level Expert Group on Reforming the structure of the EU banking sector”*, chaired by Erkki Liikanen, FINAL REPORT, Brussels, 2 October 2012
- ICB/Vickers Report (2011)**, Independent Commission on Banking, Final Report-Recommendations, London, September 2011
- Ingves S. (2011)**, *“Central Bank Governance and Financial Stability”*, Bank for International Settlements, Study Group, Basel
- Krahnen J.P. (2013)**, *“Rescue by Regulation? Key Points of the Liikanen Report”*, White Paper Series No. 9, Center of Excellence SAFE Sustainable Architecture for Finance in Europe
- Lang G. and Shroder M. (2012)**, *“Do we need a separate banking system? An assessment”*, Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 13-011
- Lester j., Walsh D. and Naylor L. (2013)**, *“The Volcker Rule: Reality”*, Oliver Wyman, 2013
- Macey J. (1993)**, *“The Inevitability of Universal Banking”*, Yale University, Faculty Scholarship Series, Paper 1654
- Manasfi J. (2013)**, *“Systemic Risk and Dodd-Frank’s Volcker Rule”*, William & Mary Business Law Review 181, 2013
- Mayer Brown (2014)**, *“Does Volcker + Vickers = Liikanen? EU proposal for a regulation on structural measures improving resilience of EU credit institutions”*, Legal Update, Mayer Brown LLP
- Maxwell R. and Schillaci J., (2013)**, *“The Final Volcker Rule and its Extraterritorial Consequences for Non-U.S. Banks”*, Linklaters LLP, London & New York, 2013
- Mishkin F. (2007)**, *“The economics of Money, Banking and Financial Markets”*, 8<sup>th</sup> edition, Addison-Wesley series in economics, Boston
- Morrison Foerster (2014a)**, *“Separation Anxiety: Structural Reform of EU Credit Institutions”*, Client Alert, Morrison & Foerster LLP, 2014

- Morrison Foerster (2014b)**, *“A User’s Guide to the Volcker Rule”*, Morrison & Foerster LLP, 2014
- Norberg J. (2009)**, *“Financial Fiasco-How America’s Infatuation With Homeownership And Easy Money Created The Economic Crisis”*, Cato Institute, Washington, 2009
- Posner R. (2010)**, *“The crisis of capitalist democracy”*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2010
- Rajan R. (2010)**, *“Fault lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy”*, Princeton University Press, 2010
- Rich G. & Walter C. (1993)**, *“The Future of Universal Banking”*, Cato Journal, Vol.13, No.2, Fall 1993
- Rheinholdson F. & Olsson H. (2012)**, *“The Separation of Commercial and Investment Banking: A Literature Review”*, Master Thesis, University of Gothenburg, 2012
- Saunders A. & Walter I. (1994)**, *“Universal Banking in The United States-What Could We Gain? What Could We Lose?”*, Oxford University Press, New York, Oxford
- Shearman & Sterling (2014a)**, *“Dodd-Frank: Enhanced Supervision Becomes Final”*, Client Publication, Shearman & Sterling LLP, New York
- Shearman & Sterling (2014b)**, *“Comparison of New EU Proposals on Proprietary Trading and Ring-fencing Against US, UK, French and German Rules”*, Client Publication, Shearman & Sterling LLP, London
- Shearman & Sterling (2012)**, *“The Vickers Report and the UK Government’s Response: What the Recommendations Mean for the Future of Banking in the UK”*, Client Publication, Shearman & Sterling LLP, London
- Sullivan & Cromwell (2013)**, *“VOLCKER RULE Agencies Approve Long-Awaited Final Rule; Most Requirements to Take Effect on July 21, 2015”*, Sullivan & Cromwell LLP
- Sullivan & Cromwell (2011)**, *“The Independent Commission on Banking-The Vickers Report and Proposals for the Future of UK Banking”*, Sullivan & Cromwell LLP
- Thakor A. (2012)**, *“The Economic Consequences of the Volcker Rule”*, Center for Capital Markets Competitiveness, U.S. Chamber of Commerce, Washington



**Vinals J., Pazarbasioglu C., Surti J., Narain A., Erbenova M. and Chow J. (2013)**, “*Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers and Liikanen Structural Measures Help?*”, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/4, International Monetary Fund, Washington, 2013

**Wehinger G. (2013)**, “*Banking in a Challenging Environment: Business models, ethics and approaches towards risks*”, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2012/2, OECD, 2013

**Whitehead C. (2011)**, “*The Volcker Rule and Evolving Financial Markets*”, Harvard Business Law Review, Vol.1, 2011, pages 39-72