

από  
κ. Θωμάδακη.

## ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ, Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

### A. Μικρή εξιστόρηση της εξέλιξης των τιμών στο χρηματιστήριο

Οι τιμές στο Ελληνικό χρηματιστήριο έχουν μία ιστορία υψηλών διακυμάνσεων. Αν ιδωθούν σε μακρά διάρκεια εμφανίζουν ελαφρά ανοδική τάση με ακανόνιστη κυκλική συμπεριφορά. (Βλέπε Παράρτημα Α, διαγράμματα 1 και 2). Η τάση αυτή 'αντανακλά' με γενικό τρόπο την ανάπτυξη της οικονομίας και των επιχειρήσεων. Διαπερνάται όμως από μικρές και μεγάλες ανατροπές. Αυτό είναι συνηθισμένο φαινόμενο στην πορεία των χρηματιστηριακών τιμών διεθνώς. Ειδικότερα οι μεγάλες χρηματιστηριακές εξάρσεις που ακολουθούνται από υφέσεις έχουν παρατηρηθεί κατ' επανάληψη. Στην αμερικανική οικονομία, λόγω χάριν οι δύο μεγαλύτερες παρατηρήσεις εξάρσεων-υφέσεων σημειώθηκαν τις περιόδους 1926-32 και 1996-2003. Στο Ελληνικό χρηματιστήριο είχαμε μία μεγάλη έξαρση και κάμψη το 1990 με την εμφάνιση και την διάψευση της προσδοκίας για την ανάληψη των Ολυμπιακών αγώνων. Συγκεκριμένα κατά το 1990 ο δείκτης αναρριχήθηκε από 440 μονάδες σε 1680 περίπου για να προσγειωθεί το 1992 στις 560 μονάδες περίπου. Τετραπλασιάστηκε δηλαδή για να απωλέσει στη συνέχεια το 67% της αξίας του.

Η χρηματιστηριακή έξαρση που έγινε γνωστή ως 'φούσκα του 1999' βρήκε την αφετηρία της στο 1997. Μετά από τρία χρόνια στασιμότητας, ο δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 58,5%. Το 1998 η άνοδος επιταχύνθηκε με αύξηση 85,1%. Το 1999 επιταχύνθηκε ακόμη περισσότερο με ετήσια άνοδο 102,2%. Από το 2000 μέχρι το 2002 ο δείκτης εμφάνισε αρνητικές μεταβολές. Πρώτο έτος ανάκαμψης ήταν το 2003, με ετήσια αύξηση περίπου 30%. Η ανάκαμψη συνεχίστηκε και το 2004 με ετήσια άνοδο ανάλογη του 2003. Ταυτόχρονα με την επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών κατά το διάστημα 1997-99, αυξήθηκε η αξία των συναλλαγών. Μάλιστα η αξία αυτή αυξήθηκε πολύ ταχύτερα από τις τιμές: υπερδιπλασιάστηκε το 1997 σε σχέση με το 1996, υπερδιπλασιάστηκε πάλι το 1998 σε σχέση με το 1997 και τετραπλασιάστηκε το 1999 σε σχέση με το 1998. Αυτό δείχνει δύο πράγματα. Πρώτον αυξήθηκε το σύνολο των επενδυτών που συναλλάσσονταν, δεύτερον, ο μέσος επενδυτής συναλλασσόταν όλο περισσότερο 'γυρίζοντας' τα κεφάλαιά του με πυκνότερες αγοραπωλησίες. Είναι εμφανές ότι ο 'μέσος επενδυτής' από συνετός αποταμιευτής μακροχρόνιων τοποθετήσεων έτεινε να γίνει παίκτης-κυνηγός βραχυπρόθεσμου υπερκέρδους.

Ήταν η έξαρση των τιμών μία απλή 'φούσκα' χωρίς αντίκρουσμα; Κάθε άλλο. Το αντίκρουσμα ήταν η ταχεία βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών και η συνεχής ανάπτυξη της οικονομίας με ρυθμούς που είχαν να παρατηρηθούν από πολλά χρόνια. Ειδικότερα, η μείωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων είναι γνωστοί παράγοντες από τη θεωρία και την εμπειρία που προάγουν την ζήτηση για μετοχικούς τίτλους, ενώ η οικονομική μεγέθυνση προάγει την αποδοτικότητα των εταιριών και βελτιώνει τις προσδοκίες μελλοντικών κερδών. Το σύνδρομο ονομαστικής και πραγματικής βελτίωσης της οικονομίας ευνοούσε την ανάκαμψη του χρηματιστηρίου. Η πολιτική των

μετοχοποιήσεων επίσης υποσχόταν να δώσει στο επενδυτικό κοινό μετοχές μεγάλων και αξιόπιστων εταιριών με ισχύ και προοπτικές (ΟΤΕ, Εθνική Τράπεζα, ΕΛΠΕ κλπ). Επομένως η έξαρση δεν ήταν, αρχικά τουλάχιστον, 'φούσκα'. Βασιζόταν σε πραγματικές και θεαματικές οικονομικές βελτιώσεις που στήριζαν προσδοκίες και άλλων μελλοντικών βελτιώσεων. Είναι ιδιαίτερα χαρακτηριστικό ότι μετά την σταθεροποίηση της δραχμής με την είσοδό της στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του ECU το πρώτο τρίμηνο του 1998, σημειώθηκαν μεγάλες εισροές ξένων κεφαλαίων στο χρηματιστήριο και αυτές έδωσαν σημαντικότερη ώθηση στην άνοδο των τιμών εκείνη την περίοδο.

Πως όμως η 'εύλογη αύξηση' μετατράπηκε σε 'φούσκα'; Αυτό δεν είναι δυνατόν να το προσδιορίσει κανείς ακριβώς, αφού δεν μπορούμε να γνωρίζουμε ποτέ το 'ορθό' επίπεδο των τιμών στο χρηματιστήριο. Όπως έχει πεί και ο κ. Greenspan , μία φούσκα την αναγνωρίζεις μόνον αφού σκάσει. Μπορούμε όμως να βγάλουμε συμπεράσματα από την παρατήρηση των μεταβολών των τιμών στο χρόνο. Αν επικεντρωθούμε στο 1999 (βλέπε Παράρτημα Α, διάγραμμα 3) παρατηρούμε ότι ο δείκτης κατά το πρώτο εξάμηνο είχε μεν ανοδική τάση, αλλά μεταβαλλόταν σχετικά ομαλά, με εξάρσεις και υφέσεις, μέχρι τα τέλη Ιουνίου. Η τιμή του δείκτη έφθασε από περίπου 3000 στην αρχή του έτους τις 4000 στο τέλος Ιουνίου. Από εκεί και πέρα 'απογειώθηκε' με σχεδόν συνεχείς και επιταχυνόμενες αυξήσεις μέχρι τις 17 Σεπτεμβρίου, φθάνοντας στο μέγιστο των 6355 μονάδων. Δηλαδή μέσα σε δυόμιση μήνες 'κέρδισε' 2355 μονάδες, αύξηση 60%, από τα επίπεδα του τέλους Ιουνίου. Καμμία οικονομική είδηση, εξέλιξη ή εύλογη προσδοκία δεν μπορούσε να δικαιολογήσει τέτοιο καταγιστικό ρυθμό μεγέθυνσης. Η προσδοκία της ΟΝΕ πρέπει να είχε προεξοφληθεί από την προγενέστερη μεγέθυνση των τιμών. Είναι σαφές (εκ των υστέρων τουλάχιστον) ότι σ' αυτό το διάστημα οι προσδοκίες των τιμών μπήκαν σε ένα αυτοτροφοδοτούμενο κύκλο: η κάθε άνοδος τροφοδοτούσε ελπίδες και νέας ανόδου. Μολονότι μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι στοιχεία αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών υπήρχαν και προηγουμένως, οι εξελίξεις Ιουλίου-Σεπτεμβρίου εμπεριείχαν το φαινόμενο στην καθαρότερη και πιο οφθαλμοφανή μορφή του.

Η διόρθωση των τιμών μετά τις 17 Σεπτεμβρίου 1999 τις προσάρμοσε στα επίπεδα των 4500-5000 μονάδων μέχρι τα μέσα Απριλίου του 2000. Σε όλο αυτό το διάστημα οι διεθνείς αγορές διατηρούσαν τις ισχυρές ανοδικές τάσεις τους. Κατά το διάστημα όμως μετά τον Μάρτιο άρχισαν και οι διεθνείς αγορές να αλλάζουν τάση με ισχυρές πτωτικές πιέσεις. Ακολούθησε μία ύφεση των διεθνών τιμών που θα διαρκούσε μέχρι τις αρχές του 2003, και χαρακτηρίστηκε ως η μεγαλύτερη ύφεση μετά το 1929-32. Στον πίνακα 1 (βλέπε παράρτημα Β) εμφανίζεται η κίνηση διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών την περίοδο εκείνη. Είναι σαφέστατο ότι η πτώση των Ελληνικών τιμών από τα επίπεδα στα οποία είχαν σταθεροποιηθεί στις αρχές του 2000 ήταν ανάλογη προς την διεθνή τάση. Αυτό άλλωστε επεσήμανε και ο τότε Επίτροπος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κ. Bolkestein σε απάντηση κοινοβουλευτικού ελέγχου. (Βλέπε παράρτημα Β). Είναι επομένως σαφέστατο ότι η μεγάλη διόρθωση των τιμών του Ελληνικού χρηματιστηρίου εξωθήθηκε από την διεθνή κρίση και δεν μπορούσε να αποδοθεί σε εγχώριες δυνάμεις. Ο βασικός μηχανισμός που επέφερε την μείωση στο ΧΑΑ ήταν οι ραγδαίες πωλήσεις από διεθνείς οίκους, που είχαν αγοράσει από το 1998 και είχαν αποκτήσει σημαντικές θέσεις σε

αποκρατικοποιούμενες εταιρίες. Οι πωλήσεις τους σε τιμές του 2000 ή και του 2001 απέφεραν σημαντικά κέρδη, αφού ήσαν υψηλότερες κατά κανόνα από εκείνες του 1998.

## B. Μηχανισμοί αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών

Η επένδυση σε τίτλους στηρίζεται στην υπολογιζόμενη απόδοση και σε κάποια εκτίμηση του πόσο μπορεί η απόδοση να κυμανθεί, δηλαδή του κινδύνου. Συνήθως όταν η τιμή ενός τίτλου ανεβαίνει γρήγορα, εμφανίζονται πωλητές που θέλουν να επωφεληθούν. Με τις πωλήσεις επέρχεται εξισορρόπηση. Όταν αντίθετα η τιμή πέφτει εμφανίζονται αγοραστές. Η εξισορρόπηση αποτυγχάνει σε περιπτώσεις όπου η άνοδος της τιμής ερμηνεύεται ως 'σήμα' για περαιτέρω άνοδο. Αντί για πωλητές, η άνοδος τότε δημιουργεί νέο κύμα αγοραστών και νέα άνοδο. Εμφανίζεται μία διαδικασία αυτοτροφοδότησης.

Στο Ελληνικό χρηματιστήριο το 1997 και το 1998 οι τιμές ανέβηκαν, και συνέχισαν την άνοδο το 1999. Μέχρι το 1998 οι απλοί επενδυτές δεν συμμετείχαν. Από το 1999 κινητοποιήθηκαν. Δημιουργήθηκε από τις αποδόσεις 1997 και 1998 η ψευδοπροσδοκία της συνεχούς ανόδου. (Στις ΗΠΑ η αντίστοιχη άνοδος ήταν συνεχής από το 1996). Αυτή συνδιάσθηκε και ενισχύθηκε από την ιδέα της εισόδου σε μία νέα εποχή, μία νέα οικονομική πραγματικότητα. Στην Ελλάδα αυτή ήταν η σύγκλιση με την είσοδο στην ΟΝΕ. Στις ΗΠΑ και αλλού ήταν η 'νέα οικονομία του διαδικτύου'.

Οι Έλληνες επενδυτές είχαν δύο χαρακτηριστικά που υποδαύλιζαν την συμπεριφορά τους το 1999. Πρώτον, είχαν συνηθίσει σε υψηλές ονομαστικές αποδόσεις των κρατικών τίτλων λόγω του πρόσφατου παρελθόντος με υψηλά επιτόκια και πληθωρισμό. Καθώς τα επιτόκια έπεφταν, η πληθωριστική ψυχολογία μεταφέρθηκε στο χρηματιστήριο. Αποδόσεις της τάξης του 15-30% φαίνονταν 'κανονικές'. Δεύτερον, είχαν (και έχουν) ανεπτυγμένη ροπή σε τυχερά παίγνια. Η στροφή σε χρηματιστηριακές επενδύσεις ήταν επομένως εύλογη, ταχεία και μεγάλη. Κατέληξε όμως σε μεγάλη στρέβλωση των τιμών, ακριβώς διότι εξελάμβανε την άνοδο ως σήμα νέας ανόδου και επέφερε την νέα άνοδο με αθρόες αγορές. Λειτουργούσε δηλαδή ως αυτοεκπληρούμενη προφητεία. Το πλήθος των επενδυτών που στράφηκαν στο χρηματιστήριο δεν είχαν γνώση πώς λειτουργούσε η αγορά και πώς διαμορφωνόταν οι τιμές. Ενώ αυτοί, ως σύνολο, διαμόρφωναν τις τιμές στην πραγματικότητα με την αθρόα ζήτηση, διακατέχονταν από την ψευδαισθήση ότι οι τιμές κινούνταν από κάποιες δυνάμεις έξω από αυτούς, το κράτος, τη διοίκηση του χρηματιστηρίου, τους επιχειρηματίες κ.λ.π. Γι' αυτό άλλωστε όταν υποχώρησαν οι τιμές, εύκολα προσχώρησαν σε απόψεις που ζητούσαν ευθύνες από άλλους και όχι τους ίδιους.

Βασικά χαρακτηριστικά της επενδυτικής συμπεριφοράς της περιόδου ήταν τα εξής: Πρώτον, λειτουργούσαν βραχυπρόθεσμες προσδοκίες υπερκέρδους από την αύξηση των τιμών. Ακόμη και όσοι σωφρόνως θεωρούσαν ότι οι τιμές ήσαν υψηλές, αγόραζαν βλέποντας άλλους να κάνουν το ίδιο. Η ταχεία πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών ευνοούσε το βραχυπρόθεσμο παίγνιο. Η συμβολή της κινητής, τηλεφωνίας που είχε μεγάλη διάδοση τότε ήταν αναμφισβήτητη. (Συναλλαγές μέσω κινητών από την παραλία!). Δεύτερον, λειτούργησε έντονος μιμητισμός. Όταν ο γείτονας κέρδιζε εκατομύρια από το χρηματιστήριο ο πειρασμός ήταν μεγάλος να κάμει καθείς το ίδιο.

Μάλιστα οι πρόσκαιροι 'εκατομυριούχοι' του χρηματιστηρίου αυτοαναγορεύονταν σε συμβούλους κάθε 'καθυστερημένου' για είσοδο στο χρηματιστήριο. Τρίτον, το κυνήγι υπερκερδών ανέτρεψε τον παλαιό χρηματιστηριακό κανόνα του να «μη βάζεις όλα τα αυγά σε ένα καλάθι». Πολλοί έβαζαν τα κεφάλαιά τους σε μία μετοχή που κάποιος ψιθύριζε ότι «είναι καλό χαρτάκι». Η σωφροσύνη της διασποράς του κινδύνου πήγε περίπατο. Πολλοί λοιδωρούσαν όσους συμβούλευαν επένδυση σε «βαριά [δηλαδή σοβαρά] χαρτιά» γιατί αυτά δεν είχαν μεγάλα περιθώρια ανόδου των τιμών.

Από την πλευρά των επιχειρηματιών η αντιμετώπιση της 'χρηματιστηριακής άνθησης' αντιμετωπίστηκε επίσης με βραχυπρόθεσμα κριτήρια. Η γρήγορη άνοδος των τιμών έδωσε την αίσθηση ότι μπορούσαν να συγκεντρώσουν φθηνά κεφάλαια και επεχείρησαν να το κάμουν όσο πιο γρήγορα ήταν δυνατό. Αυτό εξηγεί την τεράστια ουρά που διαμορφώθηκε τότε για είσοδο στο χρηματιστήριο (σε μία περίοδο ξεπερνούσε τις διακόσιες εταιρίες) και την ασφυκτική πίεση στις αρχές για συνοπτικές διαδικασίες έγκρισης των εισαγωγών. Αυτό εξηγεί επίσης την προχειρότητα με την οποία καταρτίζονταν τότε φιλόδοξα επενδυτικά σχέδια για την αξιοποίηση του 'φθηνού χρήματος'. Συνολικά αντλήθηκαν τα έτη 1999-2000 από το χρηματιστήριο 18 δισ. ευρώ με την έκδοση νέων μετοχών. Πρακτικά η έκδοση μετοχών οδηγούσε στον μετριασμό των αθρόων αυξήσεων των τιμών. Μακροπρόθεσμα όμως πολλά από τα σχέδια για επιχειρηματική επέκταση αποδείχθηκαν ανεφάρμοστα, αφού γρήγορα αποδείχθηκε ότι τα κεφάλαια δεν ήταν τελικά ούτε φθηνά ούτε ανεξάντλητα. Πάντως πρέπει να τονισθεί ότι το 40% των κεφαλαίων που αντλήθηκαν κατευθύνθηκαν στον χρηματοπιστωτικό τομέα και ενίσχυσαν την εξυγίανση των τραπεζών. Το 15% κατευθύνθηκε στους τομείς των κατασκευών και των μέσων μεταφοράς-επικοινωνίας, διευκολύνοντας τα έργα των υποδομών και την προετοιμασία των Ολυμπιακών αγώνων. Τα υπόλοιπα απορροφήθηκαν κυρίως από την μεταποίηση, όπου έγιναν σημαντικές επενδύσεις και αναδιαρθρώσεις μέσω εξαγορών, συγχωνεύσεων κλπ. Φυσικά, τα ακριβή αποτελέσματα της χρηματιστηριακής χρηματοδότησης της περιόδου μένει να μελετηθούν. Τα στοιχεία όμως δείχνουν ότι μπορεί μεν αρκετά επιχειρηματικά σχέδια να ήταν επιπόλαια, αλλά δεν συνιστούσαν 'απάτη' στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, όπως ορισμένοι ισχυρίστηκαν αργότερα.

Ενα φαινόμενο που εμφανίζεται σε περιόδους υπερθέρμανσης των τιμών και ήταν έντονο στην Ελλάδα του 1999 είναι η δημιουργία ενός άτυπου αλλά ευρύτατου lobby που έχει συμφέρον στην διατήρηση των υψηλών τιμών. Όσο οι τιμές ανεβαίνουν συνασπίζονται όλο περισσότερα και ισχυρότερα συμφέροντα στο μέτωπο της διατήρησής τους. Με μία έννοια, όλη η κοινωνία έχει συμφέρον στην διατήρησή τους και αυτό προσδίδει στο lobby μία πρόσκαιρη μεν αλλά ισχυρή νομιμοποίηση. Γι'αυτό κατά τη διάρκεια της υπερθέρμανσης όλοι οι μηχανισμοί δημιουργίας κοινής γνώμης (τύπος, φήμες, πολιτικός λόγος, επιχειρηματικές πρωτοβουλίες, αναλυτές της αγοράς) ρέπουν προς την δικαιολόγηση του υψηλού επιπέδου των τιμών, και όχι προς την αμφισβήτησή τους. Στο πλαίσιο αυτό οι υψηλές τιμές τείνουν να προσλαμβάνονται ως κανονικές, οι προοπτικές μεγαλύτερης ανόδου ως εύλογες, ενώ οι φωνές αμφισβήτησης θεωρούνται από την κοινή γνώμη ως κακόπιστες, εκφράσεις ανόμων επιδιώξεων, ακόμη και εγκληματικές. Αυτό εξηγεί την ευκολία με την οποία η πτώση που επακολουθεί θεωρείται όχι ως

φυσιολογική εξισορρόπηση αλλά ως ανωμαλία και 'έγκλημα' από τους ίδιους μηχανισμούς δημιουργίας κοινής γνώμης που πριν αποθέωναν τα 'κανονικά' υπερκέρδη.

Κατά τη διάρκεια της υπερθέρμανσης οι φωνές αμφισβήτησης κατηγορούνται. Τα παραδείγματα είναι πολλά. Τον Φεβρουάριο του 1997, έκανε την πρώτη του εμφάνιση, σε μικρογραφία, το φαινόμενο αυτοτροφοδοτούμενων αυξήσεων των τιμών. Ο Σ. Θωμαδάκης, πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έκανε μία δήλωση για προσοχή και σωφροσύνη στους επενδυτές. Η αγορά υπεχώρησε ραγδαία και ο ίδιος κατηγορήθηκε εντονότατα ότι την υπονομεύει σκόπιμα. Μάλιστα, η αξιωματική αντιπολίτευση ζήτησε την παραίτησή του. Στα τέλη Ιουνίου 1999 σε ομιλία στην οικονομική επιτροπή της Βουλής ο Σ. Θωμαδάκης είχε δηλώσει ότι 'όποιον συμπεριφέρεται τζογαδόρικα θα τον εκδικηθεί και η αγορά ως τζογαδόρο'. Τον Ιούλιο ο Θ. Καρατζάς, διοικητής τότε της Εθνικής, δήλωσε ότι πολλές μετοχές ήταν υπερτιμημένες αδικαιολόγητα. Κύμα διαμαρτυριών ακολούθησε και ο διοικητής καταγγελλόταν ότι ήθελε να ευνοήσει υπογείως την μετοχή της Εθνικής. Στα μέσα Σεπτεμβρίου 1999, ο Λ. Παπαδήμος διοικητής της Τράπεζας Ελλάδος, δήλωσε ότι το επίπεδο των τιμών στο χρηματιστήριο δεν μπορούσε να δικαιολογηθεί από τις υπάρχουσες προσδοκίες κερδών. Ενώ η αγορά ενωρίτερα είχε σχεδόν αγνοήσει την δήλωση Καρατζά στην κίνηση των τιμών, αντέδρασε έντονα στην δήλωση Παπαδήμου, όπως είχε αντιδράσει το 1997 στην δήλωση Θωμαδάκη. Η πτώση τιμών που ακολούθησε σήμανε το γύρισμα της αγοράς, τον Σεπτέμβρη του 1999. Ο εισαγγελέας πρωτοδικών κάλεσε τότε τον Παπαδήμο και τον Θωμαδάκη για να εξετάσει αν είχαν υποπέσει σε αξιόποινες πράξεις υπονόμησης του χρηματιστηρίου. Ο Θωμαδάκης, ως γνωστόν, υπέστη σειρά δικαστικών διώξεων [χωρίς αποτέλεσμα] για τα θέματα των 'μετοχών-φουσκών', που συνδεόταν άρρηκτα με την υπερθέρμανση του 1999 και την θεώρηση ότι οι 'κανονικές' τιμές του 1999 υπονομεύθηκαν από εγκληματικές πράξεις. Όταν οι τιμές ισορρόπησαν σε χαμηλό επίπεδο, η θεώρηση εμπλουτίστηκε: Εγκληματική πράξη ήταν τόσο η άνοδος όσο και η πτώση των τιμών. Δηλαδή ποινικοποιήθηκε όλος ο κύκλος 'υπερθέρμανσης - αποθέρμανσης' της αγοράς.

### Γ. Η Εποπτεία και η Μεταρρύθμιση της Αγοράς

Είναι αλήθεια ότι η εποπτεία της αγοράς ήταν σχεδόν ανύπαρκτη μέχρι το 1996. Η κυβέρνηση Μητσοτάκη είχε νομοθετήσει (ν.1969/91) την νομική μετατροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) σε ΝΠΔΔ και της είχε αναθέσει σχεδόν όλες τις αρμοδιότητες που έχει και σήμερα. Την άφησε όμως σε εμβρυώδη κατάσταση, παρά το γεγονός ότι η 'φούσκα του 1990' ήταν πρόσφατη και ότι στην υπόλοιπη ΕΕ την ίδια εποχή αναπτυσσόταν ραγδαία οι θεσμοί της εποπτείας. Το 1994 η ΕΚ παραλήφθηκε με μόνο προσωπικό τρεις υπαλλήλους του ΥΠΕΘΟ. Το 1995 νομοθετήθηκε ο νέος οργανισμός της, το 1996 νομοθετήθηκε το νέο πλαίσιο επενδυτικών υπηρεσιών με μεταφορά της σχετικής Ευρωπαϊκής Οδηγίας (ν.2396/96). Το 1997 άρχισαν οι προσλήψεις επιστημονικού και άλλου προσωπικού. Το 2004 η Επιτροπή είχε μεταμορφωθεί σε ένα σύγχρονο εποπτικό οργανισμό που αντιστοιχούσε στα Ευρωπαϊκά πρότυπα και διέθετε προσωπικό 146 υπαλλήλων (ελεγκτών, οικονομολόγων, νομικών, διοικητικών κλπ). Η οικοδόμηση της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς ήταν αποκλειστικά έργο των κυβερνήσεων Σημίτη.

Η οικοδόμηση της εποπτείας όμως δεν ήταν αυτοσκοπός. Στόχος ήταν ο εκσυγχρονισμός της αγοράς κεφαλαίων. Οι μεταρρυθμίσεις άρχισαν από το 1997 και ήταν πολλές και πυκνές. Με αφορμή το 1999, οι μεταρρυθμίσεις επιταχύνθηκαν και ολοκληρώθηκαν. Θεσπίστηκαν νέα κριτήρια για παροχή αδειών και παρακολούθηση της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματιστηριακών εταιριών, δημοσίευση τριμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων, κώδικες δεοντολογίας για αναδόχους και θεσμικούς επενδυτές, κανόνες διαφάνειας για εισηγμένες και εισαγόμενες εταιρίες και μεγαλομετόχους, κανονισμοί για εξαγορές και συγχωνεύσεις. Προωθήθηκαν αλλαγές στην 'εταιρική διακυβέρνηση' των εισηγμένων εταιριών. Εκσυγχρονίστηκε το σύστημα συναλλαγών του χρηματιστηρίου με απόγειο την απούλοποίηση των τίτλων που ολοκληρώθηκε το 1999. Δημιουργήθηκαν νέες αγορές, η αγορά παραγώγων, η 'νέα αγορά' για μικρομεσαίες επιχειρήσεις, η αγορά παραστατικών τίτλων για εταιρίες εξωτερικού. Με λίγα λόγια, θεσμικά και λειτουργικά το χρηματιστήριο του 2004 δεν έμοιαζε σε τίποτε με εκείνο του 1994. Αναγνώριση όλων αυτών των μεταρρυθμίσεων απετέλεσε η μετάταξη του ΧΑΑ από τις αναπτυσσόμενες στις ανεπτυγμένες αγορές το 2001. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές επέφεραν θεσμική σύγκλιση της Ελληνικής με τις Ευρωπαϊκές αγορές.

Εκτός από την παραγωγή κανόνων η ΕΚ ανέλαβε και καταστολή της χρηματιστηριακής παραβατικότητας. Τέτια καταστολή δεν είχε υπάρξει ποτέ στο παρελθόν, αφού δεν υπήρχε αποτελεσματική αρχή για να την επιβάλει. Η καταστολή έλαβε μεγάλη ώθηση, όπως είναι φυσικό, μετά το 1999. Κατά την διάρκεια της υπερθέρμανσης πλήθυναν οι παραβάσεις και οι καταστρατηγήσεις των κανόνων. Πλήθυναν και οι κατασταλτικές πράξεις της ΕΚ. Συνολικά, μέχρι το τέλος του 2003, η ΕΚ είχε εκδόσει περί τις 800 κυρωτικές αποφάσεις με επιβολή προστίμων που υπερέβαιναν τα 70 εκατ. Ευρώ. Είχε παραπέμψει πολλές δεκάδες υποθέσεων στη δικαιοσύνη, ορισμένες από τις οποίες φθάνουν σήμερα επιτέλους στην ωρίμανσή τους και προκαλούν σοβαρές ποινές. Είχε αφαιρέσει πολλές δεκάδες αδειών χρηματιστηριακών εταιριών και ΕΛΔΕ. Κατά κοινή αναγνώριση (βλέπε και επιστολή Bolkestein, παράρτημα Β) η ΕΚ ήταν μία από τις αυστηρότερες εποπτικές αρχές στην Ευρώπη. Σε σύγκριση με άλλες παρόμοιες εποπτικές αρχές στην Ελλάδα, ήταν ασφαλώς η αυστηρότερη.

Η 'φούσκα του 1999' και η μεγάλη κάμψη των τιμών που ακολούθησε χρεώθηκε στην Ελλάδα στις εποπτικές αρχές και στην κυβέρνηση. Αυτό δεν έγινε πουθενά αλλού. Ήταν πολιτικό τέχνασμα, που δυστυχώς πέρασε στον κόσμο, κατά ένα μέρος τουλάχιστον λόγω της απειρίας του με τα χρηματιστηριακά θέματα και της πεποίθησης ότι κάποιιο μπορούσαν να καθοδηγήσουν τις τιμές. Η προσδοκία ότι οι εποπτικές αρχές μπορούσαν να παρέμβουν στις τιμές ήταν βέβαια εξωπραγματική. Οι εποπτικές αρχές έχουν καθήκον να υπερασπίζονται την ομαλότητα των αγορών αλλά δεν μπορούν να καθορίζουν τιμές ούτε να υπαγορεύουν επενδυτικές συμπεριφορές. Στις κρίσεις υπερτίμησης, η διεθνής εμπειρία διδάσκει ότι η καλύτερη πολιτική είναι η ήπια παρέμβαση με νουθεσίες και προτροπές για ψυχραιμία. Κάθε τι άλλο μπορεί να οδηγήσει σε απότομες ανατροπές και να τραυματίσει τις επιχειρήσεις και την οικονομία. Αυτά έγιναν και στην Ελλάδα παρόλο που οι προτροπές για ψυχραιμία λειδωρήθηκαν.

Στο πλαίσιο των εργαλείων που διέθετε η εποπτική αρχή για την σχετική επιβράδυνση των συναλλαγών ώστε να υπάρχει περιθώριο ψυχραιμίας, η ΕΚ τήρησε μία από τις σφικτότερες πολιτικές στην Ευρώπη, κατά την περίοδο της υπερθέρμανσης: διατήρησε ημερήσια όρια μεταβολής τιμών στο ( $\pm 8\%$ ), από τα στενότερα στην Ευρώπη. Απαιτούσε κάλυψη συναλλαγών στο 100% του τζίρου των χρηματιστηριακών εταιριών είτε με ίδια κεφάλαια είτε με εγγυητικές επιστολές, ώστε να περιστέλλεται η ρευστότητα της αγοράς. Εξέταζε εξονυχιστικά τις προς εισαγωγή αιτήσεις, παρά την πίεση και την ουρά που είχε σχηματισθεί, γνωρίζοντας την ανάγκη για διαφάνεια. Οσοι κατηγορήσαν (και κατηγορούν) την εποπτεία για τη 'φούσκα' ουδέποτε έχουν καταφέρει να αρθρώσουν κάποιο συγκεκριμένο μέτρο που μπορούσε να πάρει και δεν πήρε. Και δεν έχουν εξηγήσει πώς, αφού η Ελληνική εποπτεία ήταν ελαττωματική, αντίστοιχες 'φούσκες' εμφανίστηκαν παντού και μάλιστα σε χώρες με ώριμη και ισχυρή εποπτεία (ΗΠΑ, Γερμανία).

#### Δ. Πολιτική και Χρηματιστήριο

Η ανταπόκριση της Πολιτείας στην κρίση του 1999-2003 ήταν άμεση και πελώρια σε όρους μεταρρυθμίσεων αλλά και σε όρους καταστολής των παραβάσεων. Η πολιτική κατασυκοφάντηση της κυβέρνησης και των εποπτικών αρχών ήταν επίσης πελώρια και κορυφώθηκε με τις ποινικές διώξεις κατά της ΕΚ. Η θεωρία για το 'έγκλημα' στο χρηματιστήριο αποσιώπησε τελείως την ύπαρξη διεθνούς κρίσης. Η θεωρία για την 'τεράστια ανακατανομή και τη ληστεία' έμεινε ανολοκλήρωτη γιατί δεν έχει ακόμη εντοπίσει υπερ τίνων έγινε η ανακατανομή, και ποιοί ήταν οι ληστές. Στην πραγματικότητα οι απώλειες εξαπλώθηκαν σε όσους αγόραζαν μετοχές το τρίτο τρίμηνο του 1999 και τις κράτησαν. Πολλοί επενδυτές, μικροί και μεγάλοι έχασαν. Οσοι πούλησαν εκείνο το διάστημα και δεν ξαναγόρασαν, κέρδισαν. Τα κέρδη όμως, όπως και οι ζημιές ήταν διάχυτα. Στην Ελλάδα και τότε και τώρα η μετοχική ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη. Το 75-80% των τίτλων ανήκει σε μεγαλομετόχους. Αυτοί συγκέντρωσαν μεγάλο μέρος των ζημιών. Μεταξύ αυτών είναι και οι θεσμικοί επενδυτές (τράπεζες, εταιρίες επενδύσεων, ασφαλιστικές εταιρίες κλπ). Και αυτοί εξημιώθηκαν, αν κρίνει κανείς από τα αποτελέσματα των τραπεζών στην περίοδο 2000-2002. Πολλοί μεγαλομέτοχοι αγόραζαν μετοχές το 2000-2 για να 'στηρίξουν' τις τιμές. Υπέστησαν μεγάλες ζημιές. Σε μία παρατεταμένη χρηματιστηριακή κρίση η πλειονότητα ζημιώνεται. Οι μεγάλες ζημιές, μαζί με τις εξωπραγματικές προσδοκίες για το ρόλο των αρχών και τις δυνατότητες ρύθμισης των τιμών στο χρηματιστήριο υποστήριξαν την δημαγωγία περί 'εγκλήματος' και τις περί 'ανακατανομής του πλούτου' θεωρίες.

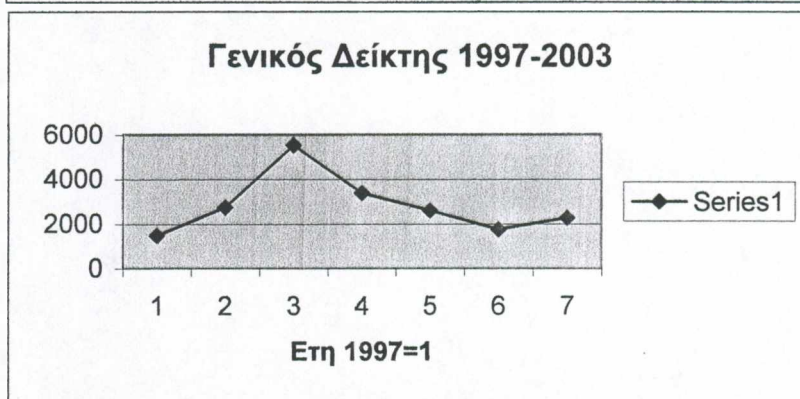
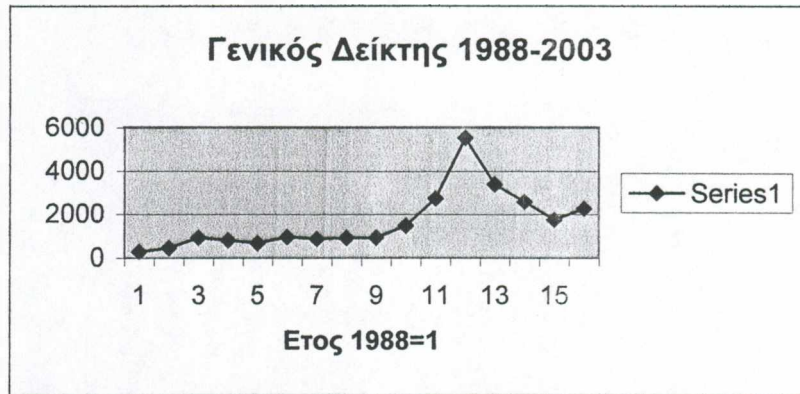
Στην πολιτική αντιμετώπιση της χρηματιστηριακής κρίσης υπήρξε μία γενική αμηχανία και αποφυγή του εντοπισμού των ευθυνών στο 'επενδυτικό κοινό' που με τη συμπεριφορά του ήταν ο κύριος μοχλός της υπερθέρμανσης του 1999. Γενική ήταν η προσπάθεια να αποδοθούν ευθύνες σε άλλους, και σε μία κοινωνία με πολύ κρατισμό στην ιδεολογική της συγκρότηση, η απόδοση ευθυνών στο κράτος και τους φορείς του ήταν μία προδιαγεγραμμένη πορεία. Μένει ακόμη να γίνει με νηφάλιο και αμερόληπτο τρόπο η ανατομία της κρίσης για να εξαχθούν συμπεράσματα για το μέλλον.

Σταύρος Β. Θωμαδάκης, 25-1-2005

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

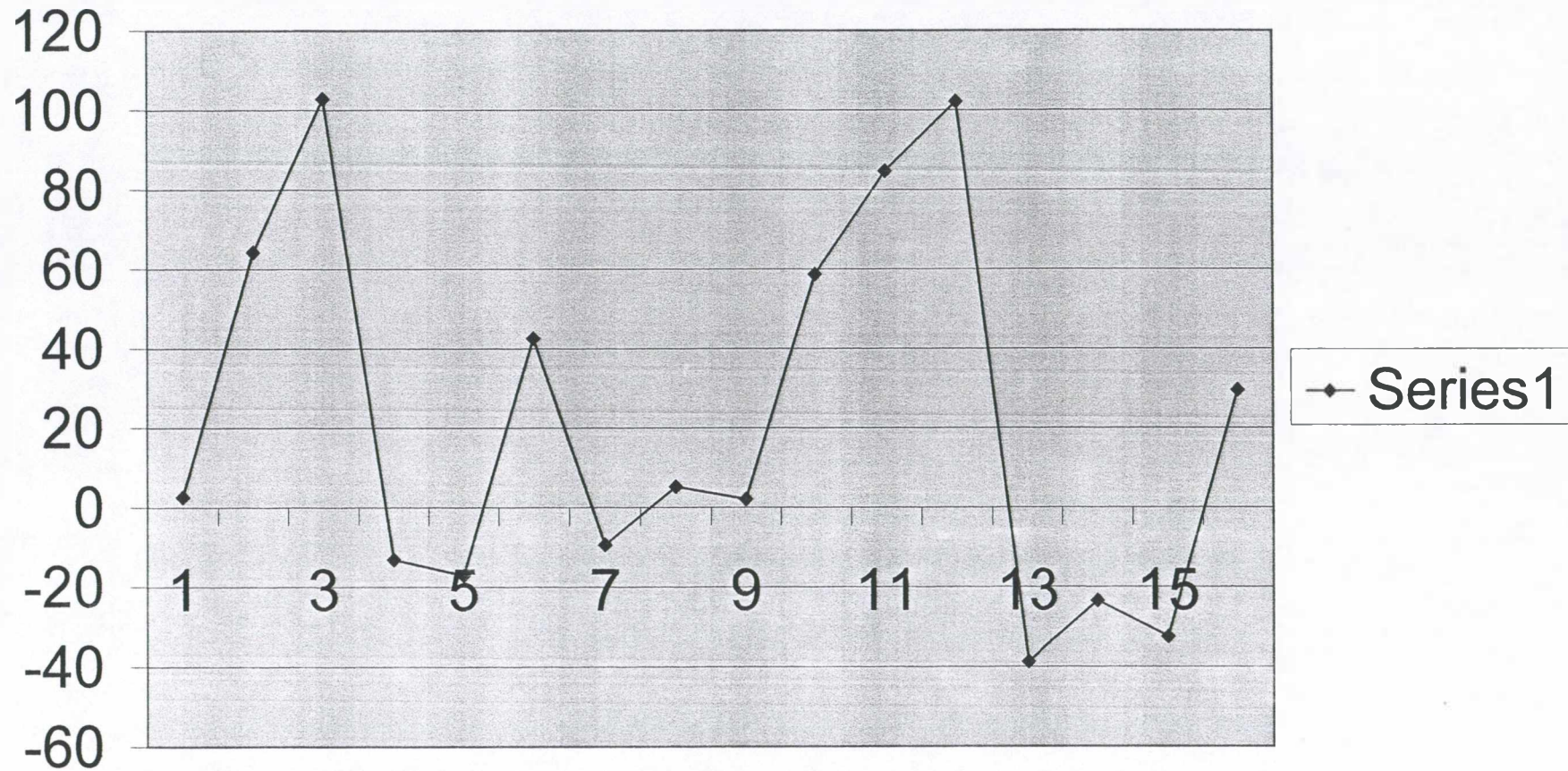


1988	279,7
1989	459,5
1990	932,2
1991	810,2
1992	672,4
1993	958,9
1994	868,7
1995	913,9
1996	933,1
1997	1479,1
1998	2737,6
1999	5535,1
2000	3388,9
2001	2591,6
2002	1748,4
2003	2263,6



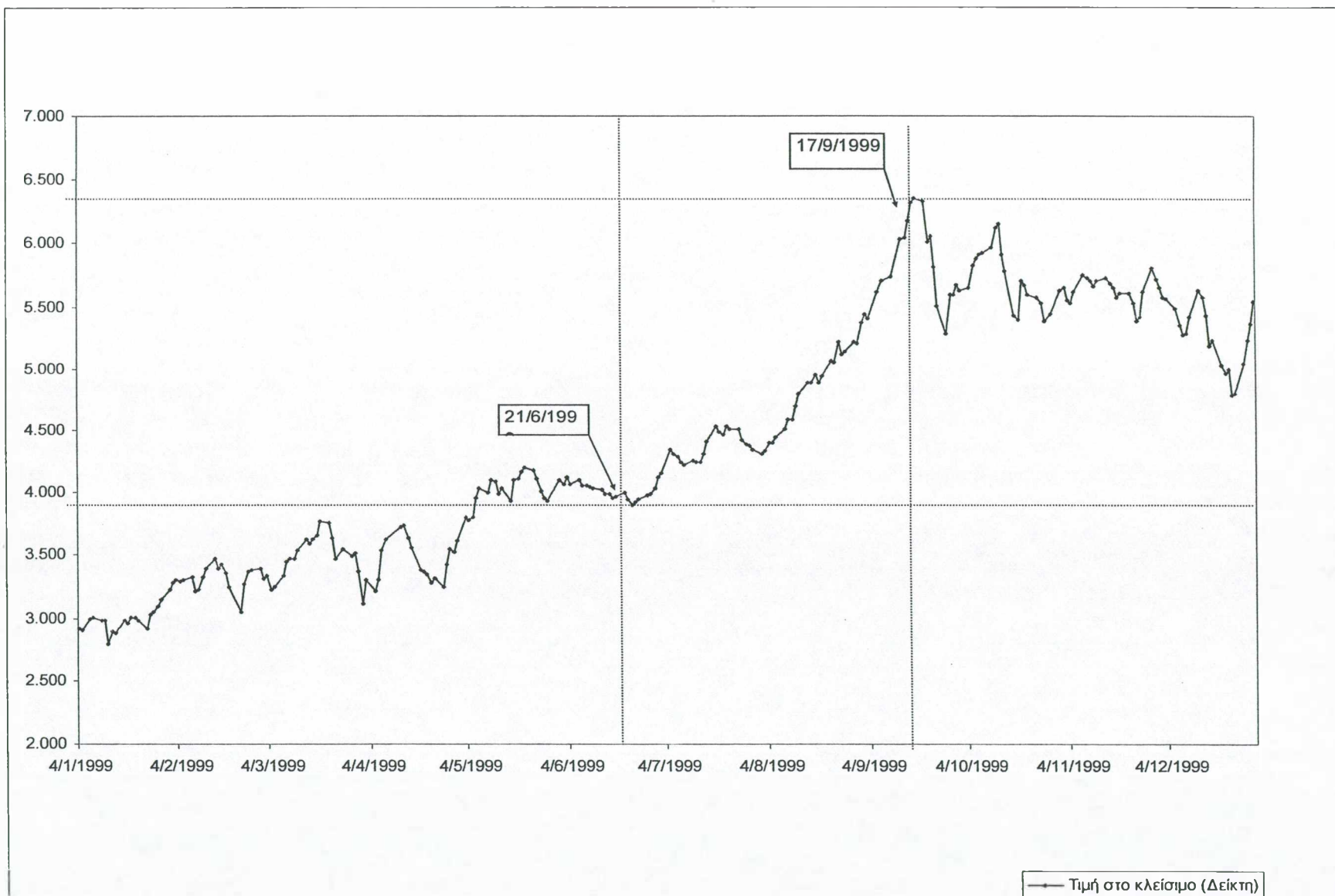
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

## Ποσοστά Μεταβολής ΓΔ



1988-2003, 1988=1

Διάγραμμα 3  
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α. 1999



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Πίνακας 2

**ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ  
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΤΙΣ Η.Π.Α., 1999-2003**

ΧΩΡΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ	ΜΕΓΙΣΤΟ		ΕΛΑΧΙΣΤΟ		% ΜΕΤΑΒΟΛΗ [(ελάχ - μεγ) / μέγ]
		Μέγιστη τιμή	Ημερ/νία	Ελάχιστη τιμή	Ημερ/νία	
ΗΠΑ2	NASDAQ- IQX Index	4.704,73	27.03.2000	804,64	07.10.2002	-82,90%
ΗΠΑ1	NASDAQ - Comp. Index	5.048,62	10.03.2000	1.114,11	09.10.2002	-77,93%
Ελλάδα	ASE Comp Index	6.355,04	17.09.1999	1.467,3	31.03.2003	-76,91%
Φιλανδία	HEX Index	18.303,58	02.05.2000	4.702,58	10.03.2003	-74,31%
Γερμανία	DAX Index	8.064,97	07.03.2000	2.202,96	12.03.2003	-72,68%
Πορτογαλία	PSI-20 Index	14.822,59	03.03.2000	5.083,34	23.10.2002	-65,71%
Γαλλία	CAC-40 Index	6.922,33	04.09.2000	2.403,04	12.03.2003	-65,29%
Ιαπωνία	NIKKEI 225 Index	20.833,21	12.04.2000	7.607,88	29.04.2003	-63,48%
Βέλγιο	BEL-20 Index	3.681,92	06.01.1999	1.426,59	12.03.2003	-61,25%
Ιταλία	MIB-30 Index	51.093	06.03.2000	20.539	12.03.2003	-59,80%

## Κοινοβουλευτικές ερωτήσεις

ΓΡΑΠΤΗ ΕΡΩΤΗΣΗ E-0105/04

**υποβολή: Stavros Xarchakos (PPE-DE) προς την Επιτροπή**

**(13 Ιανουαρίου 2004)**

### **Θέμα: Περίεργες τακτικές της ελληνικής κυβέρνησης έναντι του Χρηματιστηρίου**

Σύμφωνα με δημόσιες καταγγελίες (12.1.2004) του Κοινοβουλευτικού Εκπροσώπου της "Νέας Δημοκρατίας" καθηγητή κ. Προκόπη Παυλόπουλου, η ελληνική κυβέρνηση προχωρά στην αποποινικοποίηση δύο εγκλημάτων που σχετίζονται με τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και συγκεκριμένα της "χειραγώγησης μετοχών" καθώς και της "κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών". Η ρύθμιση αυτή προωθείται στα πλαίσια της θέσπισης του "Νέου Κώδικα Κεφαλαιαγοράς" που παρουσιάστηκε στην Ελληνική Βουλή και ο οποίος προβλέπει τον αποχαρακτηρισμό από ποινικά εγκλήματα των δύο παραπάνω αξιόποινων πράξεων. Μέχρι τώρα, και η χειραγώγηση μετοχών ήταν ποινικό έγκλημα (Άρθρο 72 του ελληνικού Νόμου 1969/91) και η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών (Άρθρο 30 του Νόμου 1806/88 και του Προεδρικού Διατάγματος 53/ 92, Άρθρα 2 και 3). Ας σημειωθεί ότι στην Ελλάδα σημειώθηκε η μεγαλύτερη απώλεια κεφαλαίων που έχει παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια στην Ευρώπη με την κατάρρευση του Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, η οποία είχε ως αποτέλεσμα 1,5 εκατομμύριο Έλληνες να έχουν χάσει ποσά που έχουν υπολογισθεί ότι συνολικά ανέρχονται σε 100 δις Ευρώ.

Είναι συμβατή με την κοινοτική νομοθεσία η αποποινικοποίηση της χειραγώγησης μετοχών και της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών; Σε ποια άλλη χώρα της Ένωσης συνέβη ανάλογη απώλεια κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο; Ποιες ήταν οι κυρώσεις που επεβλήθησαν και εναντίον ποίων σε ανάλογες περιπτώσεις στις υπόλοιπες 14 χώρες μέλη της Ένωσης;

#### Απάντηση/απαντήσεις

Ερώτηση που δεν έχει ακόμη δημοσιευθεί στην ΕΕ

On line: 3 Μαρτίου 2004

Webmaster © Disclaimer

## Κοινοβουλευτικές ερωτήσεις

### Απάντηση του κυρίου Bolkestein εξ ονόματος της Επιτροπής (γραπτή ερώτηση: E-0105/04) (17.3.2004)

Σύμφωνα με τις πληροφορίες του Αξιότιμου Μέλους, η ελληνική κυβέρνηση σκοπεύει να αποποινικοποιήσει τόσο τη χειραγώγηση αγοράς όσο και την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών. Αυτά τα δύο αδικήματα δεν θα θεωρούνται πλέον ως εγκλήματα, εάν ο νέος κώδικας κεφαλαιαγοράς ψηφιστεί από την ελληνική βουλή.

Όσον αφορά την αποποινικοποίηση της χειραγώγησης αγοράς και της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, τα κράτη μέλη πρέπει να ενσωματώσουν την οδηγία 2003/6/ΕΚ<sup>(1)</sup> (αναφέρεται στο εξής ως οδηγία κατάχρησης αγοράς), ούτως ώστε να την έχουν μεταφέρει στο εθνικό τους δίκαιο έως τις 12 Οκτωβρίου 2004. Δεδομένου ότι δεν έχει ακόμη λήξει η προθεσμία για τη μεταφορά της οδηγίας και δεδομένου ότι η Επιτροπή δεν έχει πληροφορίες για την οριστική ενσωμάτωση της οδηγίας αυτής από την Ελλάδα, η Επιτροπή δεν είναι σε θέση να αξιολογήσει στο παρόν στάδιο τις νομοθετικές ενέργειες των ελληνικών αρχών.

Ωστόσο, σύμφωνα με το άρθρο 14 παράγραφος 1 της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς, η αρχή της λήψης διοικητικών μέτρων ή επιβολής διοικητικών κυρώσεων για τις παραβιάσεις αυτές καθίσταται υποχρεωτική για τα κράτη μέλη. Επιπλέον, η τελευταία πρόταση του άρθρου 14 παράγραφος 1 απαιτεί από τα κράτη μέλη να μεριμνούν ώστε τα μέτρα αυτά να είναι αποτελεσματικά, ανάλογα και αποτρεπτικά.

Η παράγραφος αυτή προβλέπει επίσης ότι τα ανωτέρω διοικητικά μέτρα ή κυρώσεις δεν θίγουν το δικαίωμα των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις. Αυτό σημαίνει ότι ένα κράτος μέλος έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει και ποινικές κυρώσεις εκτός από τα διοικητικά μέτρα ή τις διοικητικές κυρώσεις. Ωστόσο, εάν τα κράτη μέλη αποφασίσουν να μην προβλέψουν καθεστώς ποινικών κυρώσεων, οφείλουν να διατηρήσουν ένα υποχρεωτικό καθεστώς διοικητικών μέτρων ή διοικητικών κυρώσεων.

Όσον αφορά το ποινικό καθεστώς δίωξης της κατάχρησης αγοράς, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τα αποτελέσματα δεν είναι ικανοποιητικά. Μια μελέτη που πραγματοποιήθηκε από το φόρουμ των ευρωπαϊκών επιτροπών κινητών αξιών, δηλαδή τον φορέα που υπήρχε πριν τη σύσταση της επιτροπής των ευρωπαϊκών ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών, για την περίοδο 1995-2000 όσον αφορά τη χειραγώγηση της αγοράς, αποκάλυψε ότι κατά την εν λόγω εξαετή περίοδο επιβλήθηκαν μόνο δεκατρείς ποινικές κυρώσεις σε όλο τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο (ΕΟΧ). Όσον αφορά την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, στη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο (και στην Ελβετία) επιβλήθηκαν μόνο δέκα εννέα ποινικές κυρώσεις κατά την ίδια περίοδο.

Όσον αφορά το θέμα των συγκρίσεων της απώλειας κεφαλαίων στα χρηματιστήρια, από την άποψη της πτώσης του χρηματιστηριακού δείκτη και της ανάλυσης των διαφορών μεταξύ της μέγιστης και της ελάχιστης αξίας του δείκτη κατά την περίοδο αυτή, ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε μείωση κατά 76% από το 1999 έως το 2003. Κατά την ίδια περίοδο, με εφαρμογή της ίδιας μεθόδου, η μείωση ήταν 52% στο δείκτη FTSE 100 του Λονδίνου, 72% στο δείκτη Dax της Φρανκφούρτης, 65% στο δείκτη CAC 40 του Παρισιού και 56% στο δείκτη Mibtel του Μιλάνου.

Τέλος, όσον αφορά τα είδη και τα ποσά των κυρώσεων που επιβάλλονται για κατάχρηση αγοράς στα κράτη μέλη, τα στοιχεία για την Ελλάδα έχουν ως εξής. Από το 1997 έως το 2004, η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εντόπισε 136 περιπτώσεις κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγησης αγοράς και επέβαλε διοικητικά πρόστιμα συνολικού ύψους 52 εκατομμυρίων ευρώ. Όσον αφορά τις ποινικές κυρώσεις, 31 από τις

υποθέσεις κατάχρησης αγοράς που ερεύνησε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεωρήθηκαν ότι είχαν ποινικό χαρακτήρα και παραπέμφθηκαν στον εισαγγελέα για την άσκηση ποινικής δίωξης. Στις υποθέσεις αυτές εμπλέκονταν άνω των 100 φυσικών προσώπων.

(1) Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), ΕΕ L 96, 12.4.2003.

---

On line: 30 Μαρτίου 2004  
Webmaster © Disclaimer

