

Η Εποπτεία των αγορών- Συστήματα Εποπτείας Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων και Επιχειρήσεων

Σοφία Δ. Παγώνη

Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΕΙ Λάρισας, Ελλάδα
sofpag@otenet.gr

Περίληψη

Η αποτελεσματική εποπτεία του χρηματοοικονομικού μας συστήματος (κεφαλαιαγορά, τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες) αποτελεί βασική παράμετρο για τη δημιουργία συνθηκών σταθερότητας και ανάπτυξης της οικονομίας, αποτελεσματικότητας των αγορών, αποφυγής δημιουργίας συστημικού κινδύνου και προστασίας των επενδυτών και καταναλωτών. Στην χώρα μας, ακολουθείται το μοντέλο της «διηρημένης» εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η εποπτεία ασκείται από τρεις ξεχωριστές αρχές και συγκεκριμένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την αγορά κεφαλαίου, την Τράπεζα της Ελλάδος για τις τράπεζες και την Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης για τις ασφαλιστικές εταιρείες. Το ελληνικό εποπτικό σύστημα, στηριζόμενο στην παράλληλη δράση πολλαπλών ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών, συχνά αντιμετωπίζει προβλήματα συντονισμού, επικάλυψης, σύγκρουσης αρμοδιοτήτων και υπερ-ρύθμισης. Έρχεται, μάλιστα, σε αντίθεση με τα νέα δεδομένα στην ευρωπαϊκή αγορά και το σύγχρονο πνεύμα ενοποίησης και παγκοσμιοποίησης που απαιτεί οι νομοθέτες και οι επόπτες να ακολουθήσουν τις αγορές και όχι να τις διαχωρίζουν. Στόχος της παρούσας εισήγησης είναι καταρχήν η παρουσίαση του ελληνικού μοντέλου διηρημένης εποπτείας και των επιμέρους εποπτικών αρχών και των προβλημάτων που το σύστημα αυτό παρουσιάζει. Στη συνέχεια, ακολουθεί παρουσίαση του ενιαίου εποπτικού συστήματος που ήδη έχουν υιοθετήσει άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε. (π.χ. Αγγλία - Financial Services Authority, Γερμανία-BaFin), αλλά και τρίτες χώρες (ΗΠΑ -Securities and Exchange Commission) καθώς και της αποτελεσματικότητας του συστήματος αυτού. Τέλος, τίθεται ο προβληματισμός κατά πόσο είναι σκόπιμη και επιτακτική η δημιουργία ενιαίας ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής στην Ελλάδα και σε κάθε περίπτωση πόσο ώριμη είναι η ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά για να μια τέτοια εξέλιξη, προτείνονται δε εναλλακτικοί τρόποι αντιμετώπισης της σύγχρονης οικονομικής πραγματικότητας.

Λέξεις Κλειδιά: Κεφαλαιαγορά, Τράπεζες- Πιστωτικά ιδρύματα, ΕΠΕΥ, Ασφαλιστικές εταιρείες, Εποπτεία, Ελλάδα, Ευρωπαϊκή Ένωση.

Εισαγωγή-Παγκοσμιοποίηση και ανάγκη εποπτείας των αγορών

Οι αγορές και οι επιχειρήσεις συμπεριφέρονται σαν ζωντανοί οργανισμοί που επηρεάζονται από το εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον και τις εξελίξεις. Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας συνέβαλλε στην αύξηση του αριθμού των εξωτερικών επιδράσεων. Είναι γεγονός ότι ζούμε σε μια παγκοσμιοποιημένη οικονομία, με απελευθέρωση των αγορών, που χαρακτηρίζονται από αυξανόμενο διεθνή ανταγωνισμό μεταξύ εταιρειών αναφορικά με την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ο ανταγωνισμός αυτός φέρει πιέσεις αυξημένης ανταγωνιστικότητας και εναρμόνισης τόσο των ίδιων των επιχειρήσεων όσο και των ρυθμιστικών και εποπτικών συστημάτων των διαφόρων αγορών. Έτσι, έχουμε από την μια απελευθέρωση των αγορών για να είναι πιο ανταγωνιστικές και από την άλλη ανάγκη

ρύθμισης και εποπτείας. Η μετάβαση από τις εγχώριες αγορές στη δημιουργία ενός νέου διεθνοποιημένου χρηματοπιστωτικού χώρου, θα μπορούσε να συσχετιστεί με το φαινόμενο της μετεξέλιξης της παραδοσιακής αργής άμαξας σε σύγχρονο γρήγορο αυτοκίνητο, που οδήγησε στην ανάγκη υιοθέτησης του Κώδικα Οδικής κυκλοφορίας, ώστε να βελτιωθεί η συμπεριφορά των οδηγών και να αποφεύγονται τα θανατηφόρα ατυχήματα (Χαραλάμπους, 2007).

Στο ερώτημα "τι θέλουμε: α) μια οικονομία και συγκεκριμένα μια κεφαλαιαγορά ελεύθερη και ανεξάρτητη αλλά από κει και πέρα, ας πούμε, "αφημένη στην τύχη της", στην εκάστοτε προσφορά και ζήτηση, ή β) μία αγορά ελεγχόμενη, χωρίς ακρότητες, και με σταθερές επιδόσεις και αποδόσεις, με το Κράτος όχι μόνο να προσφέρει ένα πλαίσιο, αλλά και να παρεμβαίνει άμεσα και ουσιαστικά και να συναλλάσσεται και να επηρεάζει άμεσα την χρηματοπιστωτική πολιτική", δεν είναι εύκολο να απαντήσει κανείς (Κοζύρης, 2000, σελ. 25).

Απάντηση στο ερώτημα αυτό, θα μπορούσαν ίσως να δώσουν τα ποικίλα παραδείγματα κρίσης στις αγορές κεφαλαίου και χρήματος που μας προσφέρει η οικονομική ιστορία, κρίση που οδήγησε σε γενικότερη κοινωνική αναταραχή και κατάρρευση, λόγω ανύπαρκτου ή ανεπαρκούς ελέγχου: Από την κρίση της τουλίπας στην Ολλανδία του 17^{ου} αιώνα (έμποροι πωλούσαν βολβούς που δεν είχαν ακόμη παραχθεί και οι χρηματιστές προεξοφλούσαν αυτή την κατάσταση στην αγορά του Άμστερνταμ, σήμερα δε όταν γίνεται λόγος για «φούσκες» *-bubbles*, δηλαδή μετοχές χωρίς αξία, ο συνειρμός με τους βολβούς τουλίπας είναι τουλάχιστον ετυμολογικά προφανής) (Λιακόπουλος, 1999), έως το κραχ του 1929 στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και τα σύγχρονα οικονομικά σκάνδαλα π.χ. της Enron και της Parmalat.

Ο Άνταμ Σμιθ, στο έργο του "Ο Πλούτος των Εθνών" (1776), που έμελλε να γίνει «το Ευαγγέλιο της Ελεύθερης Οικονομίας», διατυπώνει τη θέση του ότι "στην αγορά, σε περιόδους κρίσης, ένα άορατο χέρι έρχεται και ισορροπεί σχεδόν τα πάντα την κρίσιμη στιγμή". Μήπως, όμως, τα παραπάνω αναφερόμενα παραδείγματα οικονομικής κρίσης σε παγκόσμια κλίμακα αποδεικνύουν ότι χρειάζεται κάτι περισσότερο από το να αφήνουμε τα πράγματα στην τύχη τους και το παιχνίδι της κεφαλαιαγοράς ανεξέλεγκτο; Τα παραπάνω παραδείγματα δημιουργούν την πεποίθηση ότι είναι αναγκαία η θεσμοθέτηση κανόνων ελέγχου και μηχανισμών εποπτείας, με στόχο την αποτροπή ή ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου για γενικευμένη κρίση.

Το μοντέλο διηρημένης εποπτείας στην Ελλάδα

Στον ελληνικό οικονομικό χώρο, ανέκαθεν συνυπήρχε η ατομική οικονομική δραστηριότητα με την κρατική, επίσης οικονομική, δραστηριότητα, καθώς επίσης η κρατική εποπτική παρέμβαση, η νομοθετική πολυμορφία και ο πειραματισμός (Κοτσίρης, 1986). Στην Ελληνική έννομη τάξη, το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της οικονομικής ελευθερίας (άρθρο 5 παρ.1 και 3 του Ελληνικού Συντάγματος), ως εκδήλωση του δικαιώματος του ατόμου για ελεύθερη ανάπτυξη της προσωπικότητάς του, εμφανίζεται "σχετικοποιημένο", καθώς το Σύνταγμα καθορίζει στο ίδιο το άρθρο, τα συνταγματικά όρια της άσκησης του δικαιώματος της οικονομικής ελευθερίας, που είναι "τα δικαιώματα των άλλων", "το Σύνταγμα" και τα "χρηστά ήθη". Τα όρια αυτά της άσκησης του δικαιώματος, καθιστούν θεμιτούς τους περιορισμούς, τη ρύθμιση της οικονομικής ελευθερίας και τις τυχόν επεμβάσεις με άσκηση εποπτείας και ελέγχου, όταν αυτές επιβάλλονται από λόγους δημοσίου ή κοινωνικού συμφέροντος, θεσπίζονται

με νόμο ή κατ'εξουσιοδότηση νόμου, σέβονται την "αρχή της αναλογικότητας" και δεν θίγουν τον πυρήνα του δικαιώματος (Χρυσόγονος, 2002).

Στην ελληνική έννομη τάξη, όσον αφορά τον φορέα εποπτείας του χρηματοοικονομικού συστήματος, ισχύει το σύστημα της διηρημένης-τομεακής εποπτείας. Οι πρόσφατες σημαντικές νομοθετικές εξελίξεις στον χρηματοπιστωτικό χώρο (**Νόμος 3601/2007** «Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις» και **Νόμος 3606/2007** «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις»), δεν συνοδεύτηκαν και με μεταβολή του ισχύοντος ακόμα και σήμερα μοντέλου των πολλαπλών εποπτικών αρχών. Συγκεκριμένα, το Ελληνικό "Δίκαιο της Αγοράς", περιλαμβάνει την "Κεφαλαιαγορά (εν στενή εννοία)", την "Χρηματαγορά" (Τράπεζες-πιστωτικά ιδρύματα) και την "Ασφαλειαγορά". Συνέπεια της διάκρισης αυτής είναι να διαιρείται η εποπτεία της αγοράς σε τραπεζική εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος και σε εξωτραπεζική εποπτεία της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς, που περιλαμβάνει την εποπτεία της εξωχρηματιστηριακής και χρηματιστηριακής κεφαλαιαγοράς. Παραπέρα στον ευρύτερο οικονομικό χώρο, οι ασφαλιστικές εταιρείες, μέχρι πρόσφατα, εποπτεύονταν από τον εκάστοτε Υπουργό Ανάπτυξης και ήδη εποπτεύονται από την "**Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης (ΕΠ.Ε.Ι.Α.)**".

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.)

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου (ν.π.δ.δ.), το οποίο τελεί υπό την εποπτεία του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας (άρθρο 76 παρ. 1 του ν. 1969/1991). Με τον νόμο **3371/2005** και συγκεκριμένα με το Κεφάλαιο Γ' του νόμου αυτού, το οποίο φέρει τίτλο "Ανεξαρτησία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς" προστέθηκε νέο άρθρο 76^Α στο νόμο 1969/1991, σύμφωνα με το οποίο: "1. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιους πόρους, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. 2. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαμβάνουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους *προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας*, δεσμευόμενα μόνο από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν". Πάντως, οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπόκειται σε *κοινοβουλευτικό έλεγχο*, και, βεβαίως, σε *δικαστικό έλεγχο*.

Ως αυτόνομη εποπτική αρχή, της έχει ανατεθεί ο έλεγχος της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς και ιδιαίτερα της πρόσφατης ελληνικής νομοθεσίας που θεσπίστηκε ως εναρμόνιση στις πρόσφατες κοινοτικές οδηγίες για τη δημιουργία ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς, π.χ. **Νόμος 3340/2005** για την *Κατάχρηση Αγοράς (για τις πράξεις προσώπων, που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς)*, **Νόμος 3401/2005** σχετικά με το *ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση*, **Νόμος 3556/2007** για τη Διαφάνεια και την πληροφόρηση, **Νόμος 3461/2006** για τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών, **Νόμος 3606/2007** για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (οδηγία MiFID) κλπ. Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΔΑΚ, ΑΕΕΧ, οι Ανώνυμης Εταιρείες Ακίνητης Περιουσίας και οι ΑΕΕΔ, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά αξιών ΧΑ, η Αγορά

Παραγώγων ΧΑ και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού διαπιστώσει παραβάσεις της σχετικής νομοθεσίας, επιβάλλει τις προβλεπόμενες από τον νόμο κυρώσεις π.χ. επίπληξη ή χρηματικά πρόστιμα, αναστολή δικαιωμάτων ψήφου, αναστολή διαπραγμάτευσης κινητών αξιών, διαγραφή κινητών αξιών.

Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ)

Σε ό,τι αφορά τις τράπεζες, η φερεγγυότητα του τραπεζικού μας συστήματος διασφαλίζεται με την εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος. Το θεσμικό πλαίσιο για την άσκηση της εποπτείας αυτής έχει κατά βάση διαμορφωθεί από την λεγόμενη Βασιλεία I (Basle I) και Βασιλεία II (Basle II). Οι κανόνες αυτοί αφορούν στην ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα με έμφαση στην επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η **Τράπεζα της Ελλάδος** ιδρύθηκε το 1928 και έλαβε τη μορφή του νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου. Στην αρχή και για μεγάλο χρονικό διάστημα η Τράπεζα της Ελλάδος ήταν εξαρτημένη από το κράτος. Μόλις το 1997 και για λόγους συμφωνίας με την κοινοτική νομοθεσία, η Τράπεζα της Ελλάδος απέκτησε ανεξαρτησία όσον αφορά στη χάραξη των βασικών αποφάσεών της σε θέματα εποπτείας καθώς και κυρίως σε θέματα χάραξης νομισματικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3601/2007, η ΤτΕ ασκεί εποπτεία επί των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος και των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων (τα οποία δεν είναι πιστωτικά ιδρύματα) που εδρεύουν στην Ελλάδα, περιλαμβανομένων και των υποκαταστημάτων τους στην αλλοδαπή. Κατά την άσκηση της εποπτικής αρμοδιότητας, η Τράπεζα της Ελλάδος επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις κατά πάντων των υποκειμένων σε εποπτεία προσώπων, των νομίμων εκπροσώπων τους και όσων ασκούν διοίκηση για παραβάσεις των σχετικών με τις αρμοδιότητες της Τράπεζας διατάξεων.

Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης" (ΕΠ.Ε.Ι.Α.).

Οι ασφαλιστικές υπηρεσίες ανήκουν στις υπηρεσίες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα. Με τον νόμο 3229/2004 (ΦΕΚ Α 38/10-2-2004) δημιουργήθηκε εποπτική αρχή της ιδιωτικής ασφάλισης, η οποία σύμφωνα με το σχέδιο νόμου φέρει την ονομασία "Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης" (ΕΠ.Ε.Ι.Α.) ως ν.π.δ.δ., στο πρότυπο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία θα έχει έργο την εποπτεία των ασφαλιστικών και των αντασφαλιστικών επιχειρήσεων, καθώς και των διαμεσολαβούντων, ικανότητα έκδοσης κανονιστικών πράξεων, επιβολής προστίμων και άλλων ποινών. Η νεοϊδρυθείσα εποπτική των ασφαλιστικών εταιρειών αρχή εποπτεύεται από τον εκάστοτε υπουργό Οικονομίας και όχι Ανάπτυξης, στην εποπτεία του οποίου ανήκαν, πριν την ίδρυσή της, οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Μειονεκτήματα του ελληνικού συστήματος εποπτείας- Πλεονεκτήματα της ενιαίας εποπτείας

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, οι εποπτικές αρχές που συνδυαστικά καλύπτουν το φάσμα του χώρου της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου με την ευρύτερη έννοια (παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, πιστωτικές εργασίες και ιδιωτική ασφάλιση) είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Τράπεζα της Ελλάδος και η

Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης. Αντικείμενο και στόχος της εποπτείας και των τριών αυτών αρχών είναι η σταθερότητα, αποτελεσματικότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, αποβλέπει δε στη διαφάνεια των διαδικασιών και των όρων των συναλλαγών των υποκειμένων σ' αυτή. Να σημειωθεί ότι πέρα από τις αρχές αυτές, στα πλαίσια της ελληνικής αγοράς, ρυθμιστικό και εποπτικό ρόλο έχουν και τα αρμόδια Υπουργεία Οικονομικών και Ανάπτυξης, αναπτύσσουν δε δράση και άλλοι φορείς, όπως ο Διαμεσολαβητής Τραπεζικών-Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΜΤΕΥ), ο Συνήγορος του Καταναλωτή, ο Συνήγορος του πολίτη.

Το ελληνικό εποπτικό σύστημα, στηριζόμενο στην παράλληλη δράση πολλαπλών ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών, συχνά αντιμετωπίζει προβλήματα συντονισμού, επικάλυψης, σύγκρουσης αρμοδιοτήτων και υπερ-ρύθμισης. Η πολυνομία προκαλεί ανασφάλεια δικαίου και η υπερ-ρύθμιση δημιουργεί κλίμα ανασφάλειας και έλλειψη εμπιστοσύνης που πλήττουν την ανταγωνιστικότητα της εθνικής οικονομίας.

Η δυσκολία στην εφαρμογή του διηρημένου μοντέλου εποπτείας στην Ελλάδα και η σύγχυση εποπτικών αρμοδιοτήτων, ενισχύεται και λόγω της έντονης εμφάνισης των τραπεζών στα πλαίσια της «εν στενή εννοία» κεφαλαιαγοράς, καθώς σύμφωνα με το άρθρο 21 του ν. 2396/1996, πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ελλάδα δύνανται να λειτουργούν ως ΕΠΕΥ, εμπίπτουν δε και στις πρόσφατες ρυθμίσεις του **Νόμου 3606/2007** (ΦΕΚ Α' 195/17-8-2007) για τις «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» (με τον οποίο ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η Κοινοτική Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, γνωστή ως **MiFID**-τα αρχικά των λέξεων **Markets in Financial Instruments Directive**- Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων). Έτσι, πέρα από το γεγονός ότι οι τράπεζες, ως οργανωμένες επιχειρήσεις εμπορίας χρήματος και παροχής χρηματοδοτικών υπηρεσιών είναι οι πρωταγωνιστές της τραπεζικής κεφαλαιαγοράς, υπό την εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος, σύμφωνα με το Ελληνικό δίκαιο οργάνωσης της εξωτραπεζικής κεφαλαιαγοράς, η οποία εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, οι τράπεζες κατέχουν επίσης πρωταγωνιστικό ρόλο τόσο στη χρηματιστηριακή όσο και την εξωχρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά. Στην πράξη οι τράπεζες δύνανται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες όλων σχεδόν των μορφών (κύριες και παρεπόμενες) και να είναι μέλη του ΧΑΑ. Επομένως, ενώ από το νόμο αναμφισβήτητα προκύπτει ότι κύρια εποπτική αρχή για τις τράπεζες, ως εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, υπεισέρχονται παράλληλες αρμοδιότητες και άλλων αρχών, γεγονός που τείνει σε επικάλυψη αρμοδιοτήτων (Λύτρας, 1999).

Παράλληλα, οι τράπεζες δραστηριοποιούνται δυναμικά και στο χώρο των ασφαλιστικών προϊόντων (**Bankassurance**). Ειδικά στις χώρες της νότιας Ευρώπης, η δυναμική του **Bankassurance** είναι τέτοια, ώστε τα ασφαλιστρα που προέρχονται από τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα φθάνουν μέχρι και το 90% των συνολικών ασφαλιστρών του κλάδου ασφάλισης ζωής. Παρά το γεγονός ότι η προώθηση ασφαλιστικών προϊόντων, μέσα από τραπεζικά δίκτυα, ξεκίνησε στην Ελλάδα με κάποια καθυστέρηση σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη, τα τελευταία χρόνια αναπτύσσεται με ταχύτατο ρυθμό. Εκτιμάται δε ότι και στην Ελλάδα μέχρι το 2010 το μερίδιο αγοράς των τραπεζών, ιδιαίτερα στις ασφαλίσσεις ζωής, θα προσεγγίζει το 60-70%. Όλες οι τράπεζες σήμερα στην Ελλάδα επενδύουν στον τομέα του **Bankassurance** και αναμένουν σημαντικά έσοδα από προμήθειες. Τα τραπεζικά δίκτυα προωθούν τόσο ασφαλιστικά προϊόντα που είναι συμπληρωματικά τραπεζικών προϊόντων, όπως είναι οι ασφαλίσσεις δανειοληπτών, όσο και προϊόντα που προωθούνται ανεξάρτητα, με κύριο παράδειγμα τα συνταξιοδοτικά. Η εισδοχή των τραπεζών στον τομέα της

παροχής ασφαλιστικών υπηρεσιών δημιούργησε την ανάγκη της κατάλληλης εκπαίδευσης των στελεχών που θα ασχοληθούν με τις εργασίες αυτές (Π.Δ. 190/2006 και Υ.Α. Κ3-8010/8-8-2007 «Καθορισμός των απαιτούμενων προϋποθέσεων-εξειτάσεων, που αποδεικνύουν την εμπειρία, τις ικανότητες και τις γενικές εμπορικές και επαγγελματικές γνώσεις των διαμεσολαβητών στην Ασφάλιση», με τις οποίες ενσωματώθηκε στο Ελληνικό Δίκαιο η οδηγία 2002/92/ΕΚ) (Γαλιάτσος, 2007).

Από τα παραπάνω καταδεικνύεται σαφώς ότι εποπτεία ανάλογα με το ίδρυμα-επιχείρηση και τη συγκεκριμένη λειτουργία αυτού ("functional approach") ήταν εφικτή σε παλιότερες εποχές, όταν οι επιχειρήσεις είχαν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και αντικείμενα δράσης. Στις μέρες μας, η πλειοψηφία των τελευταίων, οδεύει προς τη δημιουργία μεγάλων ομίλων, οι οποίοι επιδίδονται σε πολλές διαφορετικές λειτουργίες. Έτσι, σε αντίθεση με το παρελθόν, όταν χαλαρή μόνο σχέση μπορούσε να υπάρξει μεταξύ των εργασιών κάθε μίας από τις επιμέρους επιχειρήσεις, πλέον διαμορφώνονται ισχυρές συμμαχίες και οικονομικοί κολοσσοί που δρουν παγκοσμίως π.χ. η συσπείρωση Allianz/Dresdner Bank ή Müncher Rück/HypoVereinsbank, και δημιουργούνται μεγάλοι όμιλοι πολυσχιδούς οικονομικής λειτουργίας ("financial conglomerates"), «συνέργειες» και συμπράξεις προς επίτευξη «οικονομικών κλίμακος» (Αργυριάδης, 2003).

Η μείωση του κόστους και η αποδοτικότητα είναι σημαντικοί παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη, αναφορικά με την οργάνωση και τα μέσα δράσης του φορέα εποπτείας (Βελέντζας, 2001). Με την ύπαρξη μίας ενιαίας ρυθμιστικής αρχής μόνο θετικές εξελίξεις στην οικονομία ενός κράτους μπορούν να συμβούν, καθώς:

- Αποφεύγονται τυχόν αλληλοεπικαλύψεις, συρρικνώνεται η γραφειοκρατία και επιτυγχάνεται καλύτερος συντονισμός.
- Αυξάνει η απόδοση και η αποτελεσματικότητα της εποπτικής δράσης, λόγω της συλλογικής και «σφαιρικής» εποπτείας και της διεύθυνσης στους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας μιας χώρας, της γνώσης των συνθηκών που επικρατούν σε καθένα απ' αυτούς και της μεταξύ τους αλληλεπίδρασης. Είναι αναγκαία η επαρκής και συνολική εποπτείας της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας των πολύπλοκων και διεθνοποιημένων χρηματοπιστωτικών ομίλων. Με το ισχύον σήμερα στην Ελλάδα σύστημα τομεακής εποπτείας, τα διάφορα ιδρύματα-επιχειρήσεις (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ΕΠΕΥ), που είναι μέλη, θυγατρικές ή συνεργαζόμενες εταιρείες ενός μεγαλύτερου ομίλου, εποπτεύονται αποσπασματικά από διαφορετικές αρχές που δεν είναι δυνατόν να έχουν πλήρη εποπτική εικόνα των κινδύνων ολόκληρου του ομίλου. Έτσι, αυξάνονται οι πιθανότητες να υπάρξουν ακάλυπτα σημεία-κενά στην εποπτεία και συγκρούσεις αρμοδιοτήτων ανάμεσα στις αρμόδιες αρχές.
- Δίνεται η δυνατότητα να βρεθούν στην ίδια ρυθμιστική αρχή τα πλέον έμπειρα και καταρτισμένα στελέχη, με εξειδικευμένες για κάθε τομέα γνώσεις, ώστε το τελικό αποτέλεσμα της δουλειάς τους να χαρακτηρίζεται από συνέπεια και αποτελεσματικότητα.
- Μειώνεται το οικονομικό κόστος: για παράδειγμα, στην περίπτωση της Αγγλίας, ο προϋπολογισμός της FSA (της Αγγλικής Ενιαίας Εποπτικής Αρχής) για την περίοδο 1999-2000 ήταν μικρότερος από το άθροισμα των συνολικών χρημάτων που δαπανήθηκαν για κάθε ένα από τα δύο προηγούμενα χρόνια, για τις εννέα (9) ρυθμιστικές αρχές που αντικατέστησε.
- Ενισχύεται η εμπιστοσύνη του καταναλωτικού-επενδυτικού κοινού και των επιχειρήσεων. Με την ενοποίηση των κανόνων και διαδικασιών

εποπτείας αποφεύγονται συγχύσεις στο καταναλωτικό κοινό, αλλά και στις επιχειρήσεις, ενώ διασφαλίζεται πρόδηλα πιο έγκυρη πληροφόρηση. Είναι γεγονός ότι από την πλευρά των καταναλωτών αποφασιστικό είναι το ίδιο το προϊόν. Αν αυτό προσφέρεται από μία τράπεζα ή ασφαλιστική εταιρεία παίζει μόνο δευτερεύοντα ρόλο. Το αν όμως ο φορέας που παρέχει τα προϊόντα αυτά υποβάλλεται στη σωστή και πλέον αρμόζουσα εποπτεία, από την πλέον αρμόδια αρχή με εξειδικευμένο κάθε φορά προσωπικό, παίζει τον πρωτεύοντα ρόλο στους τομείς της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης στην αγορά και της προστασίας των επενδυτών. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, το ενιαίο μοντέλο εποπτείας ανταποκρίνεται καλύτερα στις απαιτήσεις της σύγχρονης αγοράς, επειδή είναι δύσκολη η διάκριση των σύγχρονων προϊόντων ως προς το καθεστώς εποπτείας στο οποίο πρέπει να τεθούν. Καθίσταται αναγκαία η αποτελεσματική προστασία των καταναλωτών μέσω εποπτείας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που μολονότι παρέχονται από διαφορετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες, εταιρείες επενδύσεων, ασφαλιστικές εταιρείες) και ελέγχονται από διαφορετικές εποπτικές αρχές, παρουσιάζουν τις ίδιες μορφές κινδύνων π.χ. αμοιβαία κεφάλαια που ελέγχονται από τις Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς και τα ασφαλιστήρια Unit link, που ελέγχονται από την εποπτική αρχή των ασφαλιστικών εταιρειών.

- Μια ισχυρή ρυθμιστική αρχή έχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και επιρροή τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο.
- Διευκολύνεται και διευρύνεται ο έλεγχος της ίδιας της εποπτικής αρχής. Μια ενιαία αρχή μπορεί, πράγματι, πολύ πιο εύκολα και πολύπλευρα να ελεγχθεί για την αποτελεσματικότητά της, όταν ιδίως είναι υπόλογη στο Κοινοβούλιο και στη Δικαιοσύνη και όταν κινείται με βάση συγκεκριμένους στόχους, οι οποίοι πρέπει να επιτευχθούν.
- Σήμερα στην Ευρωπαϊκή ένωση, κινητές αξίες και χρηματοπιστωτικά μέσα διαπραγματεύονται κυρίως στα χρηματιστήρια. Έχουν, όμως, παράλληλα αναπτυχθεί και άλλα συστήματα-πλατφόρμες, στα οποία διαπραγματεύονται ήδη εισηγμένες κινητές αξίες και τα οποία λειτουργούν από μεγάλες τράπεζες αλλά και από τα χρηματιστήρια. Κοινός τόπος είναι ότι όλες οι συναλλαγές που εκτελούνται εκτός των παραδοσιακών χρηματιστηρίων διενεργούνται χωρίς συγκεκριμένους κανόνες διαφάνειας. Ας ληφθεί υπόψη, ότι στις περισσότερες χώρες του εξωτερικού έκαναν την εμφάνισή τους και λειτουργούν πλέον και μη θεσμοθετημένες αγορές. Οι τελευταίες ονομαζόμενες και "over the counter or non organised markets" δεν εποπτεύονται από έναν οργανωμένο φορέα εποπτείας, αλλά υπόκεινται σε κανόνες αυτορρύθμισης (self regulation). Η υιοθέτηση ενιαίων αρχών εποπτείας σε αρκετές χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής ένωσης είναι επόμενο να φέρει αυτές τις αγορές κάτω από τον έλεγχο των πρώτων. Οι ενιαίες αρχές εποπτείας σε αρκετές περιπτώσεις θα κληθούν να εποπτεύσουν όχι μόνο ιδρύματα και επιχειρήσεις αλλά και τις νέες πλατφόρμες επιχειρηματικής δράσης. Αυτό θα γίνει γιατί πλέον η κοινοτική νομοθεσία δεν απαιτεί ως προϋπόθεση διάθεσης μετοχών και άλλων κινητών αξιών και χρεογράφων τη διάθεσή τους στο κοινό μέσα από οργανωμένες αγορές. Ο εντεινόμενος ανταγωνισμός μεταξύ οργανωμένων και μη αγορών θα σημαίνει ότι ο κοινός και ενιαίος έλεγχός τους από μία ενιαία αρχή είναι δρόμος «μιας» κατεύθυνσης. Οργανωμένες και μη οργανωμένες αγορές θα έχουν αποκλειστικά και μόνο τον ρόλο αγορών. Θα εντείνουν τον ρόλο τους αυτό και θα συμβάλλουν με τον τρόπο αυτό αποτελεσματικά στην εμφάνιση υγιούς ανταγωνισμού, ώστε να επιτευχθεί και η καλύτερη δυνατή προστασία των χρηματοδοτών των επιχειρήσεων, δηλαδή των επενδυτών. Με αυτό το σκεπτικό, φαίνεται πράγματι σκόπιμη η υιοθέτηση ενός ενιαίου φορέα εποπτείας για όλες τις χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, αλλά και

για τα χρηματιστήρια και άλλες μη θεσμοθετημένες αγορές (Γαλανοπούλου, 2002).

Συγκριτική μελέτη των εποπτικών συστημάτων άλλων κρατών:

Οι αλλαγές, που αναπτύχθηκαν ανωτέρω, στις τάσεις, το πνεύμα και τη δομή των αγορών, επέβαλαν την αλλαγή και στο μοντέλο εποπτείας αυτών υπό την εξής έννοια: η σύγχρονη τάση, όπως έχει ήδη εκδηλωθεί στις ΗΠΑ (Ξανθάκης, 2002) αλλά και σε ορισμένα από τα πιο προηγμένα, στο χρηματοοικονομικό τομέα, κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι, οι τρεις συναφείς αγορές, η τραπεζική, η κεφαλαιαγορά και η ασφαλειαγορά, να υπάγονται σε ενιαία εποπτεία και να συναπαρτίζουν ενιαίο σύστημα, το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Κοτσίρης, 2001). Υπό αυτήν την έννοια, οποιαδήποτε ρύθμιση και συντονισμός της «εν στενή έννοια κεφαλαιαγοράς», δηλαδή αυτής που περιορίζεται και δεν περιλαμβάνει τα άλλα δύο συγγενή υποσυστήματα, δηλαδή τράπεζες και ασφάλειες, δεν συμβαδίζει με τις εξελίξεις στην οικονομία, καθότι και οι τρεις αυτοί τομείς έχουν κοινό παρονομαστή, τον αποταμιευτή-επενδυτή και κοινούς κινδύνους (Avgerinos, 2002).

Στις 26 Ιανουαρίου 2001, στα πλαίσια ενός συνεδρίου στο Λονδίνο που διοργάνωσε το **Βρετανικό Ινστιτούτο Διεθνούς και Συγκριτικού Δικαίου** (British Institute of International and Comparative Law-www.biicl.org.) με θέμα «Η Εποπτεία των Χρηματοπιστωτικών Αγορών στην Ε.Ε.», διαπιστώθηκε ότι από καιρό έχει ξεκινήσει στην Ευρώπη η συζήτηση για την ανάγκη κοινής εποπτείας τραπεζών, χρηματιστηριακών και ασφαλιστικών εταιρειών από ένα όργανο και ότι μετά το Ηνωμένο Βασίλειο, το Λουξεμβούργο, τη Δανία, τη Σουηδία, και τη Γερμανία (η οποία τότε μόλις είχε ανακοινώσει τη συγχώνευση των εποπτικών της αρχών, με σταδιακή αποδυνάμωση της Bundesbank), πρέπει να ακολουθήσουν την ίδια πορεία και λοιπές χώρες-κράτη μέλη. Έτσι, ενώ στην Ελλάδα εξακολουθεί να ισχύει το μοντέλο της διηρημένης εποπτείας του χρηματοπιστωτικού χώρου, σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο ήδη εφαρμόζεται από πολλές χώρες ένα νέο μοντέλο-πρότυπο εποπτείας βασισμένο στην ύπαρξη μιας ενιαίας ρυθμιστικής αρχής. Σήμερα στην Ευρώπη των 27, έχουμε αυτή τη στιγμή 14 χώρες, οι οποίες έχουν ενιαία εποπτεία, 4 από τις οποίες έχουν παραλλαγές και οι υπόλοιπες έχουν τομεακή-διηρημένη εποπτεία.

Τα δύο πρόσφατα κορυφαία νομοθετήματα της ΕΕ, όπως η οδηγία για την επάρκεια κεφαλαίων των τραπεζών και των επιχειρήσεων επενδύσεων (**οδηγία 2006/49/ΕΚ - Νόμος 3601/2007 «Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις»**) και η κυρίως η **MiFID (οδηγία 2004/39/ΕΚ- Νόμος 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις»**), η οποία εφαρμόζεται και σε όλες τις επενδυτικές συναλλαγές των τραπεζών, θα επιταχύνουν τις εξελίξεις για την υιοθέτηση ενιαίων εποπτικών αρχών και σε όσα κράτη μέλη δεν έχουν προβεί ακόμη στην υιοθέτησή τους (Ζαββός, 2007). Επίσης, **στην Οδηγία 2003/71/ΕΚ «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση»** που ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο με τον νόμο **3401/2005** (ΦΕΚ Α' 257/17.10.2005) προβλέπεται ότι "η ύπαρξη πολυάριθμων αρμόδιων αρχών στα κράτη μέλη, με διαφορετικές αρμοδιότητες, προκαλεί περιττό κόστος και επικάλυψη αρμοδιοτήτων χωρίς να προσφέρει οποιοδήποτε πρόσθετο όφελος".

Το μοντέλο εποπτικής αρχής, που υπάρχει σήμερα στις διάφορες λοιπές ευρωπαϊκές και διεθνείς αγορές, αναπτύσσεται στην αμέσως επόμενη παράγραφο.

Ηνωμένο Βασίλειο

Από τον Μάιο του 1997, είχε ανακοινωθεί στη Μεγάλη Βρετανία ότι οι αρμοδιότητες για τη ρύθμιση και εποπτεία των οικονομικών υπηρεσιών, θα ενοποιηθούν σε μία και μόνο αρχή, συγχωνεύοντας με τον τρόπο αυτό εννέα ήδη υπάρχοντα εποπτικά και ρυθμιστικά σώματα στους επιμέρους τομείς της οικονομίας. Έτσι, εισήχθη ένα νέο ρυθμιστικό σύστημα-καθεστώς εποπτείας και άρχισε να λειτουργεί η **Financial Service Authority (FSA)**, ως αποκλειστικά υπεύθυνη για την εποπτεία του συνόλου της αγοράς - πιστωτικά ιδρύματα, ασφάλειες, κεφαλαιαγορά, παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (Roberts, 2004). Τον Ιούνιο του 1998, οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Αγγλίας μεταβιβάστηκαν στη FSA, της οποίας το ρυθμιστικό πλαίσιο ολοκληρώθηκε με τη θέση σε ισχύ του νόμου περί Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Financial Services and Market Act, 2000 - FSMA ή FSAMA 2000)(Blair, 2001). Η ιδέα για την εισαγωγή, στη Μεγάλη Βρετανία, ενός και μόνο ρυθμιστικού και εποπτικού φορέα φάνταζε ιδιαίτερα ελκυστική. Το μέχρι τότε ισχύον νομοθετικό πλαίσιο ήταν αναχρονιστικό και δεν συμβάδιζε με την ήδη δημιουργηθείσα πραγματική κατάσταση. Με τη θέση σε εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων, κύριο μέλημα της FSA, υπό το πρίσμα της FSMA είναι η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στην αγορά (market confidence), η πληροφόρηση του κοινού (public awareness), η προστασία του καταναλωτή-επενδυτή (protection of consumers) και η μείωση του οικονομικού εγκλήματος (reduction of financial crime).

Γερμανία

Το αγγλικό, ως άνω, μοντέλο έσπευσε να υιοθετήσει και η Γερμανία. Το εμπορικό δίκαιο αξιολογίων της Γερμανίας (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG) εισήγαγε, ακολουθώντας τα παγκόσμια δεδομένα, μία ενιαία αρχή γενικότερης εποπτείας. Έτσι, ενώ από το 1995 και μέχρι τον Απρίλιο του 2002 η εποπτεία της Αγοράς Αξιών και του Χρηματιστηρίου γινόταν από την Κρατική υπηρεσία εποπτείας της Αγοράς Αξιών (BAWe-Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), η οποία είχε έδρα την Φραγκφούρτη και οι άλλοι τομείς της γερμανικής οικονομίας εποπτεύονταν από ξεχωριστές εποπτικές αρχές, μόλις την 1/5/2002 α) η BAWe, μαζί με β) την BAKred (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen-Υπηρεσία εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων) και γ) την Bundesaufsichtsamt für des Versicherungswesen(=Υπηρεσία Εποπτείας των Ασφαλιστικών Εταιρειών), συγχωνεύτηκαν σε μία νέα Αρχή Εποπτείας όλων των τομέων οικονομίας (Allfinanzaufsicht), την ήδη επονομαζόμενη **BAFin (Bundesanstalt für die Finanzdienstleistungsaufsicht)**. Η BAFin, ως ένωση των μέχρι προσφάτως ξεχωριστών υπηρεσιών εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ασφαλιστικών εταιρειών και της αγοράς αξιών, αποτελεί ένα αυτοτελές, ανεξάρτητο (με λειτουργική και οικονομική ανεξαρτησία) και με νομική προσωπικότητα ίδρυμα του δημοσίου δικαίου (v.p.δ.δ.) υπό την αρμοδιότητα-εποπτεία του Υπουργείου Οικονομικών (im Geschäftsbereich des Bundesfinanzministeriums) (Metkt / Rossbach, 2003, και www.bafin.be). Πάντως, ο νομοθέτης δεν άλλαξε τους βασικούς κανόνες δικαίου για την εποπτεία και επομένως διατηρήθηκαν ο KWG(Kreditwesengesetz), ο VAG (Versicherungsaufsichtsgesetz) και ο WpHG (Wertpapierhandelsgesetz).

Η εποπτεία σε άλλα ευρωπαϊκά κράτη

Η Μεγάλη Βρετανία και η Γερμανία δεν ήταν οι μόνες, ούτε όμως και οι πρώτες χώρες, που υιοθέτησαν το θεσμό της ενιαίας εποπτικής και ρυθμιστικής αρχής των οικονομικών υπηρεσιών (Briault,1999). Στον Ευρωπαϊκό χώρο, το 1991 στη Σουηδία, η *Swedish Financial Authority*, ως ενιαία δημόσια αρχή εποπτείας των τραπεζών- χρηματιστηρίων και ασφαλιστικών εταιρειών, ιδρύθηκε και προήλθε από τη συγχώνευση δύο τελείως διαφορετικών τύπων οικονομικών ιδρυμάτων, ακολουθώντας το νέο πνεύμα της αγοράς και τις νέες εξελίξεις. Οι τελευταίες οδήγησαν στη διαπίστωση ότι μία διαιρεμένη και τμηματική δομή, συνήθως προκαλεί ασυνέπεια, ανεπαρκή επικοινωνία και μη επαρκή εποπτεία των εταιρειών, πόσο μάλλον των μεγάλων οικονομικών ομίλων.

Ομοίως, το 1988, συστήθηκε στη Δανία ενιαία οικονομική αρχή εποπτείας με την ονομασία "*Finanstilsynet*", η οποία εποπτεύεται από το Υπουργείο Οικονομίας της Δανίας. Η ίδια αρχή είναι αρμόδια και για την εποπτεία των ταμείων συντάξεων (*pension funds*). Στην περίπτωση αυτή εποπτεύεται από το Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικών Υποθέσεων, Εμπορίου και Βιομηχανίας. Το 1986, στη Νορβηγία, συστήθηκε η "*Kredittilsynet*" για την εποπτεία των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και της κεφαλαιαγοράς-χρηματιστηρίων- επενδύσεων σε χρεώγραφα.

Επίσης, το Λουξεμβούργο, παρουσίασε μία ενοποιημένη αρχή εποπτείας των τραπεζικών και επενδυτικών εργασιών-συναλλαγών (αλλά όχι ακόμα και ασφαλιστικών εταιρειών) τον Ιανουάριο του 1999.Επίσης, στο Βέλγιο συστήθηκε η *BFC (Banken und Finanzkommission- Commission bancaire et financière)*, για την εποπτεία των τραπεζών, χρηματιστηρίων και Κεφαλαιαγοράς πλην των ασφαλιστικών εταιρειών (*Hommelhoff/ Hopt/ Lutter,2001*).

Η εποπτεία σε χώρες εκτός Ε.Ε.

Αναθεώρηση και εξελίξεις στο μοντέλο και την κανονιστική δομή εποπτείας έχουν επέλθει και σε άλλες, εκτός Ε.Ε., χώρες, σαν αποτέλεσμα παραγόντων, όπως είναι η συγχώνευση μεταξύ εταιρειών παροχής οικονομικών υπηρεσιών, οι πτωχεύσεις οικονομικών επιχειρήσεων ή άλλες διαταραχές και κρίσεις στις οικονομικές αγορές.

Έτσι, η Ιαπωνία, τον Ιούνιο του 1998 εισήγαγε ένα και μοναδικό ρυθμιστή-επόπτη (*Financial Supervisory Authority*), καλύπτοντας τους τομείς των τραπεζών, χρηματιστηρίων και ασφαλιστικών εταιρειών. Το ίδιο έπραξε και η Κορέα τον Απρίλιο του 1998 με την *New Financial Supervisory Service*, η οποία συστήθηκε κατά το πρότυπο της αγγλικής *FSA*.

Η Αυστραλία αποφάσισε να εισάγει τον Ιούλιο του 1998 δύο σώματα, ένα για την εποπτεία των τραπεζών, ασφαλιστικών εταιρειών και ταμείων συντάξεων (*the Australian Prudential Regulation Authority*) και ένα για την εποπτεία των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των χρηματιστηρίων αξιών (*the Australian Securities and Investments Commission*). Πάνω όμως και από τα δύο αυτά σώματα έχει συστηθεί συμβούλιο γενικότερων αρμοδιοτήτων. Μέχρι τα τέλη του 1999 το Ισραήλ, το Μεξικό και η Σαουδική Αραβία κινήθηκαν, επίσης, προς την υιοθέτηση μιας ενιαίας αρχής εποπτείας.

Η Εποπτική Αρχή των ΗΠΑ

Η πλειοψηφία των μελετητών των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, αναλυτών, νομικών και οικονομολόγων, αναφέρουν ότι ένας από τους λόγους, που η αμερικανική κεφαλαιαγορά υπερτερεί σημαντικά της ευρωπαϊκής, είναι ότι, σε αντίθεση με τις Η.Π.Α, σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες ισχύει ακόμα το μοντέλο της κατακερματισμένης εποπτείας του χρηματιστηριακού και τραπεζικού τομέα, το οποίο μοντέλο δεν εξασφαλίζει τη σταθερότητα του συστήματος και την αποδοτικότητά του (Steinberg, 2007 και Χαρίση, 2001).

Η απατηλή συμπεριφορά κατά την έκδοση αξιολογίων-κινητών αξιών που προκάλεσε το κραχ του Οκτώβρη του 1929 ("the Great Crash"), οδήγησε στην θέσπιση σε ομοσπονδιακό επίπεδο της **Securities Act (1933)** και της **Securities Exchange Act (1934)**, νομοθετήματα εισηγηθέντα από τον Fr. D. Roosevelt στα πλαίσια του New Deal, με μαζικής κλίμακας διορθωτικές παρεμβάσεις του κράτους στην οικονομία, που σκοπό είχαν να αποκαταστήσουν την χαμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών και να επιδείξουν την ικανότητα αντιμετώπισης του ζητήματος από την νεοεκλεγείσα τότε ηγεσία σε μια προσπάθεια επαναφοράς της ομαλότητας μετά την καταστροφή και "θεραπείας" της κατάθλιψης και της κοινωνικής δυσπιστίας προς τις οικονομικές αλλαγές και τις επενδύσεις. Ο πυρήνας της νομοθεσίας αυτής είναι η πρόσβαση του επενδυτικού κοινού σε όλες εκείνες τις πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την ορθή εκτίμηση των εμπορευόμενων αξιολογίων (full disclosure).

Με την εφαρμογή της νέας ομοσπονδιακής νομοθεσίας επιφορτίσθηκε η **Securities and Exchange Commission (S.E.C.- www.sec.gov)**, μία ανεξάρτητη ομοσπονδιακή εποπτική αρχή, ιδρυθείσα το 1934, της οποίας κύριο έργο είναι η προστασία των επενδυτών και η διαφάνεια μέσω της εποπτείας όλων των φορέων της αμερικανικής χρηματαγοράς (χρηματιστήρια, τράπεζες κλπ.) και η οποία εκτός των διοικητικής φύσεως αρμοδιοτήτων της κατέχει και παραχωρηθείσα από το Κογκρέσο νομοθετική, αλλά και οιοονεί δικαστική αρμοδιότητα. Η νομοθετική αρμοδιότητα της SEC περιλαμβάνει την θέσπιση των λεγόμενων **Rules** και **Regulations**, εν είδει εκτελεστικών των Acts καθορισμών και ρυθμίσεων, τα οποία έχουν ισχύ νόμου. Η οιοονεί δικαστική αρμοδιότητα της SEC περιλαμβάνει τη διενέργεια ερευνών, σε περίπτωση υποψίας παραβίασης των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς (Securities Regulation), οι οποίες οδηγούν πιθανώς στην επιβολή διοικητικών κυρώσεων, ενώ στα πλαίσια εποπτείας της SEC εμπίπτουν όλοι οι παράγοντες, φυσικά και νομικά πρόσωπα, που εμπλέκονται στη βιομηχανία κίνησης κεφαλαίου, και ιδιαίτερα χρηματιστηριακές εταιρείες, εταιρείες με εισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο, επενδυτικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες, λοιπές εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και οι ονομαζόμενοι SRO (the nation's Securities self Regulatory Organizations), στους οποίους ανήκει το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (the New York Stock Exchange), το American Stock Exchange και η National Association of Securities Dealers, που χειρίζεται το σύστημα NASDAQ. Συνηθέστερες μορφές παραβατικής συμπεριφοράς είναι οι εξής: εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading), χειραγώγηση χρηματιστηριακής τιμής εισηγμένων κινητών αξιών (manipulating the market prices of securities), διαπραγμάτευση κινητών αξιών χωρίς νόμιμη δημόσια εγγραφή (sale of securities without proper registration), παραποίηση ή απόκρυψη σημαντικών πληροφοριών σχετικά με τις κινητές αξίες και τις εταιρείες (misrepresentation or omission of important information about securities and companies) (Sargent, 1987).

Η SEC διευθύνεται από τον πρόεδρό της, ο οποίος διορίζεται από τον πρόεδρο των ΗΠΑ και αποτελεί έναν από τους 5 επιτρόπους που διορίζονται επίσης από τον πρόεδρο των ΗΠΑ και διευθύνουν αντίστοιχους τομείς δράσης και εποπτείας της SEC. Πρώτος Πρόεδρος της SEC ορίστηκε το 1934, από τον πρόεδρο Ρούσβελτ, ο Joseph P. Kennedy, πατέρας του προέδρου John F. Kennedy .

Η Ελλάδα απέναντι στις νέες εξελίξεις

Η μέχρι σήμερα εποπτική εμπειρία των άλλων ευρωπαϊκών κρατών αλλά και τρίτων εκτός ΕΕ κρατών δείχνει τα πλεονεκτήματα της υιοθέτησης και στην Ελλάδα μιας ενιαίας ανεξάρτητης εποπτικής αρχής. Η ενιαία αρχή αποτελεί τον Διαιτητή για τις ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων των διαφορετικών ιδρυμάτων του ίδιου ομίλου. Μπορεί να αποφεύγει τις στρεβλώσεις του ανταγωνισμού που προκαλούνται από διαφορετικές ρυθμίσεις διαφορετικών κατηγοριών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αποτελεί το ενιαίο διοικητικό σημείο πρόσβασης για την υποβολή στοιχείων για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η διεθνής και ευρωπαϊκή πρακτική έχουν αποδείξει ότι στην εποπτική αρχή μπορεί να συνυπάρξουν διαφορετικές εποπτικές κουλτούρες στις διευθύνσεις (τραπεζών, χρηματιστηριακών εταιρειών και ασφαλιστικών εταιρειών) του ενιαίου φορέα με την τεχνογνωσία που ήδη έχουν αποκτήσει και τα στελέχη τους (Ζαββός, 2007).

Το σύγχρονο πνεύμα παγκοσμιοποίησης και ενοποίησης των αγορών επιτάσσει στην Ελλάδα: ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΟΥ! Διαφορετικά θα οδηγηθείς στην αφάνεια. Το τομεακό σύστημα εποπτείας στην χώρα δεν συμβαδίζει με τις οικονομικές εξελίξεις, που απαιτούν οι νομοθέτες και οι επόπτες να ακολουθήσουν τις αγορές και όχι να τις διαχωρίζουν.

Το όλο σύστημα δικαίου στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ενός κράτους μέλους πρέπει να εμπνέει εμπιστοσύνη σε όλους τους παράγοντες της αγοράς, π.χ. τους επαγγελματίες, τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, τους επιχειρηματίες, αυτούς δηλαδή που αντλούν κεφάλαια από την αγορά, π.χ. τις εισηγμένες εταιρείες καθώς και τους επενδυτές, θεσμικούς και ιδιώτες, διαφορετικά η ασφάλεια δικαίου πλήττεται καίρια. Το ελληνικό διηρημένο σύστημα εποπτείας και η υπερ-ρύθμιση προκαλούν αυτή την ανασφάλεια δικαίου, η οποία ευνοεί τους ισχυρούς, τους καιροσκόπους και τους επιτήδειους και οπωσδήποτε πλήττει την αγορά.

Στην αιτιολογική έκθεση του νόμου **3229/2004** για την σύσταση της *Επιτροπής Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης* αναφέρεται ότι η δημιουργία της Εποπτικής αυτής Αρχής έρχεται να διευρύνει στην Ελλάδα την ήδη διασπασμένη εποπτεία των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού χώρου, παρά τα όσα λέγονται ότι πρόθεση είναι η δημιουργία ενιαίας εποπτείας και αντίθετα προς το ρεύμα της υπόλοιπης Ευρώπης. Μάλιστα σημαντικό σημείο της αιτιολογικής έκθεσης του σχεδίου νόμου είναι αυτό που κάνει λόγο για τη δημιουργία ενιαίας εποπτείας και στο οποίο αναφέρεται ότι κατά την κρίση της επιστημονικής επιτροπής που εξέτασε το θέμα υπό τον καθηγητή Σταθόπουλο, η υπαγωγή της εποπτείας της ιδιωτικής ασφάλισης σε ενιαία χρηματιστηριακή εποπτεία (τράπεζες, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, χρηματιστήριο), σύμφωνα με τη διεθνή τάση ιδίως στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, "δεν φαίνεται εφικτή στο άμεσο μέλλον". Πάντως, στο ίδιο σχέδιο νόμου, αναφέρεται ότι "... για την εξυπηρέτηση των αναγκών της εναρμονισμένης εποπτείας, αλλά και την προετοιμασία της ενδεχόμενης ενοποίησής της, που είναι σκόπιμη και

κάποτε θα υλοποιηθεί, προβλέπεται η σύσταση **Συμβουλίου Συντονισμού**, το οποίο θα συντονίζει τις τρεις εποπτικές αρχές (τράπεζες, ασφάλειες, χρηματιστηριακές και εξωχρηματιστηριακές μη τραπεζικές εργασίες). Το Συμβούλιο αυτό θα απαρτίζεται από τους επικεφαλής των επιμέρους εποπτικών αρχών και θα προεδρεύεται εκ περιτροπής από καθένα από αυτούς". Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, είναι παράδοξο το γεγονός ότι η υπό ίδρυση εποπτική των ασφαλιστικών εταιρειών αρχή, σύμφωνα με το σχέδιο νόμου, θα εποπτεύεται από τον εκάστοτε υπουργό Οικονομίας και όχι Ανάπτυξης, στην εποπτεία του οποίου ανήκουν οι ασφαλιστικές εταιρείες. Ακόμα και αυτό το τελευταίο δείχνει καταρχήν την σύγχυση και την σύμπτωση εξουσιών αλλά και την "συγγένεια" και την ανάγκη δημιουργίας ενιαίας εποπτείας στην Ελλάδα.

Τα ακριβώς ανωτέρω αποτέλεσαν και αντικείμενο ομιλίας του σημερινού Έλληνα υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών πριν από ένα χρόνο περίπου (Αλογοσκούφης 2007), ο οποίος επίσης διατύπωσε την ανησυχία του, αναφέροντας συγκεκριμένα ότι «η σημερινή σύγχυση στην εποπτεία της ελληνικής εσωτερικής αγοράς μπορεί να οδηγήσει στην φυγή κεφαλαίων αλλά και στην φυγή των επενδυτών. Οδηγεί σε ανασφάλεια δικαίου για τους εποπτευόμενους καθώς δεν γνωρίζουν τι ισχύει σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Η δημιουργία καταρχήν Συντονιστικής Επιτροπής θα συμβάλλει στον καλύτερο συντονισμό της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ούτως ώστε να μην έχουμε την κάθε εποπτική αρχή να πηγαίνει να παίρνει το δικό της δρόμο και να εφαρμόζει τα δικά της εποπτικά κριτήρια. Έχει πολύ μεγάλη σημασία ο συντονισμός, διότι το χρηματοπιστωτικό σύστημά μας είναι ενιαίο και θα πρέπει και η εποπτεία να γίνεται στην βάση ενιαίων αρχών».

Στα πλαίσια, λοιπόν του διηρημένου μοντέλου εποπτείας στην Ελλάδα, είναι απαραίτητο να αποσαφηνισθούν οι αρμοδιότητες του κάθε φορέα, να περιορισθούν οι αλληλοεπικαλύψεις αλλά και η αντίθεση στην ερμηνεία των νόμων που παρατηρείται μερικές φορές. Απαραίτητες προϋποθέσεις είναι εξάλλου και α) η δημιουργία συνθηκών ανεξάρτησης από την κεντρική κρατική εξουσία και ανεξαρτητοποίησης των επιμέρους εποπτικών αρχών αλλά και της Ενιαίας Συντονιστικής Επιτροπής, με την υπαγωγή αυτής μόνο σε κοινοβουλευτικό και σε πλήρη και αποτελεσματικό δικαστικό έλεγχο, γεγονός που θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, β) η συμμετοχής των ίδιων των επενδυτών αλλά και των εποπτευόμενων (π.χ. μέσω της τήρησης των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και της ύπαρξης εσωτερικού ελέγχου) στη διαμόρφωση της εποπτικής διαδικασίας και γ) ο συνεχής και ενεργός διάλογος και τη συνεργασία με τις εποπτεύουσες αρχές των λοιπών ώριμων και εξελιγμένων αγορών σε κοινοτικό και παγκόσμιο επίπεδο.

Επίλογος

Σήμερα, που η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας είναι πια γεγονός και ο απόηχος των τοπικών οικονομικών κρίσεων όχι μόνο γίνεται αισθητός, αλλά και ασκεί έντονες επιδράσεις πέρα από τα εθνικά σύνορα, την ανάγκη ύπαρξης μίας ανεξάρτητης ρυθμιστικής της αγοράς αρχής, επισημαίνουν και οι πλέον ένθερμοι θιασώτες της ελεύθερης αγοράς. Ο George Soros, ο 77χρονος πλέον επιχειρηματίας και πολυκατομμυριούχος, ο οποίος αποτελεί γνήσιο τέκνο του καπιταλισμού και αναγνωρισμένος, από εχθρούς και φίλους, ως μέγας «γκουρού» των αγορών, στο βιβλίο του «Η Κρίση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού» (1999), επισημαίνει ότι «οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι εγγενώς ασταθείς», τονίζει δε την αναγκαιότητα παρέμβασης, τόσο σε εθνικό όσο και σε υπερεθνικό επίπεδο και κρούει τον κώδωνα του κινδύνου ότι ο σημερινός καπιταλισμός αποτελεί πρόιμη φάση μιας νέας εποχής «σκοταδισμού».

Είναι σαφές ότι οδηγούμαστε σε ένα μοντέλο αγοράς άκρως ανταγωνιστικό σε πανευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο, όπου κυριαρχούν ο κίνδυνος και το «εφήμερο». Ο ρόλος των εποπτικών αρχών, κυρίως με την μορφή προληπτικής παρέμβασης και δευτερευόντως κατασταλτικά, είναι σημαντικότερος. Μάλιστα, η μέχρι σήμερα εποπτική εμπειρία των άλλων ευρωπαϊκών κρατών αλλά και τρίτων εκτός ΕΕ κρατών δείχνει τα πλεονεκτήματα της υιοθέτησης και στην Ελλάδα μιας ενιαίας ανεξάρτητης εποπτικής αρχής. Με δεδομένο όμως ότι στην Ελλάδα δεν υπάρχει ενιαία εποπτεία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και υπάρχουν περισσότερες της μιας εποπτικές αρχές, θα πρέπει να υπάρχει τουλάχιστον συντονισμός αυτών, καθώς αποκλίνουσες εποπτικές πρακτικές πλήττουν καταρχήν την αξιοπιστία των ίδιων των εποπτικών αρχών.

Το λαϊκό απόφθεγμα «στην αναμπουμπούλα ο λύκος χαίρεται» περιέχει συμπυκνωμένο απόσταγμα λαϊκής σοφίας με καίρια σημασία για το χώρο της κεφαλαιαγοράς-χρηματαγοράς, με την έννοια ότι η ανασφάλεια δικαίου, η σύγχυση στη μορφή και τα όρια εποπτείας και η έλλειψη συντονισμού αποθαρρύνει και απομακρύνει τους σοβαρούς έλληνες και ξένους επενδυτές και καθιστά την ελληνική αγορά θήραμα των επιτηδείων.

Αναφορές

Ελληνικές

- Αλογοσκούφης Γ., 2007, «Η ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως παράγοντας οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα», ομιλία στο 3^ο συνέδριο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: «Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- Αργυριάδης Α., 2003, «Ανακαλύπτοντας τη Νέα Γη», άρθρο στην Εφημερίδα Κέρδος, φύλλο της 16/4/2003, σελ. 8.
- Βελέντζας Γ. 2001, Χρηματιστήρια Κεφαλαιαγορά, Jus, σελ.65
- Γαλανοπούλου Β., 2002, «Συστήματα Εποπτείας Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων / Επιχειρήσεων, Προϊόντων και Κεφαλαιαγορών και Οργανωμένες Δομές τους κατά την Ελληνική Νομοθεσία. Οι επιδράσεις του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης», ΕτραξΧρΔ, 1/2002, σελ. 58 επ, 67.
- Γαλιάτσος Κ., 2007, «Το πιστοποιητικό για την ασφαλιστική διαμεσολάβηση», Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Οκτώβριος-Νοέμβριος-Δεκέμβριος 2007, σελ. 27 επ.
- Ζαββός Γ., 2007, «Μεταβολές στο τραπεζικό και χρηματιστηριακό σκηνικό», εισήγηση στο 3^ο συνέδριο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα: «Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- Κοζύρης Φ., 2000, εισήγηση με θέμα "Τα προβλήματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς", δημοσιευμένη στα Πρακτικά Διημερίδας του Κέντρου Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου (9-10/6/2000) με θέμα "Χρηματιστήριο και Προστασία Επενδυτών", σελ. 21 επ.
- Κοτσίρης Λ., 1986, Δίκαιο Ανταγωνισμού, σελ.14 επ.
- Κοτσίρης Λ., 2001, Εμπορικό Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σελ.54.
- Λιακόπουλος Θ., 1999 «Αρχές και Προοπτική χρηματιστηριακού δικαίου», από τα πρακτικά του 9^{ου} συνεδρίου Ένωσης Εμπορικολόγων στους Δελφούς 12-14 Νοεμβρίου 1999, με θέμα «Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο».
- Λύτρας Θ., 1999, «Τράπεζες και χρηματιστήριο-Οψεις της σημερινής πραγματικότητας», από τα πρακτικά του 9^{ου} συνεδρίου Ένωσης Εμπορικολόγων στους Δελφούς 12-14 Νοεμβρίου 1999, με θέμα «Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο».

- Ξανθάκης Μ., 2002, *Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς*, σελ. 27 επ.
- Soros G, 1999, *Η κρίση του παγκόσμιου Καπιταλισμού*, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, σε μετάφραση.
- Χαραλάμπους Γ., 2007, εισήγηση στο συνέδριο: «Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», 3^ο συνέδριο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- Χαρίση Ηλ., 2001, «Ζητήματα ευθύνης κατά το χρηματιστηριακό δίκαιο των Η.Π.Α.», ΕΕμπΔ 2001, 405 επ.
- Χρυσόγονος Κ., 2002, *Ατομικά και κοινωνικά δικαιώματα*, σελ. 180 επ.

Ξενόγλωσσες

- Avgerinos Y, 2002, *Relating and Supervising Investment Services in the European Union*.
- Blair M., 2001, QC, "Blackstone' s Guide to the Financial Services and Markets Act 2000", p.17.
- Briault C., 1999, director, Central Polity, at the FSA, "The Rationale for a single National Financial Services Regulator" FSA, May 1999, p. 11-12.
- Hommelhoff/ Hopt/ Lutter, 2001, (Hrsg), "Konzernrecht und Kapitalmarktrecht", s.5.
- Metkt / Rossbach, 2003, "Zur Einführung : Kapitalmarktrecht", Jus, Heft 3 s. 217.
- Roberts G., 2004, "Law Relating to Financial Services", 4th edition, p.309.
- Sargent D., 1987, *Blue Sky Enforcement Actions-Some Practical Considerations*, 14 Sec. p. 343-344.
- Steinberg M., 2007, "Understanding Securities Law", 4 edition, p.361.