

Μετεξέλιξη της Κεφαλαιαγοράς στην Κύπρο:
Θεσμικές-Επιχειρησιακές Προκλήσεις

6 Απριλίου 2002

Συνήθως όταν κάποιος επενδυτής ερωτά για το μέλλον της Κεφαλαιαγοράς στην Κύπρο έχει υπόψη του μια πολύ περιορισμένη ερώτηση – αν η Κυπριακή χρηματιστηριακή αγορά θα κινηθεί πάνω ή κάτω. Αυτήν την ερώτηση (που καίει αρκετούς δυστυχώς) δεν θα την απαντήσω. Αν είναι χρηματιστής η ερώτηση είναι η ίδια ή παρεμφερής – τότε θα επιστρέψουν οι επενδυτές στο πάτωμα (και θα αυξηθεί ο όγκος συναλλαγών και τα εισοδήματά μου ή του γραφείου μου). Αυτή την ερώτηση δεν θα την απαντήσω πάλι, αλλά όπως θα δούμε πιο κάτω δεν έχει και πολύ νόημα για τις μελλοντικές προοπτικές των χρηματιστηριακών γραφείων. Από την άλλη αν την ερώτηση αυτή την υποβάλει κάποιος εργαζόμενος στο ΧΑΚ συνήθως η ερώτηση υπονοεί το μέλλον του χρηματιστηριακού θεσμού στην Κύπρο και την βιωσιμότητα του ΧΑΚ σαν οργανωμένη «αγορά» και τι ρόλο θα έχει το ΧΑΚ σε αυτή την αγορά. Η ίδια ερώτηση προερχόμενη από κάποιον στην Κεφαλαιαγορά μάλλον έχει σαν αντικείμενο τον εποπτικό ρόλο που πιθανόν να έχει η Επιτροπή στην Κυπριακή Χρηματιστηριακή αγορά στο μέλλον. Αυτές θα δοκιμάσω να απαντήσω.

Συνήθως επίσης, τέτοιες ερωτήσεις για την Κεφαλαιαγορά, δημιουργούν στο μυαλό την εικόνα του κτιρίου του ΧΑΚ στην είσοδο της Λευκωσίας, του κόσμου που εργάζεται εκεί σαν χρηματιστής ή εργοδοτούμενος του ΧΑΚ και των Κυπρίων επενδυτών που ασχολούνται με αυτό. Σαν εικόνα της Κυπριακής Κεφαλαιαγοράς του μέλλοντος η εικόνα αυτή είναι κάπως παραπλανητική. Και θα εξηγήσω γιατί.

Το Μέλλον - από το ΧΑΚ στο κέντρο του Σύμπαντος στο ΧΑΚ της ΕΕ

Ας κοιτάξουμε την κρυστάλλινη σφαίρα του μέλλοντος για να δούμε την μετεξέλιξη της Κεφαλαιαγοράς στην Κύπρο ιδίως μετά την ένταξη της Κύπρου στην ΕΕ.

Η πρώτη παρατήρηση που κάποιος θα κάμει είναι ότι οι γνωστοί μας χρηματιστές έχουν εξαφανισθεί και έχουν μετεξελιχθεί σε ΕΠΕΥ με δικαίωμα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σε όλη την Ευρώπη, ενώ μια συνυφασμένη παρατήρηση, είναι ότι ξένες ΕΠΕΥ (κυρίως ελληνικές) είναι δραστηριοποιημένες στην Κύπρο και προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες στους Κύπριους. Οι επενδυτικές υπηρεσίες τις οποίες θα προσφέρονται στο Κυπριακό κοινό μπορεί να είναι συνδεδεμένες με αγοροπωλησίες μετοχών στο Κυπριακό χρηματιστήριο, με

αγοραπωλησία μετοχών σε άλλα χρηματιστηριακά ή σε αγοραπωλησίες αξιόγραφων σε μια μη «οργανωμένη» αγορά π.χ. Eurobonds, ξένο συνάλλαγμα, κ.λ.π.

Η Νομοθεσία για ΕΠΕΥ αποτελεί πρόκληση για τους νυν χρηματιστές αλλά, την ίδια στιγμή ανοίγει και προοπτικές. Ανοίγει την προοπτική λειτουργίας σε όλο το Ευρωπαϊκό χώρο, ιδίως στην Ελλάδα και στην Αγγλία, αγορές που πιθανόν να έχουν την δυνατότητα μιας σημαντικής νέας πηγής εισοδήματος. Ανοίγει επίσης στις ΚΕΠΕΥ την αγορά ξένου συναλλάγματος, ξένων ομολόγων κλπ αλλά και τον συναγωνισμό με Κυπριακές και ξένες τράπεζες κ.τ.λ.

Η δεύτερη παρατήρηση είναι ότι ο μέσος Κύπριος δεν θα επενδύει στο χρηματιστήριο/α άμεσα αλλά και έμμεσα με την αγορά /πώληση μεριδίων σε αμοιβαία κεφάλαια που με την σειρά τους θα επενδύουν σε Κυπριακές ή ξένες αξίες μέσω του Κυπριακού ή ξένου χρηματιστηρίου

(Από τα δυο πιο πάνω προκύπτει η παρατήρηση στην αρχή της ομιλίας ότι η επιστροφή των επενδυτών στο πάτωμα είναι κάπως άσχετη – η ερώτηση έπρεπε να είναι πότε οι Κύπριοι θα αρχίσουν να επενδύουν ξανά και σε πίες αγορές και πια

χρηματοοικονομικά μέσα. Επίσης σε ποιες ξένες αγορές να ξανοιχθώ σαν ΕΠΕΥ).

Η τρίτη παρατήρηση που κάνουμε κοιτάζοντας την κρυστάλλινη σφαίρα, είναι ότι η Κυπριακή χρηματιστηριακή αγορά και το Κυπριακό χρηματιστήριο είναι ένα από τα πολλά χρηματιστήρια που λειτουργούν στον Ευρωπαϊκό χώρο και ένα μικρό κομμάτι της μεγάλης Ευρωπαϊκής αγοράς (για αυτό το λόγο ανάφερα πιο πάνω ότι η εικόνα του κτιρίου του ΧΑΚ είναι κάπως παραπλανητική μια και μιλάμε για ένα μέρος ενός πολύ ευρύτερου συνόλου). Η ερώτηση που προκύπτει είναι αν η Κύπρος σε μια περίοδο όπου παγκόσμια βλέπουμε μια τάση συγχωνεύσεων ή συνεργασιών μπορεί να δικαιολογήσει και να στηρίξει και να έχει ένα οικονομικά βιώσιμο χρηματιστήριο.

Η προσωπική μου εκτίμηση είναι ότι έστω και με την τάση ενοποίησης των χρηματιστηρίων στον Ευρωπαϊκό χώρο, πάντα θα υπάρχει η ανάγκη «τοπικών» χρηματιστηρίων όπου θα γίνεται η διαπραγμάτευση «ντόπιων» εταιρειών – εταιρειών για τις οποίες οι ντόπιοι χρηματιστές /επενδυτές έχουν το τι εμείς οι οικονομολόγοι ονομάζουμε «superior knowledge». Έτσι, για παράδειγμα, Κυπριακές εταιρείες «φίρμες» (τις οποίες γνωρίζει ο ντόπιος επενδυτής αλλά όχι ο ξένος) θα εντάσσονται σε πρώτη

φάση, στο Κυπριακό χρηματιστήριο. Όσον αυτές αποκτούν εργασίες και δραστηριότητες στο εξωτερικό και μεγαλώνουν σε μέγεθος θα αντιμετωπίζουν το πρόβλημα ότι η Κυπριακή αγορά δεν θα μπορεί να παράσχει τα αυξημένα κεφάλαια που θα θέλουν να αντλήσουν. Έτσι θα δούμε τέτοιες εταιρείες να επιδιώκουν παράλληλη διαπραγμάτευση (dual listing π.χ. η Τράπεζα Κύπρου) και σιγά σιγά, όσο οι εργασίες του μεγαλώνουν (και αυξάνεται κατά συνέπεια και το ξένο επενδυτικό ενδιαφέρον) να μεταπηδούν πιθανώς σε άλλα χρηματιστήρια – ιδίως στο ΧΑΑ. Παράλληλα θα πρέπει να αναμένουμε ότι ο συναγωνισμός στην άντληση κεφαλαίων από Κυπριακές εταιρείες στο Κυπριακό χρηματιστήριο να ενταθεί, και έτσι να δημιουργηθεί μια τρομερή πίεση για κερδοφορία και καλά αποτελέσματα αν πράγματι οι εταιρείες που είναι εισηγμένες ή θα εισαχθούν, θέλουν να επιβιώσουν και να αναπτυχθούν, πράγμα που σιγά σιγά θα γίνει πόλος έλξης των ξένων επενδυτών. Εταιρείες που δεν έχουν αποτελέσματα δεν θα μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια και να επιβιώσουν.

Με όλα αυτά τα δεδομένα και άλλα τόσα που δεν ανέφερα το ΧΑΚ καλείται να χαράξει την πολιτική επιβίωσης του στο νέο περιβάλλον. *(Αυτός όμως είναι ο εφιάλτης του Νόντα και του Συμβουλίου του ΧΑΚ για αυτό δεν λέω τίποτα άλλο εκτός από την*

ανάγκης αλλαγής του θεσμικού πλαισίου που διέπει το ΧΑΚ και η ιδιωτικοποίηση του μια και αυτή έχει και επιπτώσεις στην Ε.Κ)

Αλλαγές θεσμικού πλαισίου και το μέλλον του ΧΑΚ και Ε.Κ.

Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να αλλάξει με πρώτο και κύριο άξονα την ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου. Τα παγκόσμια χρηματιστήρια έχουν μια τάση να μεταλλάσσονται από κρατικούς φορείς σε ιδιωτικούς οργανισμούς. Η τάση αυτή έχει σαν έναυσμα και υπόβαθρο την οικονομική θεώρηση ότι το χρηματιστήριο, στην απλούστερη μορφή του, δεν είναι τίποτε άλλο από ένα μηχανισμό οργάνωσης της αγοράς με κύριο λόγω ύπαρξης την διαμόρφωση τιμών και την εκκαθάριση των συναλλαγών. Ένα από τα οικονομικά ζητούμενα μιας τέτοιας αγοράς είναι η ύπαρξη «λειτουργικής αποτελεσματικότητας» (operational efficiency - η οποία με την σειρά της μεταφράζεται σε χαμηλού κόστους συναλλαγές) και είναι γνωστή και αποδεκτή η αρχή ότι στο σημείο αυτό υπερτερεί κατά πολύ ο ιδιωτικός τομέας από τον κρατικό /και ημικρατικό.

Εάν δεχτούμε ότι η αποτελεσματική λειτουργία του Χρηματιστηρίου συνηγορεί για ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου βλέπουμε αμέσως και την ανάγκη

διαχωρισμού μεταξύ των αρμοδιοτήτων του ΧΑΚ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με το ΧΑΚ να έχει σαν σκοπό και στόχο την οργάνωση και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και την ΕΚ την εποπτεία της λειτουργίας της αγοράς.

Κάτω από αυτή τη λογική διαχωρισμού αρμοδιοτήτων η ΕΚ θα είναι η κυρίως υπεύθυνη για την εποπτεία των ΕΠΕΥ, της επίβλεψης της αγοράς σε θέματα, παραπληροφόρησης, προνομιακής πληροφόρησης, χειραγώγησης τιμών, για τις δημόσιες προσκλήσεις για άντληση κεφαλαίων από το ευρύ κοινό και για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις δημοσίων εταιρειών. Το ΧΑΚ από την πλευρά του θα έχει δικαιοδοσία της έγκρισης της εισαγωγής τίτλων για διαπραγμάτευση (listing) καθώς και την παρακολούθηση των συνεχών υποχρεώσεων των εισηγμένων εταιρειών, την λειτουργία της κύριας και παράλληλης αγοράς, των κανόνων διαπραγμάτευσης και την λειτουργία του αποθετηρίου, ενώ ο ρόλος της Επιτροπής στα θέματα αυτά θα είναι μόνο η παρακολούθηση της λειτουργίας του συστήματος για σκοπούς προστασίας του από συστηματικό κίνδυνο και την γενική προστασία των επενδυτών. *Αναλόγως από το πώς βλέπει ο καθένας το ιδιωτικό ΧΑΚ, το Διοικητικό του Συμβούλιο θα μπορεί να αποτελείται πλέον από εμπλεκόμενα μέρη, χρηματιστές, άτομα που εργάζονται σε δημόσιες εταιρίες*

κ.λ.π. (αν το ιδιοκτησιακό καθεστώς παραμένει στο δημόσιο) ή από διοικητικούς συμβούλους που θα καθορίζουν οι μέτοχοι (αν αυτοί είναι άλλοι από την κυβέρνηση π.χ. ξένα χρηματιστήρια). Αυτός ο διαχωρισμός αρμοδιοτήτων είναι το περιβόητο “Blue Print” που πρέπει να ετοιμάσει η Πολιτεία με την βοήθεια του Κου Τσιπανούλη και πάνω στο οποίο θα κτίσουμε τα Νομοθετήματα Μετεξέλιξης της Κυπριακής Κεφαλαιαγοράς.

Σε αυτό το νέο περιβάλλον αλλάζει και ο ρόλος του Επόπτη από Εποπτεία του Χρηματιστηρίου στην Εποπτεία του τρόπου παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών μια και πολλές από τις επενδύσεις που θα γίνονται μέσω των ΕΠΕΥ πιθανών να έχουν σαν αντικείμενο χρηματοοικονομικά μέσα η αξίες που είναι εισηγμένες σε άλλα χρηματιστήρια η και σε μη οργανωμένες αγορές, η είναι επενδύσεις που γίνονται σε ένα Αμοιβαίο (αλλάζει δηλαδή ο τρόπος που μπορούν κάποιοι να εκμεταλλευτούν τον επενδύτη) Επιπλέον θέματα όπως η παράλληλη διαπραγμάτευση δημιουργούν ανάγκη εναρμόνισης του θεσμικού πλαισίου της Κύπρου Ελλάδος (μέχρι να τα εναρμονίσει όλα η ΕΕ) , ενώ η πιθανότητα διασυνοριακής χειραγώγησης της αγοράς από ξένους θεσμικούς επενδύτες, η άλλες διασυνοριακές καταχρήσεις θα αλλάξουν σιγά σιγά το

τρόπο λειτουργίας της Ε.Κ και θα φέρουν την ανάγκη συνεργασίας με ξένες Ε.Κ

Ο θεσμός της Ενιαίας Εποπτικής Αρχής και η ΕΚ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πιστεύει στην ανάγκη δημιουργίας, σε κατοπινό στάδιο (2-3 χρόνια), «Ενιαίας Εποπτικής Αρχής» που να εποπτεύει Τράπεζες, Συνεργατικά, ΕΠΕΥ, Ασφαλιστικές Εταιρείες και Συνταξιοδοτικά Ταμεία. Αυτό είναι μια τάση που παρουσιάζεται διεθνώς μια και υπάρχει σύγκλιση των αγορών, και επικάλυψη αρμοδιοτήτων των εποπτικών αρχών. Επειδή δηλαδή υπάρχει η τάση τόσο διεθνώς όσο και στην Κύπρο οι τραπεζικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες να προσομοιάζουν και να εξομοιώνονται με τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και επειδή η τραπεζική αγορά τείνει να ενωθεί με την κεφαλαιαγορά και την αγορά ασφαλιστικών υπηρεσιών, ενώ ταυτόχρονα τραπεζικοί οργανισμοί παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασφαλιστικοί οργανισμοί έχουν σαν θυγατρικές τράπεζες ή ΕΠΕΥ, παρουσιάζεται έντονη η ανάγκη πολύ στενής συνεργασίας ή ακόμη καλύτερα ενοποίηση των εποπτικών αρχών. Στην Κύπρο η ανάγκη είναι πιο επιτακτική και για άλλους λόγους – μικρή αγορά, έλλειψη προσωπικού με τις πολύ εξειδικευμένες γνώσεις που χρειάζονται σήμερα για την

εποπτεία τέτοιων οργανισμών κλπ. Ήδη 9 χώρες της ΕΕ έχουν προχωρήσει σ' αυτή την διευθέτηση.

Για να γίνει αντιληπτό το πρόβλημα αναφέρω:

- α) Ύπαρξη Τραπεζών οι οποίες έχουν σαν θυγατρικές ασφαλιστικές εταιρείες. Ύπαρξη ασφαλιστικών εταιρειών οι οποίες έχουν θυγατρικές Τράπεζες.
- β) Ύπαρξη Τραπεζών ή Ασφαλιστικών Εταιρειών με θυγατρικές ΕΠΕΥ.
- γ) Τράπεζες και Ασφαλιστικές εταιρείες οι οποίες είναι και εισηγμένες εταιρείες.
- δ) Ύπαρξη των Συνεργατικών πιστωτικών ιδρυμάτων που διεξάγουν τραπεζικές εργασίες ή θα παρέχουν στο μέλλον επενδυτικές υπηρεσίες.
- ε) Επικαλύψεις που προκύπτουν όταν τίθενται θέματα ενοποιημένης προληπτικής εποπτείας και κεφαλαιουχικής επάρκειας.
- ζ) Η σχέση κανονισμών λειτουργίας των ΕΠΕΥ ιδίως σε χρηματοοικονομικά πράγματα π.χ. αγορά ξένου συναλλάγματος, προθεσμιακά συμβόλαια ανταλλαγής, κ.λ.π. σε σχέση με τις Τράπεζες που παρέχουν παρόμοιες επενδυτικές υπηρεσίες.

- η) Θέματα ξεπλύματος βρώμικου χρήματος και στις τρεις αγορές.
- θ) Τρόποι διερεύνησης καταχρήσεων της Χρηματιστηριακής Αγοράς όταν άπτονται θέματα τραπεζικού απόρρητου.
- ι) Ύπαρξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα οποία προσομοιάζουν με επενδυτικά σχέδια Ασφαλιστικών εταιρειών.
- κ) Ύπαρξη Τραπεζών-Θεματοφυλάκων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και εποπτεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- λ) Ταμεία συντάξεως που στην βάση τους λειτουργούν σαν Αμοιβαία Κεφάλαια.

Ο θεσμός Ενιαία Εποπτική Αρχή όμως εγείρει και σοβαρά πολιτειακά θέματα όπως η ύπαρξη «πολιτικά ανεξάρτητου» (super regulator) που πρέπει να τύχει σοβαρής συζήτησης. Σε πρώτη φάση πιθανώς να αρχίσουμε με μια δομή «χαλαρής ομοσπονδίας» και εξελικτικά να πάμε στην πλήρως ενιαία δομή.

Η ΕΚ (ή η Ενιαία Εποπτική Αρχή) και η ΕΕ

Σε ακόμη πιο μακροχρόνια βάση (10 χρόνια και) πιθανώς και η Ευρώπη να κινηθεί σε μια άλλη ενιαία εποπτική αρχή αυτή των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης – ένα είδος Ευρωπαϊκής SEC

όπου οι τοπικές εποπτικές αρχές είναι απλώς παράρτημα του Κεντρικού φορέα. Ήδη έχουμε δει τα πρώτα δείγματα αυτής της τάσης με την δημιουργία του Σεπτέμβρη του 2001 της CESR (Commission of European Securities regulators) που αποτελεί μια εμβρυακή / νηπιακή μορφή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αλλά στον τομέα των Κεφαλαιαγορών.

Αυτό όμως είναι θέμα που θα απασχολήσει τους διαδόχους μου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και έτσι δεν θα ασχοληθώ άλλο μαζί του στην παρούσα.