



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΕΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

**ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ
ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΟΥΣ
ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Αρετή Ηλία Ορφανάκου

Επιβλέπων Καθηγητής : Παναγιώτης Γ. Αρτίκης

Πειραιάς, 2010

ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΟΥΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Διπλωματική εργασία της Αρετής Ορφανάκου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αυτή ασχολείται με την ευρωπαϊκή Οδηγία MiFID για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, η οποία τέθηκε σε ισχύ την 1^η Νοεμβρίου 2007.

Στόχος της εργασίας είναι η ανάδειξη των σημαντικών αλλαγών που επέφερε η Οδηγία στο ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές και επενδυτικές υπηρεσίες και τις αγορές, καθώς επίσης και τον τρόπο που αυτές μετουσιώθηκαν ως επιπτώσεις και διαρθρωτικές τομές στη λειτουργία της δευτερογενούς ελληνικής αγοράς μετοχών.

Η ανάλυση που εμπεριέχεται στην παρούσα εργασία επικεντρώνεται στο πλαίσιο που ρύθμιζε τη λειτουργία της οικονομικής δραστηριότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης προς την κατεύθυνση της παροχής υπηρεσιών χρηματοπιστωτικών μέσων και τα προγράμματα δράσης για την υλοποίηση ενός ενιαίου χρηματοοικονομικού μηχανισμού. Περιγράφει την υιοθέτηση των σχετικών διατάξεων της MiFID και τους κανονισμούς εφαρμογής της όπως αυτές υιοθετήθηκαν από την ελληνική νομοθεσία για την τοπική αγορά. Παραθέτει το προγραμματισμό, το σχεδιασμό και τα πλάνα υλοποίησης των νέων υπηρεσιών και βασικών εξελίξεων που οργανώθηκαν από τα Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. στους ακόλουθους τομείς - τη διαφάνεια και την ακεραιότητα, τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης και τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές.

Τέλος, στα πλαίσια της αξιολόγησης, παρατήρησης και ανάλυσης της μέχρι τώρα εφαρμογής της Οδηγίας στις Ευρωπαϊκές Αγορές, τόσο από τους τοπικούς θεσμικούς φορείς των κεφαλαιαγορών, τους συμμετέχοντες στις αγορές, όσο και από την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR), περιγράφονται οι διαφορετικές απόψεις σχετικά με τον αντίκτυπο της MiFID, τα σχετικά οφέλη για τους συμμετέχοντες, αποσκοπώντας ουσιαστικά στην διερεύνηση της απάντησης στο βασικό ερώτημα, δηλαδή, στο κατά πόσον η ευρωπαϊκή αγορά

επωφελήθηκε συνολικά από την εφαρμογή της Οδηγίας έχοντας αυτή επιτύχει τους βασικούς της στόχους και σκοπούς από την έως τώρα εφαρμογής της.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα ιδιαίτερας να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα Καθηγητή κύριο Παναγιώτη Αρτίκη, τον Διευθυντή του Προγράμματος κύριο Πέτρο Μάλλιαρη και φυσικά το σύνολο των Διδασκόντων Καθηγητών για την πολύτιμη ευκαιρία που μου προσέφεραν στο να αναπτύξω τις γνώσεις μου σε ένα ανώτερο επίπεδο άσκησης του πνεύματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1.1 Αντικειμενικός Σκοπός.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	10
Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΔΗΓΙΑ MiFID	10
2.1 Η ανάγκη δημιουργίας ενός ενιαίου ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου 10	
2.2 Τα στάδια της διαμόρφωσης	10
2.3 Η Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων - MiFID.....	14
2.4 Σκοπός της νέας Οδηγίας	15
2.5 Η «μέγιστη εναρμόνιση» και ο ρόλος της CESR.....	16
2.6 Ενσωμάτωση και προσαρμογή στο Ελληνικό Δίκαιο	17
2.6.1 <i>Εταιρίες και προϊόντα εφαρμογής επενδυτικών υπηρεσιών</i>	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	22
ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΝΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ MiFID ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΜΕ ΤΟ ΝΟΜΟ 3606/2007	22
3.1 Ο Νόμος Υπ' Αριθμό 3606/2007 - Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις.	22
3.2 Συνολική θεώρηση της Οδηγίας μέσα από το νόμο Ν.3606/2007.....	23
3.2.1 <i>Επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες</i>	23
3.2.2 <i>Όροι και διαδικασίες που αφορούν στη χορήγηση άδειας λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων</i>	25
3.2.3 <i>Όροι λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων</i>	25
3.2.3.1 <i>Γενικές διατάξεις</i>	26
3.2.3.2 <i>Προστασία των επενδυτών</i>	27
3.2.3.3 <i>Διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς</i>	34
3.2.4 <i>Ελευθερία εγκατάστασης και ελευθερία παροχής υπηρεσιών</i>	38
3.2.5 <i>Ρυθμιζόμενες αγορές</i>	42
3.2.5.1 <i>Αδειοδότηση και όροι λειτουργίας</i>	42
3.2.5.2 <i>Πρόσβαση στη ρυθμιζόμενη αγορά</i>	45
3.2.5.3 <i>Προϋποθέσεις διαφάνειας πριν και μετά τη διαπραγμάτευση</i>	46
3.2.6 <i>Αρμόδιες αρχές</i>	47
3.2.6.1 <i>Ορισμός, εξουσίες και διαδικασίες προσφυγής</i>	47
3.2.6.2 <i>Συνεργασία μεταξύ αρμοδίων αρχών διαφορετικών κρατών μελών και με τρίτες χώρες Υποχρέωση συνεργασίας</i>	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	51
ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ	51
4.1 Οργανωμένες αγορές και φορείς διαχείρισής τους.	51
4.1.1 <i>Προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας διαχειριστή οργανωμένης αγοράς</i>	51
4.2 Ιστορική εξέλιξη και διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.)	52
4.2.1 <i>Μέλη αγορών του Χ.Α.Α.</i>	54
4.2.2 <i>Οι ιδιότητες του Μέλους και του Ειδικού Διαπραγματευτή</i>	54
4.2.3 <i>Κτήση ιδιότητας μέλους Χ.Α.</i>	55
4.2.4 <i>Γενικές υποχρεώσεις των μελών του Χ.Α.Α.</i>	55
4.2.5 <i>Υποχρεώσεις ειδικών διαπραγματευτών Χ.Α.</i>	56

4.3	Σύνοψη των αλλαγών του Κανονισμού Χ.Α.....	58
4.4	Νέα Προϊόντα στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών	61
4.4.1	Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (ΣΧΠ - <i>Structured Products</i>).....	61
4.4.2	Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ – <i>ETFs</i>)	63
4.4.3	Δείκτες Τιμών	64
4.4.4	Εισαγωγή Ναυτιλιακών Εταιριών στο Χ.Α.....	66
4.5	Τα Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. στην εποχή της MiFID	66
4.5.1	Διακανονισμός Συναλλαγών εκτός Οργανωμένων Αγορών και Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης – [<i>Over the Counter (OTC)</i>].....	67
4.5.1.1	Πανευρωπαϊκή Πλατφόρμα <i>Turquoise</i>	68
4.5.2	Αναδιάρθρωση Υπηρεσιών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρισης (<i>Clearing, Settlement & Registry</i>) στην Αγορά Αξιών Χ.Α.	69
4.5.2.1	Σκοπός και στόχος	70
4.5.2.2	Προτεινόμενη δομή – Ρόλοι και ιδιότητες ανά λειτουργία	71
4.5.2.3	Εισαγωγή Εκκαθαριστικών Μελών - Οίκος Εκκαθάρισης και Χώροι Εκκαθάρισης.....	74
4.5.2.4	Κεφάλαιο Εκκαθάρισης - Λειτουργίες.....	75
4.5.2.5	Λογαριασμοί Εκκαθάρισης (<i>Clearing Accounts</i>)	75
4.5.2.6	Νέο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου	76
4.5.2.7	Νέο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου – Ρόλοι και υποχρεώσεις στο νέο πλαίσιο.....	76
4.5.2.8	Πιστωτικά όρια για συναλλαγές στο Χ.Α.	77
4.6	Οι εξελίξεις στο post-trading περιβάλλον – <i>Link - Up Markets</i>	79
4.6.1	Τι είναι το <i>Link-Up</i>	79
4.7	Target 2 for Securities (<i>T2S</i>).....	82
4.7.1	Τι είναι το <i>T2S</i>	82
4.7.2	Τι σημαίνει το <i>T2S</i> για τα Μέλη και την Ελληνική Αγορά	83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	84
	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID.	84
5.1	Εισαγωγή.....	84
5.2	Αξιολόγηση των επιπτώσεων της MiFID στις δευτερογενείς αγορές.....	85
5.2.1	Τρέχουσες τάσεις μετά την εφαρμογή της MiFID	85
5.2.1.2	Οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές.....	87
5.2.1.3	Διαφάνεια πριν και μετά από την διαπραγμάτευση.....	87
5.2.2	Πολιτικοί προβληματισμοί και εναπομείναντες φραγμοί για τον επί ίσοις όροις ανταγωνισμό στα πανευρωπαϊκά συστήματα διαπραγμάτευσης.....	88
5.2.3	Στόχοι της MiFID και συμπεράσματα από την μέχρι τώρα εφαρμογή της	89
5.3	Οι σκέψεις για αναπροσαρμογή της Οδηγίας MiFID.....	90
5.3.1	Αναθεώρηση του ρυθμιστικού πλαισίου MiFID και <i>Dark Pools</i> (Σκοτεινές Συναλλαγές).....	91
5.3.2	Διαφάνεια μη μετοχικών τίτλων.....	92
5.4	Συμπεράσματα - Επίλογος.....	93
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	96
ΕΝΤΥΠΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	96
ΠΗΓΕΣ INTERNET	97

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Αντικειμενικός Σκοπός

Αιτία της ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν η ανάγκη δημιουργίας μίας ενιαίας αγοράς στα πλαίσια ενός υπερκρατικού κοινοτικού δικαίου. Προς την κατεύθυνση αυτή, τέσσερις θεμελιώδεις ελευθερίες έπρεπε να εκπληρωθούν, ουσιαστικά αλληλοσυνδεόμενες ως προς την ανάπτυξη τους: α) η κυκλοφορία των εμπορευμάτων, β) η κυκλοφορία των προσώπων, γ) η παροχή των υπηρεσιών και δ) η κυκλοφορία του κεφαλαίου.

Η ολοκλήρωση και εφαρμογή των κριτηρίων αυτών, κατέστησε αναγκαία τη δημιουργία μίας κοινής ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, μίας αγοράς χρήματος και κεφαλαίου, που υλοποιήθηκε με την καθιέρωση ενός ενιαίου νομικού πλαισίου για όλα τα Κράτη – Μέλη και αποτέλεσε τον σκοπό δημιουργίας της Οδηγίας MiFID για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων 2004/39/EK και τα εκτελεστικά της μέτρα (Οδηγία 2006/73/EK).

Η κοινοτική Οδηγία MiFID, στόχευε σε τρεις βασικούς άξονες:

- Στην ενδυνάμωση του διασυνοριακού ανταγωνισμού, επεκτείνοντας το «ενιαίο διαβατήριο» το οποίο δίνει τη δυνατότητα στους χρηματοπιστωτικούς ομίλους να δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση με μοναδική προϋπόθεση το να έχουν λάβει την έγκριση των αρμόδιων εθνικών τους αρχών.
- Στην αλλαγή της φύσης του ανταγωνισμού στις συναλλαγές μετοχών. Αν και στην Ευρώπη οι περισσότερες μετοχές εξακολουθούν να τίθενται υπό διαπραγμάτευση στα οργανωμένα χρηματιστήρια, το ενδιαφέρον για την εξεύρεση εναλλακτικών οδών, όπως οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές μεταξύ επενδυτικών τραπεζών έγινε εντονότερο.
- Δίνοντας έμφαση στη διαφάνεια. Οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να γίνονται συνδρομητές σε δίκτυα πληροφοριών τα οποία θα τους παρέχουν συνολικά

την εικόνα των αγορών κατά τομείς και όχι μόνο του τί διατίθεται στο τοπικό χρηματιστήριο που δραστηριοποιούνται.

Συνεπώς, η νέα Οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων δίνει πολλές επενδυτικές επιλογές, διευρύνοντας το φάσμα των υπηρεσιών και των μέσων που προσφέρονται και θωρακίζοντας το καθεστώς προστασίας.

Σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι τόσο η καταγραφή του περιβάλλοντος της ευρωπαϊκής πραγματικότητας το οποίο διαμόρφωσε τις συνθήκες επίτευξης μίας κοινής πορείας ανάπτυξης οικονομικής δραστηριότητας που οδήγησαν σε όλες τις απαραίτητες ενέργειες ώστε να σχεδιαστεί και να υλοποιηθεί η κοινοτική Οδηγία όσο και τον τρόπο με τον οποίο αυτή μετουσιώθηκε με πρακτικούς όρους στην ελληνική αγορά και πραγματικότητα.

Η εργασία ακολουθεί τη παρακάτω δομή – περιγράφεται η ιστορική αναδρομή, η σύνθεση και λειτουργία των διαφόρων Επιτροπών και αποφάσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο που οδήγησαν στην κατανόηση της αναγκαιότητας δημιουργίας της Οδηγίας, καθώς και τους σκοπούς και στόχους της, σηματοδοτώντας την ως θεμελιώδη νόμο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Στη συνέχεια, αναλύεται η προσαρμογή της Οδηγίας στο Ελληνικό Δίκαιο με τον Ν.3606/2007. Απεικονίζεται η συνολική της θεώρηση, τα βασικά της χαρακτηριστικά που είναι ο ανταγωνισμός των χρηματιστηριακών υπηρεσιών και η ισχυρή προστασία των επενδυτών, τα πεδία εφαρμογής, οι σημαντικές καινοτομίες όπως η «εσωτερικοποίηση», το «ευρωπαϊκό διαβατήριο», η νέα γενιά οργανωμένων συστημάτων διαπραγμάτευσης - τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης, η κατηγοριοποίηση επιπέδων προστασίας των επενδυτών, η διαφάνεια στις συναλλαγές, κ.α.

Ακολούθως, περιγράφεται η δημιουργία ενός ολοκληρωτικά νέου χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος στη δευτερογενή αγορά μετοχών όπως οι νέες πλατφόρμες – εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών Over The Counter – OTC, η πλατφόρμα Turquoise, η εισαγωγή της Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. στο Link Up Markets και η περιγραφή της σημαντικότερης καινοτομίας που σχεδιάστηκε για την υλοποίηση του έργου για τον Διαχωρισμό των Υπηρεσιών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρησης.

Η εργασία ολοκληρώνεται με τις διάφορες αξιολογήσεις από την έως τώρα εφαρμογή της κοινοτικής Οδηγίας, τους προβληματισμούς ως προς τις επιπτώσεις της υλοποίησης της στους τομείς τους οποίους άγγιξε σε πανευρωπαϊκό επίπεδο ώστε να εξασφαλίσει την αύξηση του ανταγωνισμού, την αύξηση της διαφάνειας, την πτώση των τιμών των χρηματιστηριακών προμηθειών, την καλύτερη πρόσβαση σε ένα ενοποιημένο σύνολο μετα συναλλακτικών πληροφοριών, με στόχο την ανάδειξη των συζητήσεων που έχουν ήδη ξεκινήσει προς ένα πλαίσιο αναθεώρησης της στους βασικούς της τομείς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΟΔΗΓΙΑ MiFID

2.1 Η ανάγκη δημιουργίας ενός ενιαίου ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου

Στο γενικό πλαίσιο δράσης για την επίτευξη ενός κοινού προγράμματος οικονομικής ανάπτυξης και στους θεμελιώδεις στόχους και επιδιώξεις της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, η γένεση ενός ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου με σκοπό τη δημιουργία μίας εσωτερικής αγοράς, αποτέλεσε προϊόν της προσπάθειας που κατέβαλαν τα κράτη-μέλη της κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980.

Ως ενιαίος χρηματοπιστωτικός χώρος ορίστηκε ο οικονομικός αυτός χώρος μεταξύ δύο ή περισσότερων ανεξάρτητων κρατών, μέσα στον οποίο έπρεπε να πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις ως προς την ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών ενεργειών των συμμετεχόντων. Οι ενέργειες αυτές καθορίστηκαν ως α) η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, β) η ελευθερία εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών των διαμεσολαβούντων φορέων χωρίς διοικητικούς περιορισμούς και γ) η ελευθερία παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέσα στη Κοινότητα.

Η κατάργηση των παραπάνω, έχοντας αξιολογηθεί ως τα απόλυτα εμπόδια που περιόριζαν την ελεύθερη οικονομική δραστηριότητα των συμμετεχόντων φορέων σε διασυνοριακή βάση, τέθηκε ως απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη γενικά, της ευρωπαϊκής και συγκεκριμένα, της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.

2.2 Τα στάδια της διαμόρφωσης

Την 1η Ιουλίου 1987 υιοθετήθηκε και τέθηκε σε ισχύ η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη, με την οποία τροποποιήθηκαν οι κανόνες λειτουργίας των ευρωπαϊκών οργάνων και διευρύνθηκαν οι κοινοτικές αρμοδιότητες με στόχο τη προώθηση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και την υλοποίηση της εσωτερικής αγοράς. Ξεκίνησε τότε, με ουσιαστικό

τρόπο, η εντατικοποίηση της προσπάθειας για την θεσμική θεμελίωση του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου.

Όμως, η πραγματική ώθηση προς αυτή τη πορεία, δόθηκε μετά την έκδοση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης και βασικά, με τη θεσμική θεμελίωση της ενιαίας τραπεζικής αγοράς ως συστατικού στοιχείου του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, δηλαδή με τις Οδηγίες που καθιέρωσαν την κατάργηση των περιορισμών στην ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, την ελευθερία εγκατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων και την ελεύθερη παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε όλη την Κοινότητα.

Καταλυτικό ρόλο ως προς την απαραίτητη επίσπευση όλων των αναγκαίων διαδικασιών, είχε η περίοδος που ακολούθησε και που οδήγησε στην οικονομική και νομισματική ένωση με την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος, την 1^η Ιανουαρίου 1999. Την ίδια χρονιά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε την εφαρμογή ενός Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (European Union's Financial Services Action Plan - **FSAP**), έργο του οποίου ήταν η καταγραφή των ενεργειών που έπρεπε να αναληφθούν σε ρυθμιστικό επίπεδο πλέον ώστε μέχρι το 2005 να είχε ολοκληρωθεί το κανονιστικό πλαίσιο που θα έπρεπε να διέπει τη λειτουργία του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου.

Το FSAP είχε συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους, οι οποίοι ήταν:

- η αναβάθμιση του ισχύοντος καθεστώτος προληπτικής εποπτείας των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων και των ομίλων στους οποίους αυτοί συμμετέχουν,
- η διαμόρφωση ανοικτών και ασφαλών αγορών για τις συναλλαγές μικρής αξίας,
- η ολοκλήρωση της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, και
- η ικανοποίηση ορισμένων ευρύτερων συνθηκών που οφείλουν να διέπουν τη λειτουργία του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, όπως κυρίως η φορολογική εναρμόνιση.

Στην πορεία της υλοποίησης των μέτρων του Προγράμματος όμως και ιδιαίτερα όσον αφορά στην αγορά των επενδυτικών υπηρεσιών όπου οι εξελίξεις ήταν πολύ

σημαντικές, αναδείχθηκε η ανάγκη μίας ρύθμισης, με πρωταρχική κατεύθυνση προς μία τροποποίηση των νομοθετικών διαδικασιών και εφαρμογή ενός νέου μηχανισμού ώστε να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός.

Αυτό πραγματοποιήθηκε με τον σχηματισμό μιας επιτροπής σοφών γνωστή ως «Επιτροπή Lamfalussy», τη συγκρότηση της οποίας αποφάσισε το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας (ECOFIN) το 2000, ώστε να αξιολογήσει τις νομοθετικές πρακτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης στον τομέα της κεφαλαιαγοράς και να υποβάλει προτάσεις βελτίωσης του συστήματος.

Σύμφωνα με τη τελική έκθεση της Επιτροπής τον επόμενο χρόνο, το Φεβρουάριο του 2001, διαπιστώθηκε και καταγράφηκε ότι η ευρωπαϊκή νομοθετική διαδικασία χαρακτηριζόταν από σειρά προβληματικών στοιχείων, όπως βραδύτητα και έλλειψη ευελιξίας, προβλήματα κατά την εθνική ενσωμάτωση των ρυθμίσεων της και διάφορα άλλα. Προτάθηκε έτσι, ένα νέο σύστημα νομοθέτησης οργανωμένο σε τέσσερα επίπεδα βασιζόμενο στην κατ' εξουσιοδότηση νομοθέτηση.

Πολύ σημαντικό γεγονός επίσης, υπήρξε η πρόβλεψη για τη σύσταση δύο επιτροπών, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών (European Securities Committee, - **ESC**) και την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators, - **CESR**).

Το νέο σύστημα νομοθέτησης εγκρίθηκε τόσο από το Συμβούλιο ECOFIN, όσο και από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης το Μάρτιο του 2001.

Σύμφωνα με την τελική Έκθεση της Επιτροπής Σοφών για τη ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών, η οποία ανακοινώθηκε στις Βρυξέλλες στις 15 Φεβρουαρίου 2001, η συνοπτική περιγραφή, των τεσσάρων Επιπέδων, γνωστών και ως «Διαδικασία Lamfalussy», αφορούσαν:

- Επίπεδο 1: Τις βασικές αρχές προς υιοθέτηση από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.
- Επίπεδο 2: Τα μέτρα εφαρμογής για την πρακτική και την επί μέρους εφαρμογή των βασικών αρχών του Επιπέδου 1. Ανάθεση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία θα ζητά την εισήγηση της CESR.

- Επίπεδο 3: Την ενδυνάμωση της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς μέσω CESR, για μία συνεπή και σε ίσους όρους ενσωμάτωση των κανονιστικών ρυθμίσεων των Επιπέδων 1 και 2.
- Επίπεδο 4: Τον έλεγχο από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή της υιοθέτησης και εφαρμογής του Κοινοτικού Δικαίου από τα κράτη-μέλη.

Η παραπάνω διαδικασία αποτέλεσε μία σημαντική καινοτομία, τα πλεονεκτήματα της οποίας φανερώθηκαν σε πολλά επίπεδα, καθότι

- συντομεύθηκε η διάρκεια της νομοθετικής διαδικασίας,
- εξειδικεύθηκαν οι τεχνικού χαρακτήρα διατάξεις των βασικών νομικών πράξεων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο «επίπεδο 2» και
- ενδυναμώθηκε η θεσμοθετημένη ανάμειξη των εθνικών εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών των κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη, καταρχήν σε ότι αφορά την υιοθέτηση των εκτελεστικών μέτρων, αλλά και ιδίως στο «επίπεδο 3», με την έκδοση κατευθυντήριων γραμμών και συστάσεων από την CESR.

Πίνακας 2.1 Η διαδικασία έκδοσης των νομικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς

	Επίπεδο 1	Επίπεδο 2	Επίπεδο 3
Είδος νομικής πράξης	Βασική νομική πράξη	Εκτελεστικά μέτρα	Συστάσεις / Κατευθυντήριες γραμμές
Νομοθέτης	Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο / Συμβούλιο	Ευρωπαϊκή επιτροπή	CESR
Υποστηρικτικός μηχανισμός	ESC (ως συμβουλευτική επιτροπή)	ESC (ως συμβουλευτική κ' κανονιστική επιτροπή) CESR (ως συμβουλευτική επιτροπή)	

2.3 Η Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων - MiFID

Το FSAP ολοκληρώθηκε το 2005 έχοντας πάρει μία σειρά μέτρων, 41 στον αριθμό, πάνω σε μία πληθώρα θεματικών χώρων που αφορούν τον κλάδο των χρηματοοικονομικών αγορών, για την περίοδο 2005 – 2009. Η περισσότερο ανεπτυγμένη αλλά και η σημαντικότερη από τα μέτρα που υιοθετήθηκαν γενικά για να εκπληρωθούν, αλλά και ειδικά στο τομέα της ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών ήταν η Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, γνωστή με το αγγλικό ακρωνύμιο MiFID (Markets in Financial Instruments Directive).

Η συγκεκριμένη Οδηγία αντικατέστησε την υπάρχουσα Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive , ISD), την πιο σημαντική Οδηγία που αφορούσε τις χρηματοοικονομικές αγορές από το 1995, επεκτείνοντας βασικά τα πεδία κάλυψης. Αποτελείται από 73 Άρθρα, σχεδιασμένα ώστε να εναρμονίσουν όλους τους κανόνες στα κράτη μέλη για κάθε τύπου χρηματοοικονομική συναλλαγή και προϊόντα.

Η σημασία της MiFID ήταν και είναι καθοριστική, αποτελώντας το θεμέλιο λίθο του σχεδίου δράσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στο βαθμό που ταυτόχρονα επηρεάζει τις τρεις θεμελιώδεις παραμέτρους της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών:

- I. τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες,
- II. τους επενδυτές και
- III. τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Είναι φανερό ότι η νέα αυτή Οδηγία διευρύνοντας το φάσμα των βασικών επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή επικράτεια, θεωρείται ως το πιο ολοκληρωμένο νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έχοντας εισαγάγει δύο καινοτομίες στο πεδίο δράσης και λειτουργίας των εταιρειών επενδυτικών υπηρεσιών: α. την εφαρμογή του «ρυθμιστικού διαβατηρίου» και β. την κατάργηση του κανόνα «συγκέντρωσης» στη πραγματοποίηση επενδυτικών υπηρεσιών.

Τέλος, ενδεικτικά αναφέρεται, ότι σε συνέχεια αυτής της πορείας προς την ενοποίηση του χρηματοπιστωτικού χώρου, το Δεκέμβριο του 2005 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε Λευκή Βίβλο, περιγράφοντας τις προτεραιότητες της σε θέματα πολιτικής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες έως το 2010, προσεγγίζοντας όμως και τονίζοντας με πνεύμα φιλόδοξο και πρακτικό τη δυναμική αυτού του εγχειρήματος.

2.4 Σκοπός της νέας Οδηγίας

Η MiFID επέφερε σημαντικές τροποποιήσεις σε σχέση με το ισχύον καθεστώς που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, τόσο σε σχέση με τις υποχρεώσεις που επιβάλλονται στους διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, όσο και σε σχέση με τις μεθόδους διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Ο αντικειμενικός σκοπός της MiFID είναι:

- Η καλύτερη προστασία στους επενδυτές μέσω της αύξησης της διαφάνειας των συναλλαγών και της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών
- Η δημιουργία ανταγωνισμού μεταξύ των αγορών, των διαφορετικών πλατφορμών και συστημάτων διαπραγμάτευσης, με στόχο την μείωση του κόστους των συναλλαγών και την αύξηση της ρευστότητας
- Η διευκόλυνση των διασυνοριακών επενδυτικών υπηρεσιών στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καλλιεργώντας μεγαλύτερο συναγωνισμό και θεσπίζοντας τους ίδιους κοινοτικούς κανόνες

Τα παραπάνω ουσιαστικά επιτυγχάνονται καθορίζοντας:

- Τα οργανωτικά πρότυπα των Επενδυτικών Εταιριών αλλά και των αγορών και των πλατφορμών διαπραγμάτευσης
- Τις ελάχιστες απαιτήσεις επικοινωνίας με τους πελάτες

- Τις ελάχιστες απαιτήσεις ως προς τις παρεχόμενες υπηρεσίες προς τους πελάτες
- Το ρυθμιστικό πλαίσιο βάση του οποίου παρέχεται το «Διαβατήριο» στις Επενδυτικές Εταιρίες

2.5 Η «μέγιστη εναρμόνιση» και ο ρόλος της CESR

Στα πλαίσια της στρατηγικής σύγκλισης των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου, και ακολουθώντας τη σειρά των νομοθετικών αλλαγών που έχουν εισαχθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η MiFID αποτελεί Οδηγία που κλείνει προς την αρχή της "μέγιστης εναρμόνισης".

Αυτό σημαίνει ότι τα κράτη –μέλη δεν μπορούν να υιοθετούν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ήδη ρυθμίζονται από την Οδηγία. Προκύπτει από το ότι πολλά εκτελεστικά μέτρα έχουν τη μορφή του Κανονισμού και όχι απλά της Οδηγίας και επίσης από τη ρητή απαγόρευση της διαδικασίας γνωστής ως «κίνδυνος επιχρύσωσης», δηλαδή της πρακτικής αλλαγής μέσω των διαφόρων ενσωματώσεων επιπρόσθετων ρυθμίσεων από αυτές που καθορίζει η ίδια η Οδηγία της έννοιας, της ουσίας ή του σκοπού της κοινοτικής ρύθμισης. Επισημαίνεται, ότι τρόπος ενσωμάτωσης ελέγχεται αυστηρά από τη CESR στο επίπεδο 3, και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο επίπεδο 4 της αρχιτεκτονικής Lamfalussy.

Έτσι, οι εθνικοί νομοθέτες καλούνται να περιορισθούν απλά σε μεταφραστικές διορθώσεις και αλλαγές τύπου συντακτικών, ορθογραφικών, και ετυμολογικών παρατηρήσεων.

Όσον αφορά τη λειτουργία της CESR, είναι σημαντικό ότι στο Επίπεδο 3, εκδίδει κατευθυντήριες οδηγίες και κριτήρια ενσωμάτωσης και εφαρμογής των ρυθμίσεων σε κοινό επίπεδο. Έχει διατυπωθεί ότι ο ρόλος της στο Επίπεδο 3 μπορεί να υποδιαιρεθεί σε τρεις κατηγορίες στόχων:

α) Στο συντονισμό της εφαρμογής της Κοινοτικής νομοθεσίας, η οποία καλύπτει τη διαδικασία νομικής μεταφοράς στα εθνικά δίκαια αλλά και την πρακτική εφαρμογή των κανόνων αυτών.

β) Στη «ρυθμιστική» σύγκλιση, δηλαδή στη δημιουργία κοινών προσεγγίσεων κατά την ερμηνεία των Κοινοτικών κανόνων, τόσο στο στάδιο της ενσωμάτωσης, όσο και στο στάδιο της εφαρμογής τους.

γ) Στην «Εποπτική» σύγκλιση, η οποία αφορά στο πώς οι εποπτικές αρχές προσεγγίζουν την πρακτική εφαρμογή των κειμένων κανόνων.

Αυτό που είναι πλέον αδιαμφισβήτητο είναι ότι στην παραδοσιακή διάκριση μεταξύ «ρύθμισης», δηλαδή θέσπισης κανόνων δικαίου, και «εποπτείας» τους, η διαδικασία Lamfalussy επιτυγχάνει αναμφίβολα τη δημιουργία «ενιαίας ρυθμιστικής αρχής» σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, καθώς οι κανόνες δικαίου τίθενται εξαντλητικά και λεπτομερώς στα Επίπεδα 1 και 2 αφήνοντας εξαιρετικά περιορισμένο ρυθμιστικό χώρο στις εθνικές αρχές.

2.6 Ενσωμάτωση και προσαρμογή στο Ελληνικό Δίκαιο

Τα εκτελεστικά μέτρα της MiFID, όπως αυτά προσαρμόστηκαν στο ελληνικό δίκαιο και εφαρμόστηκαν ανάλογα, είναι τα εξής:

- Οδηγία 2004/39/EK – είναι η βασική Οδηγία, η βασική νομική πράξη του «επίπεδου 1» της Διαδικασίας Lamfalussy
 - Η ενσωμάτωση της στο Ελληνικό Δίκαιο έγινε με το Νόμο 3606/2007
- Οδηγία 2006/73/EK - αφορά στις οργανωτικές υποχρεώσεις και τους όρους λειτουργίας των ΕΠΕΥ και ο Κανονισμός 1287/2006 που αφορά στις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις ΕΠΕΥ, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών μέσων προς διαπραγμάτευση, εκτελεστικά μέτρα που αφορούν στο «επίπεδο 2» της Διαδικασίας Lamfalussy
 - Η Οδηγία 2006/73/EK ενσωματώθηκε με την Αριθμό 2597/31.10.2007 Απόφαση της Τραπέζης της Ελλάδος και την Αριθμό 2/452/1.11.2007 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

- Ο Κανονισμός 1287/2006 ίσχυσε άμεσα χωρίς να απαιτείται πράξη ενσωμάτωσης
- Η λήψη μέτρων από την CESR για ομοιόμορφη ερμηνεία και εφαρμογή των διατάξεων σε «επίπεδο 3» της Διαδικασίας Lamfalussy
 - Εφαρμογή με ερμηνευτικές εγκυκλίους

2.6.1 Εταιρίες και προϊόντα εφαρμογής επενδυτικών υπηρεσιών

Η MiFID αφορά σε εταιρίες και οργανισμούς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπως:

- Πιστωτικά ιδρύματα
- Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ)
- Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)
- Οργανωμένες αγορές και διαχειριστές αγοράς (χρηματιστήρια)
- Κεντρικές Τράπεζες
- Πρόσωπα που διενεργούν συναλλαγές σε επενδυτικά προϊόντα και πρόσωπα στα οποία παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες

Εξαιρέσεις από την παραπάνω εφαρμογή αποτελούν:

- Επιχειρήσεις ασφάλισης
- Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Χαρτοφυλακίων (ΑΕΕΧ)

- Πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αποκλειστικά στις μητρικές του επιχειρήσεις, στις θυγατρικές τους επιχειρήσεις ή σε άλλες θυγατρικές επιχειρήσεις των μητρικών τους επιχειρήσεων
- Πρόσωπα που παρέχουν επενδυτική υπηρεσία ως παρεπόμενη δραστηριότητα στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους δραστηριότητας, εφόσον η δραστηριότητα αυτή διέπεται από νομοθετικές ή κανονιστικές διατάξεις ή από επαγγελματικό κώδικα δεοντολογίας που δεν απαγορεύουν την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας
- Πρόσωπα που δεν παρέχουν ή ασκούν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες /δραστηριότητες πλην της διενέργειας πράξεων για ίδιο λογαριασμό, εκτός εάν είναι ειδικοί διαπραγματευτές ή εάν διενεργούν πράξεις για ίδιο λογαριασμό εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά, παρέχοντας ένα σύστημα συναλλαγών που να έχει πρόσβαση σε τρίτα μέρη
- Πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες οι οποίες συνίστανται αποκλειστικά στην διαχείριση συστημάτων συμμετοχής των εργαζομένων
- Πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες που συνίσταται μόνο στη διαχείριση συστημάτων συμμετοχής των εργαζομένων και στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών αποκλειστικά στις μητρικές τους επιχειρήσεις, στις θυγατρικές τους επιχειρήσεις ή σε άλλες θυγατρικές επιχειρήσεις των μητρικών τους επιχειρήσεων
- Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και ταμεία συντάξεων, είτε υπόκειται σε συντονισμό σε κοινοτικό επίπεδο είτε όχι και θεματοφύλακες και διαχειριστές αυτών των επιχειρήσεων
- Πρόσωπα των οποίων η κύρια δραστηριότητα συνίσταται στη διενέργεια πράξεων σε εμπορεύματα ή παράγωγα επί εμπορευμάτων για ίδιο λογαριασμό, εφόσον δεν αποτελούν μέρος ομίλου, κύρια δραστηριότητα του οποίου είναι η παροχή άλλων επενδυτικών υπηρεσιών ή τραπεζικών υπηρεσιών βάσει του ν. 3601/2007

- Μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και άλλοι εθνικοί οργανισμοί που με παρόμοιες λειτουργίες και λοιποί δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος ή παρεμβαίνουν στη διαχείρισή του
- Πρόσωπα που διενεργούν πράξεις σε χρηματοπιστωτικά μέσα για ίδιο λογαριασμό ή παρέχουν υπηρεσίες επενδύσεων σε παράγωγα επί εμπορευμάτων ή σε παράγωγες συμβάσεις, βάσει του νόμου 3606/2007, στους πελάτες της κύριας δραστηριότητάς τους, υπό τον όρο ότι αυτό αποτελεί παρεπόμενη δραστηριότητα ως προς την κύρια δραστηριότητά τους και ότι η εν λόγω κύρια δραστηριότητά τους δεν είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ούτε η παροχή τραπεζικών υπηρεσιών βάσει του νόμου 3601/2007
- Πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες κατά την άσκηση άλλης επαγγελματικής δραστηριότητας που δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3606/2007 υπό την προϋπόθεση ότι δεν αμείβονται ειδικά για την παροχή των συμβουλών αυτών

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που εμπίπτουν στην Οδηγία MiFID είναι:

- (α) Οι κινητές αξίες (μετοχές και ομόλογα).
- (β) Τα μέσα χρηματαγοράς (έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, προθεσμιακές καταθέσεις, αποδεικτικά κατάθεσης, εμπορικά γραμμάτια).
- (γ) Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (Τα μερίδια των διαφόρων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και οι μετοχές των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ)).
- (δ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (options), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (forward-rate agreements) και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.
- (ε) Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου.

(ζ) Οι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών.

(η) Ομόλογα Ειδικού Τύπου.

Εξαιρούνται, δεδομένου ότι δεν αποτελούν επενδυτικά προϊόντα:

(α) Οι καταθέσεις

(β) Τα δάνεια

(γ) Οι συναλλαγές όψεως σε συνάλλαγμα και εμπορεύματα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΝΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ MiFID ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΜΕ ΤΟ ΝΟΜΟ 3606/2007

3.1 Ο Νόμος Υπ' Αριθμό 3606/2007 - Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις.

Σύμφωνα με το Άρθρο 1 του πρώτου μέρους του Α' Κεφαλαίου του νόμου 3606/2007 για Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, «σκοπός του νόμου αυτού είναι η ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/EOK και 93/6/EOK του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 93/22/EOK του Συμβουλίου» της 21ης Απριλίου 2004 (L 145/30.4.2004)».

Ο νόμος τέθηκε σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 2007.

Βασικός σκοπός του νόμου είναι η απεικόνιση του νέου θεσμικού πλαισίου όπως αυτό περιγράφει και αποδίδει την εναρμόνιση του πλαισίου προστασίας των επενδυτών σε όλη την Ευρώπη, διέποντας την άδεια λειτουργίας των διαμεσολαβητών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, καθορίζοντας τους όρους παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και αναδιαρθρώνοντας το ρυθμιστικό περιβάλλον.

Όπως έχει αναφερθεί, οι λόγοι για την κανονιστική ρύθμιση στις χρηματοοικονομικές αγορές είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με τον νόμο αυτό έχουν τεθεί κανόνες προληπτικής εποπτείας, κανόνες άδειας λειτουργίας, καθώς και κανόνες για την αποτελεσματική λειτουργία των μηχανισμών διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ιδιαίτερα σημαντικές και καινοτόμες επίσης είναι, οι ρυθμίσεις που αφορούν στην αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας και αφερεγγυότητας των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, την προστασία των καταναλωτών με κανόνες προληπτικής εποπτείας και συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Ο βαθμός προστασίας του

επενδυτή έχει άμεση συνάρτηση με το βαθμό εμπιστοσύνης του, αφενός προς την εταιρία που του παρέχει τις υπηρεσίες και αφετέρου προς τις δικές του γνώσεις και την εμπειρία του.

3.2 Συνολική θεώρηση της Οδηγίας μέσα από το νόμο Ν.3606/2007

Οι κύριες ενότητες της MiFID όπως αυτές απεικονίζονται και περιγράφονται στην ελληνική νομοθεσία, αφορούν και επηρεάζουν τους παρακάτω θεμελιώδεις χώρους, εισάγοντας σε μεγάλο βαθμό και έκταση σημαντικές καινοτομίες:

3.2.1 Επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες

Ο νόμος 3606/2007 διακρίνει τις επενδυτικές υπηρεσίες σε κύριες και παρεπόμενες.

Ως κύριες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες νοούνται οι πιο κάτω:

- η λήψη και διαβίβαση εντολών, που συνίσταται στη λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών, για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, που συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών • η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, που συνίσταται στη διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ με κεφάλαια της ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων προς κατάρτιση συναλλαγών σε αυτές
- η διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδυτών (σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα) κατόπιν εντολής των επενδυτών
- η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης
- η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης

- η παροχή επενδυτικών συμβουλών, που συνίσταται στην παροχή προσωπικών συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αίτησης του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ, σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα
- η λειτουργία πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)

Παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες

Ως παρεπόμενες υπηρεσίες νοούνται οι πιο κάτω:

- η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών περιλαμβάνει την παροχή υπηρεσιών θεματοφύλακα και παροχή συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών
- η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτή προς διενέργεια συναλλαγής σε ένα περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η ΕΠΕΥ, η οποία παρέχει την πίστωση ή το δάνειο
- η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων
- η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών • η παροχή υπηρεσιών σχετικά με την αναδοχή
- η έρευνα για επενδύσεις και χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων σε παράγωγα προϊόντα εφόσον έχουν σχέση με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών

3.2.2 Όροι και διαδικασίες που αφορούν στη χορήγηση άδειας λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων

1. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί άδεια λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ (Ανώνυμη Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, που έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.3606/2007) , εφόσον αυτή έχει την καταστατική της έδρα και την κεντρική διοίκησή της στην Ελλάδα. Προϋπόθεση για την παροχή παρεπόμενης υπηρεσίας από ΑΕΠΕΥ αποτελεί η αδειοδότηση της για την παροχή τουλάχιστον μιας κύριας επενδυτικής υπηρεσίας.
2. Οι ΑΕΠΕΥ λειτουργούν με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας. Στην επωνυμία τους προσδιορίζονται ως «Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών» και στο διακριτικό τους τίτλο ως «ΑΕΠΕΥ».
3. Η ΑΕΠΕΥ μπορεί να υποβάλει αίτηση επέκτασης της άδειας λειτουργίας της για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων οι οποίες δεν περιλαμβάνονται στην άδεια λειτουργίας της.
4. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τηρεί μητρώο ΑΕΠΕΥ στο οποίο καταχωρεί όπου έχει χορηγήσει άδεια λειτουργίας.
5. Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να συμμορφώνονται καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους με τους όρους που υπαγορεύονται από το νόμο.
6. Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να αναγράφουν σε κάθε έντυπο, δημοσίευση, ανακοίνωση ή διαφήμιση ότι εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
7. Το μετοχικό κεφάλαιο ΑΕΠΕΥ πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον σε ένα εκατομμύριο πεντακόσιες χιλιάδες (1.500.000) ευρώ.

3.2.3 Όροι λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων

3.2.3.1 Γενικές διατάξεις

Οι οργανωτικές απαιτήσεις με τις οποίες οφείλουν να συμμορφώνονται οι ΑΕΠΕΥ καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους είναι:

1. Να εφαρμόζουν κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες ώστε να εξασφαλίζεται η συμμόρφωσή τους, των στελεχών, υπαλλήλων και αντιπροσώπων τους, με τις υποχρεώσεις που ορίζονται από τις διατάξεις του νόμου, καθώς και κανόνες για τις προσωπικές συναλλαγές των προσώπων αυτών.
2. Να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν αποτελεσματικές οργανωτικές και διοικητικές ρυθμίσεις ώστε προκειμένου να μην επηρεάζονται αρνητικά τα συμφέροντα των πελατών λόγω συγκρούσεων συμφερόντων κατά την έννοια του άρθρου 13 της Οδηγίας περί Οργανωτικών Απαιτήσεων.
3. Να λαμβάνουν όλα τα αναγκαία μέτρα για να εξασφαλίζεται η συνεχής και κανονική εκτέλεση των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα και ανάλογα συστήματα, μέσα και διαδικασίες.
4. Όταν αναθέτουν σε τρίτους την εκτέλεση επιχειρησιακών λειτουργιών ουσιαστικής σημασίας για την παροχή ικανοποιητικής υπηρεσίας στους πελάτες και την εκτέλεση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε συνεχή βάση, να μεριμνούν ώστε να λαμβάνονται όλα τα εύλογα μέτρα για την αποφυγή επιδείνωσης του λειτουργικού κινδύνου. Να μην παραβλάπτεται η ποιότητα του εσωτερικού ελέγχου και ανάλογα η δυνατότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να εποπτεύει τη συμμόρφωση της ΑΕΠΕΥ με τις υποχρεώσεις της.
5. Να έχουν υγιείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, με μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου και αποτελεσματικές διαδικασίες εκτίμησης των κινδύνων, και κατάλληλους μηχανισμούς ελέγχου και ασφάλειας των συστημάτων ηλεκτρονικής επεξεργασίας δεδομένων.
6. Να καταγράφουν όλες τις υπηρεσίες που παρέχουν και τις συναλλαγές που εκτελούν, κατά τρόπο που να επιτρέπει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να ελέγχει τη συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του νέου νόμου.

7. Όταν κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν σε πελάτες, να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα για να προστατεύουν τα δικαιώματα κυριότητας των πελατών, ιδίως σε περίπτωση αφερεγγυότητας, και να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών για ίδιο λογαριασμό, εκτός εάν ο πελάτης έχει δώσει τη ρητή συγκατάθεσή του.
8. Όταν κατέχουν κεφάλαια πελατών υποχρεώνονται να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για να προστατεύουν τα συμφέροντα των πελατών και να μη χρησιμοποιούν κεφάλαια πελατών για ίδιο λογαριασμό.

Επίσης, ισχύουν τα εξής:

1. Οι Δανειστές των ΑΕΠΕΥ απαγορεύεται να κατάσχουν ή να δεσμεύουν περιουσιακά στοιχεία πελατών της υπό μορφή χρημάτων σε τραπεζικούς λογαριασμούς πελατών που τηρούνται στο όνομα της εταιρίας ή χρηματοπιστωτικών μέσων, εφόσον δικαιούχοι, είναι οι παραπάνω πελάτες.
2. Στα χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν είναι υπάγονται στις κατηγορίες κατάσχεσης και δέσμευσης, περιλαμβάνονται, εκτός από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν στους πελάτες της ΑΕΠΕΥ, και εκείνα που κατέχει, άμεσα ή έμμεσα στο όνομά της και για λογαριασμό του πελάτη, η ΑΕΠΕΥ και των οποίων πραγματικός δικαιούχος, σύμφωνα με τα τηρούμενα βιβλία και στοιχεία και κάθε άλλο αποδεικτικό μέσο, είναι πελάτης της.

3.2.3.2 Προστασία των επενδυτών

1. Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να ενεργούν κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε πελάτες με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους.
2. Οι πληροφορίες που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ σε πελάτες ή σε δυνητικούς πελάτες, πρέπει να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές.

3. Οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν στους πελάτες ή στους δυνητικούς πελάτες κατάλληλη πληροφόρηση σε κατανοητή μορφή, ώστε αυτοί να είναι σε θέση λογικά να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής υπηρεσίας και της συγκεκριμένης κατηγορίας που ανήκει το προτεινόμενο χρηματοπιστωτικό μέσο και ως έτσι να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις βάση αντικειμενικής πληροφόρησης και η οποία να περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με:

(α) την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες της,

(β) τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα χρηματοπιστωτικά μέσα και στις επενδυτικές στρατηγικές,

(γ) τους τόπους εκτέλεσης και

(δ) το κόστος και τις σχετικές επιβαρύνσεις

4. Όταν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή ασκούν διαχείριση χαρτοφυλακίου, οφείλουν να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη τόσο στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, όσο και σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του, ώστε να μπορούν να τους συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση τους (έλεγχος καταλληλότητας).

5. Όταν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες, να ζητούν από τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη να παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία του προσφερόμενου ή ζητούμενου χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, ώστε να μπορούν να εκτιμήσουν κατά πόσον η σχεδιαζόμενη επενδυτική υπηρεσία ή το χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλο για τον πελάτη (έλεγχος συμβατότητας). Αν οι ΑΕΠΕΥ αξιολογήσουν, σύμφωνα με τις

πληροφορίες που έχουν συλλέξει, ότι το χρηματοπιστωτικό μέσο ή η υπηρεσία δεν είναι κατάλληλα για τον πελάτη, οφείλουν να τον προειδοποιήσουν σχετικά. Επιπρόσθετα, εάν ο πελάτης δεν δώσει καθόλου ή δώσει ανεπαρκείς σχετικές πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να τον προειδοποιήσουν ότι η απόφασή του αυτή δεν τους επιτρέπει να κρίνουν κατά πόσον η ζητούμενη επενδυτική υπηρεσία ή το προσφερόμενο χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα γι' αυτόν.

6. Οι ΑΕΠΕΥ που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες οι οποίες αφορούν αποκλειστικά στην εκτέλεση εντολών πελατών ή τη λήψη και διαβίβαση εντολών μπορούν να παρέχουν τις επενδυτικές υπηρεσίες στους πελάτες τους χωρίς να έχουν λάβει τις πληροφορίες και χωρίς να έχουν καταλήξει στην κρίση που προβλέπεται παραπάνω, εφόσον πληρούνται συνολικά οι παρακάτω προϋποθέσεις:

(α) Οι υπηρεσίες να αφορούν μετοχές, εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας, μέσα χρηματαγοράς, ομολογίες ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, (με την εξαίρεση των ομολογιών ή άλλων μορφών που ενσωματώνουν παράγωγα), και άλλα μη σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα

(β) Η υπηρεσία να παρέχεται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη

(γ) Ο πελάτης να έχει ενημερωθεί ότι, κατά την παροχή της υπηρεσίας, δεν υφίσταται υποχρέωση της ΑΕΠΕΥ να αξιολογήσει τη συμβατότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου που προσφέρεται ή της υπηρεσίας που παρέχεται και ότι δεν καλύπτεται από την αντίστοιχη προστασία των σχετικών κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς

(δ) Η ΑΕΠΕΥ συμμορφώνεται με τις κατά το άρθρο 13 της Οδηγίας υποχρεώσεις της

7. Οι ΑΕΠΕΥ να τηρούν αρχείο με τα έγγραφα και τις συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ του πελάτη και της ΑΕΠΕΥ, και στα οποία αναφέρουν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μερών, καθώς και τους όρους υπό τους οποίους η ΑΕΠΕΥ παρέχει υπηρεσίες στον πελάτη.

8. Οι ΑΕΠΕΥ να παρέχουν σε κάθε πελάτη εγγράφως επαρκή ενημέρωση σχετικά με τις παρεχόμενες υπηρεσίες. Στην ενημέρωση αυτή επίσης να περιλαμβάνεται, το κόστος των συναλλαγών που εκτελούνται για λογαριασμό του και των υπηρεσιών που του παρέχονται.
9. Όταν η επενδυτική υπηρεσία προσφέρεται ως μέρος χρηματοπιστωτικού προϊόντος που ήδη υπόκειται σε άλλες διατάξεις της κοινοτικής νομοθεσίας όσον αφορά την αξιολόγηση του κινδύνου των πελατών και τις απαιτήσεις περί πληροφοριών, η παροχή της υπηρεσίας δεν υπόκειται επιπρόσθετα στις άλλες επιβαλλόμενες υποχρεώσεις.

Παροχή υπηρεσιών μέσω άλλης ΕΠΕΥ

Η ΑΕΠΕΥ που λαμβάνει, με τη μεσολάβηση άλλης ΕΠΕΥ, οδηγίες για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για λογαριασμό ενός πελάτη μπορεί να βασίζεται στις σχετικές πληροφορίες για τον πελάτη καθώς και σε όποιες συστάσεις έχουν δοθεί στον πελάτη σχετικά με την υπηρεσία ή με τη συναλλαγή που της γνωστοποιεί η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ. Η τελευταία παραμένει η κατεξοχήν υπεύθυνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των διαβιβαζόμενων πληροφοριών και για την καταλληλότητα των παρεχόμενων συστάσεων ή συμβουλών για το συγκεκριμένο πελάτη.

Η ΑΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την παροχή της υπηρεσίας ή την ολοκλήρωση της συναλλαγής βάσει αυτών των πληροφοριών ή συστάσεων.

Υποχρέωση εκτέλεσης των εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς όρους για τον πελάτη

Οι ΑΕΠΕΥ πρέπει να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική εκτέλεσης εντολών που να τους επιτρέπει να επιτυγχάνουν το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα για τις εντολές των πελατών τους, δηλαδή να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν, κατά την εκτέλεση εντολών, το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβάνοντας υπόψη την τιμή, το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο, τη φύση και οποιονδήποτε άλλον παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής. Σε περίπτωση που υπάρχουν συγκεκριμένες οδηγίες του πελάτη, η ΑΕΠΕΥ οφείλει να εκτελεί την εντολή σύμφωνα με αυτές τις οδηγίες.

Η πολιτική εκτέλεσης εντολών περιέχει, για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, στοιχεία σχετικά με τους διάφορους τρόπους διαπραγμάτευσης όπου η ΑΕΠΕΥ εκτελεί τις εντολές των πελατών της και τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή

του τόπου διαπραγμάτευσης. Η πολιτική περιλαμβάνει τουλάχιστον τους τόπους εκείνους όπου η ΑΕΠΕΥ μπορεί συστηματικά να επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για την εκτέλεση των εντολών των πελατών. Αυτό επιτυγχάνεται με το εφαρμόζον τέτοιες διαδικασίες και μηχανισμούς ώστε να διασφαλίζουν την έγκαιρη, δίκαιη και γρήγορη εκτέλεση των εντολών.

Οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν στους πελάτες τους κατάλληλες πληροφορίες σχετικά με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν και λαμβάνουν την προηγούμενη συναίνεση των πελατών τους σχετικά με την περιγραφόμενη πολιτική.

Όταν η ακολουθούμενη πολιτική εκτέλεσης εντολών προβλέπει τη δυνατότητα εκτέλεσης εντολών εκτός οργανωμένων αγορών ή Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης, οι ΑΕΠΕΥ ενημερώνουν σχετικά τους πελάτες ώστε να εξασφαλίζουν εκ των προτέρων τη συναίνεση τους προτού εκτελέσουν αυτές τις εντολές.

Η αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων και της πολιτικής που ακολουθούν οι ΑΕΠΕΥ ως προς την εκτέλεση εντολών, παρακολουθείται συστηματικά ώστε να εντοπίζονται και να διορθώνονται τυχόν ελλείψεις.

Συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι

Οι ΑΕΠΕΥ μπορούν να ορίζουν φυσικά ή νομικά πρόσωπα ως συνδεδεμένους αντιπροσώπους, εφόσον έχει προηγηθεί ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή της Τράπεζας της Ελλάδος όταν πρόκειται για πιστωτικά ιδρύματα. Οι συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι δεν επιτρέπεται να κατέχουν χρήματα ή χρηματοπιστωτικά μέσα για λογαριασμό πελατών. Ενεργούν για λογαριασμό μιας και μόνο ΑΕΠΕΥ υπό την πλήρη ευθύνη της. Μπορούν να διαφημίζουν τις επενδυτικές υπηρεσίες που μπορεί να παρέχει η ΑΕΠΕΥ σε πελάτες ή δυνητικούς πελάτες, να λαμβάνουν και να διαβιβάζουν εντολές πελατών σχετικά με επενδυτικές υπηρεσίες ή χρηματοπιστωτικά μέσα, να μεσολαβούν για την τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων και να παρέχουν συμβουλές σε πελάτες σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και υπηρεσίες που παρέχει η ΑΕΠΕΥ.

Οι συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι που είναι εγκατεστημένοι στην Ελλάδα εγγράφονται από την ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα που αντιπροσωπεύουν σε μητρώο συνδεδεμένων αντιπροσώπων που τηρείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Τράπεζα της Ελλάδος αντίστοιχα.

Κατηγοριοποίηση Επενδυτών

Δημιουργείται εξισορρόπηση μεταξύ της προστασίας των επενδυτών και της υπέρμετρης επιβάρυνσης των επιχειρήσεων με την καθιέρωση διάκρισης των επενδυτών σε:

- **Ιδιώτες (απόλυτη προστασία).** Εξασφαλίζεται στους επενδυτές με τις λιγότερες επενδυτικές γνώσεις και πείρα, αυξημένη προστασία.
- **Επαγγελματίες (περιορισμένη προστασία).** Στους επενδυτές με περισσότερες επενδυτικές γνώσεις πείρα, παρέχεται λιγότερη προστασία. Επαγγελματίες πελάτες είναι κυρίως οι τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι κυβερνήσεις, οι μεγάλες επιχειρήσεις και κατ' εξαίρεση ορισμένα φυσικά πρόσωπα εφόσον πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Η εταιρία μπορεί να χαρακτηρίσει ως Επαγγελματία πελάτη, τον επενδυτή που πληροί τα εξής:
 - Διενεργεί συχνά συναλλαγές
 - Κατέχει μεγάλο χαρτοφυλάκιο
 - Έχει εργαστεί στο χώρο των επενδυτικών υπηρεσιώνΑν αυτό συμβεί, ο Επαγγελματίας πελάτης μπορεί να λαμβάνει μόνος του επενδυτικές αποφάσεις και να αξιολογεί τους αναλαμβανόμενους κινδύνους.
- **Επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι (σχεδόν καμία προστασία).** Είναι υποκατηγορία των επαγγελματικών πελατών οι οποίοι ζητούν να μην έχουν εφαρμογή για αυτούς οι διατάξεις για την προστασία των επενδυτών είτε για όλες τις συναλλαγές τους είτε για ορισμένες από αυτές. Ως επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι νοούνται οι ΑΕΠΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και οι εταιρίες διαχείρισής τους, οι ανώνυμες εταιρίες επενδύσεως χαρτοφυλακίου, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις κοινοτικού δικαίου ή του δικαίου κράτους – μέλους, οι εθνικές κυβερνήσεις και οι αντίστοιχες υπηρεσίες τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, οι κεντρικές τράπεζες και οι υπερεθνικοί οργανισμοί.

Οι ΑΕΠΕΥ, πριν διενεργήσουν συναλλαγές, λαμβάνουν από τον επιλέξιμο αντισυμβαλλόμενο, εφόσον συντρέχει περίπτωση, ρητή επιβεβαίωση ότι δέχεται να αντιμετωπιστεί ως επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος. Η επιβεβαίωση αυτή λαμβάνεται είτε με μορφή γενικής συμφωνίας είτε για κάθε μεμονωμένη συναλλαγή.

Οι διαδικασίες που ακολουθούν οι εταιρίες ώστε να παρέχουν στους επενδυτές την κατάλληλη προστασία είναι οι ακόλουθες:

Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας

Όταν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή προβαίνουν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου οφείλουν:

- να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα που έχει σχέση με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας
- τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του ώστε να μπορούν να τους συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωσή τους

Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας

Όταν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες εκτός της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης πελατών ζητούν από τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη:

- να παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία του προσφερόμενου ή ζητούμενου χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, ώστε να μπορούν οι ΑΕΠΕΥ να εκτιμήσουν κατά πόσον η σχεδιαζόμενη επενδυτική υπηρεσία ή το χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλο για τον πελάτη.

Εφόσον οι ΑΕΠΕΥ μετά τον έλεγχο καταλληλότητας και συμβατότητας κρίνουν ότι το χρηματοπιστωτικό μέσο ή η υπηρεσία δεν είναι κατάλληλα για τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη, οφείλουν να τον προειδοποιήσουν σχετικά. Εάν ο πελάτης ή ο δυνητικός πελάτης δεν παρέχει τις παραπάνω πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και

την εμπειρία του ή αν παρέχει ανεπαρκείς σχετικές πληροφορίες, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να τον προειδοποιήσουν ότι η απόφασή του αυτή δεν τους επιτρέπει να κρίνουν κατά πόσον η προσφερόμενη ή ζητούμενη επενδυτική υπηρεσία ή το προσφερόμενο ή ζητούμενο χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα για αυτόν.

3.2.3.3 Διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς

Γνωστοποίηση συναλλαγών και καταχώρηση στοιχείων

Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να τηρούν στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για πέντε (5) τουλάχιστον χρόνια, τα στοιχεία σχετικά με τις συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν διενεργήσει, είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό πελατών. Στην περίπτωση των συναλλαγών για λογαριασμό πελατών, τα αρχεία περιέχουν όλες τις πληροφορίες σχετικά με την ταυτότητα του πελάτη, καθώς και τις πληροφορίες που ζητούνται σύμφωνα με το ν. 2331/1995, για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.

Αντίστοιχα, οι ΕΠΕΥ οι οποίες εδρεύουν στην Ελλάδα ή λειτουργούν με υποκατάστημα στην Ελλάδα και εκτελούν συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά γνωστοποιούν τις συναλλαγές αυτές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το ταχύτερο δυνατόν, και το αργότερο εντός της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Η υποχρέωση αυτή ισχύει και για συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά οι οποίες διενεργήθηκαν εκτός οργανωμένης αγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαβιβάζει τη γνωστοποίηση που λαμβάνει από υποκαταστήματα ΕΠΕΥ, οι οποίες έχουν την έδρα τους σε άλλο κράτος – μέλος, στην αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής της ΕΠΕΥ, εκτός αν αυτές δηλώσουν ότι δεν επιθυμούν να λαμβάνουν τη γνωστοποίηση αυτή.

Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)

Ως Πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) νοείται το πολυμερές σύστημα που το διαχειρίζεται Ε.Π.Ε.Υ ή πιστωτικό ίδρυμα ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συντελείται μηχανισμός αγοραπωλησιών χρηματοπιστωτικών μέσων εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια.

Γνωστοποίηση συστηματικού εσωτερικοποιητή

Η «εσωτερικοποίηση εντολών», αφορά δραστηριότητα των ΕΠΕΥ κατά την οποία συναλλάσσεται με τους πελάτες της για ίδιο λογαριασμό και λαμβάνει χώρα ως συνδυασμός δύο υπηρεσιών: εκτέλεση εντολών (για τον πελάτη) και συναλλαγή για ίδιο (για την ΕΠΕΥ). Ως συστηματικός εσωτερικοποιητής νοείται ο εσωτερικοποιητής, ο οποίος εσωτερικοποιεί εντολές κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά.

Ο Εκτελεστικός Κανονισμός προβλέπει ότι για να θεωρηθεί συστηματική η εσωτερικοποίηση πρέπει να πληρούνται τα ακόλουθα κριτήρια, τα οποία καταδεικνύουν ότι αυτή ασκείται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνό και συστηματικό:

- α) η δραστηριότητα διαδραματίζει ουσιαστικό εμπορικό ρόλο για την επιχείρηση και ασκείται με κανόνες και διαδικασίες που δεν συνεπάγονται διακριτική μεταχείριση,
- β) η δραστηριότητα ασκείται από προσωπικό ή αυτοματοποιημένο τεχνικό σύστημα που ορίζεται ειδικά για το σκοπό αυτό, ανεξαρτήτως του αν το εν λόγω προσωπικό ή σύστημα χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για το σκοπό αυτό,
- γ) η δραστηριότητα είναι διαθέσιμη στους πελάτες σε τακτική ή συνεχή βάση.

Η επιχείρηση επενδύσεων παύει να αποτελεί συστηματικό εσωτερικοποιητή για μία ή περισσότερες μετοχές εάν παύσει να ασκεί την παραπάνω δραστηριότητα για τις εν λόγω μετοχές, υπό την προϋπόθεση ότι έχει προαναγγείλει ότι προτίθεται να παύσει τη δραστηριότητα αυτή μέσω των ίδιων ανακοινώσεων που χρησιμοποιεί για τη δημοσίευση και των εντολών της ή, όταν αυτό δεν είναι δυνατόν, με τρόπο εξίσου προσβάσιμο στους πελάτες της και στους υπόλοιπους συμμετέχοντες στην αγορά.

Αντίστοιχα, οι ΑΕΠΕΥ γνωστοποιούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την πρόθεσή τους να ενεργούν ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές αναφέροντας τις μετοχές για τις οποίες θα ενεργούν με αυτή την ιδιότητα. Ανάλογα, τα πιστωτικά ιδρύματα που προτίθενται να ενεργούν ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές γνωστοποιούν την πρόθεσή τους και στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Υποχρεώσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας των συστηματικών εσωτερικοποιητών

Οι ΑΕΠΕΥ που δραστηριοποιούνται ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές σε μετοχές που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά ανακοινώνουν δημόσια τιμές στις οποίες

δεσμεύονται να καταρτίζουν συναλλαγές στις μετοχές αυτές και επικαιροποιούν τακτικά την τιμή αυτή. Η υποχρέωση αυτή ισχύει ως προς μετοχές για τις οποίες υπάρχει ρευστή αγορά. Για μετοχές όπου δεν υπάρχει ρευστή αγορά, οι ΑΕΠΕΥ γνωστοποιούν τιμή στην οποία δεσμεύονται να καταρτίσουν συναλλαγές μόνο μετά από αίτημα των πελατών τους.

Παράλληλα αποφασίζουν το μέγεθος (αριθμό μετοχών) ή τα μεγέθη για τα οποία ορίζουν τιμή ή τιμές, αντίστοιχα, στις οποίες δεσμεύονται να καταρτίζουν συναλλαγές αγοράς ή/και πώλησης. Οι τιμές πρέπει να αντανakλούν τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά για κάθε μετοχή.

Κατάρτιση συναλλαγών από συστηματικούς εσωτερικοποιητές

Οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές εκτελούν στην ανακοινωθείσα τιμή τις εντολές που λαμβάνουν από τους ιδιώτες και επαγγελματίες πελάτες τους σε μετοχές αναφορικά με τις οποίες λειτουργούν ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές.

Για τους επαγγελματίες πελάτες μπορούν σε δικαιολογημένες περιπτώσεις να εκτελούν τις εντολές που λαμβάνουν σε καλύτερη τιμή εφόσον:

(α) η τιμή αυτή βρίσκεται εντός εύρους που δεν απέχει από τις συνθήκες της αγοράς και

(β) οι εντολές έχουν μεγαλύτερο μέγεθος από το μέγεθος των εντολών που δίνουν κατά κανόνα οι ιδιώτες επενδυτές.

Οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές μπορούν να επιλέγουν με αντικειμενικό τρόπο και χωρίς διακρίσεις βάσει της εμπορικής τους πολιτικής, τους επενδυτές στους οποίους δίνουν πρόσβαση στις τιμές που ανακοινώνουν, εφαρμόζοντας παράλληλα διακριτά πρότυπα διαχείρισης της πρόσβασης. Επίσης, μπορούν να αρνούνται να συνάψουν εμπορικές σχέσεις με επενδυτές, ή να τις διακόπτουν, βασιζόμενοι σε εμπορικά κριτήρια, όπως η πιστοληπτική ικανότητα του επενδυτή, ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου και ο τελικός διακανονισμός της συναλλαγής.

Υποχρεώσεις μετασυναλλακτικής διαφάνειας για συναλλαγές εκτός οργανωμένης αγοράς ή Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)

Οι ΑΕΠΕΥ που καταρτίζουν για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό πελατών τους εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ συναλλαγές σε μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, δημοσιοποιούν τουλάχιστον τον όγκο και την τιμή των συναλλαγών τους και το χρονικό σημείο κατάρτισής τους. Τα στοιχεία αυτά δημοσιοποιούνται όσο το δυνατόν πιο κοντά στο χρόνο κατάρτισης κάθε συναλλαγής, με λογικούς εμπορικούς όρους και με τρόπο εύκολα προσιτό στους λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά.

Έλεγχος της συμμόρφωσης με τους κανόνες του Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή της οργανωμένης αγοράς

Οι ΑΕΠΕΥ και οι διαχειριστές αγοράς που διαχειρίζονται ΠΜΔ ή οργανωμένη αγορά οφείλουν:

(α) να δημιουργούν και να εφαρμόζουν αποτελεσματικούς μηχανισμούς και διαδικασίες σχετικά με το συγκεκριμένο ΠΜΔ ή την οργανωμένη αγορά για την τακτική παρακολούθηση της συμμόρφωσης των χρηστών με τους κανόνες τους,

(β) να παρακολουθούν τις συναλλαγές, που καταρτίζονται στα συστήματά τους, προκειμένου να εντοπίζονται οι παραβάσεις των κανόνων ή ανώμαλες συνθήκες διαπραγμάτευσης και συμπεριφορές που ενδέχεται να συνιστούν κατάχρηση της αγοράς,

(γ) να αναφέρουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τις σημαντικές παραβάσεις των κανόνων τους, και

(δ) να διαβιβάζουν άμεσα, χωρίς καθυστέρηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τις σχετικές πληροφορίες για τη διερεύνηση των περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς και να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποστήριξη για τη διερεύνηση των περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς που έχουν επιχειρηθεί μέσω των συστημάτων τους.

Υποχρεώσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας για τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και τις οργανωμένες αγορές

Οι ΑΕΠΕΥ και οι διαχειριστές αγοράς που διαχειρίζονται ΠΜΔ ή οργανωμένη αγορά οφείλουν να δημοσιοποιούν τουλάχιστον τις τρέχουσες τιμές προσφοράς και ζήτησης

και το εύρος του συναλλακτικού ενδιαφέροντος στις τιμές που ανακοινώνονται μέσω των συστημάτων τους για μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Τα στοιχεία αυτά πρέπει να διατίθενται στο επενδυτικό κοινό με λογικούς εμπορικούς όρους και με συνεχή ροή κατά τις κανονικές ώρες συναλλαγών.

Υποχρεώσεις μετασυναλλακτικής διαφάνειας για τους ΠΜΔ και τις οργανωμένες αγορές
Ανάλογα, οι ΑΕΠΕΥ και οι διαχειριστές αγοράς που διαχειρίζονται ΠΜΔ ή οργανωμένη αγορά οφείλουν να δημοσιοποιούν τουλάχιστον την τιμή, τον όγκο και το χρόνο των συναλλαγών που εκτελούνται στα πλαίσια των συστημάτων τους σε μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Τα στοιχεία αυτά δημοσιοποιούνται με λογικούς εμπορικούς όρους και, όσο το δυνατόν πλησιέστερα στο χρόνο κατάρτισης κάθε συναλλαγής.

Διατάξεις για τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης ή διακανονισμού

Οι ΕΠΕΥ και οι διαχειριστές αγοράς που διαχειρίζονται ΠΜΔ ή οργανωμένη αγορά, μπορούν να συνάπτουν κατάλληλες συμφωνίες για την εκκαθάριση ή το διακανονισμό των συναλλαγών που διενεργούν οι συμμετέχοντες στα πλαίσια των συστημάτων τους, με κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, φορέα εκκαθάρισης, ή σύστημα διακανονισμού που είναι εγκατεστημένο στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος – μέλος. Η εκκαθάριση των συναλλαγών που καταρτίζονται σε ΠΜΔ ή σε οργανωμένη αγορά ολοκληρώνεται το αργότερο μέσα σε τρεις (3) εργάσιμες ημέρες από την κατάρτισή τους.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να φέρει ένσταση στη χρήση κεντρικού αντισυμβαλλομένου ή φορέα εκκαθάρισης ή συστήματος διακανονισμού που είναι εγκατεστημένο στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος – μέλος, μόνο σε περίπτωση που αυτό κριθεί αναγκαίο για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας του συγκεκριμένου ΠΜΔ ή της οργανωμένης αγοράς.

3.2.4 Ελευθερία εγκατάστασης και ελευθερία παροχής υπηρεσιών

Με την εισαγωγή της MiFID, διευρύνθηκε το φάσμα τόσο των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που απολαμβάνουν αμοιβαίας αναγνώρισης («κοινοτικό

διαβατήριο»), όσο και των χρηματοπιστωτικών μέσων αλλά και την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών όπου επιτρέπεται η αμοιβαία αναγνώριση.

«Κοινοτικό Διαβατήριο» σημαίνει ότι ΕΠΕΥ που έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους – μέλους σύμφωνα με τις διατάξεις του εθνικού δικαίου με τις οποίες αυτό κράτος προσαρμόστηκε στην Οδηγία 2004/39/EK, μπορεί να παρέχει ελεύθερα επενδυτικές υπηρεσίες και να ασκεί ελεύθερα επενδυτικές δραστηριότητες στην Ελλάδα χωρίς εγκατάσταση, εφόσον αυτές οι υπηρεσίες και δραστηριότητες καλύπτονται από την άδεια λειτουργίας της. Αυτό πιστοποιείται μετά τη διαβίβαση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικής γνωστοποίησης από την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής.

Επίσης, οι ΑΕΠΕΥ που επιθυμούν να παράσχουν για πρώτη φορά επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες στο έδαφος άλλου κράτους – μέλους χωρίς εγκατάσταση ή να τροποποιήσουν το φάσμα των υπηρεσιών που ασκούν με τον τρόπο αυτό, ανακοινώνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

(α) το κράτος – μέλος στο οποίο προτίθεται να παρέχει υπηρεσίες ή να ασκεί δραστηριότητες και,

(β) το πρόγραμμα δραστηριοτήτων, το οποίο αναφέρει ιδίως τις επενδυτικές υπηρεσίες ή δραστηριότητες που σκοπεύει να παρέχει και να ασκεί, καθώς και το αν σκοπεύει να χρησιμοποιεί συνδεδεμένους αντιπροσώπους στο έδαφος των κρατών – μελών στα οποία προτίθεται να παρέχει υπηρεσίες.

Η ΑΕΠΕΥ μπορεί να αρχίσει να παρέχει και να ασκεί τις σχετικές επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες στο κράτος – μέλος υποδοχής μετά τη διαβίβαση στην αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους υποδοχής, των πληροφοριών αυτών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στην οποία έχει εξ' αρχής καταθέσει όλα τα απαραίτητα στοιχεία και τις πληροφορίες καθώς επίσης και κάθε μεταβολή επί των αρχικών στοιχείων που μπορεί να προκύψει μεταγενέστερα.

Στον αντίποδα, οι ΕΠΕΥ και οι διαχειριστές αγοράς άλλων κρατών – μελών που διαχειρίζονται ΠΜΔ επιτρέπεται να εγκαθιστούν στην Ελλάδα κατάλληλες υποδομές για να διευκολύνουν την πρόσβαση και τη χρήση των συστημάτων τους από εξ αποστάσεως χρήστες ή συμμετέχοντες που είναι εγκατεστημένοι στην Ελλάδα, αφού

κοινοποιηθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετική ανακοίνωση της αρμόδιας αρχής του κράτους – μέλους καταγωγής. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επίσης, μπορεί να ζητήσει από την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής να της γνωστοποιήσει την ταυτότητα των εγκατεστημένων στο κράτος – μέλος καταγωγής των μελών ή των συμμετεχόντων στον ΠΜΔ.

Εγκατάσταση υποκαταστήματος στην Ελλάδα

ΕΠΕΥ που έχει άδεια λειτουργίας από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους – μέλους σύμφωνα με τις διατάξεις του εθνικού δικαίου, με τις οποίες το κράτος αυτό προσαρμόστηκε στην Οδηγία 2004/39/EK, μπορεί να παρέχει στην Ελλάδα, με την εγκατάσταση υποκαταστήματος, επενδυτικές υπηρεσίες και να ασκεί επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες καλύπτονται από την άδεια λειτουργίας της, μετά τη σχετική γνωστοποίηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προς την ΕΠΕΥ.

Η ΕΠΕΥ εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για την τήρηση των νομικών διατάξεων και μπορεί να ζητεί τη λήψη των απαραίτητων μέτρων για τη συμμόρφωση του υποκαταστήματος προς τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις διατάξεις αυτές όσον αφορά τις επενδυτικές δραστηριότητες που ασκεί το υποκατάστημα στην Ελλάδα, όταν αυτές δεν τηρούνται.

Ανάλογα, οι ΕΠΕΥ που έχουν εγκαταστήσει υποκαταστήματα στην Ελλάδα υποχρεούνται να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για τον έλεγχο της συμμόρφωσής τους με τις διατάξεις που ισχύουν γι' αυτές.

Εγκατάσταση υποκαταστήματος σε άλλο κράτος – μέλος

ΑΕΠΕΥ που επιθυμεί να εγκαταστήσει υποκατάστημα σε άλλο κράτος – μέλος γνωστοποιεί προηγουμένως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

(α) τα κράτη – μέλη στο έδαφος των οποίων προτίθεται να εγκαταστήσει υποκατάστημα,

(β) το πρόγραμμα δραστηριοτήτων στο οποίο αναφέρονται ιδίως οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες, η οργανωτική διάρθρωση του υποκαταστήματος, καθώς και αν προβλέπεται να χρησιμοποιηθούν συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι,

(γ) τη διεύθυνση του υποκαταστήματος στο κράτος – μέλος υποδοχής από την οποία μπορούν να ζητηθούν έγγραφα και,

(δ) τα ονόματα των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τη διοίκηση του υποκαταστήματος.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς γνωστοποιεί στην αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους υποδοχής τις απαραίτητες πληροφορίες και λεπτομέρειες που έχει λάβει από την ΑΕΠΕΥ και εφόσον δεν συντρέχουν λόγοι να αμφιβάλλει για την επάρκεια της διοικητικής οργάνωσης ή της χρηματοοικονομικής κατάστασης ΑΕΠΕΥ.

Το υποκατάστημα μπορεί να αρχίσει τις δραστηριότητές του στο κράτος – μέλος υποδοχής, μόλις λάβει τη σχετική γνωστοποίηση από την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους υποδοχής.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επίσης ενημερώνει την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους υποδοχής για κάθε μεταβολή που ενδέχεται να της γνωστοποιηθεί από την ΑΕΠΕΥ.

Πρόσβαση στα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης και διακανονισμού

Οι ΕΠΕΥ έχουν δικαίωμα πρόσβασης σε συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης ή διακανονισμού που λειτουργούν στην Ελλάδα για την οριστικοποίηση ή τη διευθέτηση της οριστικοποίησης συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα με τους ίδιους όρους και τα ίδια διαφανή, αντικειμενικά και χωρίς διακρίσεις κριτήρια, τα οποία εφαρμόζονται και στα μέλη των συστημάτων, που έχουν καταστατική έδρα και κεντρική διοίκηση στην Ελλάδα.

Παροχή υπηρεσιών και εγκατάσταση υποκαταστήματος σε τρίτο κράτος

Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθορίζονται οι προϋποθέσεις και η διαδικασία για την εγκατάσταση υποκαταστήματος σε τρίτο, εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης κράτος.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να απαγορεύσει σε ΑΕΠΕΥ την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτο, εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης,

κράτος, εάν κρίνει είτε ότι η άσκηση δραστηριοτήτων σε αυτό το κράτος, είτε ότι η εν γένει οργάνωση, χρηματοοικονομική κατάσταση και τεχνικοοικονομική υποδομή της ΑΕΠΕΥ, θέτουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των επενδυτών.

3.2.5 Ρυθμιζόμενες αγορές

Η Οδηγία διασπά τον κανόνα συγκέντρωσης των εντολών σε χρηματιστήριο και συνακόλουθα καταργεί την παραδοσιακή –για πολλές αγορές της Ευρωζώνης- έννοια του χρηματιστηρίου. Η έννοια αυτή αντικαθίσταται με την έννοια της οργανωμένης αγοράς και του διαχειριστή της. Αυτές μπορεί να είναι μία ή και δύο χωριστές οντότητες. Εξάλλου δημιουργούνται διάφορες «αγορές» από τις οποίες η Οδηγία ρυθμίζει ρητά τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης και τον συστηματικό εσωτερικοποιητή.

Η οργανωμένη ή ρυθμιζόμενη αγορά, είναι ένα πολυμερές σύστημα (δηλαδή ένας μηχανισμός αγοραπωλησιών με πολλούς συμμετέχοντες) που το εκμεταλλεύεται ο διαχειριστής αγοράς και το οποίο χρησιμοποιείται για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων. Έχει λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Τα χρηματιστήρια αποτελούν οργανωμένη ή ρυθμιζόμενη αγορά και υπόκεινται σε συγκεκριμένο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας.

3.2.5.1 Αδειοδότηση και όροι λειτουργίας

Η λειτουργία οργανωμένης αγοράς στην Ελλάδα επιτρέπεται ύστερα από προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η οποία διέπεται από το ελληνικό δίκαιο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ανακαλέσει την άδεια λειτουργίας που χορήγησε σε οργανωμένη αγορά εάν

(α) ο διαχειριστής δεν έχει κάνει χρήση της εντός δώδεκα (12) μηνών από τη χορήγησή της,

(β) η άδεια λειτουργίας αποκτήθηκε με ψευδείς δηλώσεις ή με οποιονδήποτε άλλον παράνομο τρόπο,

(γ) η οργανωμένη αγορά δεν πληροί πλέον τους όρους υπό τους οποίους χορηγήθηκε η άδεια λειτουργίας,

(δ) ο διαχειριστής της αγοράς κατά τη διαχείριση της οργανωμένης αγοράς έχει υποπέσει σε σοβαρές και επανειλημμένες παραβάσεις των διατάξεων του νόμου αυτού και,

(ε) ανακληθεί η άδεια λειτουργίας του διαχειριστή της οργανωμένης αγοράς.

Άδεια λειτουργίας διαχειριστή αγοράς

Ο διαχειριστής αγοράς λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας ύστερα από άδεια λειτουργίας που χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο διαχειριστής ενεργεί στο όνομα και για λογαριασμό της οργανωμένης αγοράς που διαχειρίζεται και ευθύνεται για τη συμμόρφωσή της με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στην ισχύουσα νομοθεσία. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο του διαχειριστή αγοράς ανέρχεται τουλάχιστον σε είκοσι εκατομμύρια (20.000.000) ευρώ.

Για τη χορήγηση της άδειας λειτουργίας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει την αξιοπιστία και την πείρα των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των προσώπων που πραγματικά διευθύνουν τη δραστηριότητα του διαχειριστή αγοράς, ή που είναι επιφορτισμένα με τη διοίκηση και διαχείριση των οργανωμένων αγορών ή των ΠΜΔ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ανακαλέσει την άδεια λειτουργίας διαχειριστή αγοράς εάν:

(α) ο διαχειριστής δεν έχει κάνει χρήση της άδειας λειτουργίας εντός δώδεκα (12) μηνών από τη χορήγησή της,

(β) η άδεια λειτουργίας αποκτήθηκε με ψευδείς δηλώσεις ή με οποιονδήποτε άλλον παράνομο τρόπο,

(γ) ο διαχειριστής δεν πληροί πλέον τους όρους υπό τους οποίους του χορηγήθηκε η άδεια λειτουργίας και,

(δ) ο διαχειριστής έχει υποπέσει σε σοβαρές και επανειλημμένες παραβάσεις του νόμου αυτού.

Οργανωμένες αγορές στην Ελλάδα είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών που είναι διαχειριστής αξιών και παραγώγων.

Οργανωτικές προϋποθέσεις

Η οργανωμένη αγορά πρέπει κατ' ελάχιστο:

(α) να εφαρμόζει μηχανισμούς για τον εντοπισμό και τη διαχείριση των ενδεχόμενων δυσμενών συνεπειών για τη λειτουργία της ή για τα μέλη της,

(β) να διαθέτει κατάλληλα μέσα που να της επιτρέπουν να διαχειρίζεται τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένη και να εφαρμόζει κατάλληλους μηχανισμούς και συστήματα για τον εντοπισμό όλων των σημαντικών για τη λειτουργία της κινδύνων

(γ) να έχει μηχανισμούς που να επιτρέπουν την ορθή διαχείριση των τεχνικών λειτουργιών του συστήματος,

(δ) να εφαρμόζει διαφανείς κανόνες και διαδικασίες που να εξασφαλίζουν τη δίκαιη και εύρυθμη διεξαγωγή των συναλλαγών, και να έχει διατυπώσει αντικειμενικά κριτήρια για την αποτελεσματική εκτέλεση των εντολών,

(ε) να έχει αποτελεσματικούς μηχανισμούς που να επιτρέπουν την αποτελεσματική και έγκαιρη οριστικοποίηση των συναλλαγών που εκτελούνται στα πλαίσια των συστημάτων της,

(στ) να διαθέτει, κατά το χρόνο της χορήγησης της άδειας λειτουργίας της και σε μόνιμη βάση, επαρκείς χρηματοπιστωτικούς πόρους για να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της,

(ζ) να διαθέτει Κανονισμό λειτουργίας με τον οποίο να ρυθμίζονται ιδίως θέματα σχετικά με τις υποχρεώσεις των μελών της οργανωμένης αγοράς.

Εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση

Ο Κανονισμός της οργανωμένης αγοράς περιλαμβάνει σαφείς και διαφανείς κανόνες για την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση. Πρόκειται για διατάξεις μέγιστης εναρμόνισης και εθνική ρύθμιση δεν επιτρέπεται.

Οι κανόνες αυτοί διασφαλίζουν ιδίως ότι:

- α) κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο που εισάγεται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά επιδέχεται δίκαιης, ομαλής και αποτελεσματικής διαπραγμάτευσης,
- β) προκειμένου, περί κινητών αξιών, ότι είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες,
- γ) προκειμένου περί παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων ότι οι όροι των συμβολαίων των παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων επιτρέπουν την ομαλή διαμόρφωση των τιμών του, καθώς και την ύπαρξη αποτελεσματικών όρων διακανονισμού.

Ο Κανονισμός της οργανωμένης αγοράς περιλαμβάνει επίσης ρυθμίσεις:

- α) για την εξακρίβωση της συμμόρφωσης των εκδοτών με τις υποχρεώσεις για την αρχική, διαρκή και κατά περίπτωση δημοσιοποίηση των πληροφοριών.
- β) για τη διευκόλυνση της πρόσβασης των μελών της στις πληροφορίες που δημοσιοποιούνται σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία.
- γ) για τον τακτικό έλεγχο της συμμόρφωσης με τους όρους εισαγωγής των χρηματοπιστωτικών μέσων που δέχεται προς διαπραγμάτευση.

3.2.5.2 Πρόσβαση στη ρυθμιζόμενη αγορά

Ο Κανονισμός της οργανωμένης αγοράς περιλαμβάνει διαφανείς κανόνες, οι οποίοι βασίζονται σε αντικειμενικά κριτήρια, όσον αφορά την πρόσβαση στην οργανωμένη

αγορά και ορίζουν τις υποχρεώσεις που έχουν τα μέλη της οργανωμένης αγοράς που απορρέουν από:

(α) τη διενέργεια των συναλλαγών,

(β) τα επαγγελματικά πρότυπα προς τα οποία πρέπει να συμμορφώνεται το προσωπικό των μελών της οργανωμένης αγοράς,

(γ) τις διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών που διενεργούνται στην οργανωμένη αγορά,

(δ) τους όρους που ισχύουν για τα μέλη της που δεν είναι ΕΠΕΥ ή πιστωτικά ιδρύματα.

Οι οργανωμένες αγορές μπορούν να δέχονται ως μέλη ΕΠΕΥ, πιστωτικά ιδρύματα αλλά και άλλα πρόσωπα τα οποία να διαθέτουν τα εχέγγυα ικανότητας, επαρκές επίπεδο συναλλακτικής ικανότητας και επάρκειας, συνολικές και σωστές οργανωτικές ρυθμίσεις και επαρκή μέσα για το ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν.

Προβλέπεται επίσης, η άμεση ή η εξ' αποστάσεως συμμετοχή των ΕΠΕΥ, εφόσον οι διαδικασίες και τα συστήματα διαπραγμάτευσης της αγοράς δεν απαιτούν αυτοπρόσωπη παρουσία για τη διενέργεια συναλλαγών.

Οργανωμένες αγορές που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από άλλο κράτος – μέλος μπορούν να δημιουργήσουν κατάλληλα συστήματα στην Ελλάδα για να διευκολύνουν την πρόσβαση και τη διενέργεια συναλλαγών από τα μέλη ή τους συμμετέχοντες που είναι εγκατεστημένοι στην Ελλάδα.

3.2.5.3 Προϋποθέσεις διαφάνειας πριν και μετά τη διαπραγμάτευση

Εμπορία στοιχείων και δεδομένων συναλλαγών

Η εμπορία και γενικά η κατ' επάγγελμα άμεση ή έμμεση διάθεση, μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων, των στοιχείων και δεδομένων των συναλλαγών που συνάπτονται σε οργανωμένη αγορά, όπως ιδίως των τιμών των συναλλαγών, του όγκου τους, των

τιμών ζήτησης και προσφοράς επιτρέπεται μόνο ύστερα από έγγραφη άδεια της οργανωμένης αγοράς, με την οποία καθορίζονται οι όροι υπό τους οποίους μπορεί να παρέχονται οι πληροφορίες και τα στοιχεία αυτά, ο τρόπος με τον οποίο διοχετεύονται, το εύρος της πληροφόρησης, καθώς και η αμοιβή της οργανωμένης αγοράς.

3.2.6 Αρμόδιες αρχές

3.2.6.1 Ορισμός, εξουσίες και διαδικασίες προσφυγής

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των άρθρων 12 έως 15, 19 και 29 από πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες αρμόδια είναι η Τράπεζα της Ελλάδος.

Στο πλαίσιο της εποπτείας που ασκεί, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διενεργεί γενικούς ή ειδικούς, επιτόπιους ελέγχους στους εποπτευόμενους φορείς, ιδίως στις περιπτώσεις που υπάρχουν ενδείξεις παραβατικής συμπεριφοράς.

Η Τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να ελέγχει τα πιστωτικά ιδρύματα ως προς την εφαρμογή των διατάξεων ως προς τις οποίες έχει αρμοδιότητες εποπτείας. Στο πλαίσιο της εποπτείας αυτής, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει τις εξουσίες ελέγχου που της παρέχει ο νόμος 3601/2007.

Συνεργασία αρμόδιων αρχών

Η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεργάζονται για την αποτελεσματική άσκηση της εποπτείας επί των ΕΠΕΥ και επί των πιστωτικών ιδρυμάτων και παρέχει η μία στην άλλη κάθε αναγκαία συνδρομή για την εκτέλεση των καθηκόντων της, σύμφωνα με τις ειδικότερες διατάξεις του νόμου και σύμφωνα με όσα προβλέπονται σε ειδικό Μνημόνιο Συνεργασίας.

Διοικητικές κυρώσεις

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η Τράπεζα της Ελλάδος κατά περίπτωση μπορεί να ανακοινώνει δημόσια οποιαδήποτε μέτρα ή κυρώσεις επιβάλλονται σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του νόμου 3606/2007, των κανονιστικών πράξεων που

θεσπίζονται κατ' εξουσιοδότηση αυτών των διατάξεων, καθώς και των εκτελεστικών μέτρων της Οδηγίας 2004/39/EK, εκτός εάν, λαμβάνοντας υπόψη την ανάγκη προστασίας των επενδυτών, η ανακοίνωση αυτή ενδέχεται να διαταράξει σοβαρά τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων ή να προκαλέσει δυσανάλογη ζημία στα ενδιαφερόμενα μέρη.

Εξωδικαστική επίλυση διαφορών

Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να συνεργάζονται με φορείς που είναι επιφορτισμένοι για την υποβολή καταγγελιών και παραπόνων από πελάτες τους, με σκοπό την εξωδικαστική επίλυση των διαφορών που αφορούν στην παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών.

Επαγγελματικό απόρρητο

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κάθε πρόσωπο που ασκεί ή έχει ασκήσει δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και οι εντεταλμένοι σε αυτήν ελεγκτές ή εμπειρογνώμονες υποχρεούνται στην τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου.

3.2.6.2 Συνεργασία μεταξύ αρμοδίων αρχών διαφορετικών κρατών μελών και με τρίτες χώρες Υποχρέωση συνεργασίας

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεργάζεται με τις αρμόδιες αρχές των κρατών – μελών, εφόσον αυτό είναι αναγκαίο για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, καθώς και παρέχει συνδρομή στις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών – μελών, ιδίως με την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία, στο πλαίσιο ερευνών.

Στην περίπτωση όπου, οργανωμένη αγορά, η οποία έχει εγκαταστήσει μηχανισμούς στην Ελλάδα, έχει αποκτήσει ουσιώδη σημασία για τη λειτουργία της αγοράς κινητών αξιών και την προστασία των επενδυτών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής της οργανωμένης αγοράς συνάπτουν ανάλογες συμφωνίες συνεργασίας.

Εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει βάσιμες υπόνοιες ότι πράξεις αντίθετες προς το νόμο αυτόν διαπράττονται ή έχουν διαπραχθεί στο έδαφος άλλου κράτους – μέλους από επιχειρήσεις που δεν υπόκεινται στην εποπτεία της, γνωστοποιεί το γεγονός αυτό

με τον πιο λεπτομερή δυνατό τρόπο στην αρμόδια αρχή του άλλου κράτους – μέλους προκειμένου να λάβει εκείνη τα κατάλληλα μέτρα.

Συνεργασία σε δραστηριότητες εποπτείας

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ζητήσει τη συνεργασία της αρμόδιας αρχής άλλου κράτους – μέλους κατά τη διενέργεια έρευνας. Επιπρόσθετα, μπορεί να ζητήσει από ΕΠΕΥ, που αποτελούν εξ αποστάσεως μέλη οργανωμένης αγοράς, οποιοδήποτε στοιχείο κρίνει απαραίτητο και ενημερώνει σχετικά την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής του εξ αποστάσεως μέλους.

Ανταλλαγή πληροφοριών

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανταλλάσσει αμέσως όλες τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκπλήρωση των καθηκόντων των αρμόδιων αρχών των κρατών – μελών.

Άρνηση συνεργασίας

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, παρά την υποβολή αίτησης αρμόδιας αρχής άλλου κράτους – μέλους για συνεργασία σε έρευνα, σε επιτόπια εξακρίβωση ή σε άλλη δραστηριότητα εποπτείας να αρνηθεί την ανταλλαγή πληροφοριών και κάθε ενέργεια που προβλέπεται εάν:

- (α) η έρευνα ή η ανταλλαγή πληροφοριών ενδέχεται να προσβάλει την κυριαρχία, την ασφάλεια ή τη δημόσια τάξη της Ελλάδος,
- (β) έχει ήδη κινηθεί δικαστική διαδικασία για τα ίδια πραγματικά περιστατικά και κατά των ιδίων προσώπων ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων,
- (γ) έχει εκδοθεί τελεσίδικη απόφαση ελληνικού δικαστηρίου για τα ίδια πρόσωπα και για τα ίδια πραγματικά περιστατικά.

Αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη λήψη προληπτικών μέτρων

Εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαπιστώσει ότι ΕΠΕΥ που ασκεί δραστηριότητες στην Ελλάδα υπό καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών ή ότι ΕΠΕΥ που έχει υποκατάστημα στην Ελλάδα παραβαίνει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις διατάξεις του νόμου, ενημερώνει σχετικά την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής. Εάν, παρά τα μέτρα που λαμβάνει η αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους

καταγωγής ή εφόσον τα μέτρα αυτά αποδειχθούν ανεπαρκή, η ΕΠΕΥ συνεχίζει να ενεργεί με τρόπο που είναι σαφώς επιζήμιος για τα συμφέροντα των επενδυτών ή για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών στην Ελλάδα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφού ενημερώσει την αρμόδια αρχή του κράτους – μέλους καταγωγής, λαμβάνει όλα τα κατάλληλα μέτρα που είναι αναγκαία για να προστατεύσει τους επενδυτές και να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών. Στα μέτρα αυτά περιλαμβάνεται η δυνατότητα να απαγορεύει στις ΕΠΕΥ τη διενέργεια συναλλαγών στην Ελλάδα.

Ανταλλαγή πληροφοριών με τρίτες χώρες

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να συνάπτει συμφωνίες συνεργασίας για την ανταλλαγή πληροφοριών με τις αρμόδιες αρχές τρίτων κρατών εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων τους εφόσον οι πληροφορίες που ανακοινώνονται καλύπτονται από εγγυήσεις επαγγελματικού απορρήτου τουλάχιστον ισοδύναμες με αυτές που προβλέπονται στο άρθρο 63 του νόμου αυτού. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διαβιβάζει δεδομένα προσωπικού χαρακτήρα σε τρίτη χώρα σύμφωνα με το άρθρο 9 του νόμου 2472/1997.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

4.1 Οργανωμένες αγορές και φορείς διαχείρισής τους.

Η οργανωμένη ή ρυθμιζόμενη αγορά είναι ένα πολυμερές σύστημα (δηλαδή ένας μηχανισμός αγοραπωλησιών με πολλούς συμμετέχοντες) που το εκμεταλλεύεται ο διαχειριστής αγοράς και το οποίο χρησιμοποιείται για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων. Έχει λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Τα χρηματιστήρια αποτελούν οργανωμένη ή ρυθμιζόμενη αγορά και υπόκεινται σε συγκεκριμένο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας. Η οργανωμένη αγορά για να λειτουργήσει θα πρέπει ο διαχειριστής να λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

4.1.1 Προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας διαχειριστή οργανωμένης αγοράς

Για να λάβει άδεια λειτουργίας ο διαχειριστής, πρέπει να είναι:

- νομικό πρόσωπο
- να κατέχει αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 20.000.000 Ευρώ
- να γίνει έλεγχος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της αξιοπιστίας και πείρας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των προσώπων που πραγματικά διευθύνουν την δραστηριότητα του διαχειριστή και των μετόχων με ειδική συμμετοχή
- να διενεργούνται έκτακτοι και τακτικοί έλεγχοι από δύο ορκωτούς ελεγκτές των σημαντικών συμμετοχών στον διαχειριστή

- να υπόκεινται σε προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για μεταβίβαση μετοχών με συνέπεια το ποσοστό συμμετοχής μετόχου να φθάνει ή να υπερβαίνει το 20, 1/3, 50% ή 2/3 του μετοχικού κεφαλαίου

Οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών που είναι ο Διαχειριστής Αξιών και Παραγώγων.

4.2 Ιστορική εξέλιξη και διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.)

Στην Ελλάδα η σημαντικότερη πρωτογενής και δευτερογενής αγορά, είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Το Χ.Α. ιδρύθηκε το 1876 σαν αυτόνομος κανονιστικά φορέας, με αντικείμενα διαπραγμάτευσης τις ομολογίες των Εθνικών Δανείων και τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδας. Το 1988 το Χ.Α. εκσυγχρονίζεται (Ν.1806) με την εισαγωγή των θεσμών της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας (ΑΧΕ), του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, και της Παράλληλης Αγοράς, ενώ το 1991 ιδρύεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ν.1969). Το 1995 το Χρηματιστήριο μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρεία (Ν.2324), με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο, ενώ το 1997 το Χ.Α. ιδιωτικοποιείται (Ν.2533) με το Ελληνικό Δημόσιο να διαθέτει με ιδιωτική τοποθέτηση το 34,67% του μετοχικού κεφαλαίου σε επιλεγμένους επενδυτές. Το 1999 αποφασίσθηκε η εισαγωγή των μετοχών του Χ.Α.Α. στην Κύρια Αγορά του Χ.Α. και το 2000 ιδρύεται εταιρεία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. (Ε.Χ.Α.Ε.), η οποία εισήχθη προς διαπραγμάτευση τον Αύγουστο του 2000. Οι εταιρείες που αποτελούσαν την Ε.Χ.Α.Ε. παλαιότερα ήταν:

- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.
- Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.
- Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.
- Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε.
- Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε.

- Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε.
- Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών

Το Χ.Α. διοικείται από 11μελές Διοικητικό Συμβούλιο, με τριετή θητεία που αποτελείται από Εκπροσώπους του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, Εκπροσώπους των χρηματιστηριακών εταιρειών, Εκπροσώπους των εργαζομένων στο Χ.Α., Εκπροσώπους της Τράπεζας της Ελλάδας, Εκπροσώπους της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, και Εκπροσώπους του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών. Λειτουργεί σε δύο κατευθύνσεις, με δύο εκτελεστικούς Αντιπροέδρους:

- Διεύθυνση Συναλλαγών & Παρακολούθησης της Αγοράς, Διεύθυνση Εισηγμένων Τίτλων (παρακολούθηση των συναλλαγών, λειτουργία και υποστήριξη των αγορών του Χ.Α., η εισαγωγή νέων τίτλων, η παρακολούθηση των εταιρειών και των υποχρεώσεών τους ως εισηγμένων στο Χ.Α.)
- Διεύθυνση Διοικητικού, και Διευθύνσεις Μάρκετινγκ, Πωλήσεων, Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης, Διεύθυνση Οικονομικού.

Επίσης, στο Χ.Α. λειτουργούν πέντε αγορές αξιών:

- αγορά μετοχών
- αγορά παραγώγων
- αγορά ομολόγων
- πλατφόρμα εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών [Over the Counter (OTC)]
- εναλλακτική Αγορά (EN.A)

δαιρούμενες σε τρεις κατηγορίες:

- μεγάλης κεφαλαιοποίησης

- μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης
- χαμηλή διασποράς και ειδικών χαρακτηριστικών

4.2.1 Μέλη αγορών του Χ.Α.Α.

Πρόσβαση στις Αγορές του Χ.Α. προς διενέργεια συναλλαγών έχουν τα μέλη σε τοπική ή από απόσταση βάση. Τα μέλη διακρίνονται σε μέλη της αγοράς αξιών και μέλη της αγοράς παραγώγων. Η ιδιότητα αποκτάται ανά αγορά μετά από άδεια του Χ.Α. Η απόκτηση της ιδιότητας του μέλους παρέχει το δικαίωμα πρόσβασης στην αγορά προς διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό πελατών ή για ίδιο λογαριασμό. Τα μέλη μπορούν να ενεργούν ως ειδικοί διαπραγματευτές μετά από άδεια με την ιδιότητα να αποκτάται ανά αγορά και μέσο.

4.2.2 Οι ιδιότητες του Μέλους και του Ειδικού Διαπραγματευτή

Οι ιδιότητες είναι προσωποπαγείς, δεν μεταβιβάζονται και δεν εκχωρούνται σε τρίτο. Σε περίπτωση συγχώνευσης μέλους με απορρόφηση ή εξαγορά του από Ε.Π.Ε.Υ. που δεν είναι μέλος, η Ε.Π.Ε.Υ. για να διαδεχθεί το μέλος με όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την ιδιότητα αυτή οφείλει να αποκτήσει τη σχετική ιδιότητα.

Μέλη των οργανωμένων αγορών μπορεί να είναι:

- Ε.Π.Ε.Υ. και
- Πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών

Επίσης, μπορεί να είναι άλλα πρόσωπα τα οποία διαθέτουν:

- εχέγγυα ήθους και ικανότητας

- επαρκές επίπεδο συναλλακτικής ικανότητας και επάρκειας
- επαρκείς οργανωτικές ρυθμίσεις
- επαρκή μέσα για το ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν, συμπεριλαμβανομένων των διάφορων χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων που τυχόν επιβάλλει η οργανωμένη αγορά για να εγγυάται τον κατάλληλο διακανονισμό των συναλλαγών

Το μέλος ευθύνεται έναντι του Χ.Α. για την εκπλήρωση κάθε υποχρέωσής του που απορρέει από τον κανονισμό. Η ευθύνη αυτή περιλαμβάνει κάθε πράξη ή παράλειψη των οργάνων που το αντιπροσωπεύουν, ιδίως των προσώπων που χρησιμοποιεί για την πρόσβαση στα συστήματα των Αγορών του Χ.Α. προς διενέργεια συναλλαγών.

4.2.3 Κτήση ιδιότητας μέλους Χ.Α.

Το Χ.Α. δέχεται ως μέλη Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν την άδεια εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών ή διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό με καταστατική έδρα στην Ελλάδα ή με υποκατάστημα στην Ελλάδα. Εάν πρόκειται για Ε.Π.Ε.Υ. άλλου κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή κράτους συμβεβλημένου στη συνθήκη για τον Ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο ή τρίτου κράτους, ή από απόσταση, το μέλος πρέπει να έχει διορίσει αντίκλητο στην Αθήνα και να έχει γνωστοποιήσει τα στοιχεία του εγγράφως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χ.Α. και ειδικά για την αγορά αξιών, να έχει διορίσει ένα θεματοφύλακα στην Ελλάδα ως εκπρόσωπό του για κάθε πράξη σχετική με την εκκαθάριση ή να έχει αποκτήσει σύνδεση με το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) της Ε.Χ.Α.Ε.

4.2.4 Γενικές υποχρεώσεις των μελών του Χ.Α.Α.

Το μέλος υποχρεούται κατά την διάρκεια της ιδιότητας του σε:

- διαρκή τήρηση των όρων απόκτησης της ιδιότητας μέλους

- συμμόρφωση προς τις διατάξεις κανονισμού Χ.Α. και της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς
- τήρηση τεχνικών προδιαγραφών συστημάτων πληροφορικής
- τήρηση αρχείου συναλλαγών
- τήρηση συστημάτων εσωτερικού ελέγχου
- εξασφάλιση της δυνατότητας επιτόπιων ελέγχων από το Χ.Α.
- διατήρηση επαρκούς και εκπαιδευμένου προσωπικού
- ακριβή εκτέλεση εντολών πελατών
- αποφυγή προσβολής φήμης ή κύρους άλλων μελών και του Χ.Α.
- απαγόρευση χρήσης τερματικών σταθμών από μη εξουσιοδοτημένα πρόσωπα
- εισαγωγή στο σύστημα εντολών που ανταποκρίνονται στις συνθήκες στις αγορές και στα όρια που θέτει ο κανονισμός
- συνεργασία με το Χ.Α.
- υποβολή στην Ελληνική ή Αγγλική γλώσσα των εγγράφων και των ανακοινώσεων που απευθύνεται προς το Χ.Α.
- διενέργεια των οποιεσδήποτε δημοσιεύσεων του προς το κοινό τουλάχιστον στην Ελληνική ή Αγγλική γλώσσα

4.2.5 Υποχρεώσεις ειδικών διαπραγματευτών Χ.Α.

Η ιδιότητα του ειδικού διαπραγματευτή αποκτάται ανά αγορά και χρηματοπιστωτικό μέσο. Το μέλος πρέπει να πληροί συνολικά τις παρακάτω προϋποθέσεις και να διαθέτει:

- άδεια διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό
- υπηρεσία ειδικής διαπραγμάτευσης με επαρκή οργάνωση και αριθμό πιστοποιημένων διαπραγματευτών
- υπεύθυνο ειδικής διαπραγμάτευσης
- κατάλληλη λογιστική, επιστημονική και τεχνική υποστήριξη
- εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της υπηρεσίας ειδικής διαπραγμάτευσης και των σχέσεων των λοιπών υπηρεσιών
- διάρκεια ανά χρηματοπιστωτικό μέσο το λιγότερο ένα χρόνο με δυνατότητα ανανέωσης για τουλάχιστον ένα χρόνο κάθε φορά μετά από άδεια του Χ.Α.

Η διάρκεια της ειδικής διαπραγμάτευσης ανά χρηματοπιστωτικό μέσο είναι το λιγότερο ένα χρόνο. Μετά την πάροδο ενός χρόνου η άδεια της ειδικής διαπραγμάτευσης στο σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο μπορεί να ανανεωθεί μετά από έγκριση του Χ.Α. για χρονικό διάστημα όχι μικρότερο του ενός χρόνου.

Ο ειδικός διαπραγματευτής οφείλει να συμμορφώνεται σε όλη τη διάρκεια της ειδικής διαπραγμάτευσης με τις διατάξεις του κανονισμού. Σε περίπτωση που ο ειδικός διαπραγματευτής δεν εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του σύμφωνα με τον κανονισμό, ειδοποιείται αυτόματα από το σύστημα και ενημερώνονται σχετικά τα αρμόδια όργανα του Χ.Α.

Σχετικά με τους κανόνες διαφάνειας της ειδικής διαπραγμάτευσης, εκτός από τα βιβλία και στοιχεία που οφείλουν να τηρούν τα μέλη σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις, ο ειδικός διαπραγματευτής τηρεί για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο, για το οποίο ασκεί την ειδική διαπραγμάτευση, αρχείο στο οποίο καταχωρεί σε ημερήσια βάση, τα πλήρη στοιχεία των συναλλαγών που διενεργεί για ίδιο λογαριασμό, καθώς και αρχείο ανεκτέλεστων εντολών ειδικής διαπραγμάτευσης που καταχωρεί στο σύστημα.

4.3 Σύνοψη των αλλαγών του Κανονισμού Χ.Α.

Στα πλαίσια της διαδικασίας ενσωμάτωσης των αλλαγών που επέφερε ο Νόμος 3606/2007, το τρίπτυχο των αλλαγών στο οποίο επικεντρώθηκε το Χρηματιστήριο Αθηνών, αφορούσε στη συμβατότητα με το θεσμικό πλαίσιο της MiFID, στον εκσυγχρονισμό του χρηματιστηριακού θεσμού και στην ανταγωνιστικότητα με τις ξένες αγορές και τις εξωχρηματιστηριακές πρακτικές.

Η σειρά των αλλαγών στον Κανονισμό του Χ.Α. οι οποίες ενσωμάτωσαν τις νέες διατάξεις της MiFID, με στόχο την ενίσχυση μέσω αυτών του βάθους της αγοράς, έγιναν αποδεκτές από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αυτές κατανεμήθηκαν όπως πιο κάτω:

Όσον αφορά στα Μέλη:

1. Ενσωμάτωση των ιδιοτήτων Παραγγελιοδόχου και Διαπραγματευτή στη νέα ενιαία ιδιότητα Μέλους – Αγορά Παραγωγών
2. Κατάργηση εξειδικεύσεων οργανωτικής επάρκειας Μέλους και Ειδικού Διαπραγματευτή. Δεδομένης της νέας νομοθεσίας για τις απαιτήσεις λειτουργίας των ΕΠΕΥ, καταργήθηκαν οι εξειδικεύσεις ως προς την ύπαρξη ξεχωριστών τμημάτων για πελατεία και διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, για την άσκηση καθηκόντων Πιστοποιημένου Διαπραγματευτή για αξίες και παράγωγα από διαφορετικά πρόσωπα και για την ύπαρξη ξεχωριστών τμημάτων για την ειδική διαπραγμάτευση αξιών και παραγωγών. Ουσιαστικά, η βασική αλλαγή συνίσταται στη δυνατότητα ύπαρξης ενιαίας υπηρεσίας για ειδική διαπραγμάτευση τόσο για αξίες όσο και για παράγωγα με την παρουσία επαρκούς αριθμού Πιστοποιημένων Διαπραγματευστών
3. Τυποποίηση ιδιότητας Πιστοποιημένου Διαπραγματευτή Μέλους μετά την κατάργηση των διατάξεων για το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο και τον αντικριστή
4. Κατάργηση υποχρέωσης υπογραφής Σύμβασης Μέλους για Παράγωγα

5. Κατάργηση υποχρεώσεων ύπαρξης - γνωστοποίησης Σύμβασης Ειδικού Διαπραγματευτή Αξιών & Εκδότη
6. Άρση απαγορεύσεων για αγορά ιδίων μετοχών από συνδεδεμένα Μέλη και Ειδικούς Διαπραγματευτές. Επιτεύχθηκε με ύπαρξη εποπτείας όσον αφορά στον Εσωτερικό Κανονισμό, τη Συναλλακτική δραστηριότητα με παρακολούθηση μέσω ειδικών αρχείων για τους όγκους συναλλαγών, τιμής κ.α.
7. Χρήση και περισσότερων του ενός κόμβων μετά από αίτηση του Μέλους και έγκρισης από το Χ.Α. για πρόσβαση στο Σύστημα, για π.χ. ανάγκη κάλυψης σε κατά τόπους παρουσίας - υποκαταστήματα Μέλους, κ.α.

Όσον αφορά στη Διαπραγμάτευση:

1. Απλοποίηση των όρων λειτουργίας του απλού πακέτου. Κατάργηση ειδικών πακέτων και διατήρηση πακέτου διακανονισμού και πακέτου αποκατάστασης
2. Κλιμάκωση των ορίων ελάχιστης αξίας απλού πακέτου επί μετοχών – Εξαίρεση από υποχρεώσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας. Ελάχιστη αξία πακέτου Μεθόδου 6-1 επί μετοχών:

Για μετοχές με μέση ημερήσια αξία συναλλαγών μικρότερη των εικοσιπέντε εκατομμυρίων (25.000.000) ευρώ, η ελάχιστη αξία δεν μπορεί να υπολείπεται των διακοσίων πενήντα χιλιάδων (250.000) ευρώ

Για μετοχές με μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ίση ή μεγαλύτερη των εικοσιπέντε εκατομμυρίων (25.000.000) ευρώ και μικρότερη των πενήντα εκατομμυρίων (50.000.000) ευρώ, η ελάχιστη αξία του πακέτου δεν μπορεί να υπολείπεται των τετρακοσίων χιλιάδων (400.000) ευρώ

Για μετοχές με μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ίση ή μεγαλύτερη των πενήντα εκατομμυρίων (50.000.000) ευρώ, η ελάχιστη αξία του πακέτου δεν μπορεί να υπολείπεται των πεντακοσίων χιλιάδων (500.000) ευρώ

3. Κατάργηση υποχρέωσης για μεταφορά στο Επικουρικό της «υπεραξίας» που τυχόν προκύπτει από τη διενέργεια πακέτων διακανονισμού, με δεδομένη τη μη παρακολούθηση πλέον της τιμής κατάρτισής τους
4. Πρόβλεψη και κανονιστικά των στοιχείων προσυναλλακτικής & μετασυναλλακτικής διαφάνειας που ισχύουν για τις Αγορές του Χ.Α.
5. Επέκταση δυνατότητας χρήσης Υπηρεσίας Υποστήριξης Συναλλαγών και στα Μέλη της Αγοράς Αξιών
6. Δυνατότητα θέσπισης με Απόφαση Χ.Α. ως πρόσθετου κριτηρίου ταύτισης του «κριτηρίου του Μέλους»

Όσον αφορά στους Κανόνες εισαγωγής:

1. Υιοθέτηση νέου εναλλακτικού κριτηρίου διασποράς 15% (αντί 25%) για εκδότες με κεφαλαιοποίηση ίση ή μεγαλύτερη του 1δισ ευρώ
2. Μετονομασία της Κατηγορίας Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών σε «Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Εμπορευσιμότητας και Ειδικών Χαρακτηριστικών»
3. Πρόβλεψη δυνατότητας για εισαγωγή στο Χ.Α. Σύνθετων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων, δηλαδή κινητών αξιών με δικαίωμα αγοράς άλλων κινητών αξιών ή δυνατότητα διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα ως προϊόντων σχετιζόμενων με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή άλλα μεγέθη
4. Αναθεώρηση των προϋποθέσεων εισαγωγής για τη διευκόλυνση εισαγωγής κινητών αξιών «αλλοδαπών εκδοτών»
5. Κατάργηση ειδικών προϋποθέσεων εισαγωγής για τις ναυτιλιακές εταιρίες και υπαγωγή τους στο πλαίσιο των γενικών προϋποθέσεων

Όσον αφορά στις Υποχρεώσεις ενημέρωσης εκδοτών:

1. Αναθεώρηση των υποχρεώσεων ενημέρωσης των εκδοτών με βάση τη νέα νομοθεσία για τη διαφάνεια (Νόμος 3556/2007), τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Νόμος 3606/2007), τις ανώνυμες εταιρίες (Κ.Ν. 2190/20, Νόμος 3604/07) και άλλες διατάξεις
2. Προσαρμογή του Κανονισμού στη νέα νομοθεσία για την παροχή δυνατότητας στους αλλοδαπούς εκδότες ενημέρωσης στην αγγλική γλώσσα

Όσον αφορά στις Εταιρικές πράξεις:

Με την απελευθέρωση των Over The Counter συναλλαγών, υιοθετήθηκε ο κανόνας του «record date» (κλείσιμο μετοχολογίου με ημερομηνία καταγραφής/αρχείου) στη θέση του ισχύοντος κανόνα «trade date» (ημερομηνία πράξης/συναλλαγής) προκειμένου η εταιρική πράξη να λαμβάνει υπόψη της μεταβολές στο μετοχολόγιο τόσο από χρηματιστηριακές όσο και από έξω χρηματιστηριακές πράξεις.

4.4 Νέα Προϊόντα στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Με την εφαρμογή της Οδηγίας εντάθηκαν οι προσπάθειες της Ε.Χ.Α.Ε. στα πλαίσια της ανάπτυξης της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς να σχεδιάσει και να προσφέρει νέα, σύγχρονα προϊόντα και υπηρεσίες όπως:

- Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (ΣΧΠ - Structured Products)
- Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ – ETFs)
- Δείκτες Τιμών
- Εισαγωγή Ναυτιλιακών Εταιριών στο Χ.Α.

4.4.1 Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (ΣΧΠ - Structured Products)

Με την οριστικοποίηση του κανονιστικού πλαισίου εισαγωγής και διαπραγμάτευσης των Σύνθετων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων, το Χ.Α. διέυρνε την ποικιλία των

διαπραγματευόμενων αξιών στις αγορές του και κατά συνέπεια και των επενδυτικών επιλογών των επενδυτών. Παράλληλα, συγκλίνοντας περαιτέρω με τις αναπτυσσόμενες αγορές, παρείχε πλαίσιο διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης Σύνθετων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων.

Τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα που αποτελούν σήμερα ένα από τα πιο γρήγορα αναπτυσσόμενα προϊόντα του χρηματοοικονομικού κλάδου, αναπτύχθηκαν κατά τη δεκαετία του 1990 ως προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου σε σημαντικές αγορές όπως η Ελβετία, η Ιταλία, η Ισπανία, η Γερμανία, η Γαλλία. Αν και αποτέλεσαν αρχικά προϊόν ευρείας απήχησης κυρίως σε μεγάλους χρηματοοικονομικούς οίκους και θεσμικούς επενδυτές, οι έντονες διακυμάνσεις που παρουσίασαν οι αγορές τα τελευταία χρόνια είχαν ως αποτέλεσμα τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα να καταστούν ιδιαίτερα δημοφιλή ανάμεσα και στους ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι αναζητούσαν τρόπο να βελτιώσουν τη σχέση απόδοσης/κινδύνου των επενδύσεών τους.

Τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα, γενικά, αποτελούνται από δύο μέρη. Τη βάση τους αποτελεί ένα παραδοσιακό χρηματοοικονομικό προϊόν, συνήθως ομόλογο και συνδυαστικά λειτουργεί ένα παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν, το οποίο δυνητικά μπορεί να παρέχει πρόσθετη απόδοση υπό συγκεκριμένες συνθήκες. Τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα διακρίνονται σε 1) επενδυτικά προϊόντα τα οποία βάση του τύπου της απόδοσής τους, διακρίνονται σε:

- προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου (Capital Protected), όπου παρέχουν προστασία του επενδύμενου κεφαλαίου (ή μέρους αυτού) και συμμετοχή σε μέρος της όποιας θετικής απόδοσης,
- προϊόντα αυξημένης απόδοσης σε συγκεκριμένο εύρος τιμών (Bonus Trackers), έτσι ώστε να παρέχουν πρόσθετη απόδοση σε συγκεκριμένα εύρη τιμών,
- προϊόντα συμμετοχής (Reverse Trackers), με βασικό στόχο την ακριβή αντίστροφη παρακολούθηση της τιμής ενός υποκείμενου τίτλου, δηλαδή, υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της τιμής του tracker και του υποκείμενου τίτλου
- και 2) σε προϊόντα μόχλευσης (υψηλής μεταβλητότητας τιμής):

- Καλυμμένος τίτλος επιλογής (Covered Warrant) και Option-like προϊόν με συγκεκριμένο εκδότη και ποικιλία υποκείμενων τίτλων

Τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο όπως ακριβώς οι μετοχές και αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των επίσημων ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου μέσω των μελών του.

4.4.2 Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ – ETFs)

Τα μερίδια Διαπραγματέσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο. Αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του Χρηματιστηρίου, μέσω των μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές.

Τα ΔΑΚ απευθύνονται στους επενδυτές εκείνους που δεν έχουν τη γνώση να αποφασίσουν από μόνοι τους ποιες μετοχές θα πρέπει να επιλέξουν για το χαρτοφυλάκιό τους και επιθυμούν να επενδύουν σε ένα «καλάθι» μετοχών διασπείροντας με τον τρόπο αυτόν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους.

Η ανάπτυξη της αγοράς των Διαπραγματέσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων διακρίνεται στη πρωτογενή εισαγωγή, δηλαδή ΔΑΚ σε νέους δείκτες της αγοράς του Χ.Α. και τη δευτερογενή εισαγωγή με στόχο την εισαγωγή και διαπραγμάτευση ΔΑΚ που είναι ήδη εισηγμένα σε ευρωπαϊκές αγορές δηλαδή σε δείκτες ευρωπαϊκών και παγκόσμιων αγορών, αλλά και σε δείκτες μετοχών, ομολόγων αλλά και εμπορευμάτων.

Στο διεθνές περιβάλλον υπάρχουν εισηγμένα 1.302 ΔΑΚ, σε 42 χρηματιστήρια και 79 διαχειριστές.

Τα ΔΑΚ είναι ένα χρήσιμο εργαλείο στους επενδυτές τόσο στους θεσμικούς όσο και ιδιώτες, για την ευκολία επένδυσης και έκθεσης που προσφέρουν σε ξένες αγορές αλλά και για τη χρήση τους ως υποκείμενο άλλων επενδυτικών επιλογών.

4.4.3 Δείκτες Τιμών

Βασιζόμενοι στην εμπειρία λειτουργίας των δεικτών τα τελευταία χρόνια και στα πλαίσια της βασικής αναθεώρησης, το Χ.Α. προχώρησε στη δημιουργία νέων δεικτών και στη τροποποίηση βασικών κανόνων των υπαρχόντων δεικτών λαμβάνοντας υπόψη τη διάρθρωση και τις συνθήκες της αγοράς καθώς και τις τάσεις και εξελίξεις στο διεθνές σκηνικό:

1. Δείκτες FTSE/XA – Νέοι Δείκτες

▪ FTSE/XA Liquid Mid Index

- επιλογή μετοχών από τις 20 πρώτες σε ρευστότητα μετοχές του FTSE/XA Mid 40
- μείωση αριθμού μετοχών για ευκολία διαχείρισης προϊόντων
- νέα προϊόντα όπως Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ), Δικαιώματα και ΔΑΚ

2. Δείκτες FTSE/XA – Τροποποιήσεις

▪ FTSE/XA – 20

- στόχος ήταν η αύξηση της αντιπροσωπευτικότητας, της ευελιξίας αλλά και η διατήρηση και σταθερότητα
- με νέα όρια θέσης για ≤ 15 (εισαγωγή) και ≥ 26 (διαγραφή)

▪ FTSE/XA Mid 40

- στόχος ήταν η αύξηση της αντιπροσωπευτικότητας, της ευελιξίας αλλά και η διατήρηση και σταθερότητα
- με νέα όρια θέσης για ≤ 30 (εισαγωγή) και ≥ 51 (διαγραφή)

3. Δείκτης FTSE/ XA/ XAK

▪ **FTSE/ΧΑ/ΧΑΚ Τραπεζικός Δείκτης**

- στόχος ήταν η δημιουργία ενός Τραπεζικού Δείκτη της Κοινής Πλατφόρμας Διαπραγμάτευσης Χ.Α. – Χ.Α.Κ. (Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου) με επιλογή από επιλογή τραπεζικών μετοχών από τους FTSE/ΧΑ – 20, FTSE/ΧΑ Mid 40, FTSE/CySE 20 και κυπριακές τράπεζες με τιμές από την αγορά Χ.Α.Κ.

4. Δείκτες Χ.Α.

▪ **Δημιουργία Γενικού Δείκτη Μεσαίας & Μικρής Κεφ.**

- στόχος η ανάδειξη των 20 πρώτων σε κεφαλαιοποίηση και ρευστότητα μετοχών της Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- με ευρεία διασπορά: $\geq 20\%$
- ακολουθώντας το πρότυπο κανόνων του Γενικού Δείκτη Χ.Α.

▪ **Δημιουργία Γενικού Δείκτη Εναλλακτικής Αγοράς**

- με αριθμό μετοχών 20
- ακολουθώντας το πρότυπο κανόνων του Γενικού Δείκτη Χ.Α.
- εφαρμογή σε εταιρίες της Ε.Ν.Α ≥ 10

▪ **Γενικός Δείκτης ΧΑ (Μεγάλη Κεφαλαιοποίηση)**

- στόχος η συμμετοχή μετοχών με ελάχιστο όριο δυνατότητας ρευστότητας
- με ευρεία διασπορά $\geq 20\%$
- εισάγοντας νέα προϊόντα ΔΑΚ

5. Δείκτες Συνολικής Απόδοσης FTSE/ ΧΑ

▪ **Δείκτες Συνολικής Απόδοσης FTSE/ΧΑ (Total Return)**

- υποστηριζόμενοι δείκτες: FTSE/ΧΑ – 20, FTSE/ΧΑ Mid 40, FTSE/ΧΑ International
- με υπολογισμό ανά τρίμηνο

4.4.4 Εισαγωγή Ναυτιλιακών Εταιριών στο Χ.Α.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών, με το νέο αναθεωρημένο Κανονισμό, διαθέτει πλέον το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο για την εισαγωγή ναυτιλιακών εταιριών, υιοθετώντας κριτήρια εισαγωγής βασισμένα μόνο σε χρηματοοικονομικά στοιχεία και με:

- Ενιαία αντιμετώπιση όλων των ειδών ναυτιλιακών εταιριών ανεξαρτήτως τύπου πλοίου
- Ενιαία αντιμετώπιση του ναυτιλιακού κλάδου με όλους τους υπόλοιπους οικονομικούς κλάδους

Τα κριτήρια αυτά δίνουν τη δυνατότητα εισαγωγής σε οποιαδήποτε ναυτιλιακή εταιρία ανεξαρτήτως μεγέθους, ναυτιλιακής δραστηριότητας, εθνικότητας (επιτρέπεται η εισαγωγή αλλοδαπών offshore εταιριών) αριθμού πλοίων και σημαίας.

Επίσης, δίνεται η δυνατότητα εισαγωγής σε οποιαδήποτε Κατηγορία της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. εφόσον πληρούνται οι αντίστοιχες προϋποθέσεις εισαγωγής, ανάλογα με το μέγεθος της εταιρίας, στις διαθέσιμες τρεις αγορές του Χ.Α.. Συγκεκριμένα:

- **Μεγάλη Κεφαλαιοποίηση** για εταιρίες με κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη των ευρώ 150 εκατομμυρίων εκ των οποίων ευρώ 15 εκατομμύρια σε ίδια κεφάλαια
- **Μεσαία & Μικρή Κεφαλαιοποίηση** για εταιρίες με ίδια κεφάλαια ευρώ 3 εκατομμύρια
- **Εναλλακτική Αγορά (ΕΝΑ)** για εταιρίες που επιθυμούν να εισαχθούν σε μια αγορά με πιο χαλαρά κριτήρια και λιγότερες απαιτήσεις ανακοίνωσης στοιχείων. Τα ίδια κεφάλαια που απαιτούνται (σε ενοποιημένη βάση) είναι ευρώ 1 εκατομμύριο

4.5 Τα Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. στην εποχή της MiFID

Η MiFID μετέβαλε το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, στους τομείς δραστηριοποίησης των μελών της αγοράς, επιβάλλοντας σε ορισμένες περιπτώσεις έναν ευρύτερο

ανταγωνισμό, ο οποίος προέρχεται είτε από νέες πλατφόρμες συναλλαγών, και ειδικότερα από τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης και τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές, είτε από άλλες Οργανωμένες Αγορές, δραστηριοποιούμενες είτε εντός της ίδιας ή και διαφορετικής δικαιοδοσίας.

Προς αυτή τη κατεύθυνση, η Ε.Χ.Α.Ε. στα πλαίσια της υποχρέωσης της διαμόρφωσης του περιβάλλοντος σε κανονιστικό επίπεδο σύμφωνα με τον νόμο 3606/2007, σχεδίασε τον εμπλουτισμό νέων υπηρεσιών με την πρόταση υλοποίησης των παρακάτω δράσεων:

- την εκκίνηση της πλατφόρμας εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών [Over the Counter (OTC)]
- την αναδιάρθρωση των Υπηρεσιών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρισης στη Αγορά Αξιών Χ.Α. (Unbundling of Clearing, Settlement & Registry Services)
- την εισαγωγή της Ε.Χ.Α.Ε. στη Link Up Markets
- την προετοιμασία του χρηματιστηρίου για την ευρωπαϊκή υλοποίηση του Target 2 for Securities (T2S)

4.5.1 Διακανονισμός Συναλλαγών εκτός Οργανωμένων Αγορών και Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης – [Over the Counter (OTC)]

Ο Φεβρουάριος του 2008 ήταν ο μήνας έναρξης της λειτουργίας του αναθεωρημένου Κανονισμού Εκκαθάρισης και Διακανονισμού Χρηματιστηριακών Συναλλαγών επί Αυλών Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον οποίο ενσωματωνότανε μία από τις βασικές προβλέψεις της MiFID, η "εσωτερικοποίηση" των συναλλαγών.

Ο όρος αυτός σημαίνει ότι μια επενδυτική τράπεζα ή άλλο ίδρυμα μπορεί να πραγματοποιεί συναλλαγές μεταξύ των πελατών της από τα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια που διαθέτουν, χωρίς αυτές να γίνονται μέσω χρηματιστηρίου. Οι αγοροπωλησίες μετοχών εκτός χρηματιστηρίου και μέσω του τραπεζικού συστήματος άγγιξε και επηρέασε μία ευρεία γκάμα ιδρυμάτων και επαγγελματιών, από επενδυτικές τράπεζες έως διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και χρηματιστές, οι οποίοι

ασχολούνταν με χονδρικές και λιανικές συναλλαγές σε τίτλους, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών, των ομολόγων και των παραγώγων.

Η εφαρμογή της πλατφόρμας διακανονισμού OTC μετέβαλε ριζικά και συνεχίζει να επηρεάζει βαθιά τη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Πέρα από την αξιολόγηση για τα άμεσα οφέλη προς το επενδυτικό κοινό οι θεσμικές παρεμβάσεις στο κανονιστικό πλαίσιο αναμένεται να επιφέρουν και έμμεσα οφέλη, καθώς όπως επισημαίνεται από οικονομικές αναλύσεις οι χρηματιστηριακές εταιρίες θα πρέπει να αναθεωρούν το κόστος συναλλαγών στις χρηματιστηριακές πράξεις και ενδεχομένως να προχωρούν σε υπολογίσιμη μείωση τους, ώστε να διατηρήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους μετά από τι νέες εξελίξεις.

Στο αντίποδα, όπως αναφέρεται, αυτές οι αγορές είναι εξωχρηματιστηριακές αγορές ή αγορές στις οποίες οι συναλλαγές διεξάγονται διμερώς, και διαφέρουν σημαντικά από τις οργανωμένες αγορές, στις οποίες λειτουργούν τα Χρηματιστήρια. Οι αγορές αυτές έχουν χαλαρότερους κανόνες προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας, γίνεται σε αυτές η διαπραγμάτευση σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, των οποίων η αξία είναι συχνά δύσκολο να υπολογιστεί ή βασίζεται σε αποτιμήσεις των ίδιων νομικών προσώπων που τις λειτουργούν και που σε πολλές περιπτώσεις είναι οι αντισυμβαλλόμενοι των πελατών τους.

Επιπλέον, όπως τονίζεται από παράγοντες της αγοράς, το νέο θεσμικό πλαίσιο δημιουργεί πρόσθετα βάρη στις τράπεζες καθώς η Οδηγία απαιτεί από τις τράπεζες που ολοκληρώνουν συναλλαγές με πελάτες εσωτερικά, χωρίς να περνούν από το χρηματιστήριο, να δημοσιεύουν τις τιμές στην υπόλοιπη αγορά. Επιπρόσθετα, επιβάλλει την τήρηση αρχείων με τα στοιχεία των συναλλαγών για διάστημα έως και πέντε χρόνια. Για τη συμμόρφωση με τις προαναφερθέντες απαιτήσεις, οι εταιρείες πρέπει να δαπανήσουν υπολογίσιμα ποσά για την ενημέρωση των συστημάτων τους.

4.5.1.1 Πανευρωπαϊκή Πλατφόρμα *Turquoise*

Στα πλαίσια της ρύθμισης αυτής, η οποία δεν περιορίζεται στην εσωτερική αγορά, έχει διευκολυνθεί τη δημιουργία πανευρωπαϊκής επενδυτικής αγοράς μέσω τραπεζών.

Το 2008, εννέα μεγάλες επενδυτικές τράπεζες – οι Citigroup Global Markets Limited, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Societe Generale και η UBS – ίδρυσαν την Turquoise, μια ηλεκτρονική πλατφόρμα συναλλαγών, έναν Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης σε ευρωπαϊκές μετοχές, ο οποίος διοικείται από ανεξάρτητη ομάδα στελεχών, με στόχο την ανάπτυξη μιας νέας, πανευρωπαϊκής πλατφόρμας συναλλαγών, εκκαθάρισης και διακανονισμού.

Προκειμένου να διενεργεί την εκκαθάρισή της, η Turquoise συνεργάζεται με το αμερικανικό αποθετήριο Trust και Clearing Company (DTCC), το οποίο για τις ευρωπαϊκές συναλλαγές δημιούργησε το EuroCCP, θυγατρική του αγγλικού αποθετηρίου, ως τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο εκκαθάρισης των συναλλαγών.

Σε επίπεδο διακανονισμού, σύμφωνα με τον κανονισμό της Turquoise, αυτός πρέπει να πραγματοποιείται για όλους τους τίτλους που παρατίθενται, στα τοπικά κεντρικά αποθετήρια αξιών.

Οι εργασίες της Turquoise στην Ελλάδα έχουν ενταχτεί στη δεύτερη φάση λειτουργίας της. Η Ε.Χ.Α.Ε. έχει δρομολογήσει τις προετοιμασίες για τον σχεδιασμό των λειτουργιών όταν αυτοί ξεκινήσουν και ο διακανονισμός των συναλλαγών από το ελληνικό αποθετήριο θα υποστηριχτεί μέσω της πλατφόρμας εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών.

4.5.2 Αναδιάρθρωση Υπηρεσιών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρισης (Clearing, Settlement & Registry) στην Αγορά Αξιών Χ.Α.

Όπως προαναφέρθηκε, στο πλαίσιο της αναβάθμισης των υπηρεσιών εκκαθάρισης, της εναρμόνισης των κανόνων λειτουργίας της με την ήδη διαμορφωμένη στο διεθνές περιβάλλον πρακτική αλλά και σύμφωνα με την υποχρέωση που έχει αναλάβει από το νόμο 3606/2007 για τη ρύθμιση σε κανονιστικό επίπεδο, η Ε.Χ.Α.Ε. με την συνυπογραφή στις 7 Νοεμβρίου του 2006 στις Βρυξέλλες με τα υπόλοιπα Χρηματιστήρια, Αποθετήρια και τους Εκκαθαριστικούς Οίκους της Ευρώπης και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, του Ευρωπαϊκού Κώδικα Δεοντολογίας για την Εκκαθάριση και τον Διακανονισμό (Code of Conduct for Clearing & Settlement) με στόχο την ενίσχυση

της διαφάνειας, αποφάσισε την έναρξη διαδικασίας της απόσχισης του κλάδου εκκαθάρισης συναλλαγών της εταιρείας.

Προάγοντας τον βασικό στόχο του Κώδικα με τον οποίο ενισχύεται ο ανταγωνισμός και η διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο Επενδυτής θα πρέπει και θα μπορεί να ενημερώνεται ακριβώς για το τί χρεώνεται για κάθε υπηρεσία και να έχει το δικαίωμα να επιλέξει ποιός θα του παράσχει την υπηρεσία αυτή. Συμπερασματικά, σε εναρμόνιση με τη διεθνή πρακτική, οι υπηρεσίες Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρησης, θα προσφέρονται μέσω χωριστών φορέων.

4.5.2.1 Σκοπός και στόχος

Ακολούθως της σχετικής διαβούλευσης που έλαβε χώρα από όλους τους ενδιαφερομένους για τον διαχωρισμό των υπηρεσιών του περιβάλλοντος μετα-συναλλακτικής δραστηριότητας (post-trading) των αγορών του Χ.Α., σχεδιάστηκε η υλοποίηση των παρακάτω δράσεων, οι οποίες στο γενικό τους πλαίσιο περιγράφονται ως εξής:

- διάρθρωση των υπηρεσιών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρισης με διακριτό και κατά το δυνατόν αυτοτελή τρόπο
- μετεξέλιξη του συστήματος παρακολούθησης πιστωτικών ορίων στο σύστημα διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ, με στόχο την παροχή μεγαλύτερης ευελιξίας (πολλαπλά όρια) και συμβατότητας με το μοντέλο διαχείρισης κινδύνου στο σύστημα εκκαθάρισης
- βελτίωση της διαδικασίας εκκαθάρισης και διακανονισμού με στόχο την καλύτερη «αναγνωρισιμότητα» της αγοράς, μείωση του λειτουργικού κόστους και αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας
- αποδοτικότερη κάλυψη και διαχείριση του κινδύνου αντισυμβαλλόμενου (κίνδυνος αγοράς) με σκοπό τη μείωση κόστους συμμετοχής για τα Μέλη

Σημειώνεται εδώ, ότι το έργο αυτό αποτελεί σημαντικότερη καινοτομία όσον αφορά στη δομή της ελληνικής χρηματιστηριακής πραγματικότητας αποκτώντας εξαιρετική σημασία καθώς εξυπηρετεί δύο καίριους στόχους - τον εκσυγχρονισμό της ελληνικής αγοράς και την έμμεση μείωση του κόστους λειτουργίας της.

Η μετάβαση στο νέο σύστημα θα πραγματοποιηθεί στις 20 Σεπτεμβρίου 2010.

4.5.2.2 Προτεινόμενη δομή – Ρόλοι και ιδιότητες ανά λειτουργία

Για την υλοποίηση του έργου, γίνεται σαφής διαφοροποίηση ρόλου και της ιδιότητας των συμμετεχόντων (Μελών) στις Αγορές Αξιών, ανάλογα με τις υποχρεώσεις συμμετοχής τους στις διακριτές λειτουργίες Διαπραγμάτευσης, Εκκαθάρισης και Διακανονισμού, και τη συμμετοχή τους στο «Κεφάλαιο Εκκαθάρισης». Αυτές συντίθεται ως:

1. Στη Διαπραγμάτευση (Μέλη Διαπραγμάτευσης) με:

- τις λειτουργίες κατάρτισης εντολών
- τη πρόσβαση στο σύστημα διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ και καταχώρηση συναλλαγών σε λογαριασμούς εκκαθάρισης βάσει των ορίων που δίδονται από τα Εκκαθαριστικά Μέλη
- τη διάκριση σε Τοπικά Μέλη και Εξ Αποστάσεως (Remote Members)

2. Στην Εκκαθάριση:

- με δυνατότητα εισαγωγής νέων τύπων Μελών
 - Μη Εκκαθαριστικό Μέλος (NCM – Non Clearing Member)
 - Άμεσο Εκκαθαριστικό Μέλος (DCM – Direct Clearing Member)
 - Γενικό Εκκαθαριστικό Μέλος (GCM – General Clearing Member)
- όπου οι Γενικές Εκκαθαριστές (GCMs) συμμετέχουν στο μηχανισμό διαχείρισης κινδύνου των συναλλαγών και καλύπτουν τον κίνδυνο

αντισυμβαλλομένου των συναλλαγών που έχουν καταχωρηθεί στους λογαριασμούς εκκαθάρισης που διαχειρίζονται

3. Στο Διακανονισμό – Θεματοφυλακή (Χειριστές Συστήματος) με:

- δραστηριοποίηση σε υπηρεσίες Αποθετηρίου σαν Χειριστές στο Σύστημα Άϋλων Τίτλων (ΣΑΤ)
- πρόσβαση σε συστήματα Διακανονισμού ΣΑΤ & στην Τράπεζα Χρηματικού Διακανονισμού (ΤΤΕ)
- διάκριση σε Χειριστές και Γενικούς Χειριστές

Κάθε Εκκαθαριστικό Μέλος απαιτείται να είναι και Χειριστής ΣΑΤ για τη διαχείριση Λογαριασμών Εκκαθάρισης και την εκπλήρωση χρηματικών υποχρεώσεων.

Όσον αφορά στις Λειτουργίες, αυτές θα χωρίζονται σε:

1. Διαπραγμάτευσης:

- με λήψη χρηματιστηριακών εντολών και εκτέλεση τους κάνοντας χρήση των λειτουργικών δυνατοτήτων των συστημάτων διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ του Χ.Α.
- με λειτουργία εντός συγκεκριμένου πλαισίου διαχείρισης κινδύνου του Χ.Α. για την εξασφάλιση της τακτοποίησης των συναλλαγών
- με λειτουργίες διάρθρωσης και ενημέρωσης των πελατών σχετικά με τις εκτελεσθείσες εντολές. Στις λειτουργίες διάρθρωσης περιλαμβάνεται η συμπλήρωση, ομαδοποίηση και διόρθωση στοιχείων είτε κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης είτε και μετά το τέλος της και πριν αρχίσουν οι διαδικασίες εκκαθάρισης

2. Εκκαθάρισης και Διαχείρισης Κινδύνου:

- για διάρθρωση των συναλλαγών εκκαθάρισης εκτελώντας ενέργειες ομαδοποίησης, διάσπασης και συμπλήρωσης στοιχείων απαραίτητων για την εκτέλεση των διαδικασιών εκκαθάρισης και διακανονισμού
- παραχώρηση συναλλαγών προς εκκαθάριση (μετάθεση – «shifting») σε άλλα Εκκαθαριστικά Μέλη σύμφωνα με οδηγίες των πελατών τους ή των Μελών Διαπραγμάτευσης που εξυπηρετούν
- κάλυψη των υποχρεώσεων τους σχετικά με τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου απέναντι στον Εκκαθαριστικό Μηχανισμό
- ενημέρωση των πελατών τους και των Μελών Διαπραγμάτευσης που εξυπηρετούν σχετικά με τις υποχρεώσεις τους (εγγυήσεις, πιστωτικά όρια)
- κάλυψη όλων των υποχρεώσεων για τον διακανονισμό των συναλλαγών εντός του πλαισίου που θέτει ο Εκκαθαριστικός μηχανισμός

3. Διακανονισμού – Καταχώρησης

Θα αφορά στις κάτωθι λειτουργίες:

- καταχώρηση εντολών διακανονισμού για συναλλαγές των πελατών
- φύλαξη των τίτλων τηρώντας τα απαραίτητα αρχεία στους λογαριασμούς Άϋλων τίτλων σε μερίδες επ' ονόματι των πελατών
- συμμετοχή για λογαριασμό των πελατών σε εταιρικές πράξεις ή άλλα εταιρικά γεγονότα των Εκδοτών
- άμεση πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με την κατάσταση και δικαιώματα των κατεχόμενων τίτλων
- λοιπές εργασίες Αποθετηρίου, που έχουν σχέση με την διαχείριση Μεριδας και Λογαριασμού των επενδυτών

- εκπλήρωση των προβλεπόμενων από τους νόμους των σχετικών φορολογικών υποχρεώσεων των πελατών τους

4.5.2.3 Εισαγωγή Εκκαθαριστικών Μελών - Οίκος Εκκαθάρισης και Χώροι Εκκαθάρισης

Η δραστηριότητα εκκαθάρισης των συναλλαγών θα γίνει μέσω της απόσχισης του κλάδου από την Ε.Χ.Α.Ε. και θα μεταφερθεί σε ανεξάρτητη εξαγορασθείσα εταιρεία, η οποία και θα είναι αυτή που θα εκκαθαρίζει τις συναλλαγές που γίνονται μέσω του Χρηματιστηρίου ως Οίκος Εκκαθάρισης (Clearing House).

Ο Οίκος Εκκαθάρισης θα αναλαμβάνει τις παρακάτω δραστηριότητες:

- τη διαχείριση του συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών που καταρτίζονται σε Οργανωμένες Αγορές ή ΠΜΔ
- θα λειτουργεί με Μέλη που αναλαμβάνουν την εκκαθάριση των συναλλαγών σε μία ή περισσότερες αγορές
- θα διαχειρίζεται το «Κεφάλαιο Εκκαθάρισης» (Clearing Fund) για την κάλυψη του κινδύνου εκκαθάρισης των συναλλαγών, ορίζοντας την μεθοδολογία διάρθρωσης του και τις υποχρεώσεις των μελών σε αυτό
- θα ορίζει τις προϋποθέσεις, υποχρεώσεις και διαδικασίες για την ένταξη νέων Εκκαθαριστικών Μελών και την ένταξη νέων χρηματιστηριακών αγορών και
- θα συμβάλλεται με το διαχειριστή του Αποθετηρίου στις καλυπτόμενες αγορές ή με κάποιον χειριστή τους για να εξασφαλίζει την καταχώρηση των διακανονιζόμενων συναλλαγών, καταβάλλοντας τις απαραίτητες χρεώσεις για την χρήση της υπηρεσίας αυτής

Επίσης, δημιουργούνται «Χώροι Εκκαθάρισης» για τους οποίους ισχύουν αυτοτελείς διαδικασίες με δυνατότητες εφαρμογής διαφορετικών μεθοδολογιών εκκαθάρισης

ή/και υπολογισμού του κινδύνου και αυτό θα αντιστοιχεί σε συγκεκριμένο διακριτό μέρος τους «Κεφαλαίου Εκκαθάρισης», στις περιπτώσεις όπου χρησιμοποιείται διαφορετική μεθοδολογία υπολογισμού του κινδύνου ώστε να καλύπτεται η πιθανότητα αδυναμίας κάλυψης των Μελών που συμμετέχουν σε αυτό.

4.5.2.4 Κεφάλαιο Εκκαθάρισης - Λειτουργίες

Οριοθετείται πλέον ο ρόλος των Εκκαθαριστικών Μελών ως οντότητες που αναλαμβάνουν αποκλειστικά την κάλυψη του κινδύνου διακανονισμού των συναλλαγών. Βασική υποχρέωση του Εκκαθαριστικού Μέλους αποτελεί η συμμετοχή του στο «Κεφάλαιο Εκκαθάρισης». Το Κεφάλαιο Εκκαθάρισης θα θεωρείται επίγονος του παρόντος Επικουρικού Κεφαλαίου και θα δύναται να χωρίζεται σε αυτοτελή μέρη για την κάλυψη του κινδύνου – Κεφάλαια Χώρου Εκκαθάρισης (ΚΧΕ).

Με Μεριδες Συμμετοχής στο «ΚΧΕ», τα Εκκαθαριστικά Μέλη θα εισφέρουν σε αυτό και και κάθε Μεριδα θα αντιπροσωπεύει έναν «ιδιοκτήτη». Θα δύναται η δυνατότητα στον «ιδιοκτήτη» να μπορεί αν αιτηθεί στον Οίκο Εκκαθάρισης την μεταφορά της διαχείρισης σε άλλο Εκκαθαριστικό Μέλος. Η Μεριδα θα μπορεί να διασπαστεί σε περισσότερες μερίδες. Τα Εκκαθαριστικά Μέλη θα δύναται να διαχωρίζουν την συνολική εισφορά στο Κεφάλαιο σε περισσότερες διακριτές μερίδες για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των οποίων θα υπεύθυνα μόνο αυτά. Αναλόγως, για κάθε Μεριδα θα υπολογίζεται το Πιστωτικό Όριο Μεριδας το οποίο και επιμερίζεται σε Μέλη Διαπραγμάτευσης.

Η μετάβαση στο νέο σχεδιαζόμενο μοντέλο, θα γίνει για κάθε υφιστάμενο σήμερα μέλος του Χ.Α. με τη δημιουργία μίας μερίδας στο Κεφάλαιο Χώρου Εκκαθάρισης Αξιών, με ιδιοκτήτη το Μέλος Χ.Α. και στην οποία θα μεταφέρεται η απαιτούμενη συμμετοχή του, με χρήση της μερίδας του Επικουρικού Κεφαλαίου.

4.5.2.5 Λογαριασμοί Εκκαθάρισης (Clearing Accounts)

Κάθε Μεριδα ή ένα Εκκαθαριστικό Μέλος, θα μπορεί να δημιουργεί και να διαχειρίζεται έναν ή περισσότερους διακριτούς Λογαριασμούς Εκκαθάρισης (Clearing Accounts).

Η ευθύνη εκκαθάρισης αναλαμβάνεται από το Εκκαθαριστικό. Όλες οι απαιτήσεις και οι συμμετοχές κινδύνου θα υπολογίζονται σε επίπεδο Μεριδας και σε επίπεδο Λογαριασμού Εκκαθάρισης. Σε όλα τα στάδια, η διαδικασία διαχείρισης κινδύνου σε πραγματικό χρόνο θα διασφαλίζει ότι ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου καλύπτεται, χρησιμοποιώντας διμερείς συμβάσεις, πιστωτικά όρια, ασφάλειες, συμμετοχή στο «Κεφάλαιο Εκκαθάρισης» και ποσοστά συνεγγύησης.

4.5.2.6 Νέο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου

Ο μηχανισμός κάλυψης υπερημερίας θα γίνεται με τις ακόλουθες διαδικασίες:

Bridge Financing: Για την διασφάλιση της απαραίτητης χρηματικής ρευστότητας, ο μηχανισμός του Κεφαλαίου Εκκαθάρισης στηρίζεται κατά σειρά στον τραπεζικό δανεισμό, στις εγγυήσεις της Μεριδας του Μέλους σε αδυναμία και στις μερίδες όλων των Μελών («ύψος Κεφαλαίου Εκκαθάρισης»)

Market Risk: Για την κάλυψη των ζημιών, ο μηχανισμός του Κεφαλαίου Εκκαθάρισης στηρίζεται κατά σειρά: στις εγγυήσεις της Μεριδας σε αδυναμία, στις εγγυήσεις της Μεριδας Μέλους και τέλος στις εγγυήσεις των υπολοίπων Μελών («συν εγγύηση»).

4.5.2.7 Νέο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου – Ρόλοι και υποχρεώσεις στο νέο πλαίσιο

Στη διαδικασία βελτίωσης του πλαισίου διαχείρισης κινδύνου, οι ρόλοι των μελών καθορίζονται ως εξής:

- Μη Εκκαθαριστικά Μέλη (MEM): Δεν έχουν εισφορές στο νέο «Κεφάλαιο Εκκαθάρισης» του ΧΑ
- Εκκαθαριστικά Μέλη:
 - υπάρχει δέσμευση Μεριδας στο Κεφάλαιο Εκκαθάρισης που συμμετέχει στην αμοιβαιοποίηση του κινδύνου

- δίνονται πρόσθετες εγγυήσεις για την κάλυψη που αντιστοιχεί στον κίνδυνο τριημέρου των συναλλαγών που δεν έχουν ακόμα διακανονιστεί (μέρος του υπολογιζόμενου κινδύνου τριημέρου που υπερβαίνει τη Μεριδα Μέλους). Δεν συμμετέχει στην αμοιβαιοποίηση του κινδύνου
 - επίσης, με πρόσθετες εγγυήσεις για την αύξηση του Πιστωτικού Ορίου Μεριδας. Δεν συμμετέχει στην αμοιβαιοποίηση του κινδύνου
 - παρακολουθούνται σε πραγματικό χρόνο τα όρια συναλλαγών που διαχειρίζονται τα Μέλη Διαπραγμάτευσης κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης
 - οι συμμετοχές στο μηχανισμό διαχείρισης του θα υπολογίζονται για κάθε Μεριδα και Λογαριασμό Εκκαθάρισης του EM. Το EM θα είναι υπεύθυνο για την κάλυψη και τη διαχείρισή τους
- Γενικά Εκκαθαριστικά Μέλη:
 - δίνεται δυνατότητα ορισμού και διαχείρισης διακριτών Μεριδών ή/και Λογαριασμών Εκκαθάρισης που τροφοδοτούνται από συναλλαγές άλλων ΜΔ και που αντιστοιχούν σε χωριστούς πελάτες ή ομάδες πελατών (MEM, AEM, ή Broker Dealer) για τις ανάγκες υπολογισμού του κινδύνου

4.5.2.8 Πιστωτικά όρια για συναλλαγές στο Χ.Α.

Θα δοθεί η δυνατότητα διαφοροποίησης των Πιστωτικών Ορίων Συναλλαγών των Μελών για

- πελατεία υπό τον Χειρισμό Μελών
- πελατεία υπό τον Χειρισμό Θεματοφυλάκων

Τα Μέλη Διαπραγμάτευσης (ΜΔ) θα μπορούν να διαχειρίζονται περισσότερα του ενός πιστωτικά όρια στο σύστημα ΟΑΣΗΣ

- για κάθε λογαριασμό Εκκαθάρισης (Clearing Account) ορίζεται ένα όριο συναλλαγών επιμερίζοντας το Πιστωτικό Όριο Μεριδας

- τα ΜΔ χρησιμοποιούν το Clearing Account ID για να προσδιορίσουν το λογαριασμό εκκαθάρισης και το πιστωτικό όριο που θα χρησιμοποιηθεί για την αυτόματη μετάθεση της συναλλαγής

Κύριοι στόχοι της νέας διαδικασίας Διακανονισμού

- είναι η διατήρηση του πλεονεκτήματος της Ελληνικής αγοράς της «Μιας φοράς χρηματοδότησης» της συναλλαγής κατά την διαδικασία εκκαθάρισης και διακανονισμού
- η εισαγωγή διαδικασιών STP στην Ε.Χ.Α.Ε. για τις διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού, ενσωματώνοντας όλες τις συμφωνημένες επικοινωνίες που έχουν αναπτυχθεί μεταξύ τοπικών Μελών, Θεματοφυλάκων και Εκκαθαριστών στο κεντρικό σύστημα ταύτισης και διακανονισμού
- η αντικατάσταση της λειτουργίας των διασπάσεων και μεταθέσεων των συναλλαγών, με έναν μηχανισμό που θα απλοποιήσει τον χειρισμό των οδηγιών από την πλευρά των Μελών Εκκαθάρισης και διακανονισμού
- οι χρηματιστηριακές Συναλλαγές θα μπορούν να συνδυάζονται με την Over The Counter λειτουργία στη διαδικασία του διακανονισμού

Principal Accounts

Προκειμένου να διευκολυνθεί η διαδικασία του διακανονισμού στις περιπτώσεις χειρισμού συναλλαγών τύπου principal trading θα μπορούν να ανοιχθούν διακριτοί Λογαριασμοί Εκκαθάρισης στο Σύστημα Εκκαθάρισης και Επενδυτικές Μεριδες στο ΣΑΤ οι principal accounts, για τη δημιουργία των οποίων θα ισχύουν ειδικές προϋποθέσεις και διαδικασίες.

Οι λογαριασμοί αυτοί θα είναι λογαριασμοί μεταβατικοί, δεν θα φέρνουν καθεστώς νομικής ιδιοκτησίας, και θα έχουν το πλεονεκτήματα για την διαχείριση συναλλαγών ότι συναλλαγές που έχουν καταρτισθεί εντός χρηματιστηρίου θα μπορούν να διακανονισθούν χρησιμοποιώντας την λειτουργικότητα OTC με οδηγίες στις εντολές διακανονισμού για την ίδια μέρα καταχώρισης σε λογαριασμούς τελικού πελάτη με ειδική χαμηλότερη χρέωση.

Νέα Δομή Χρεώσεων

Με βασικό της στόχο την προσαρμογή της στον Ευρωπαϊκό Κώδικα Δεοντολογίας για την Εκκαθάριση και το Διακανονισμό Χρηματιστηριακών Συναλλαγών, η Ε.Χ.Α.Ε. προχώρησε στη διαφοροποίηση των χρεώσεων ανάλογα με τις παρεχόμενες υπηρεσίες Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρισης, με κύρια συστατικά την «Προστασία» της αγοράς από τις σχεδιαζόμενες αλλαγές σε Ευρωπαϊκό επίπεδο. Σύμφωνα με το πλάνο υλοποίησης, αυτό θα επιτευχθεί με την:

- μείωση των χρεώσεων σε υψηλά επίπεδα μέσης ημερήσιας αξίας συναλλαγών και την
- αποφυγή πρόσθετων επιβαρύνσεων για τους συμμετέχοντες στην Αγορά

4.6 Οι εξελίξεις στο post-trading περιβάλλον – Link - Up Markets

4.6.1 Τι είναι το Link-Up

Η Link Up Markets είναι μία κοινοπραξία μεταξύ δέκα έως τώρα, Ευρωπαϊκών Κεντρικών Αποθετηρίων, αυτών της Αυστρίας (Oesterreichische Kontrollbank), Κύπρου (Cyprus Stock Exchange), Δανίας (VP), Γερμανίας (Clearstream Banking Frankfurt), Ελλάδας (Hellenic Exchanges), Νορβηγίας (VPS), Ισπανίας (Ibclear), Ελβετίας (SIX SIS), Αιγύπτου (MCDR) και Νότιας Αφρικής (STRATE).

Η Link Up Markets, αντιπροσωπεύοντας το 50% των συναλλαγών επί κινητών αξιών στην Ευρώπη, δημιουργήθηκε ως πρόταση συνεργασίας των μεγάλων Αποθετηρίων με στόχο την αντιμετώπιση του συνεχόμενα μεταβαλλόμενου μετα συναλλακτικού χρηματιστηριακού περιβάλλοντος, έτσι ώστε να διευκολυνθεί η μεταξύ τους διαλειτουργικότητα, ούτως ώστε να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα και να μειωθεί το κόστος των διασυνοριακών συναλλαγών.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της κοινοπραξίας είναι η συμμετοχή των Αποθετηρίων με τη μορφή επένδυσης/συμμετοχής σε Κοινή Εταιρεία (Joint Venture). Η εταιρεία ανέλαβε τη δημιουργία και τη λειτουργία κεντρικής υποδομής (converter) την οποία χρησιμοποιούν τα συνεργαζόμενα Αποθετήρια για την μεταξύ τους σύνδεση. Δύο Κεντρικά Αποθετήρια

που αποκτούν σύνδεση (link) μεταξύ τους και σύνδεση στην υποδομή Link Up Markets δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές της χώρας τους να έχουν εύκολη πρόσβαση στις δύο Αγορές των Κεντρικών Αποθετηρίων με χαμηλό κόστος.

Συγκεκριμένα μεταξύ δυο Κεντρικών Αποθετηρίων που αποκτούν σύνδεση (link), το ένα ενεργεί ως Issuer CSD (Εκδότης Αποθετήριο) και το άλλο ως Investor CSD (Επενδυτής Αποθετήριο). Οι αξίες στο σύστημα του Issuer CSD θα εγγράφονται στο όνομα του Investor CSD το οποίο θα ενεργεί εκ μέρους των συμμετεχόντων στην αγορά του.

Στη πρώτη φάση η εταιρεία προσφέρει Υπηρεσίες για την υποστήριξη Διασυνοριακού Διακανονισμού και Υπηρεσίες υποστήριξης Εταιρικών Πράξεων.

Ουσιαστικά, η Link Up Markets είναι η πρόταση για την απευθείας διασυνοριακή πρόσβαση σε άλλες αγορές, διαμέσου των υποδομών των τοπικών Αποθετηρίων. Με την σύνδεση στην υποδομή της Link Up, κάθε συμμετέχον Κεντρικό Αποθετήριο αποκτά πρόσβαση στις υπηρεσίες των άλλων αγορών των Κεντρικών Αποθετηρίων. Οι συμμετέχοντες στις αγορές λαμβάνουν σε συνεχή βάση τις καλύτερες υπηρεσίες διακανονισμού και θεματοφυλακής με άμεση πρόσβαση σε δέκα αγορές από ένα μόνο Κεντρικό Αποθετήριο των ιδιωτικών δικτύων επικοινωνίας που ήδη κατέχουν. Η λύση αυτή δημιουργεί τη δυνατότητα να μειωθεί σημαντικά το χάσμα του κόστους μεταξύ των εγχώριων και των διασυνοριακών συναλλαγών.

Από την ημερομηνία έναρξης λειτουργίας της Link Up που ήταν η 30η Μαρτίου 2009, τα Κεντρικά Αποθετήρια που συμμετέχουν στην κοινοπραξία, ενεργοποίησαν τη σύνδεση τους με την υποδομή της Link Up Markets η οποία οργανώθηκε σε τέσσερις φάσεις:

- Η σύνδεση των Clearstream Banking Frankfurt (Γερμανία), Oesterreichische Kontrollbank AG (Αυστρία), SIX SIS (Ελβετία) και VP (Δανία) ενεργοποιήθηκε αμέσως στις 30 Μαρτίου
- Η σύνδεση των Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (Ελλάδα) και Iberclear (Ισπανία) ακολούθησε στις 29 Ιουνίου 2009
- Η σύνδεση του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου (Κύπρος) και του VPS (Νορβηγία) και Strate (Νότια Αφρική) πραγματοποιήθηκε τον Νοέμβριο του 2009

- Η ενσωμάτωση του MCDR, Κεντρικού Αποθετηρίου της Αιγύπτου συνδέθηκε τον Μάρτιο του 2010

Αναλύοντας τα παρακάτω στοιχεία και πεδία εφαρμογής, τα οφέλη και η προστιθέμενη αξία που προκύπτουν από τη Link-Up, και του ενιαίου σημείου πρόσβασης των Αποθετηρίων στις συμμετέχουσες αγορές είναι:

- Κάθε Αποθετήριο αποκτά πρόσβαση σε όλες τις υπηρεσίες των άλλων Κεντρικών Αποθετηρίων που συμμετέχουν στην Κοινοπραξία
- Παρέχεται διευκόλυνση στις διασυνοριακές συναλλαγές
- Προσφέρεται η δυνατότητα νέων υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας και νέων εσόδων για τα Αποθετήρια και τα Μέλη
- Τα Αποθετήρια επωφελούνται από τις οικονομίες κλίμακας που δημιουργούνται μέσω των τοπικών υποδομών και διαδικασιών
- Διευκολύνεται η υλοποίηση των ενισχυμένων συνδέσμων μεταξύ Αποθετηρίων με χρήμα Κεντρικής Τράπεζας (Target2Cash)
- Υπάρχει διαρκής, σταδιακή και όχι προαπαιτούμενη εναρμόνιση των πρακτικών των αγορών

Ταυτόχρονα, διατηρείται ο ανταγωνισμός μεταξύ των Αποθετηρίων αφού συντηρείται η δυνατότητα αυτόνομης ανάπτυξης και διατήρησης των διαδικασιών των τοπικών αγορών, ενώ επιπλέον και παράλληλα μέσω της συνεργασίας, βελτιώνεται η τεχνογνωσία κάθε Αποθετηρίου – Μέλους.

Η δημιουργία της Link Up Markets βασίστηκε στην εξυπηρέτηση των υπαρχουσών Ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών στο διαμορφούμενο post-trading περιβάλλον στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δηλαδή

- στις αρχές της Οδηγίας MiFID (Βέλτιστη Εκτέλεση, Ανταγωνισμός μεταξύ Χρηματιστηρίων, Προστασία επενδυτών),

- στον Ευρωπαϊκό Κώδικα Δεοντολογίας (Διαφάνεια Τιμολόγησης, Αύξηση Ανταγωνισμού μεταξύ Αποθετηρίων, Συγκρισιμότητα Υπηρεσιών, Προσβασιμότητα και Διασυνδεσιμότητα, Διαχωρισμός Υπηρεσιών) και
- στη δημιουργία της πλατφόρμας TARGET2 for Securities (Κοινή Πλατφόρμα Διακανονισμού, Ενιαίος τρόπος πρόσβασης για Αποθετήρια/Χρήστες, Παράλληλη λειτουργία με κοινή πλατφόρμα διαχείρισης ενεχύρων (CCBM2), Συνεισφορά στην ενοποίηση των post trading υποδομών)

4.7 Target 2 for Securities (T2S)

4.7.1 Τι είναι το T2S

Το Target 2 for Securities (T2S) είναι η πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Τράπεζας να προσφέρει ενιαία τεχνική πλατφόρμα για τον διακανονισμό συναλλαγών, αρχικά στα Αποθετήρια της Ευρωζώνης και παράλληλα με την ενοποιημένη πλατφόρμα για πληρωμές Target 2.

Απώτερος σκοπός του Target 2 for Securities είναι η λειτουργία των Αποθετηρίων με ενοποιημένη και ομογενοποιημένη πρόσβαση για τους χρήστες – πελάτες τους – στοχεύοντας στην εξάλειψη όλων των εμποδίων στον Διασυνοριακό Διακανονισμό, καλύπτοντας όλα τα ανταλλάξιμα (fungible) ISINs από άυλες αξίες όπως μετοχές, ομόλογα, δικαιώματα προαίρεσης, πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, αμοιβαία κεφάλαια κ.α.

Ουσιαστικά, μέσω του Target 2 for Securities στόχος είναι να επιτευχθεί:

- η τυποποίηση της υπηρεσίας του διακανονισμού στην ευρωζώνη
- η μείωση του κόστους του διακανονισμού των διασυνοριακών συναλλαγών
- η δημιουργία ενιαίας αγοράς στην ευρωζώνη για το post-trading και

- η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ συμμετεχόντων, το οποίο αποτελεί και κριτήριο της Οδηγίας MiFID

4.7.2 Τι σημαίνει το T2S για τα Μέλη και την Ελληνική Αγορά

Κοινός στόχος των ενεργειών και σχεδιασμών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι η δημιουργία μίας ενιαίας, εναρμονισμένης Κεφαλαιαγοράς με κοινές πρακτικές και διασφαλίζοντας μακροπρόθεσμα τη δημιουργία ίδιων συνθηκών και ίσων όρων για όλους τους παίχτες και συμμετέχοντες.

Η προστιθέμενη αξία που απορρέει από τον σχεδιασμό αυτό, αφορά στη διατήρηση της ανεξαρτησίας των αγορών και στη δυνατότητα παροχής νέων υπηρεσιών από τα Αποθετήρια και τους τοπικούς χρήστες.

Στον αντίποδα και παρ' όλον το σχεδιασμό, δεν είναι εμφανείς οι θετικές συνέπειες για τα Τοπικά Μέλη και Θεματοφύλακες, ιδιαίτερα των μικρότερων αγορών, από την εφαρμογή του T2S. Υπάρχουν σοβαρά ερωτηματικά για το κατά πόσο η μείωση του διασυννοριακού κόστους θα οδηγήσει τελικά σε πιθανή αύξηση του κόστους διακανονισμού για τους τοπικούς επενδυτές, δηλαδή αν το σύστημα θα οδηγηθεί σε μείωση εσόδων του διακανονισμού για τα Τοπικά Μέλη και τους Θεματοφύλακες ή, διαφορετικά, αν η δραστηριότητα των τοπικών μελών περιοριστεί αποκλειστικά στην εξυπηρέτηση των τοπικών αγορών.

Βέβαια, θεωρώντας ότι είναι δύσκολο να μην συμμετάσχει ένα Αποθετήριο στο T2S, το ζητούμενο πρέπει να παραμείνει στη μείωση του κόστους διασυννοριακού διακανονισμού για τον τελικό επενδυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ MiFID

5.1 Εισαγωγή

Η MiFID αποτέλεσε την σημαντικότερη νομοθετική αλλαγή που έχει εισαχθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο πλαίσιο εφαρμογής του Financial Services Action Plan με στόχο μια διαδικασία εναρμόνισης της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αποτελεί σύμφωνα με την αξιολόγηση κάποιων κύκλων ως το μεγαλύτερο γεγονός για τις ευρωπαϊκές αγορές από την εισαγωγή του ευρώ το 1999.

Η καθιέρωση ενός κοινού τρόπου συναλλαγών και κανόνων προστασίας των επενδυτών, η ενίσχυση της διαφάνειας και του ανταγωνισμού και η μείωση του κόστους για τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές αποτέλεσαν τους θεμελιώδεις στόχους της κοινοτικής Οδηγίας.

Παρόλ' αυτά, η βιομηχανία παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τόσο εντός των ελληνικών συνόρων όσο και η ευρωπαϊκή, έδειξε ανέτοιμη να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα που επέφερε η λειτουργία της, καθώς ουσιαστικά, άλλαξαν τελείως οι κανόνες του παιχνιδιού.

Στην Ελλάδα η συνολική προσπάθεια υλοποίησης του πλαισίου υποεκτιμήθηκε σημαντικά από τις τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες εμφανίστηκαν ανέτοιμες, αν και αναγνώριζαν ότι η MiFID θα ήταν καταλύτης αλλαγών.

Για μια μακρά περίοδο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πίεζε τα τοπικά χρηματιστήρια προς την κατεύθυνση της μείωσης του κόστους των συναλλαγών, αλλά το αποτέλεσμα ήταν ελάχιστο. Με την υιοθέτηση της Οδηγίας, έδωσε τη δυνατότητα για διενέργεια συναλλαγών εκτός χρηματιστηρίων αλλάζοντας τελείως το χρηματοπιστωτικό τοπίο. Απελευθέρωσε τα χρηματιστήρια από τους τελευταίους περιορισμούς που είχαν απομείνει και τα εξέθεσε στον ανταγωνισμό.

Ζητήματα όπως ο κανόνας συγκέντρωσης των εντολών – δηλαδή η χρηματιστηριακή και μόνο διαπραγμάτευση των μετοχών – προσεγγίστηκαν από τη σκοπιά της ενίσχυσης του ανταγωνισμού όπου τυπικά έπαυσε η ισχύς του κανόνα αυτού, με γνώμονα όμως τη διατήρηση των βασικών στόχων για την προστασία των επενδυτών διά μέσου της διαφάνειας των συναλλαγών, την ακεραιότητας της αγοράς και την κατάργηση των ενδιαιμέσων ώστε να επιτευχθεί η βελτιστοποίηση των συναλλαγών και η μείωση του κόστους για τον πελάτη - επενδυτή.

5.2 Αξιολόγηση των επιπτώσεων της MiFID στις δευτερογενείς αγορές

Τον Ιούνιο του 2009, ενάμιση χρόνο μετά την καθιέρωσή της Οδηγίας MiFID, η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR) δημοσίευσε μία έκθεση με τις επιπτώσεις και την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της στις δευτερογενείς αγορές και τις επιπτώσεις της στα χρηματιστήρια.

Η έκθεση έδωσε έμφαση στην λειτουργία των διατάξεων της Οδηγίας και των εκτελεστικών μέτρων υλοποίησης της σχετικά με την διαφάνεια και την ακεραιότητα της αγοράς, τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (MTFs) και τους συστηματικούς εσωτερικοποιητές.

5.2.1 Τρέχουσες τάσεις μετά την εφαρμογή της MiFID

Η εισαγωγή της MiFID άλλαξε σημαντικά το τοπίο των δευτερογενών αγορών σε όλη την Ευρώπη. Στον τομέα της διαπραγμάτευσης, μία συναλλαγή για παράδειγμα μπορεί πλέον να εκτελεστεί σε όλες τις εθνικές αγορές είτε σε Οργανωμένη, δηλαδή σε ρυθμιζόμενη ή σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης, από επιχειρήσεις επενδύσεων που ενεργούν ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές ή εκτελούν συναλλαγές εξωχρηματιστηριακά.

Η επίδραση των νέων πλατφορμών ΠΜΔ ήταν σημαντική και καθοριστική για την αλλαγή στο τοπίο των συναλλαγών. Τα χρηματιστήρια είδαν τις θέσεις τους να αμφισβητούνται από τους νεοεισερχόμενους που είχε ως αποτέλεσμα τη μετακίνηση των συναλλαγών από τις ρυθμιζόμενες αγορές, καθώς επίσης και της προσέλκυσης

νέας ρευστότητας από το χώρο των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών, αυξάνοντας σταθερά το μερίδιο αγοράς τους σε συναλλαγές. Ο βασικός λόγος που οδήγησε σε αυτό, ήταν ότι οι νέες πλατφόρμες συναλλαγών προσφέρουν περισσότερες δυνατότητες για πανευρωπαϊκή διενέργεια συναλλαγών λόγω της πληθώρας των μετοχών που προσφέρονται πλέον για κάθε χώρο διαπραγμάτευσης, όπως και γιατί προσφέρουν ένα αρκετά ανταγωνιστικό επίπεδο αμοιβών.

Σε γενικές γραμμές πάντως, οι τάσεις στις εθνικές αγορές συνεχίζουν να καθρεφτίζουν τις συνολικές τάσεις επί του συνόλου των μετοχών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η διαπραγμάτευση των οποίων διενεργείται κατά πλειοψηφία μέσω των ρυθμιζόμενων αγορών, ή των ΠΜΔ ή εξωχρηματιστηριακά.

Πριν από την εισαγωγή της MiFID, όλες οι εγχώριες ρυθμιζόμενες αγορές της Ευρώπης απολάμβαναν μία πολύ ισχυρή θέση ως προς τη διαπραγμάτευση των μετοχών τους, αποτέλεσμα του «κανόνα συγκέντρωσης». Μετά όμως από την εισχώρηση των άλλων τόπων διαπραγμάτευσης, και εξετάζοντας τη κατάσταση από μια πιο άμεση λειτουργική σκοπιά, πολλές οργανωμένες αγορές πήραν πρωτοβουλίες με στόχο την καλύτερη ανταπόκριση στις ανάγκες των πελατών τους. Οι πρωτοβουλίες αυτές εστιάζονταν σε τεχνολογικές εξελίξεις, στη μείωση των τελών και στην εισαγωγή νέων υπηρεσιών, είτε εντός των βασικών παραδοσιακών λειτουργιών τους ή επεκτείνοντας τις δραστηριότητες τους σε νέα μοντέλα.

Εκτός από τις βελτιώσεις της τεχνολογίας, οι ρυθμιζόμενες αγορές, ως μία πιο άμεση απάντηση στο περιβάλλον της MiFID, εισήγαγαν αλλαγές και καινοτομίες για τα μοντέλα των συναλλαγών τους. Φάνηκε ότι προς τη πορεία για την εφαρμογή της Οδηγίας, οι ρυθμιζόμενες αγορές προέβλεπαν ως τους κύριους και βασικούς ανταγωνιστές, τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές, αλλά αποδείχθηκε ωστόσο, ότι οι κύριοι ανταγωνιστές των ρυθμιζόμενων αγορών ήταν οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης.

Σ' ένα πιο έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον πλέον, οι ρυθμιζόμενες αγορές εξέφρασαν ανησυχίες οι οποίες αφορούσαν στη διατάραξη των ίσων όρων ανταγωνισμού. Αν και οι διατάξεις που διέπουν τόσο τις ρυθμιζόμενες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων όσο και τους ΠΜΔ είναι σχεδόν παρόμοιες, οι ρυθμιζόμενες αγορές δηλώνουν την ανησυχία ότι υπόκεινται σε πιο αυστηρές - και δαπανηρές - κανονιστικές απαιτήσεις από ό, τι οι ανταγωνιστές τους.

5.2.1.2 Οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές

Στο πλαίσιο της MiFID και βασισμένοι στους ταχείς ρυθμούς προόδου στην τεχνολογία, επιτράπη στις επιχειρήσεις επενδύσεων με μεγάλες πελατειακές βάσεις και υψηλούς όγκους ροής, να εσωτερικεύουν εντολές πελατών σε μεγάλη κλίμακα.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί αυτή η αλλαγή στην αγορά, η MiFID εισήγαγε την έννοια του "Συστηματικού Εσωτερικοποιητή". Το πλαίσιο που περιβάλλει τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές σκοπεύει να αντιμετωπίσει τους κινδύνους για την αποτελεσματικότητα της αγοράς που ενδέχεται να προκύψουν λόγω της φύσης της δραστηριότητας της "συστηματικής εσωτερίκευσης», καθότι η τελευταία δεν στηρίζεται σε ένα ανοικτό βιβλίο παραγγελιών, μέσω του οποίου τα δυνητικά συμφέροντα που προκύπτουν από τις συναλλαγές αποκαλύπτονται και σε άλλους χρήστες.

Για αυτούς τους λόγους, η Οδηγία εισήγαγε ένα νέο καθεστώς διαφάνειας για τις επιχειρήσεις επενδύσεων που ενεργούν ως Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές σε μετοχές. Παρόλο που όσες επιχειρήσεις εκτελούν συναλλαγές εξωχρηματοπιστηριακά ακολουθούν τις προϋποθέσεις διαφάνειας μετά τη διαπραγμάτευση, όσοι ενεργούν ως Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές οφείλουν να υπόκεινται σε προ-συναλλακτικές υποχρεώσεις διαφάνειας.

5.2.1.3 Διαφάνεια πριν και μετά από την διαπραγμάτευση

Η Οδηγία εισήγαγε προ-συναλλακτικές υποχρεώσεις διαφάνειας με στόχο την ευρύτερη πρόσβαση στο επενδυτικό κοινό σε πληροφορίες για τις τρέχουσες ευκαιρίες συναλλαγών σε έγκαιρη βάση.

Οι προ-συναλλακτικές υποχρεώσεις διαφάνειας είχαν επίσης σχεδιαστεί ως μέσο μετριασμού των ενδεχόμενων αρνητικών επιπτώσεων του κατακερματισμού της αγοράς, τη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας της συνολικής διαδικασίας της διαμόρφωσης των τιμών και στην υποστήριξη της αποτελεσματικής λειτουργίας της υποχρέωσης της «βέλτιστης εκτέλεσης».

Το καθεστώς διαφάνειας της MiFID στηρίζεται σε μια προσέγγιση με βάση την κατηγοριοποίηση των μετοχών με σκοπό να προσδιορισθεί το επίπεδο ρευστότητας, τα πρότυπα μεγέθη της αγοράς, οι παραγγελίες μεγάλου όγκου σε σύγκριση με το κανονικό μέγεθος της αγοράς καθώς και σ' ένα διαμορφούμενο καθεστώς δημοσίευσης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, στην ανταπόκριση υποβολής αποδεικτικών στοιχείων, φάνηκε ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν λαμβάνουν πάντα τα αναγκαία μέτρα για να εξασφαλίσουν ότι τα στοιχεία των συναλλαγών μετοχών είναι ακριβή και αξιόπιστα, κάτι που οδηγεί σε σύγχυση όσον αφορά στην εικόνα της αγοράς εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών και έρχεται σε αντίθεση με τα στοιχεία της καθαρής θέσης από ρυθμιζόμενες αγορές και ΠΜΔ, που θεωρούνται γενικώς να είναι υψηλής ποιότητας.

Μερικοί από τους συμμετέχοντες στην αγορά εξέφρασαν ανησυχία για την κατάτμηση των στοιχείων της αγοράς, ότι δηλαδή υπάρχει ανάγκη για καλύτερης ποιότητας στοιχεία μετα-συναλλακτικά και για ενοποιημένο σύστημα στοιχείων αγοράς.

5.2.2 Πολιτικοί προβληματισμοί και εναπομείναντες φραγμοί για τον επί ίσοις όροις ανταγωνισμό στα πανευρωπαϊκά συστήματα διαπραγμάτευσης

Η διαφάνεια μετά τη διαπραγμάτευση είναι σημαντική για τη διαδικασία ανακάλυψης των τιμών, την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της βέλτιστης εκτέλεσης. Παίζει σημαντικό ρόλο στην άμβλυνση των πιθανών αρνητικών επιπτώσεων του κατακερματισμού της αγοράς.

Προφανώς, αν η διαφάνεια της αγοράς επηρεάζεται από τους παράγοντες που αναφέρονται παραπάνω αυτό παρεμποδίζει την εκτίμηση για το κατά πόσον οι επιχειρήσεις παρέχουν τη βέλτιστη εκτέλεση. Για την παροχή βέλτιστης εκτέλεσης οι εταιρείες έχουν ανάγκη να έχουν πρόσβαση σε αξιόπιστα δεδομένα της αγοράς. Ελλείψει μιας πλήρους εικόνα της αγοράς, ως αποτέλεσμα της κακής ποιότητας ή της αναβολής δημοσιοποίησης των στοιχείων ή της παντελούς έλλειψης δεδομένων ορισμένων αγορών, καθιστά δύσκολο για τις επιχειρήσεις επενδύσεων να επιλέξουν με

βεβαιότητα τους καλύτερους τρόπους διαπραγμάτευσης. Η πληροφόρηση για τη μεταδιαπραγματευτική διαφάνεια είναι απαραίτητη τόσο για τους επενδυτές όσο και για τις επιχειρήσεις επενδύσεων ώστε να αξιολογηθεί κατά πόσον οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τους σωστά για τη βέλτιστη εκτέλεση.

Τέλος, έχει επισημανθεί ως ένας σημαντικός περιορισμός για την ανάπτυξη του ανταγωνισμού, οι διαφορετικές απαιτήσεις διαφάνειας, που πηγάζουν από τα διαφορετικά ρυθμιστικά καθεστώτα που ισχύουν στους τρόπους εκτέλεσης, με σχεδόν την ίδια δραστηριότητα.

5.2.3 Στόχοι της MiFID και συμπεράσματα από την μέχρι τώρα εφαρμογή της

Όσον αφορά τις δευτερογενείς αγορές, η MiFID έχει σχεδιαστεί για να ενισχύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ των χώρων διαπραγμάτευσης, με στόχο τη μείωση του κόστους των συναλλαγών, εγκαθιστώντας ένα περιβάλλον διαφάνειας της αγοράς επί ίσοις όροις και με στόχο τη στήριξη της αποτελεσματικότητας και προστασία των επενδυτών. Στον αντίποδα, διατυπώνονται σαφείς παρατηρήσεις ότι η Οδηγία δεν το έχει πράξει ακόμη με ομοιόμορφο τρόπο και χρόνο και πρέπει να ελεγχθεί κατά πόσον, στο μέλλον, τα οφέλη όντως θα επεκταθούν σε μεγαλύτερα γεωγραφικά πλαίσια. Με ένα τέτοιο σκεπτικό, οι φορείς του κλάδου ανέφεραν ότι:

Η MiFID έχει διευκολύνει σημαντικά τον ανταγωνισμό στις δευτερογενείς αγορές, με την άρση των εμποδίων ανταγωνισμού για τους ΠΜΔ και έχει αυξήσει τις δυνατότητες που παρέχονται για τους συμμετέχοντες στην αγορά για την εκτέλεση ιδίως μεγάλων εντολών.

Οδήγησε στη μείωση των τελών συναλλαγών στα χρηματιστήρια μέσω της δημιουργίας ανταγωνιστικών χώρων και παρήγαγε οφέλη με τη μορφή της διάθεσης για καλύτερες τιμές για τις εναλλακτικές αγορές.

Από τις ουσιαστικότερες επιπτώσεις της Οδηγίας ήταν η κατάργηση των κανόνων συγκέντρωσης και έμμεσα, των εγχώριων φορολογικών κανόνων για αυτόν τον σκοπό.

Πέρα από αυτό, έχει οδηγήσει σε μια μεγάλη αύξηση του επιπέδου της καινοτομίας αφού έχει παράσχει πλαίσιο στις δευτερογενείς αγορές για την καινοτομία όσον αφορά τη δυνατότητα να δημιουργήσουν εναλλακτικά συστήματα διαπραγμάτευσης.

Από την άλλη πλευρά, παράγοντες της χρηματοπιστωτικής βιομηχανίας ανέφεραν επίσης ότι:

Παρά τη μείωση των τελών συναλλαγών στις επιμέρους πλατφόρμες, σημειώθηκε αύξηση των κόστους των εμπορικών συναλλαγών η οποία οφείλεται στη μείωση του μέσου μεγέθους που απαιτούν οι πολλαπλές πράξεις. Υπήρξε ακόμα μια μείωση στη συνολική διαφάνεια της αγοράς και την ποιότητα των δεδομένων σε συνδυασμό με την αύξηση του κόστους της πληροφορικής για την αναζήτηση της ρευστότητας η οποία έχει συμβάλει στη συνολική αύξηση των άμεσου και έμμεσου κόστους.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, υπάρχουν ερωτήματα για το βαθμό στον οποίο οι επενδυτές έχουν επωφεληθεί από την MiFID. Υπάρχουν ερωτήματα για το κατά πόσον οι επενδυτές επωφελούνται από τις αύξηση του ανταγωνισμού των υπηρεσιών διαπραγμάτευσης. Υπάρχουν επίσης ανησυχίες όσον αφορά τη διαφάνεια της αγοράς, ιδίως την ποιότητα των μετά τη διαπραγμάτευση δεδομένων και την έλλειψη ενός ενοποιημένου συνόλου δεδομένων της αγοράς.

Προς την κατεύθυνση αυτή και στα πλαίσια των ευρύτερων στόχων της λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού, η CESR θα επιδιώξει τη βελτίωση της εποπτικής σύγκλισης κατά την εφαρμογή της Οδηγίας και την προώθηση της διαφάνειας στις αγορές, βελτιώνοντας τα επίπεδα της αποτελεσματικότητας τους.

5.3 Οι σκέψεις για αναπροσαρμογή της Οδηγίας MiFID

Στις 10 Νοεμβρίου 2009 στις Βρυξέλλες, κατά τη διάρκεια συναντήσεων που οργανώθηκαν στο πλαίσιο ενημέρωσης των μελών του Ευρωκοινοβουλίου και των άλλων συμμετεχόντων συζητώντας τις θέσεις της Ένωσης των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων (FESE - Federation of European Securities Exchanges), τονίστηκε η σημασία αναθεώρησης της MiFID με στόχο την καλύτερη λειτουργία και αποτελεσματικότερη εποπτεία των αγορών.

Σε μια προσπάθεια να εντοπιστούν προβλήματα και παραλήψεις ώστε να αξιολογηθούν ανάλογα στην επικείμενη αναθεώρηση της Οδηγίας, αλλά και μέσα στο ευρύτερο πλαίσιο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και των ουσιαστικών προβλημάτων που αντιμετώπισαν τα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια, το Συμβούλιο του Ecofin έθεσε πόρισμα με οικονομικές και τα δημοσιονομικές προεκτάσεις.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση φανέρωσε αρκετές αδυναμίες στη δομή της εποπτείας των Ευρωπαϊκών χρηματαγορών. Έδειξε ότι τμήματα της δευτερογενούς αγοράς δεν εποπτεύονται επαρκώς με συνέπεια δραστηριότητες, προϊόντα και αγορές να λειτουργούν χωρίς κατάλληλη εποπτεία. Είναι κοινώς αποδεκτό, ότι επειδή τέτοιου είδους κενά μπορούν να οδηγήσουν σε δυσμενή αποτελέσματα για τις κεφαλαιαγορές και την πραγματική οικονομία, οι μεταρρυθμίσεις της Οδηγίας πρέπει να κατευθυνθούν ως προς την αντιμετώπιση τους σε επίπεδο ευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου αλλά θα πρέπει και ταυτόχρονα να διασφαλίσουν ίσες συνθήκες ανταγωνισμού για όλες τις πλατφόρμες συναλλαγών στην Ευρώπη.

5.3.1 Αναθεώρηση του ρυθμιστικού πλαισίου MiFID και Dark Pools (Σκοτεινές Συναλλαγές)

Τα Dark Pools είναι εξωχρηματιστηριακοί μηχανισμοί που δίνουν τη δυνατότητα εμπορίας μεγάλων πακέτων μετοχών, των οποίων οι τιμές δημοσιεύονται μόνο μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Οι ηλεκτρονικές αυτές συναλλαγές – ο όγκος των οποίων έχει πρόσφατα διογκωθεί σε σημαντικό βαθμό προς όφελος κυρίως των θεσμικών επενδυτών – δεν ακολουθούν τις προ-συναλλακτικές μορφές διαφάνειας, δε δημοσιοποιούν τη προσφορά και τη ζήτηση από τη μεριά των συναλλασσόμενων, αποτελώντας έτσι πρόσφορο έδαφος καθότι δίνουν το πλεονέκτημα της ανωνυμίας, και τους επιτρέπει να μην θεωρηθούν ότι κερδοσκοπούν εις βάρος ορισμένων μετοχών.

Είναι γεγονός ότι υπάρχουν υψηλά επίπεδα ανησυχίας ως προς τη δραστηριότητα τους, καθώς αυτά, λειτουργώντας ως δίκτυα διασταύρωσης εντολών, αποφεύγουν όλους τους βασικούς κανόνες της MiFID ενώ ταυτόχρονα δραστηριοποιούνται εντός του πλαισίου της, δημιουργώντας επί της ουσίας μια αγορά δύο ταχυτήτων, μειώνοντας την ασφάλεια και αποδυναμώνοντας την αξιοπιστία του ευρωπαϊκού περιβάλλοντος συναλλαγών.

Αυτές οι μη εποπτευόμενες πλατφόρμες εκτέλεσης εντολών αγοράς και πώλησης μετοχών αποτελούν σημαντικό χώρο εξέτασης για την Ευρωπαϊκή Ένωση υπό το πρίσμα ότι η τιμολόγηση έχει κατακερματιστεί σε πολλές δεξαμενές ρευστότητας και η ανάδειξη τους θεωρείται παρενέργειά της υιοθέτησης της MiFID καθώς το ρυθμιστικό πλαίσιο που τα διέπει χαρακτηρίζεται από μεγάλη ελαστικότητα.

Αν και η Οδηγία βοήθησε στο σπάσιμο των μονοπωλίων στα χρηματιστήρια, ενθάρρυνε τη δημιουργία εναλλακτικών τρόπων διαπραγμάτευσης μετοχών. Ανάλογα, η επίδραση τους στα παραδοσιακά χρηματιστήρια είναι σημαντική, καθώς τα τελευταία, προστατευμένα από κανόνες συγκέντρωσης, επέβαλαν στους συναλλασσομένους κάθε χώρας να διακινούν εντολές αποκλειστικά μέσω των εθνικών χρηματιστηρίων. Η προοπτική με τα dark pools, να μετακινηθεί ένα μεγάλο κομμάτι μετοχών με τη μεγαλύτερη ρευστότητα που σήμερα διαπραγματεύονται στα παραδοσιακά χρηματιστήρια προς τις νέες πλατφόρμες είναι παράγοντας ανησυχίας. Παραπλεύρως, η πλειοψηφία των συμμετεχόντων των αγορών συντάσσονται υπέρ ενός υλοποιήσιμου σχεδίου πρόσβασης στα στοιχεία των συνεδριάσεων για μεγαλύτερη διαφάνεια στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, όπως και για την εφαρμογή αποτελεσματικών κανόνων για να αντιμετωπίζονται οι καταχρήσεις των μηχανισμών των αγορών, δηλαδή, υπέρ μίας ουσιαστικής μεταρρύθμισης του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Αποτελεί έτσι, όλο το θέμα διαχείρισης των dark pools μια μεγάλη πρόκληση στα πλαίσια επανεξέτασης και αναθεώρησης της Οδηγίας για τη συνολική ρύθμιση των αγορών.

5.3.2 Διαφάνεια μη μετοχικών τίτλων

Στα πλαίσια της συζήτησης για την αναθεώρηση της MiFID, η CESR δημοσίευσε έκθεση επί της διαφάνειας, στην οποία συνιστά στα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης την ενδεχόμενη ανάγκη να επεκταθούν οι προϋποθέσεις για τη διαφάνεια της MiFID σε μη μετοχικούς τίτλους.

Σχετικά με τη διαφάνεια μη μετοχικών τίτλων, η CESR κατέληξε στο ότι δεν έχει αναγνωρίσει προφανή αποτυχία της αγοράς σχετικά με τη διαφάνεια της αγοράς, η οποία να δικαιολογεί υποχρεωτική διαφάνεια για μη μετοχικούς τίτλους. Ωστόσο,

κάποια ανακατανομή της υπάρχουσας πληροφόρησης διαφάνειας θα μπορούσε να είναι χρήσιμη για να βοηθήσει τους μη επαγγελματίες επενδυτές.

Η σύσταση συνιστά στην υιοθέτηση σε κανονιστικό επίπεδο ενός υποχρεωτικού πλαισίου κανόνων για τη διαφάνεια στη μετασυναλλακτική δραστηριότητα που τώρα εφαρμόζεται μόνο σε μετοχικές συναλλαγές - να επεκταθούν ώστε να καλύπτουν και ομόλογα, δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα και αγορές πιστωτικών παραγώγων, καθώς όπως αποδείχθηκε, οι δυνάμεις της αγοράς δεν πέτυχαν να κατακτήσουν ένα επίπεδο επαρκούς διαφάνειας, αλλά και τα μέρη της αγοράς δεν φαίνεται να αντιλήφθηκαν τα κατάλληλα κίνητρα ώστε να φθάσουν στο βέλτιστο αποτέλεσμα.

Σύμφωνα με την πρόταση, οι κανόνες μετασυναλλακτικής διαφάνειας πρέπει να καλύπτουν και τα ομόλογα κατά τρόπο ώστε να είναι διαπραγματεύσιμα σε μια ρυθμισμένη αγορά ή σε μια πλατφόρμα πολυμερούς διαπραγμάτευσης. Η μετασυναλλακτική πληροφορία θα πρέπει να περιλαμβάνει περιγραφή του ομολόγου, του λόγου τιμής/απόδοσης, του όγκου και του χρόνου εκτέλεσης. Παρόμοιοι κανόνες συνιστώνται και για δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα και για πιστωτικά παράγωγα.

5.4 Συμπεράσματα - Επίλογος

Αν και η MiFID άνοιξε τον ανταγωνισμό στην διαπραγμάτευση μετοχών και οδήγησε σε σημαντική μείωση του κόστους συναλλαγών σχεδόν σε όλες τις οργανωμένες αγορές, δεν έχει επιβεβαιωθεί ότι οι μειώσεις αυτές στις χρεώσεις έχουν περάσει στον τελικό επενδυτή από τις τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Επίσης, είναι αβέβαιο κατά πόσο η μείωση των χρεώσεων στις οργανωμένες αγορές έχει "εξουδετερωθεί" από τα νέα έξοδα που έχουν προκύψει, όπως τα αυξημένα έξοδα για τη παρακολούθηση των συναλλαγών που επωμίζονται οι επενδυτές λόγω της διάσπασης των αγορών.

Με την κατάργηση των κανονισμών συγκέντρωσης εντολών, καταργήθηκε και η εγγύηση διαφάνειας που παρείχαν τα εθνικά χρηματιστήρια. Προς αντιστάθμιση, η MiFID εισήγαγε γενικές υποχρεώσεις για τις εταιρείες παροχής επενδυτικών

υπηρεσιών υποχρεώνοντάς τους να διενεργούν την κάθε συναλλαγή τους με διαφάνεια, ανεξάρτητα από τον τόπο εκτέλεσής της.

Αν και η MiFID έχει δημιουργήσει νέες ευκαιρίες για τους συντελεστές των αγορών, με την προώθηση νέων χρηματιστηριακών δραστηριοτήτων και προϊόντων και αυξάνοντας κατά τρόπο τον ανταγωνισμό, υπάρχει ακόμη αβεβαιότητα ως προς την επίτευξη της επιτυχίας του αρχικού σκοπού. Φαίνεται, ότι το σύστημα έχει λειτουργήσει ικανοποιητικά για τους θεσμικούς επενδυτές, αλλά όχι τόσο και για τους μικρότερους επενδυτές. Αυτό οφείλεται στο γεγονός του ότι η μετα-διαπραγματευτική διαφάνεια των εντολών δεν δείχνει όλη την εικόνα εντείνοντας την ασυμμετρία της πληροφόρησης και δυσκολεύοντας τη διαδικασία συγκέντρωσης και ανάλυσης των τιμών των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών.

Επιπρόσθετα, στον τομέα της προστασίας των επενδυτών, αρκετές διατάξεις της MiFID όπως η εισαγωγή της βέλτιστης εκτέλεσης, σχεδιάστηκαν ακριβώς για να αυξήσουν το επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Η εφαρμογή τους εντέλει αποδείχθηκε μία όχι εύκολη υπόθεση καθώς είτε η παροχή πληροφόρησης από τις εταιρείες είναι ελλιπής ως προς το πού και πώς εκτελέστηκε η συναλλαγή τους, είτε είναι πολύ γενικόλογη και όχι επί της ουσίας τεκμηριωμένη.

Από την άλλη η MiFID κατακερματίζει τις Ευρωπαϊκές αγορές, και αυτό έχει κάποιο κόστος. Ο κατακερματισμός αυτός επιφέρει χειρότερες τιμές για τους επενδυτές και μειώνει την αποδοτικότητα του μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων στην Ευρώπη. Ο κατακερματισμός δυσχεραίνει την επίβλεψη των αγορών και την αποτροπή φαινομένων κατάχρησης της αγοράς. Αυτό συνιστά και την πρόκληση για τις εποπτικές αρχές, καθώς θα πρέπει να εστιάσουν στην ποιότητα της αγοράς γενικά.

Επιπλέον, η Οδηγία ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις έσπασε το μονοπώλιο που είχαν οι εταιρείες των χρηματιστηρίων κάθε χώρας, ταυτόχρονα δημιούργησε ένα περίπλοκο θεσμικό πλαίσιο που προσέθεσε περισσότερη γραφειοκρατία και περιόρισε ξανά τη διαφάνεια στις συναλλαγές. Η προϋπόθεση ανάρτησης περισσότερων πληροφοριών για το προφίλ κάθε επενδύτη περιέπλεξε τις σχέσεις μεταξύ χρηματιστηριακών εταιριών και πελατών. Αυτό θα πρέπει επίσης να αποτελέσει χώρο επανεξέτασης κατά τη διαδικασία αναθεώρησης.

Η αναγκαιότητα αναθεώρησης του θεσμικού πλαισίου των αγορών, δηλαδή της Οδηγίας MiFID, μόλις σχεδόν δύομιση χρόνια από την έναρξη εφαρμογής της, έχει καταστεί ως μία μεγάλη πρόκληση για την ομαλή συνέχεια του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθότι όπως αποδείχθηκε δεν υπήρξε ο απαιτούμενος βαθμός εποπτείας σε όλα τα τμήματα των αγορών, έτσι ώστε να επιτευχθούν οι αρχικοί στόχοι. Οι μεταρρυθμίσεις πρέπει να εστιαστούν στη διόρθωση των λαθών και τις ελλείψεις που εντοπίστηκαν στο θεσμικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος, έτσι ώστε τελικά να επιτευχθεί η ριζική αναδιάρθρωση των ευρωπαϊκών αγορών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- **Βασίλα, Αν. (2009)**, «Σύγκλιση και ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης», Έκδ. Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- **Γαβριηλίδης Αν., Αντιπρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς**, Παρουσίαση: Αντιπρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Νέο πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, Σεπτέμβριος 2007
- **Γαλιάτσος, Κ. (2007)**, «Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής», Έκδ. Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- **Γαλιάτσος, Κ. (2008)**, «Επενδυτικές Υπηρεσίες, Παροχή Επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες», Έκδ. Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- **Γκόρτσος Χρ., Γενικός Γραμματέας ΕΕΤ**, Παρουσίαση: Η ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ (MIFID), Μάρτιος 2007
- **Γκόρτσος, Χρ., Λιβαδά, Χρ., Σταϊκούρας Π., (2009)**, «Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς», Έκδ. Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- **Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.**, Οι αγορές Χρήματος, Κεφαλαίου και Παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις
- **Ελληνική Ένωση Τραπεζών**, Παρουσίαση: Link Up Markets Presentation (Νοέμβριος 2009)
- **Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών**, Έκθεση με τις επιπτώσεις και την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της MiFID στις δευτερογενείς αγορές, Ιούνιος 2009
- **ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ**, ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘΜ. 3606 Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις
- **Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ.**, Οδηγός για τους Επενδυτές, Μάιος 2008
- **Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**, Παρουσίαση: Η ΟΔΗΓΙΑ MiFID – Μία πρώτη παρουσίαση, Υπηρεσία Διεθνών Θεμάτων, Μάιος 2007
- **Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**, Παρουσίαση: Νέες Υπηρεσίες του Ομίλου EXAE στην εποχή της MiFID Ιούλιος 2008

- **Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**, Παρουσίαση: Νέα Προϊόντα στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών Ιούλιος 2008
- **Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.**, Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών Απρίλιος 2009

Ξενόγλωση

- **Citi Intl PLC**, Ενημέρωση/Παρουσίαση : Project Turquoise Μάρτιος 2008
- **Citi Intl PLC**, Ενημέρωση /Παρουσίαση : MiFID presentation Οκτώβριος 2007
- **Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**, Παρουσίαση: Συνδέσεις Αποθετηρίων με EXAE μέσω Link-Up, Η EXAE ως Issuer CSD, Ιούνιος 2009

Ηλεκτρονικές Πηγές

- www.ase.gr Χρηματιστήριο Αθηνών
- <http://europa.eu> Η δικτυακή Πύλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης
- www.hba.gr Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- www.hcmc.gr Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ.
- www.helex.gr Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια
- www.ecb.int/home Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- www.tradeturquoise.com Turquoise London Stock Exchange Group
- www.axiapius.gr/Default.aspx?id=146949&nt=108&lang=1
- www.euro2day.gr/news/market/123/articles/142682/Article.aspx
- www.express.gr/afieroma/oikonomia/9995oz_200804119995.php3
- www.imerisia.gr/article.asp?catid=12336&subid=2&pubid=24143154
- http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_1_18/11/2008_292496
- http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_489872_26/10/2007_246616
- http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_772175_27/10/2007_246813
- <http://news.pathfinder.gr/finance/business/437192.html>