

# ΑΦΙΕΡΩΜΑ

---

---

ΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ  
ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΑΙΑ  
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ:  
ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

---

---



ΕΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

ΑΝΑΤΥΠΟ ΑΠΟ ΤΟ Γ' ΤΡΙΜΗΝΟ ΤΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ  
ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

• Τεύχος 30 • Ιούλιος-Αύγουστος-Σεπτέμβριος 2002

# ΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

## ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΑΙΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

### ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSAP), το οποίο υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 1999, ως ένας από τους κύριους άξονες ορίστηκε η λήψη μέτρων για την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών μέχρι το 2005. Ταυτόχρονα, και ειδικά σε ό,τι αφορά το ρυθμιστικό πλαίσιο για τις ευρωπαϊκές αγορές κινητών αξιών, εκπονήθηκε κατά τη διάρκεια του 2001 η Έκθεση της Επιτροπής Σοφών (Lamfalussy Report), στην οποία επιλέγονται ορισμένες από τις νομοθετικές προτάσεις του FSAP ως υψηλής προτεραιότητας και προτείνεται η υιοθέτηση συγκεκριμένης νομοθετικής τεχνικής βάσει μιας προσέγγισης σε τέσσερα επίπεδα, προκειμένου να επιταχυνθεί και να καταστεί πιο αποτελεσματική και ενέλικτη η ρυθμιστική διαδικασία.

Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει υποβάλει προτάσεις Οδηγιών σε ό,τι αφορά στους επιμέρους τομείς του ρυθμιστικού πλαισίου των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών, οι περισσότερες από τις οποίες είναι υπό εξέλιξη.

Η Ένωση Ελληνικών Τραπεζών παρακολουθώντας τις εξελίξεις και συμμετέχοντας στις διαβουλεύσεις που γίνονται με τους εμπλεκόμενους φορείς επιχειρεί με το αφέρωμα αυτό την παρουσίαση των σχετικών νομοθετικών πρωτοβουλιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, με γνώμονα τη σφαιρική θεώρηση των τρεχουσών εξελίξεων και του υπό διαμόρφωση κανονιστικού περιβάλλοντος.

Στο αφέρωμα αυτό περιέχονται ειδικότερα τα ακόλουθα άρθρα αναφορικά με:

- Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα (Χ. Γκότσοσ, Γενικός Γραμματέας της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών). Στο άρθρο αυτό γίνεται μια συνολική επισκόπηση των κοινοτικών διατάξεων που ισχύουν σήμερα και διέπουν τη λειτουργία και ειοπτεία της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς.
- Την αναμόρφωση του καθεστώτος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε. Γκαντζώνας, Διεύθυνση Νομοματικής Πολιτικής και Τραπεζικών Εργασιών Τράπεζας της Ελλάδος και Χ. Λιβαδά, Διηγηδός - Ένωση Ελληνικών Τραπεζών). Στο άρθρο αυτό επιχειρείται η παρουσίαση των κύριων αξόνων της προτεινόμενης αναθεώρησης και των αναμενόμενων επιδράσεων στο υφιστάμενο καθεστώς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, όπως αυτό είχε διαμορφωθεί με την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ.
- Την πρόταση Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο αναφορικά με την εισαγωγή και διακίνη-

ση εταιρικών τίτλων στο χρηματιστήριο (Χ. Μερτζάνης, Προϊστάμενος Διεύθυνσης Μελετών Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς). Στο εν λόγω άρθρο εξετάζονται, υπό το πρίσμα της πρότασης Οδηγίας, τα θέματα της ενίσχυσης των προτύπων δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών, το σύστημα κατάθεσης, ελέγχου και έγκρισης του ενημερωτικού δελτίου, η αμοιβαία αναγνώριση του ενημερωτικού δελτίου και το ζήτημα του καθορισμού της αρμόδιας εποπτικής αρχής.

- > Το υπό διαμόρφωση θεσμικό πλαίσιο ενάντια στην κατάχρηση της αγοράς (Β. Παπαϊκονόμου, Διεύθυνση Μελετών Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς). Στο άρθρο παρουσιάζεται η υπό έκδοση Οδηγία για τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά, οι τροποποιήσεις που ελέγχονται στο υφιστάμενο καθεστώς και τα προτεινόμενα μέτρα εφαρμογής της Οδηγίας.
- > Το νέο κανονιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Μ. Βασιλικού, Διευθύντρια Διεθνών Σχέσεων Ενωσης Θεσμικών Επενδυτών). Στο άρθρο αυτό εξετάζονται το περιεχόμενο των δύο Οδηγιών που εκδόθηκαν πρόσφατα από τα κοινοτικά όργανα αναφορικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), και οι τροποποιήσεις που ελέγχονται στο υφιστάμενο καθεστώς τόσο σε ό,τι αφορά στις επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ όσο και στη λειτουργία των εταιρειών διαχείρισης.
- > Τη διαμορφούμενη πολιτική σε ό,τι αφορά στην εκκαθάριση και τον διακανονισμό τίτλων (Σ. Παπαγιαννίδου, Διεύθυνση Νομοματικής Πολιτικής και Τραπεζικών Εργασιών Τράπεζας της Ελλάδος). Στο άρθρο αυτό παρουσιάζονται οι βασικοί προσανατολισμοί της Ευρωπαϊκής Κοινότητας σε ό,τι αφορά στις παραμέτρους των υποδομών εκκαθάρισης και διακανονισμού της αγοράς τίτλων υπό το πρίσμα της σχετικής Ανακοίνωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, καθώς επίσης και τα ειδικότερα ζητήματα που ανακύπτουν.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

**ΧΡΗΣΤΟΥ ΒΛ. ΓΚΟΡΤΣΟΥ**

Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα

3-16

**ΕΥΘΥΜΙΟΥ Κ. ΓΚΑΤΖΩΝΑ - ΧΡΙΣΤΙΝΑΣ ΛΙΒΑΛΛΑ**

Η αναμόρφωση του καθεστώτος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση

17-30

**Δρ ΧΑΡΙΛΑΟΥ Β. ΜΕΡΤΖΑΝΗ**

Η πρόταση Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο αναφορικά με την εισαγωγή και διακίνηση εταιρικών τίτλων στο χρηματιστήριο

31-39

**ΒΑΣΙΛΙΚΗΣ ΠΑΠΑΟΙΚΟΝΟΜΟΥ**

Προς ένα Ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο ενάντια στην κατάχρηση αγοράς

40-48

**ΜΑΡΩΣ ΒΑΣΙΛΙΚΟΥ**

Οι δύο νέες Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ενωσης για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

49-58

**Σ. Ν. ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΙΔΟΥ**

Εκκαθάριση και Διακανονισμός Τίτλων: Παράμετροι της πολιτικής που διαμορφώνεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση

59-68

## Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα

ΧΡΗΣΤΟΥ ΒΑ. ΓΚΟΡΤΣΟΥ

Επίκουρου Καθηγητή, Γενικού Γραμματέα ΕΕΤ

### Α. Η ΘΕΣΜΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΙΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ

#### 1. Ο ενιαίος χρηματοπιστωτικός χώρος

Η δημιουργία ενός ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, ενός χώρου δηλαδή που να πληροί τις προϋποθέσεις της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, αποτελεί προϊόν της ευρύτερης προσπάθειας που άρχισε στα μέσα της δεκαετίας του 1980 για τη δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς<sup>(1)</sup>. Οι διατάξεις του κανονιστικού πλαισίου που διέπουν τη λειτουργία αυτού του ενιαίου χώρου αφορούν αφενός μεν στις υποχρεώσεις των επιχειρήσεων που επιθυμούν να εισαγάγουν για διαπραγμάτευση και στη συνέχεια έχουν εισηγμένες στις οργανωμένες αγορές κεφαλαίων μετοχές και ομολογίες έκδοσής τους, αφετέρου δε στη δραστηριότητα (σε εθνική και διασυνοριακή βάση) διαφόρων κατηγοριών ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων, όπως:

- τα πιστωτικά ιδρύματα, στην έννοια των οποίων εμπίπτουν και οι επιχειρήσεις ηλεκτρονικού χρήματος,

- οι επιχειρήσεις που παρέχουν τις ίδιες υπηρεσίες όπως και τα πιστωτικά ιδρύματα, χωρίς όμως να έχουν δικαίωμα να αποδέχονται καταθέσεις από το κοινό, οι οποίες στο κοινοτικό δίκαιο καλούνται χρηματοδοτικά ιδρύματα (π.χ., εταιρείες καρτών, χρηματοδοτικής μίσθωσης, πρακτορείας απαιτήσεων),
- οι επιχειρήσεις επενδύσεων (π.χ. χρηματιστηριακές εταιρείες) που δικαιούνται να παρέχουν κίριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου,
- οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (δηλαδή οι εταιρείες επενδύσεων χατοφυλακίου και τα αμοιβαία κεφάλαια), και
- οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, ο ενιαίος κοινοτικός χρηματοπιστωτικός χώρος περιέχει τρία συστατικά στοιχεία:

- την ενιαία τραπεζική αγορά<sup>(2)</sup>,
- την ενιαία ασφαλιστική αγορά<sup>(3)</sup>, και
- την ενιαία κεφαλαιαγορά.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση ήταν η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων μέσα στον ενιαίο χώρο, καθώς και η κατάργηση των εμποδίων αναφορικά με τη διενέργεια διασυνοριακών χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και την εγκατάσταση ενδιά-

<sup>(1)</sup> Η έννοια της εσωτερικής αγοράς ορίστηκε στο άρθρο 14 (παρ. 2) της Συνθήκης περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ως "ένος χώρος χωρίς εσωτερικά σύνορα μέσα στον οποίο εξασφαλίζεται η ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων σύμφωνα με τις διατάξεις της παρούσας Συνθήκης".

<sup>(2)</sup> Βλέπε σχετικά Sousi-Roubi (1995), Dassesse et al. (1994) και Γκόρτσου (2001), σελ. 140-155.

<sup>(3)</sup> Βλέπε σχετικά Clifford Chance (2002), σελ. 14-134.

μεσών χρηματοπιστωτικών φορέων στην επιζή-  
τεια άλλων κρατών. Η ομαλή λειτουργία της ολο-  
κλήρωμένης αγοράς προϋποθέτει όμως, επίσης,  
την υιοθέτηση μέτρων που να είναι ικανά να δια-  
σφαλίζουν:

- την πρόληψη κρίσεων στις αγορές κεφαλαίου και στα τραπεζικά συστήματα,
- την προστασία των καταναλωτών χρηματοπι-  
στωτικών υπηρεσιών (π.χ. οφειλέτες δανείων και κερτών, καταθέτες και επενδυτές),
- την απρόσκοπτη διενέργεια διασυννοριακών συναλλαγών με μέσα πληρωμών (π.χ. κάρτες, εμβάσματα, πάγιες εντολές), τη δημιουργία δη-  
λαδή ενός ενιαίου χώρου πληρωμών, και
- τη συνδρομή συνθηκών ανταγωνιστικής ισότη-  
τας ανάμεσα σε όλους τους ενδιαμέσους χρη-  
ματοπιστωτικούς φορείς που λειτουργούν στον  
ενιαίο χώρο, παρέχουν ομοειδείς υπηρεσίες και  
εκτίθενται σε ομοειδείς κινδύνους.

## 2. Το πρωτογενές δίκαιο για την ενιαία κε- φαλαιαγορά

(α) Προκειμένου να επιτευχθεί η χρηματοπιστω-  
τική ολοκλήρωση στην Κοινότητα, έπρεπε να κα-  
ταργηθούν όλα τα εμπόδια που περιόριζαν την ελεύ-  
θερη άσκηση οικονομικής δραστηριότητας από τις  
διάφορες κατηγορίες ενδιαμέσων χρηματοπιστω-  
τικών φορέων σε διασυννοριακή βάση. Η θεσμική  
θεμελίωση αυτής της προϋπόθεσης τέθηκε στην αρ-  
χιική Συνθήκη της Ρώμης (1957) και αφορούσε:

- στην ελευθέρωση κίνηση κεφαλαίων,
- στην ελευθερία εγκατάστασης των χρηματοπι-  
στωτικών ενδιαμέσων φορέων, και
- στην ελευθερία για την εκ μέρους τους παροχή  
χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών<sup>41</sup>.

Για την υλοποίηση των ελευθεριών εγκατάστα-  
σης και παροχής υπηρεσιών, η Συνθήκη προβλέπει  
ότι το Συμβούλιο μπορεί να εκδίδει Οδηγίες σύμ-  
φωνα με τα άρθρα 44, 47 και 52. Τα άρθρα αυτά,  
όπως και το άρθρο 94 για την προσέγγιση των νο-

μοθεσιών, αποτέλεσαν τη βάση όλων των Οδηγιών  
που εκδόθηκαν πριν από το 1987 και αφορούσαν  
την ενιαία κεφαλαιαγορά (και εν γένει τον ενιαίο  
χρηματοπιστωτικό χώρο).

(β) Με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη, οι διατάξεις  
της οποίας τέθηκαν σε ισχύ την 1η Ιουλίου 1987 και  
η οποία αποτέλεσε την πρώτη τροποποίηση της αρ-  
χιικής Συνθήκης, τέθηκαν οι βάσεις για τη διαμόρ-  
φωση στην Κοινότητα της εσωτερικής αγοράς. Τα  
κοινωνικά όργανα που συμμετείχαν στη νομοθετική  
διαδικασία όφειλαν, εξάλλου, σύμφωνα με τη διά-  
ταξη της παραγράφου 1 του άρθρου 14, να προωθή-  
σουν μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 1992 τα αναγκαία και  
ικανά μέτρα που θα συνέβαλλαν στην προοδευτική  
εγκαθίδρυση αυτής της εσωτερικής αγοράς. Προ-  
φανές είναι, ότι η εξέλιξη αυτή είχε καταλυτική επί-  
δραση στην προώθηση των διαδικασιών για την ολο-  
κλήρωση του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου,  
περιλαμβανομένης της ενιαίας κεφαλαιαγοράς.

Το εύρος των νομικών βάσεων για την έκδοση  
πράξεων παραγωγού δικαίου αυξήθηκε σημαντικά  
με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη, καθώς με το αρ-  
θρο 95 δόθηκε στο Συμβούλιο η εξουσία, πέραν των  
προβλεπομένων στο άρθρο 94, "να εκδίδει μέτρα  
σχετικά με την προσέγγιση των νομοθετικών, κανο-  
νιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών  
μελών που έχουν ως αντικείμενο την εγκαθίδρυση  
και λειτουργία της εσωτερικής αγοράς". Η εν λόγω  
διάταξη αποτέλεσε τη βάση, πέραν των προανα-  
φερθέντων, για την έκδοση του συνόλου των Οδη-  
γιών που διέπουν τη λειτουργία του ενιαίου χρημα-  
τοπιστωτικού χώρου<sup>42</sup>.

(γ) Το Φεβρουάριο του 2001, η "Επιτροπή Σοφών για  
την Εποπτεία των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών"  
(γνωστή ως Επιτροπή Lamfalussy από το όνομα του  
προέδρου της Alexandre Lamfalussy), η οποία συνε-

<sup>41</sup> Βλέπε σχετικά Nobel (2002), σελ. 193-195 και Γκόρτσο (2001), σελ. 137-140.

<sup>42</sup> Επισημαίνεται ότι μετά την ενσωμάτωση των διατάξεων της Συν-  
θήκης του Μάαστριχτ στη Συνθήκη περί ίδρυσης της Ευρωπαϊκής  
Κοινότητας, όλα τα εν λόγω μέτρα εκδίδονται σύμφωνα με τη  
διαδικασία της συναπόφασης του άρθρου 251.

στήθη το 2000 με απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN, υπέβαλε τις οριστικές της προτάσεις αναφορικά με τη σταδιακή αναμόρφωση του καθεστώτος που διέπει την εποπτεία των κοινοτικών κεφαλαιαγορών. Οι προτάσεις της Επιτροπής Lamfalussy υιοθετήθηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης<sup>66</sup>.

Στην τελική της έκθεση, η Επιτροπή Lamfalussy πρότεινε την καθιέρωση νέων διαδικασιών για την ολοκλήρωση του κοινοτικού νομοθετικού έργου που αφορά στην ολοκλήρωση της ενιαίας κεφαλαιαγοράς, βάσει μιας προσέγγισης σε τέσσερα επίπεδα. Ειδικότερα ενισχύθηκε η διαδικασία Επιτροπολογίας κατά τον ακόλουθο τρόπο:

- (i) Οι Οδηγίες (οι οποίες εκδίδονται με τη διαδικασία της συναπόφασης μεταξύ Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου) είναι Οδηγίες-πλαίσιο, μέσω των οποίων τίθενται οι βασικές κατευθυντήριες αρχές του ρυθμιζόμενου μέτρου (επίπεδο 1).
- (ii) Η εξειδίκευση των διατάξεων των εν λόγω Οδηγιών γίνεται μέσω τεχνικών Οδηγιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία επικουρείται στο έργο της από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κεφαλαιαγορών (European Securities Committee-ESC), με τη συμμετοχή εκπροσώπων (σε ανώτατο επίπεδο) των εθνικών κυβερνήσεων. Στο δεύτερο αυτό επίπεδο θεσπίζονται και τα εκτελεστικά μέτρα εφαρμογής των γενικών κανόνων.
- (iii) Η παρακολούθηση της ομοιομορφίας εφαρμογής των διατάξεων των Οδηγιών από τα κράτη μέλη ανατέθηκε στην Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators-CESR), στην οποία συμμετέχουν οι εθνικές εποπτικές αρχές για την κεφαλαιαγορά (επίπεδο 3). Η CESR συμβάλλει, επίσης, στη θέσπιση των εκτελεστικών μέτρων εφαρμογής του επιπέδου 2.
- (iv) Τέλος, στο τέταρτο επίπεδο καθιερώθηκε η ενίσχυση του ρόλου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφορικά με την παρακολούθηση της ορθής εφαρμογής των κοινοτικών πράξεων, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα.

## Β. ΤΟ ΙΣΧΥΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

### 1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Το ισχύον (παράγωγο) κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα αποτελεί τμήμα του κανονιστικού πλαισίου που έχει διαμορφωθεί για τη θεμελίωση του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου. Το κανονιστικό αυτό πλαίσιο διαμορφώθηκε κατά βάση μετά την υιοθέτηση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης, μολονότι πολλές από τις διατάξεις του παραγωγού δικαίου σε αυτόν τον τομέα περιέχονται σε πράξεις που εκδόθηκαν πριν το 1988. Βέβαια, η υλοποίηση των βασικών ελευθεριών αναφορικά με τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στις κεφαλαιαγορές ακολούθησε την έκδοση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης, με αωκετή μάλιστα χρονική καθυστέρηση σε σχέση με την υιοθέτηση της Δεύτερης Συντονιστικής Τραπεζικής Οδηγίας (89/646/ΕΟΚ) για τον τραπεζικό τομέα<sup>67</sup>. Οι διατάξεις του αφορούν σε τρεις ενότητες:

(α) Στην πρώτη ενότητα συναντώνται οι διατάξεις που (κρίθηκε ότι πρέπει να) διέπουν τη λειτουργία και εποπτεία των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που μεσολαβούν για τη διόδευση δανειακών κεφαλαίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου που λειτουργούν στα κράτη μέλη, καθώς και την προστασία των επενδυτών που συναλλάσσονται με τους εν λόγω φορείς. Οι σχετικές διατάξεις αφορούν, συνολικά:

- αφενός μεν στις επιχειρήσεις που παρέχουν, σε ατομική βάση, επενδυτικές υπηρεσίες στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και τις χρηματαγορές των κρατών μελών, και

<sup>66</sup> Βλέπε σχετικά Nobel (2002), σελ. 208-215.

<sup>67</sup> Η εν λόγω Οδηγία έχει πλέον ενσωματωθεί, μαζί με ορισμένες άλλες Οδηγίες που αφορούν στην προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων στην αυξανόμενη Οδηγία 2000/12/ΕΚ (ΕΕ L126, 28.5.2000, σελ. 1 επ.).



➤ αφετέρου στους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, δηλαδή των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των αμοιβαίων κεφαλαίων (βλέπε κατωτέρω την ενότητα 2).

(β) Η δεύτερη ενότητα περιέχει διατάξεις που διασφαλίζουν συνθήκες διαφάνειας στα χρηματιστήρια αξιών των κρατών μελών, με στόχο την προστασία των προσώπων που επενδύουν σε εταιρείες, οι οποίες έχουν εισαγάγει ή πρόκειται να εισάγουν σε αυτά μετοχές και ομολογίες έκδοσής τους (βλέπε κατωτέρω την ενότητα 3).

(γ) Στην τρίτη ενότητα, τέλος, εντάσσονται δύο τεχνικές Οδηγίες μέσω των οποίων επιδιώκεται η βελτίωση της αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών. Οι Οδηγίες αυτές αφορούν:

- στο αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού αξιολογίων (Οδηγία 98/26/ΕΚ)<sup>95</sup>, και
- στις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας (Οδηγία 2002/47/ΕΚ)<sup>96</sup>.

Επισημαίνεται στο σημείο αυτό, ότι το κοινοτικό δίκαιο δεν παρεμβαίνει αναφορικά με το ζήτημα των φορέων που ασκούν σε κάθε κράτος μέλος την εποπτεία των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά<sup>97</sup>.

Ενόψει αυτής της παρατήρησης, αξίζει να σημειωθεί ότι σε κοινοτικό επίπεδο ισχύουν σήμερα δύο κυρίαρχα πρότυπα:

- σε ορισμένα κράτη μέλη, οι αρχές που εποπτεύουν τους ενδιάμεσους φορείς που ασκούν δραστηριότητα στις κεφαλαιαγορές (επιχειρήσεις επενδύσεων και ΟΣΕΚΑ) είναι διάφορες εκείνων που εποπτεύουν πιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές εταιρείες (π.χ. Ελλάδα και Ιταλία),
- σε άλλα κράτη μέλη υπάρχει μία ενιαία αρχή για την εποπτεία όλων των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων, περιλαμβανομένων και των ασφαλιστικών εταιρειών (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο και Σκανδιναβικά κράτη)<sup>98</sup>.

## 2. Λειτουργία και εποπτεία επιχειρήσεων επενδύσεων και οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

### 2.1 Συνολική θεώρηση

Το κανονιστικό πλαίσιο που αφορά στη λειτουργία και εποπτεία των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που παρέχουν υπηρεσίες, σε ατομική ή συλλογική βάση, στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, καθώς και την προστασία των επενδυτών που συναλλάσσονται με αυτούς τους φορείς, συναντάται σε πέντε κοινοτικές Οδηγίες:

- την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (κατωτέρω, υπό 2.2),
- την Οδηγία 93/6/ΕΟΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων (υπό 2.3),
- την Οδηγία 97/9/ΕΚ σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών (υπό 2.4),
- την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (υπό 2.5), και
- την Οδηγία 91/308/ΕΟΚ για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες (υπό 2.6).

### 2.2 Η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες

Η θεσμική θεμελίωση της ενιαίας αγοράς για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στην Κοινότητα βασίζεται στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ «σχετικά με τις επενδυ-

<sup>95</sup> ΕΕ L166, 11.6.98, σελ., 45 επ.

<sup>96</sup> ΕΕ L168, 27.6.2002, σελ., 43 επ.

<sup>97</sup> Στο άρθρο 105 (παρ. 6) της Συνθήκης προβλέπεται, πάντως, ότι η ΕΚΤ θα ήταν δυνατόν να αναλάβει στο μέλλον εποπτικά καθήκοντα για όλες τις κατηγορίες ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων πλην των ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

<sup>98</sup> Βλέπε σχετικά Lannoo (2002), σελ. 2-6.



τιζές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών<sup>121</sup>. Στο πεδίο εφαρμογής αυτής της Οδηγίας εμπύτουν εν μέρει με τα πιστωτικά ιδρύματα, κυρίως όμως οι επιχειρήσεις επενδύσεων, εκείνες δηλαδή οι επιχειρήσεις, οι οποίες δεν είναι πιστωτικά ιδρύματα και έχουν ως αποκλειστική δραστηριότητα την παροχή κέρων και παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα επιχείρησης επενδύσεων είναι οι χρηματιστηριακές εταιρείες.

Οι βασικές ρυθμίσεις της εν λόγω Οδηγίας, διατάξεις της οποίας έχουν τροποποιηθεί με την Οδηγία 95/26/ΕΚ, είναι οι ακόλουθες:

(α) Από την 1η Ιανουαρίου 1996, μέσα στην ενιαία αγορά η παροχή κυρίων επενδυτικών υπηρεσιών<sup>122</sup> αποτελεί εκ του νόμου μονοπώλιο υπέρ των κατηγοριών επιχειρήσεων επενδύσεων (καθώς και των πιστωτικών ιδρυμάτων). Συνεπώς, η παροχή αυτών των υπηρεσιών επιτρέπεται μόνον σε επιχειρήσεις επενδύσεων, οι οποίες έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και ελοπτεύονται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένη η καταστατική τους έδρα και η κεντρική τους διοίκηση.

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις επενδύσεων δικαιούνται να παρέχουν και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες<sup>123</sup>, για τις οποίες, όμως, δεν υφίσταται το προαναφερθέν μονοπώλιο εκ του νόμου.

(β) Καθιερώθηκε, επίσης, η ελάχιστη εναρμόνιση των προϋποθέσεων που πρέπει να πληρούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων, ώστε να τους χορηγηθεί άδεια λειτουργίας υπό τις αρμόδιες αρχές για τη νόμιμη άσκηση της δραστηριότητάς τους (αρχικό κεφάλαιο, επάρκεια των διευθυντικών στελεχών, πρόγραμμα δραστηριότητας, και ταυτότητα των βασικών μετοχών του). Επισημιάνετα ιδιαίτερα η υποχρέωση που έχει επιβληθεί με την Οδηγία 95/26/ΕΚ, για τη σύμπτωση στο ίδιο κράτος μέλος τόσο της καταστατικής έδρας όσο και της κεντρικής διοίκησης της επιχείρησης επενδύσεων.

(γ) Η διασφάλιση της ελευθερίας εγκατάστασης και της ελευθερίας παροχής υπηρεσιών σε διασυνοριακή βάση από τις επιχειρήσεις επενδύσεων βασίζεται στην αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης από όλα τα κράτη μέλη των νομοθετικών, κανονι-

στικών και διοικητικών μέτρων που λαμβάνουν τα υπόλοιπα, περιλαμβανομένης και της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών λειτουργίας που χορηγούν οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής των επιχειρήσεων επενδύσεων. Ειδικότερα, κατ' εφαρμογή αυτής της αρχής, από την 1η Ιανουαρίου 1996, κάθε επιχείρηση επενδύσεων που έχει λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένη η καταστατική του έδρα και η κεντρική του διοίκηση δικαιούται, δυνάμει αυτής της ενιαίας άδειας λειτουργίας, να ασκεί δραστηριότητα στα υπόλοιπα κράτη μέλη, είτε ιδρύοντας εκεί υποκαταστήματα είτε παρέχοντας υπηρεσίες σε διασυνοριακή βάση, χωρίς να απαιτείται άδεια από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής.

Η άδεια λειτουργίας που χορηγούν οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής αποτελεί, συνεπώς, επαρκές εφόδιο για τη διέσδυση μιας κοινοτικής επιχείρησης επενδύσεων στις

<sup>121</sup> EEL141, 11.6.93, σελ. 27 επ. Διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας έχουν τροποποιηθεί με τις Οδηγίες 95/26/ΕΚ (ΕΕ L168, 18.7.95, σελ. 7 επ.) και 2000/64/ΕΚ (ΕΕ L290, 17.11.2000, σελ. 27-28).

<sup>122</sup> Στην έννοια των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών εμπύτουν λέγντε υπηρεσίες: η λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό επενδυτών για την κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό επενδυτών, που αφορούν στην κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, η διαπραγμάτευση και αφοροποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων για ίδιο λογαριασμό, η διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών, στα οποία περιλαμβάνονται χρηματοπιστωτικά μέσα, σύμφωνα με εντολή τους, και η αναδοχή της έκδοσης χρηματοπιστωτικών μέσων.

<sup>123</sup> Στην έννοια των παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών εμπύτουν η φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων, η ενουκίαση θυρών, η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτές προς διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα αν η εταιρεία παρεβάλλεται, η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με την γεφάλαση τους διάρθρωση, τη διαμόρφωση της επιχειρηματικής τους στρατηγικής και γενικά της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, καθώς και η παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, οι υπηρεσίες συνδεδεμένες με την αναδοχή έκδοσης χρηματοπιστωτικών μέσων, η παροχή συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων για χρηματοπιστωτικά μέσα, και οι υπηρεσίες σε ξένο συνάλλαγμα, εφόσον συνδέονται με την παροχή κέρων ή και παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών.

αγορές των υπολοίπων κρατών μελών. Στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ τίθενται, επίσης, οι διαδικαστικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται, ώστε η επιχείρηση επενδύσεων να κάνει χρήση των ελευθεριών εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών μέσα στην ενιαία αγορά.

(δ) Σε συνέπεια προς τις προαναφερθείσες ρυθμίσεις και κατ' εφαρμογή της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης των εθνικών κανόνων προληπτικής εποπτείας (αρχητοί από τους οποίους έχουν εναρμονιστεί κατ' ελάχιστο περιεχόμενο σε κοινοτικό επίπεδο σύμφωνα με τα ειδικότερα αναφερόμενα κατωτέρω στην παρούσα ενότητα του άρθρου, υπό 2.3), για την εποπτεία των υποκαταστημάτων κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που λειτουργούν σε άλλα κράτη μέλη, καθιερώθηκε, ως κανόνας, η αρχή της άσκησης της εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής.

Συνεπώς, τα υποκαταστήματα των κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που είναι εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη από εκείνο, όπου είναι εγκατεστημένη η καταστατική τους έδρα, υπόκεινται κατά βάση στην προληπτική εποπτεία των αρμοδίων αρχών του κράτους μέλους καταγωγής. Ο έλεγχος των αρχών καλύπτει:

- τη φερεγγυότητα των υποκαταστημάτων αναφορικά με τις δραστηριότητες που ασκούν βάσει της ενιαίας άδειας λειτουργίας που τους έχουν χορηγήσει οι ίδιες, και
- την προσφορότητα της διοικητικής και λογιστικής τους οργάνωσης και των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου.

Αντίθετα, οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής έχουν περιορισμένες εξουσίες ως προς την προληπτική εποπτεία των υποκαταστημάτων επιχειρήσεων επενδύσεων από άλλα κράτη μέλη που είναι εγκατεστημένα στην επικράτειά τους. Για την αποτελεσματική, πάντως, άσκηση των αρμοδιοτήτων τους που αφορούν στην προληπτική εποπτεία των υποκαταστημάτων κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που είναι εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη από το κράτος μέλος καταγωγής, οι

αρμόδιες αρχές των κρατών μελών καταγωγής και υποδοχής οφείλουν να συνεργάζονται στενά. Επισημαίνεται σχετικά ότι για την αποτελεσματικότερη υλοποίηση αυτής της συνεργασίας, οι περισσότερες αρμόδιες αρχές έχουν προχωρήσει στη σύναψη διμερών συμφωνιών συνεργασίας.

(ε) Με την Οδηγία τα κράτη μέλη κλήθηκαν, επίσης, να καταργήσουν τις κανονιστικές πράξεις βάσει των οποίων περιοριζόταν η δυνατότητα των κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων είτε να γίνονται μέλη των οργανωμένων αγορών άλλων κρατών μελών είτε να έχουν άμεση πρόσβαση σε αυτές. Ταυτόχρονα, καθιερώθηκαν διατάξεις για την κατοχύρωση της διαφάνειας των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στις εν λόγω αγορές.

(στ) Καθιερώθηκαν, επίσης, ορισμένες υποχρεώσεις διαφάνειας, τις οποίες οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων, ώστε να μπορούν να κάνουν χρήση των ενχειριδίων που τους χορηγούνται βάσει των διατάξεων της Οδηγίας.

(ζ) Τέλος, τα κράτη μέλη υποχρεώθηκαν να θέσουν σε εφαρμογή κώδικα δεοντολογίας ο οποίος να διέπει, με δεσμευτικό τρόπο, τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Καθιερώθηκαν μάλιστα επτά βασικές αρχές – ελάχιστο περιεχόμενο του κώδικα δεοντολογίας – που οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων στο πλαίσιο της δραστηριότητάς τους.

### **2.3 Η Οδηγία 93/6/ΕΟΚ σχετικά με την προληπτική εποπτεία των επιχειρήσεων επενδύσεων**

Για την αποτελεσματική λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς κρίθηκε απαραίτητη η ελάχιστη εναρμόνιση ορισμένων κανονιστικών διατάξεων που αφορούν στη διασφάλιση της σταθερότητάς της. Οι σχετικές διατάξεις του ισχύοντος παραρτήρου κοινοτικού δικαίου συναντώνται κατά κύριο λόγο στην Οδηγία 93/6/ΕΟΚ "για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων"

και των πιστωτικών ιδρυμάτων<sup>103</sup>). Με την Οδηγία αυτή έχουν επιβληθεί στις επιχειρήσεις επενδύσεων δύο υποχρεώσεις, οι οποίες εφαρμόζονται στα κράτη μέλη βάσει της αρχής της ελάχιστης εναρμόνισης του κανονιστικού πλαισίου σε κοινοτικό επίπεδο:

(α) Κατ' αρχήν, υποχρεούνται<sup>104</sup> να προβαίνουν σε διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους για μεμονωμένους πελάτες ή ομάδες συνδεδεμένων πελατών και να γνωστοποιούν στις αρμόδιες αρχές τα μεγάλα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα<sup>105</sup>.

(β) Επιπλέον, τους έχει επιβληθεί η υποχρέωση να διακρατούν επαρκή ίδια κεφάλαια για να καλύπτονται από το ενδεχόμενο επείγουσας κινδύνων. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις είναι οι ακόλουθες:<sup>106</sup>

- (i) Η πρώτη απαίτηση αφορά στην κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου από τα στοιχεία του ενεργητικού του ισολογισμού τους και τα στοιχεία εκτός ισολογισμού που τηρούνται λογιστικά στους λογαριασμούς τάξεως (περιλαμβανομένων και των εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων μέσων).
- (ii) Η δεύτερη απαίτηση αφορά στην κάλυψη έναντι του κινδύνου θέσης, βάσει στοιχείων του χαρτοφυλακίου συναλλαγών τους<sup>107</sup>. Ο υπολογισμός αυτών των κεφαλαιακών απαιτήσεων γίνεται είτε με βάση την τυποποιημένη μέθοδο, είτε με βάση τη μέθοδο που βασίζεται στα εσωτερικά μοντέλα μέτρησης του κινδύνου.
- (iii) Η τρίτη απαίτηση αφορά στην κάλυψη έναντι του συνάλλαγματικού κινδύνου, βάσει του συνόλου των δραστηριοτήτων τους, επίσης σύμφωνα με τις δύο προαναφερθείσες εναλλακτικές μεθόδους.
- (iv) Η τέταρτη απαίτηση αφορά στην κάλυψη έναντι των κινδύνων διακανονισμού και αντισημβυλλομένου βάσει συγκεκμημένων ανοιγμάτων του χαρτοφυλακίου συναλλαγών τους.
- (v) Η πέμπτη απαίτηση αφορά στην κάλυψη

έναντι του κινδύνου που απορρέει από την υπέρβαση στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών (και μόνον σε αυτό) των ορίων που ισχύουν για τα μεγάλα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα.

(vi) Τέλος, η έκτη απαίτηση αφορά στην κάλυψη έναντι του κινδύνου από ανοικτές θέσεις σε εμπορεύματα, βάσει στοιχείων του χαρτοφυλακίου συναλλαγών τους, σύμφωνα με δύο εναλλακτικές μεθοδολογίες.

Στην εν λόγω Οδηγία καθορίζονται, επίσης, τα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων (διακρινόμενα σε βασικά και συμπληρωματικά) με τα οποία επιτρέπεται να γίνεται η εκπλήρωση των προαναφερθεισών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Με την Οδηγία 93/6/ΕΟΚ καθιερώθηκε, τέλος, η αρχή της άσκησης της εποπτείας των επιχειρήσεων επενδύσεων που εντάσσονται σε ομίλους σε ενοποιημένη βάση, με τους ίδιους όρους που η αρχή αυτή εφαρμόζεται και στα πιστωτικά ιδρύματα, βάσει των διατάξεων της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ. Οι σχετικές διατάξεις αναφέρονται σε έξι ενότητες:

➤ στις κατηγορίες των ομίλων που υπόκεινται σε ενοποιημένη εποπτεία,

<sup>103</sup> ΕΕ L34, 11.6.93, σελ. 1 επ. Διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας έχουν τροποποιηθεί με τις Οδηγίες 98/31/ΕΚ (ΕΕ L204, 21.7.98, σελ. 13 επ.) και 98/53/ΕΚ (ΕΕ L204, 21.7.98, σελ. 29 επ.).

<sup>104</sup> Αντίστοιχες υποχρεώσεις έχουν επιβληθεί, για λόγους ανταγωνιστικής ισοτήρας, και στα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 48-50 της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ.

<sup>105</sup> Ως μεγάλο χρηματοδοτικό άνοιγμα ορίζεται κάθε απαίτηση της επεξεργασίας επενδύσεων, είτε αυτή προκύπτει από στοιχεία του ενεργητικού του ισολογισμού της είτε από στοιχεία εκτός ισολογισμού, η οποία υπερβαίνει το 10% των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων της.

<sup>106</sup> Αντίστοιχες υποχρεώσεις έχουν επιβληθεί, για λόγους ανταγωνιστικής ισοτήρας, και στα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 40-46 της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ (για τον πιστωτικό κίνδυνο) και της Οδηγίας 93/6/ΕΟΚ (για τους κινδύνους αγοράς).

<sup>107</sup> Το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών περιλαμβάνει θέσεις σε τίτλους και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία κατέχονται για λόγους διαπραγματεύσεως και υπόκεινται κυρίως σε κινδύνους αγοράς, και ανοίγματα που έχουν σχέση προς ορισμένες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε πελάτες.

- στους τομείς που καλύπτει η ενοποίηση,
- στη μορφή και την έκτασή της,
- στις αρχές που είναι αρμόδιες για την άσκηση της ενοποιημένης εποπτείας,
- στις προϋποθέσεις υπό τις οποίες είναι δυνατή η απαλλαγή μιας επιχείρησης επενδύσεων από την υπαγωγή της στην ενοποιημένη εποπτεία, και
- στο περιεχόμενο της διοικητικής συνδρομής ανάμεσα στις εμπλεκόμενες αρμόδιες αρχές.

#### 2.4 Η Οδηγία 97/9/ΕΚ για τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών

Με τις διατάξεις της Οδηγίας 97/9/ΕΚ «*σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών*»<sup>60</sup> επιδιώκεται η προστασία των επενδυτών που συναλλάσσονται με κοινοτικές και μη κοινοτικές επιχειρήσεις επενδύσεων που λειτουργούν στην επικράτεια των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Για τις ανάγκες, μάλιστα, αυτής της Οδηγίας η έννοια της επιχείρησης επενδύσεων περιλαμβάνει τόσο τις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, όσο και τα πιστωτικά ιδρύματα η άδεια λειτουργίας των οποίων καλύπτει μια ή περισσότερες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες.

Στην έννοια του επενδυτή εμπίπτει κάθε πρόσωπο που καταθέτει σε μια επιχείρηση επενδύσεων χρήματα ή τίτλους στα πλαίσια της διεξαγωγής επενδυτικών εργασιών. Λαμβανομένου, πάντως, υπόψη του γεγονότος ότι ορισμένες κατηγορίες επενδυτών επιτρέπεται να εξαιρεθούν της προστασίας, βάσιμα μπορεί να υποστηριχθεί, ότι στο ρυθμιστικό πεδίο της Οδηγίας 97/9/ΕΚ εμπίπτουν κυρίως οι χαμηλής οικονομικής επιφάνειας επενδυτές.

Με την Οδηγία 97/9/ΕΚ επιβλήθηκε στα κράτη μέλη η υποχρέωση να φροντίσουν για τη σύσταση και επίσημη αναγνώριση στο έδαφός τους ενός ή περισσότερων συστημάτων αποζημίωσης επενδυτών,

στα οποία πρέπει να συμμετέχουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν την καταστατική τους έδρα στην επικράτειά τους. Καμία επιχείρηση επενδύσεων που έχει λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής δεν δικαιούται να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, αν δεν συμμετέχει στο σύστημα (ή, κατά περίπτωση, σε ένα από τα συστήματα) αποζημίωσης επενδυτών που έχει συσταθεί στο εν λόγω κράτος μέλος.

Το σύστημα αποζημίωσης επενδυτών οφείλει να καλύπτει, μέχρι του ύψους των 20.000 ευρώ, τους επενδυτές μιας επιχείρησης επενδύσεων, αν με απόφαση είτε των αρμοδίων αρχών είτε δικαστικής αρχής του κράτους μέλους καταγωγής διαπιστωθεί, ότι η επιχείρηση επενδύσεων βρίσκεται σε αδυναμία ή ενδέχεται να περιέλθει σε αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που προκύπτουν από απαιτήσεις επενδυτών αναφορικά με την επιστροφή χρημάτων ή τίτλων. Η απαίτηση των επενδυτών για καταβολή αποζημίωσης ενεργοποιείται αν διαπιστωθεί αδυναμία της επιχείρησης επενδύσεων

- είτε να αποδώσει στους επενδυτές τα κεφάλαια που τους οφείλει ή τους ανήκουν και τα οποία κατέχει για λογαριασμό τους σε σχέση με επενδυτικές εργασίες
- είτε να επιστρέψει στους επενδυτές τίτλους που τους ανήκουν και τους οποίους κρατά, διοικεί ή διαχειρίζεται για λογαριασμό τους σε σχέση με επενδυτικές εργασίες.

#### 2.5 Η Οδηγία 85/611/ΕΟΚ σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

Σε σχέση με τα καθιερωθέντα αναφορικά με τη λειτουργία των κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων, για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) που έχουν την καταστατική τους

<sup>60</sup> ΕΕ L84, 26.3.77, σελ. 22 επ.

έδρα και την κεντρική τους διοίκηση σε κράτη μέλη της Κοινότητας, η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης ισχύει σε περιορισμένο βαθμό. Με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ "σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες"<sup>21)</sup> καθιερώθηκε η ελάχιστη εναρμόνιση των προϋποθέσεων που πρέπει να συντρέχουν για τη χορήγηση άδειας σε αυτούς τους οργανισμούς και ενιαίοι κανόνες για τη λειτουργία τους.

Βάσει της άδειας που χορηγούν οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής και κατ'εφαρμογή της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης, ένας κοινοτικός ΟΣΕΚΑ δικαιούται να πουλεί μετοχές ή μερίδιά του σε άλλα κράτη μέλη χωρίς να υπαίτιται έγκριση από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής. Οι εταιρείες διαχείρισης των οργανισμών δεν απολαύουν, όμως, της ελευθερίας εγκατάστασης σε άλλα κράτη μέλη, διότι δεν έχει καθιερωθεί ακόμα η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών τους.

## 2.6 Η Οδηγία 91/308/ΕΟΚ για το "ξέπλυμα βρώμικου χρήματος"

Με την Οδηγία 91/308/ΕΟΚ "για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες"<sup>22)</sup> έχουν επιβληθεί στα κράτη μέλη αφενός στις επιχειρήσεις επενδύσεων και στους ΟΣΕΚΑ αφετέρου οι ακόλουθες υποχρεώσεις:

(α) Στα κράτη μέλη επιβλήθηκε η υποχρέωση αφενός μεν να μεριμνήσουν, ώστε να απαγορευθεί στο έδαφός τους η χρησιμοποίηση του συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, μέσω της λήψης των αναγκαίων μέτρων και της επιβολής των κατάλληλων κυρώσεων, και αφετέρου να προβούν στη σύσταση αρμοδίων αρχών για την παρακολούθηση του έργου της καταπολέμησης της νομιμοποίησης των εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.

(β) Παράλληλα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι ΟΣΕΚΑ (στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφα-

λαίων, οι εταιρείες διαχείρισης) είναι υποχρεωμένοι να προβαίνουν σε εξακρίβωση της ταυτότητας της πελατείας τους για κάθε συναλλαγή, το ύψος της οποίας υπερβαίνει τα 15.000 ευρώ. Υποχρεούνται, επίσης, να συνεργάζονται με τις προαναφερθείσες αρμόδιες αρχές και να τις ενημερώνουν, είτε με διζή τους πρωτοβουλία (προληπτικά) είτε ύστερα από αίτηση των αρχών, για κάθε ύποπτη συναλλαγή, χωρίς παράλληλη ειδοποίηση των εννοχομένων πελατών.

## 3. Διαφάνεια των κεφαλαιαγορών

### 3.1 Συνολική θεώρηση

Το εν λόγω κανονιστικό πλαίσιο συντίθεται από ένα σύνολο Οδηγιών μέσω των οποίων έχει επιδιωχθεί ο συντονισμός, σε κοινοτικό επίπεδο, των εθνικών διατάξεων που αφορούν:

- στους όρους εισαγωγής κινητών αξιών από εταιρείες σε χρηματιστήρια αξιών και στο περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου των εταιρειών που εισάγουν κινητές αξίες τους σε χρηματιστήρια αξιών (κατωτέρω υπό 3.2),
  - στην υποχρέωση περιοδικής πληροφόρησης των επενδυτών από τις εισηγμένες εταιρείες και στην υποχρέωση πληροφόρησης του κοινού αναφορικά με την απόκτηση ή εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εισηγμένη εταιρεία (υπό 3.3), και
  - στην αποφυγή της καταχρηστικής χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών (υπό 3.4).
- Συναφείς είναι βέβαια και οι Οδηγίες που αφορούν στην εναρμόνιση των εθνικών κανονιστικών

<sup>21)</sup> ΕΕ L375, 31.12.85, σελ. 3 επ. Διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας έχουν τροποποιηθεί με τις Οδηγίες 88/220/ΕΟΚ (ΕΕ L100, 19.4.88, σελ. 31 επ.), 95/26/ΕΚ και 2000/64/ΕΚ. Συναφής είναι και η Σύσταση του Συμβουλίου 85/612/ΕΟΚ (ΕΕ L375, 31.12.85, σελ. 19).

<sup>22)</sup> ΕΕ L166, 28.6.91, σελ. 77 επ., όπως ισχύει μετά την τροποποίηση της με την Οδηγία 2001/97/ΕΚ (ΕΕ L344, 28.12.2001, σελ. 76 επ.).



διατάξεων που διέπουν τη λογιστική απεικόνιση των συναλλαγών των εισηγμένων εταιρειών<sup>(21)</sup>.

### 3.2 Εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήρια αξιών

Οι διατάξεις του παραγώγου κοινοτικού δικαίου που αφορούν στις προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών σε χρηματιστήρια αξιών συναντώνται σε τρεις Οδηγίες:

(α) Με την Οδηγία 80/390/ΕΟΚ "περί συντονισμού των όρων καταρτίσεως, ελέγχου και διαδόσεως του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών"<sup>(22)</sup>, καθιερώθηκε η ελάχιστη ενιαρόνιση του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύουν οι εταιρείες των οποίων κινητές αξίες εισάγονται για διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο αξιών, ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να διαμορφώνουν ισοδύναμα εμπειριστατωμένη άποψη σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία, την οικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές του εκδότη, καθώς και με τα δικαιώματα που συνδέονται με τις κινητές αξίες του.

Η Οδηγία έχει τροποποιηθεί τέσσερις (4) φορές. Η σημαντικότερη τροποποίηση επήλθε με την Οδηγία 87/345/ΕΟΚ<sup>(23)</sup>, η οποία, καθιερώνοντας την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των ενημερωτικών δελτίων, προβλέπει ότι το ενημερωτικό δελτίο που έχει εγκριθεί στο κράτος μέλος καταγωγής δεν υπόκειται σε νέα έγκριση από το κράτος μέλος υποδοχής, στην οποία επιτρέπεται να διανέμεται με το ίδιο περιεχόμενο (αφού προηγουμένως έχει μεταφραστεί). Επίσης, μετά τις τροποποιήσεις που επήλθαν με την Οδηγία 90/211/ΕΟΚ<sup>(24)</sup>, δόθηκε στους εκδότες η δυνατότητα να χρησιμοποιούν ένα μόνο έγγραφο ενημέρωσης, εγκεκριμένο στο κράτος μέλος καταγωγής, για τη διάθεση τίτλων στο κοινό και την εισαγωγή κινητών αξιών τους στα χρηματιστήρια αξιών όλων των κρατών μελών<sup>(25)</sup>.

(β) Συναφής με την προαναφερθείσα, είναι και η Οδηγία 89/298/ΕΟΚ<sup>(26)</sup> σχετικά με το ενημερωτικό

φυλλάδιο που πρέπει να εκδίδεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για προσφορά κινητών αξιών. Συγκεκριμένα, οι εκδότες δικαιούνται να χρησιμοποιούν ενημερωτικό φυλλάδιο που έχουν εγκρίνει οι αρχές του κράτους μέλους καταγωγής για ταυτόχρονη διάθεση των αξιών αυτών στο επενδυτικό κοινό άλλων κρατών μελών. Το επίπεδο ενημέρωσης πρέπει να είναι ισοτιμιο, τουλάχιστον, με εκείνο που καθιερώνει η Οδηγία 80/390/ΕΟΚ.

(γ) Τέλος με την (χρονικά προγενέστερη των προηγουμένων) Οδηγία 79/279/ΕΟΚ "περί του συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε χρηματιστήρια αξιών"<sup>(27)</sup> καθιερώθηκε η ελάχιστη ενιαρόνιση των όρων που πρέπει να πληρούνται, ώστε μια εταιρεία να έχει δικαίωμα να εισάγει σε χρηματιστήριο αξιών ενός κράτους μέλους κινητές αξίες (δηλαδή μετοχές και ομολογίες). Με την ίδια Οδηγία, διατάξεις της οποίας έχουν τροποποιηθεί με την Οδηγία 82/148/ΕΟΚ<sup>(28)</sup>, έχει επιβληθεί στις εισηγμένες εταιρείες η υποχρέωση ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού, μετά την εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο, αν προκύπτουν νέα στοιχεία ικανά να προκαλέσουν ουσιαστική διακίνηση των τιμών.

Η Οδηγία καθιέρωσε, επίσης, κανόνες αναφορικά αφενός μεν με την οργάνωση και συμπεριφορά των εισηγμένων εταιρειών και αφετέρου με την αναστολή διαπραγμάτευσης και τη διαγραφή κινητών αξιών των εισηγμένων εταιρειών.

<sup>(21)</sup> Πρόκειται για τις Οδηγίες 78/660/ΕΟΚ (ΕΕ L222, 14.8.79, σελ. 11 επ.) και 83/349/ΕΟΚ (ΕΕ L193, 18.7.83, σελ. 1 επ.) που αφορούν γενικά στις εταιρείες (όπως αυτές οι Οδηγίες ισχύουν) και την Οδηγία 86/635/ΕΟΚ (ΕΕ L372, 31.12.86, σελ. 1 επ.) που αφορά στους ετήσιους και εννοιοποιημένους λογαριασμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων.

<sup>(22)</sup> ΕΕ N 100, 17.4.80, σελ. 1 επ.

<sup>(23)</sup> ΕΕ L185, 4.7.87, σελ. 19.

<sup>(24)</sup> ΕΕ L112, 3.5.90, σελ. 24 επ.

<sup>(25)</sup> Οι άλλες δύο τροποποιήσεις επήλθαν με τις Οδηγίες 94/18/ΕΚ (ΕΕ L35, 31.5.94, σελ. 1 επ.) και 82/148/ΕΟΚ.

<sup>(26)</sup> ΕΕ L124, 5.5.89, σελ. 8 επ.

<sup>(27)</sup> ΕΕ N 66, 16.3.79, σελ. 21 επ.

<sup>(28)</sup> ΕΕ L62, 5.3.82, σελ. 22 επ.

### 3.3 Υποχρεώσεις δημοσιοποίησης πληροφοριών

Για την ενίσχυση της διαφάνειας στις κοινοτικές κεφαλαιαγορές και την κατά το δυνατόν ισοδύναμη προστασία των επενδυτών, εκδόθηκαν δύο Οδηγίες: (α) Με την Οδηγία 82/121/ΕΟΚ<sup>(31)</sup> καθορίστηκε το ελάχιστο περιεχόμενο των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιεύουν, σε περιοδική βάση, οι εταιρείες, μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αξιών<sup>(32)</sup>.

(β) Επίσης, με την Οδηγία 88/627/ΕΟΚ "σχετικά με τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο"<sup>(33)</sup> έχει επιβληθεί η υποχρέωση:

- στα πρόσωπα που αποκτούν ή εκχωρούν σημαντικό μερίδιο σε εισηγμένη εταιρεία να ενημερώνουν για το νέο αριθμό ψήφων που κατέχουν, μόλις αυτός υπερβεί συγκεκριμένα όρια, και
- στην εισηγμένη εταιρεία να δημοσιεύει τις πληροφορίες αυτές σύμφωνα με τα οριζόμενα στην προαναφερθείσα Οδηγία 79/279/ΕΟΚ.

Επισημαίνεται στο σημείο αυτό ότι το Μάιο του 2001, το σύνολο των προαναφερθεισών Οδηγιών που παρουσιάστηκαν στις ενότητες 3.2 και 3.3 (με την εξαίρεση της Οδηγίας 89/298/ΕΟΚ), κωδικοποιήθηκαν σε ενιαίο κείμενο με την Οδηγία 2001/34/ΕΚ "σχετικά με την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών και τις πληροφορίες επί των αξιών αυτών που πρέπει να δημοσιεύονται"<sup>(34)</sup>.

### 3.4 Η Οδηγία 89/592/ΕΟΚ για την καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών

Τέλος, η Οδηγία 89/592/ΕΟΚ "για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών"<sup>(35)</sup> καθιέρωσε:

- την ελάχιστη εναρμόνιση των μέτρων που οφείλουν να λαμβάνουν τα κράτη μέλη, ώστε να αποφεύγεται η παράνομη χρήση εμπιστευτικών

πληροφοριών που αφορούν σε εισηγμένες εταιρείες, και

- την υποχρέωση συνεργασίας των αρμοδίων αρχών για την αποτελεσματική καταπολέμηση των διασπορατικών πράξεων που διενεργούνται από κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών.

## Γ. Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΟΥ ΙΣΧΥΟΝΤΟΣ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την ενιαία κεφαλαιαγορά – αλλά και εν γένει τον ενιαίο χρηματοπιστωτικό χώρο – τελεί υπό αναθεώρηση. Με την υιοθέτηση από την 1η Ιανουαρίου 1999 του ενιαίου νομοσχεδίου ενρψ από την πλειοψηφία των κρατών μελών της Κοινότητας έχει επιτευχθεί ουσιαστική εξάλειψη σημαντικών εμποδίων στη διασπορακτική παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και η ελεύθερη κίνηση των δανειακών κεφαλαίων στην ευρωπαϊκή αγορά, με αποτέλεσμα ο βαθμός ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου να έχει αυξηθεί σημαντικά<sup>(36)</sup>. Η πλήρης, όμως, ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου στη ζώνη του ευρώ προϋποθέτει την περαιτέρω σύγκλιση της συναφούς νομοθεσίας των κρατών μελών, ώστε να εξλειφθούν και τα τελευταία κανονιστικής φύσεως εμπόδια στην ελεύθερη κίνηση δανειακών κεφαλαίων<sup>(37)</sup>.

Ενόψει αυτής της διαπίστωσης, και λαμβανομένων επιπλέον υπόψη των εξελίξεων της τεχνολογίας, οι οποίες έχουν επηρεάσει καθοριστικά τους διαύλους παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών,

<sup>(31)</sup> ΕΕ L148, 2.2.82, σελ. 26 επ.

<sup>(32)</sup> Συναφώς περιεχόμενου διατάξεις περιέχει, όπως προαναφέρθηκε, και η Οδηγία 79/279/ΕΟΚ.

<sup>(33)</sup> ΕΕ L348, 17.12.88, σελ. 62 επ.

<sup>(34)</sup> ΕΕ L184, 6.7.2001, σελ. 1 επ.

<sup>(35)</sup> ΕΕ L334, 18.11.89, σελ. 30 επ.

<sup>(36)</sup> Ο βαθμός ενοποίησης των ευρωπαϊκών αγορών χρήματος (ειδικά μέσα στην ευρωζώνη) είναι ήδη πολύ υψηλός. Βλέπε σχετικά ECB (2001α).

<sup>(37)</sup> Βλέπε σχετικά ECB (2001β) και ECB (2001γ).



καθώς και τις τεχνικές εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών που πραγματοποιούνται στις αγορές<sup>(83)</sup>, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανήγαγε σε βασική προτεραιότητα την περαιτέρω ενίσχυση του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου με στόχο:

- > την πλήρη απελευθέρωση του καθεστώτος παροχής αυτών των υπηρεσιών μέσα στον ενιαίο χρηματοπιστωτικό χώρο,
- > τη διασφάλιση της διαρκούς σταθερότητας των κεφαλαιαγορών και των τραπεζικών συστημάτων των κρατών μελών,
- > την προστασία επενδυτών και καταναλωτών που είναι αποδέκτες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και
- > την εξάλειψη των διαφορών που υφίστανται στα κράτη μέλη ως προς τη φορολογική μεταχείριση των εσόδων από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, οι οποίες αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα για την υλοποίηση του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου.

Για την υλοποίηση των ανωτέρω στόχων, η Επιτροπή εξέδωσε, το 1999, Ανακοίνωση "αναφορικά με την εφαρμογή ενός πλαισίου δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες", η οποία υπήρξε το προϊόν προπομπιλίας που έλαβε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Cardiff, τον Ιούνιο του 1998, και επιβεβαίωσε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βιέννης, το Δεκέμβριο του ίδιου έτους. Στόχος αυτής της Ανακοίνωσης υπήρξε η εφαρμογή ενός συγκεκριμένου Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, προκειμένου να καταγραφούν οι προπομπιλίες που πρέπει να αναληφθούν σε κοινοτικό επίπεδο, ώστε μέχρι το 2005 να ολοκληρωθεί το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, τμήμα του οποίου αποτελεί και η ενιαία κεφαλαιαγορά<sup>(84)</sup>.

Οι Οδηγίες που εκδόθηκαν (για τους ΟΣΕΚΑ) ή πρόκειται να εκδοθούν (για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις επιχειρήσεις επενδύσεων, το ενημερωτικό δελτίο και την κατάχρηση της αγοράς) κατ'εφαρμογή του εν λόγω Προγράμματος Δράσης και αφορούν στην ενιαία κεφαλαιαγορά, αναλύονται στα επόμενα άρθρα του παρόντος αφιερώματος.

#### Δ. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Βασισμένο στις αρχές της ενιαίας άδειας λειτουργίας των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που παρέχουν υπηρεσίες στις κεφαλαιαγορές καθώς και της αμοιβαίας αναγνώρισης αυτών των αδειών, των κανόνων προληπτικής εποπτείας και των ενημερωτικών δελτίων των εταιρειών οι κινητές αξίες των οποίων τυγχάνουν διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια αξιών, το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την ενιαία κεφαλαιαγορά στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα συνέβαλε σημαντικά στη μερική ενοποίηση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Συνέβαλε, ταυτόχρονα, στη διασφάλιση της σταθερότητας των αγορών και της προστασίας των επενδυτών που συναλλάσσονται με τις κοινοτικές επιχειρήσεις επενδύσεων.

Το ισχύον από κανονιστικό πλαίσιο, το οποίο διαμορφώθηκε στις δεκαετίες του 1980 και – κυρίως – του 1990 και αντανάκλα τις συνθήκες λειτουργίας των αγορών και τις πολιτικές προτεραιότητες εκείνης της περιόδου, βρίσκεται σε διαδικασία αναθεώρησης. Οι δικαιολογητικές βάσεις αυτής της διαδικασίας εκπορεύονται από τρεις εξελίξεις.

Πρώτη και κυρίαρχη είναι η ανάγκη πλήρους ενοποίησης των κεφαλαιαγορών στη ζώνη του ευρώ, ώστε να καταστεί δυνατή η αξιοποίηση των ωφελειών που απορρέουν από τη νομισματική ενοποίηση. Επιπλέον, η αποτελεσματικότητα του ισχύοντος πλαισίου τίθεται σε αμφισβήτηση – σε ορισμένες τουλάχιστον περιπτώσεις – λόγω της αδυναμίας του να ανταποκριθεί στις νέες συνθήκες που έχουν προκύψει σε σχέση με τη λειτουργία των αγορών και των επιχειρήσεων επενδύσεων και οφείλονται στις ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις.

Τέλος, ενόψει του υψηλού βαθμού διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών και με γνώμονα τη δια-

<sup>(83)</sup> Βλέπε σχετικά το άρθρο της Σ. Παπαγιαννίδου στο παρόν αφιέρωμα.

<sup>(84)</sup> Για μια αναλυτική παρουσίαση του Προγράμματος Δράσης, βλέπε Γκότσο (1999) και Nobel (2002), σελ. 201-208.

οφάληση της ανταγωνιστικής ισοθιτας των κοινοτικών αγορών και επιχειρήσεων με τις αγορές και τις επιχειρήσεις άλλων (διεθνών) χρηματοπιστωτικών κέντρων, τα αρμόδια κοινοτικά όργανα είναι υποχρεωμένα να προσαρμόζουν διαρκώς το κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο στις πολλαπλές εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα στο διεθνές κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία και εποπτεία αγορών και ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων, καθώς και τη λογιστική απεικόνιση των εργασιών των επιχειρήσεων που έχουν εισηγημένες μετοχές σε χρηματιστήρια αξιών.

Ιδιαίτερα θετική είναι, στο πλαίσιο αυτό, η διαδικασία που τέθηκε σε ισχύ, κατ' εφαρμογή της έκθεσης της Επιτροπής Lamfalussy, αναφορικά με την υιοθέτηση της νομοθεσίας που αφορά στην ενιαία κεφαλαιαγορά, η οποία υποσχοπεί στην επιτάχυνση της έκδοσης των σχετικών Οδηγιών και στην αύξηση του βαθμού ευελιξίας στην προσαρμογή του κοινοτικού θεσμικού πλαισίου στις διεθνείς ρυθμιστικές εξελίξεις. Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσεται και η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ως βάσης για τη λογιστική απεικόνιση των συναλλαγών των κοινοτικών εισηγημένων εταιρειών.

Οφείλει, όμως, τέλος να επισημανθεί και μια υνότερηση που είναι συνφασμένη με το γεγονός ότι οι διαφορετικές προσεγγίσεις που έχουν τα κράτη μέλη αναφορικά με ορισμένες πιγχές λειτουργίας των αγορών, δεν έχουν επιτρέψει ακόμα την υιοθέτηση της Οδηγίας για τις προτάσεις εξαγοράς επιχειρήσεων. Αντίστοιχη είναι και η δυστοκία που παρατηρείται ακόμα για την εναρμόνιση σε κοινοτικό επίπεδο των κανόνων που διέπουν τη φορολόγηση των προσόδων από κινητές αξίες, στοιχείο σημαντικό για την ουσιαστική ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνόγλωσση

- ΓΚΟΡΤΣΟΣ, Χ.Β. (1996): Οι επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Λειτουργία και Εποπτεία, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών*, τ. 2, σελ. 1026 επ.
- ΓΚΟΡΤΣΟΣ, Χ.Β. (1997): Η Κοινοτική Οδηγία για τα Συστήματα Αποζημίωσης Επενδυτών, *Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, γ' τριμηνία, σελ. 117-120
- ΓΚΟΡΤΣΟΣ, Χ.Β. (1999): Το πρόγραμμα δράσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, *Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Γ'-Δ' τριμηνία 1999, σελ. 163-169
- ΓΚΟΡΤΣΟΣ, Χ.Β. (2001): Ο ενιαίος χρηματοπιστωτικός χώρος, στο σύνολογικό τόμο: *Εισαγωγή στις Ευρωπαϊκές Σπουδές (Τόμος Β', Οικονομική Ολοκλήρωση και Πολιτικές)*, Εκδόσεις Ι. Σιδέρη, Αθήνα, σελ. 135-175
- ΓΚΟΡΤΣΟΣ, Χ.Β. (2002): Το κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία της ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, στο σύνολογικό τόμο: *Το κράτος στον 21ο αιώνα (μνήμη Ονούφριου Φαρμακίδη)*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 117-139
- ΖΑΒΒΟΣ, Γ.Σ. (1989): *Η Τραπεζική Πολιτική της ΕΟΚ εν όψει του 1992*, Τραπεζική Επιστήμη - Θεωρία και Πράξη, σειρά: Διεθνής Τραπεζική, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 207-234
- ΚΑΤΣΙΟΣ, Σ. (1998): *Ξέπλυμα βρώμικων χρημάτων - η γεωπολιτική των διεθνών χρηματοπιστωτικού συστήματος: το φαινόμενο της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες*, εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, σελ. 196-242
- ΜΕΡΣΙΝΗΣ, Μ. (1993): Η αξιόποινη πράξη της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο Χρηματιστήριο στην Κοινοτική και Ελληνική νομοθεσία, Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Β' τριμηνία, σελ. 86 επ.
- ΜΟΥΖΟΥΛΑΣ, Σ. (2000): *Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση*, Β' έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα
- ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ, Δ. (1989): *Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο Ελληνικό και Κοινοτικό Δίκαιο, ιδίως επί χρηματιστηριακών συναλλαγών*, Τράπεζα της Ελλάδος, Αρχείο Μελετών και Ομιλιών, αρ. 65, Αθήνα
- ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ, Δ. (1994): Η εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου για τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια προς το κοινοτικό δίκαιο με το π.δ. 433/1993, *Ελληνική Επιθεώρηση Ευρωπαϊκού Δικαίου*, σελ. 339 επ.

ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ, Δ. (2000): Διαμόρφωση του νομικού πλαισίου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς την εικοσαετία 1980-2000: Πρόοδος και υπέρηση, *Επιθεώρηση Τραπεζικού, Αξιογραφικού και Χρηματιστηριακού Δικαίου*, σελ. 733 επ.

ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ, Δ. (2001): *Η Κεφάλαιαγορά και το Νομοθετικό της Πλαίσιο - Αναμόρφωση με το κοινοτικό δίκαιο και αναμόρφωση της Κυπριακής κεφαλαιαγοράς*, Κυπριακή Δημοκρατία, Λευκωσία

### Ξενόγλωσση

ANDENAS, M. (1993): *EC Financial Market Regulation and Company Law*, Sweet & Maxwell, London

ASSMANN, H.-D. (1994): Harmonisierung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts in der EG, in: *Hadding Walther/Hopt Klaus/Schimansky Herbert, Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht - Bankrechtstag 1993*, Walter de Gruyter Verlag, Berlin

ASSMANN, H.-D. (1994): *Kapitalmarkt in Europa*, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Vorträge und Berichte, Nr. 52

AVGOULEAS, E. (2001): The harmonisation of rules of conduct in EU financial markets: economic analysis, subsidiarity and investor protection, *European Law Journal*, Vol. 6, No. 1, σελ. 72-92

CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (2001): *EU Securities Market Regulation: Adapting to the Needs of a Single Capital Market*, CEPS, Brussels

CLIFFORD CHANCE (2000): *International Insurance Regulation*, Reactions Publication, London

CRUICKSHANK, C. (1994): The Investment Services Directive, in: *Wymeersch Eddy, Further Perspectives in financial integration in Europe*, Walter de Gruyter Verlag, Berlin

DALE, R. (1994): The Regulation of Investment Firms in the European Union, Part I and II, *Journal of International Banking Law*, 394ff, 464ff

DASSESE, M., ISAACS STUART, PENN GRAHAM (1994): *EC Banking Law*, Lloyd's of London Press LTD

ECB (2001α): *The euro money market*, European Central Bank, Frankfurt

ECB (2001β): *The euro bond market*, European Central Bank, Frankfurt

ECB (2001γ): *The euro equity markets*, European Central Bank, Frankfurt

FERRARINI, G. (1994): Towards a European Law of In-

vestment Services and Institutions, *Common Market Law Review*, 31, 1283ff

GIOVANNINI, A. and MAYER, C. (editors) (1991): *European Financial Integration*, Centre for Economic Policy Research and Instituto Mobiliare Italiano, Cambridge University Press, Cambridge

HÜBNER, U.: Dienstleistungsfreiheit auf dem Finanzdienstleistungssektor, in: *Baur J./Müller-Graf P. Ch./Zu- leeg M., Europarecht, Energierecht, Wirtschaftsrecht - Festschrift für Bodo Börner zum 70. Geburtstag*, Carl Heymanns Verlag KG, Köln, Berlin - Bonn - München

LANNOO, K. and DANIEL GROS (rapporteurs) (1998): *Capital Markets and EMU*, CEPS Paperback, Brussels

LANNOO, K. (1999): *Does Europe need an SEC?*, Securities market regulation in the EU, European Capital Markets Institute, Madrid

LANNOO, K. (2000): *Challenges to the Structure of Financial Supervision in the EU*, CEPS Working Party Report, CEPS Paperback, Brussels

LANNOO, K. (2002): *Supervising the European Financial System*, Policy Brief No. 20, CEPS, Brussels

LEVITT, M. (2001): Does Europe need a single market?, *The Financial Regulator*, Vol. 5, no. 4 (March), σελ. 20-25

LEUTER, M. (1996): *Europäisches Unternehmensrecht*, 4. Auflage, Walter de Gruyter Verlag, Berlin

MAUERHOFER, G. (1998): *Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, Schriftenreihe zum gesamten Europarecht, Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien

NOBEL, P. (2002): *Swiss Finance Law and International Standards*, Stämpfli Publishers Ltd. (Berne) and Kluwer Law International (The Hague - London - Boston)

SCHAFER, S. (1990): The Regulation of Banks and Securities Firms, *European Economic Review* 34, σελ. 587 επ.

SCOTT-QUINN, B. (1994): EC Securities Markets Regulations, in: *Steil, B. (editor): International Financial Market Regulation*, John Wiley Publishers, New York, σελ. 121-165

SOUSI-ROUBI, B. (1995): *Droit bancaire européen*, Dalloz, Paris

STEIL, BENN (1996): *The European Equity Markets*, Royal Institute of International Affairs, London

USHER, J.A. (2000): *The law of money and financial services in the E.C.*, second edition, Oxford University Press, Oxford.

## Η αναμόρφωση του καθεστώτος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση<sup>(1)</sup>

ΕΥΘΥΜΙΟΥ Κ. ΓΚΑΤΖΩΝΑ

Ph.D. - Τράπεζα της Ελλάδος

ΧΡΙΣΤΙΝΑΣ ΛΙΒΑΛΛΑ

DEA, Δικηγόρου - Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

*"Οι εργασίες μας στο χώρο των κινητών αξιών αποσκοπούν στη σημερινή κατάσταση των αγορών κεφαλαίων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας σε ένα συμπλαγές σύνολο, έτσι ώστε οι εκδότες τίτλων, οι επενδυτές και οι διαχειριστές κεφαλαίων να μπορούν να θεωρούν την Ευρωπαϊκή Κοινότητα ως μια ενιαία ζώνη επενδύσεων".*

Dr Paolo Clarotti, 1992

Σχεδόν μια δεκαετία μετά την έκδοση της κοινοτικής Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΟΕΥ), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή βρίσκεται σε διαδικασία αναθεώρησης του εν λόγω πλαισίου, έχοντας ήδη προβεί σε δύο ανοικτές διαβουλεύσεις με φορείς των αγορών κεφαλαίων<sup>(2)</sup>. Τα θέματα που έχουν ανακύψει από την εμπειρία εφαρμογής της Οδηγίας δεν περιορίζονται στα πρόσωπα (κατά κανόνα νομικά) που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε διασυνοριακή βάση μέσα στην ενιαία αγορά, αλλά επεκτείνονται στις διαδικασίες πρόσβασης στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, τη δομή των συστημάτων υποδομής των

αγορών κεφαλαίου και την επαναξιολόγηση βασικών σημείων προσαρμογής του επενδυτικού κοινού, θέματα που αποτέλεσαν αντικείμενο εκτεταμένων διαβουλεύσεων και συμβιβασμών στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας. Μεταξύ αυτών σημειώνεται η πρόθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για αφαίρεση από τα κράτη μέλη υποδοχής της εξουσίας να επιβάλλουν κανόνες στις διασυνοριακώς παρεχόμενες υπηρεσίες, καθώς επίσης και η πρόθεση για απενεργοποίηση της αρχής της συγγέντησης των χρηματιστηριακών εντολών στις οργανωμένες εθνικές αγορές.

Με την επικείμενη πρόταση Οδηγίας σκοπεύεται η εναρμόνιση της ευρωπαϊκής νομοθεσίας με την τρέχουσα πραγματικότητα των αγορών κεφαλαίου, όπου οι εντολές αγοράς και πώλησης χρηματοοικονομικών προϊόντων εκτελούνται, με αυξανόμενους ρυθμούς, και εκτός των "παράδοσιακών" οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών, δηλαδή στα πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης, καθώς επίσης και εντός των εσωτερικών συστημάτων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η ανάγκη επανεξέτασης του πλαισίου αυτού, προέκυψε από τη διαπίστωση ότι οι διαφορές μεταξύ των νομοθετικών ρυθμίσεων των κρατών μελών είναι αρκετά σημαντικές για να αφηθεί απλώς στο χρόνο ή στους φορείς της αγοράς να επιφέρουν την

<sup>(1)</sup> Οι απόψεις των συγγραφέων είναι προσωπικές και δεν εκφράζουν τις θέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος ή της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών. Οι συγγραφείς επιθυμούν να εκφράσουν τις ευχαριστίες τους στην Ομάδα των εμπειρογνομόνων επί θεμάτων αναθεώρησης της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ για τα εποικοδομητικά τους σχόλια.

<sup>(2)</sup> Οδηγία του Συμβουλίου 93/22/ΕΟΚ περί επενδυτικών υπηρεσιών στο τομέα των κινητών αξιών, 10 Μαΐου 1993, Ε.Ε. L 141/11.06.1993. Κατά την ολοκλήρωση της παρούσας ανάλυσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν είχε ακόμα γνωστοποιήσει την επίσημη πρόταση της για την αναθεώρηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ.

επιθυμητή ομογενοποίηση της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Μετά την επιτυχημένη εισαγωγή του ευρώ και την εναρμόνιση των αγορών χρήματος στις χώρες του ευρωσυστήματος, η ανάγκη αυτή έγινε περισσότερο επιτακτική, δεδομένου ότι εξελίχθηκε μία σειρά οικονομικών παραγόντων στους οποίους, αποδιδόταν κατά καιρούς η αδυναμία εναρμόνισης των αγορών κεφαλαίου.

Όπως προκύπτει από το κείμενο που ακολουθεί, πέραν της γενικότερης αναθεώρησης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, ώστε το νέο καθεστώς να είναι περισσότερο ευέλικτο στις εκάστοτε διαμορφούμενες συνθήκες της αγοράς, οι σημαντικότερες αλλαγές που προτείνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή διευρύνουν το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, ρυθμίζουν με μεγαλύτερη ευκρίνεια το καθεστώς προστασίας των επενδυτών και εισάγουν νέες αρχές για την αναβάθμιση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

## 2. Αναμόρφωση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων στον τομέα των κινητών αξιών και επιδόσεις στην υπό αναθεώρηση Οδηγία

Η εμπειρία από την υιοθέτηση κανονιστικών πράξεων στον τομέα των κινητών αξιών στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης έδειξε ότι οι απαιτούμενες διαδικασίες μέχρι και την τελική τους υιοθέτηση και εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο είναι αρκετά χρονοβόρες, με μέση χρονική διάρκεια που υπερέβαινε τα τρία έτη. Ειδικά σε ό,τι αφορά την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ, η εφαρμογή της άρχισε το 1996, με μεταβατικές διατάξεις περί άμεσης πρόσβασης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε οργανωμένες αγορές για ορισμένες χώρες που ίσχυαν έως και το 1999, ενώ η έκδοση της Οδηγίας είχε πραγματοποιηθεί το 1992. Κατά γενική παραδοχή, οι Οδηγίες που είχαν υιοθετηθεί στον τομέα των κινητών αξιών ήταν αρκετά ανελαστικές για να ανταποκριθούν αποτελεσματικά στις ραγδαίες εξελίξεις των αγορών κεφαλαίων, δεδομένου ότι κατά κανόνα απαιτείτο καταρχήν

επίσημη πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, πριν ακόμη αρχίσει η επεξεργασία από τους λοιπούς φορείς της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το εν λόγω σύστημα λήψης αποφάσεων παρήγαγε γενικώς χαμηλής ποιότητας κανονιστικό πλαίσιο, ενώ οι σχετικές διατάξεις ήταν σε αρκετές περιπτώσεις ασαφείς, με αποτέλεσμα την αβεβαιότητα ως προς το ακριβές περιεχόμενό τους και την ασυνέπεια κατά την εφαρμογή τους, φαινόμενο το οποίο παρατηρήθηκε και στην περίπτωση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ<sup>13</sup>.

Στο πλαίσιο αυτό, το Συμβούλιο ECOFIN αποφάσισε τον Ιούλιο του 2000 τη συγκρότηση επιτελεστικής επιτροπής από εξέχουσες προσωπικότητες του χρηματοοικονομικού κλάδου, γνωστή ως "Επιτροπή Σοφών", στην οποία ανέθεσε την εκπόνηση Έκθεσης για την αξιολόγηση του υπάρχοντος ρυθμιστικού πλαισίου στον τομέα των κινητών αξιών. Απώτερος σκοπός της πρωτοβουλίας αυτής ήταν η διερεύνηση του τρόπου, με τον οποίο ο μηχανισμός αυτός θα μπορούσε να ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες της αγοράς και η εξεύρεση λύσεων, με τις οποίες θα αντιμετωπιζόνταν αποτελεσματικά τα προβλήματα της υφιστάμενης ρυθμιστικής διαδικασίας<sup>14</sup>.

Η κεντρική ιδέα της πρότασης της "Επιτροπής Σοφών" (ή επιτροπής Lamfalussy), η οποία υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 23 Μαρτίου 2001<sup>15</sup>, βασίστηκε στον εντολισμό της υφιστάμενης αδυναμίας διάκρισης των κανονιστικών ρυθμίσεων μεταξύ "πρωτογενών" και "δευτερογενών", παρά το γεγονός ότι η εν λόγω διάκριση είχε ήδη τεθεί σε εφαρμογή μονομερώς, με εθνική νομοθεσία, σχεδόν από όλα τα κράτη μέλη. Έτσι προέκυψε η ιδέα υιο-

<sup>13</sup> Βλ. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001, σελ. 13 επ.

<sup>14</sup> Βλ. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001, Annex 1 - The Committee Of Wise Men's Terms of Reference given by the European Union's Economic and Finance Ministers on July 2000.

<sup>15</sup> Βλ. αναλυτικά Χ. Γκότσιο, "Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για την ενιαία κεφαλαιαγορά στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα", που δημοσιεύεται στο παρόν Δελτίο.



ΠΙΝΑΚΑΣ 1

## Διαδικασία λήψης αποφάσεων στα πλαίσια της Οδηγίας περί Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

**Επίπεδο 1:** Προέβλεπε για νομοθετική ρύθμιση-πλαίσιο (αναθεωρημένη Οδηγία) που θα υιοθετηθεί με τη διαδικασία της συναπόφασης από το Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο, με βάση τη Συνθήκη των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Το Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο, αποφασίζουν κατά περίπτωση για τη φάση και την έκταση των τεχνικών μέτρων υλοποίησης που θα θεσπιστούν στο Επίπεδο 2 και 3, με βάση τις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

**Επίπεδο 2:** Μέτρα κανονιστικού περιεχομένου για την υλοποίηση των ρυθμίσεων του Επιπέδου 1, τα οποία θα αποφασιστούν στη διατήρηση των τεχνικών προδιαγραφών, σύμφωνα με τις ελάχιστες ισχύουσες συνθήκες των αγορών κεφαλαίου. Για λόγους ευελιξίας, τα μέτρα θα λαμβάνονται με εφαρμογή της απόφασης του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του 1999 περί διαδικασίας "Επιτροπολογίας".

**Επίπεδο 3:** Μέτρα που έχουν ως κύριο σκοπό τη βελτιστοποίηση της ομοιομορφής υλοποίησης των πράξεων κανονιστικού περιεχομένου που λαμβάνονται στο Επίπεδο 1 και 2 στα κράτη μέλη.

**Επίπεδο 4:** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ελέγχει την τήρηση της κοινοτικής νομοθεσίας και επιβάλλει τα απαιτούμενα καταστατικά μέτρα.



θέτησης σε πρώτο στάδιο μιας "Οδηγίας-Πλαίσιο" που θα επικεντρώνεται σε βασικές αρχές και πρωτογενή θέματα πολιτικής, ενώ σε ένα δεύτερο επίπεδο θα αποφαινόζονταν οι τεχνικές εφαρμογές, ανάλογα με τις ελάχιστες ισχύουσες συνθήκες στις αγορές κεφαλαίου. Η προσέγγιση για το υπό διαμόρφωση κανονιστικό πλαίσιο των αγορών κεφαλαίου, όπως τελικά υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης, αποτελείται από τέσσερα επίπεδα λήψης αποφάσεων (βλ. Πίνακα 1).

Ενας άλλος παράγοντας που ήταν υπεύθυνος για τη δυσλειτουργία του συστήματος λήψης αποφάσεων ήταν η μεροληψία υπέρ μιας προσέγγισης της μορφής "top-down", η οποία βραδύωνε σε περιορισμένη διαβούλευση με τους ενδιαφερόμενους φορείς και σχεδόν καμία προγενέστερη συνεννόηση μαζί τους για το νομοθετικό περιεχόμενο ή τις διαδικασίες εφαρμογής. Για τους λόγους αυτούς αποφασίστηκε ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα υποβοηθείται στο έργο της από δύο επιτροπές, δηλαδή την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κεφαλαιαγορών (European Securities Committee-ESC) και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Εποπτικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators-CESR). Η απόδοση στην Επι-

τροπή CESR συμβουλευτικού ρόλου επί τεχνικών λεπτομερειών (Επίπεδο 2), έγινε με βάση το γεγονός ότι τα μέλη της θα ήταν πιο κοντά στις εξελίξεις και πρακτικές των αγορών κεφαλαίου απ' ό,τι η ίδια η Ευρωπαϊκή Επιτροπή<sup>(6)</sup>.

Το νέο πλαίσιο λήψης αποφάσεων προέκυψε ως αποτέλεσμα συμβιβασμού μεταξύ ανταγωνιζόμενων μεταξύ τους φορέων λήψης αποφάσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, προϋποθέτει δε μία αρκετά ευαίσθητη ισορροπία μεταξύ Συμβουλίου, Επιτροπής και Κοινοβουλίου, που θα είναι αποτελεσματική, μόνο εάν και οι τρεις φορείς συνδράμουν από κοινού για την επίτευξη του σκοπού της ενιαίας αγοράς κινητών αξιών. Περαιτέρω, η συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιρειών στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών απαιτεί μεγαλύτερη ευελιξία στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, ενώ η επέκταση της ίδιας διαδικασίας λήψης αποφάσεων στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο θα απαι-

<sup>(6)</sup> Η ανάθεση ρόλων στη Επιτροπή CESR είναι στην ουσία διπλή. Πέραν του συμβουλευτικού της ρόλου για τα τεχνικά θέματα του Επιπέδου 2, η εν λόγω Επιτροπή θα έχει αρμοδιότητα σε θέματα συνέπειας της ενσωμάτωσης και ομοιομορφής εφαρμογής στα κράτη μέλη (Επίπεδο 3).

τησει, όπως επισημαίνεται από τον ίδιο το σχεδιασμό της νέας διαδικασίας λήψης αποφάσεων για τις αγορές κεφαλαίου, περαιτέρω διαβουλεύσεις με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς<sup>71</sup>.

Παρά το γεγονός ότι οι διαχωριστικές γραμμές μεταξύ των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο χώρο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων τείνουν να εξαφανιστούν, ο σημαντικός ρόλος των τραπεζών στην παροχή συστημάτων υποδομής της αγοράς αλλά και η δυνατότητα διαχείρισης καταστάσεων κρίσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ανάγει τη συνεργασία μεταξύ των εμπορικών και κανονιστικών αρχών σε ένα από τα πιο κρίσιμα θέματα προς διευθέτηση σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Σε κάθε όμως περίπτωση, η εμπλοκή του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων που αφορούν τις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές φαίνεται να είναι αναγκαία, με δεδομένο το ρόλο του στην επίβλεψη των συστημάτων παροχής ρευστότητας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### 3. Δομή της υφιστάμενης Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ και αναμενόμενες επιπτώσεις από την αναθεώρησή της

#### 3.1 Κύρια χαρακτηριστικά της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ

Η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ<sup>(8)</sup> παρέχει το νομοθετικό πλαίσιο για τη ρύθμιση και την εποπτεία των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και ορισμένων πτυχών των χρηματιστηρίων και αγορών, όπου οι επιχειρήσεις αυτές ασκούν τις δραστηριότητές τους<sup>(9)</sup>. Τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της Οδηγίας αυτής εντοπίζονται στην καθιέρωση ενιαίας άδειας λειτουργίας μέσα στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών, της ελευθερίας πρόσβασης των επιχειρήσεων στις οργανωμένες αγορές και της συνεργασίας μεταξύ των εμπορικών αρχών των κρατών μελών<sup>(10)</sup>. Ειδικότερα, με

την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ επιτράπηκε στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών η παροχή υπηρεσιών με βάση την άδεια λειτουργίας που λαμβάνουν από το κράτος μέλος καταγωγής. Για το σκοπό δε αυτό ορίστηκαν κοινοί ελάχιστοι κανόνες για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών. Παράλληλα, και προκειμένου να λειτουργήσει ουσιαστικά η ενιαία άδεια λειτουργίας, τα κράτη μέλη κλήθηκαν να καταργήσουν τους εθνικούς κανόνες που περιόριζαν τη δυνατότητα των επιχειρήσεων επενδύσεων είτε να γίνονται μέλη των οργανωμένων αγορών είτε να έχουν πρόσβαση σε αυτές.

Οι "οργανωμένες αγορές" ορίστηκαν με βάση μια σειρά ελάχιστων απαιτήσεων σχετικά με την εισαγωγή, τη γνωστοποίηση χρηματοοικονομικών πληροφοριών και τη διαφάνεια. Περαιτέρω, προκειμένου να αμβλυθούν οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των κανόνων που εφαρμόζαν οι εμπορικές αρχές των κρατών μελών σε ότι αφορά την εποπτεία των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθιερώθηκε ένα ελάχιστο επίπεδο σύγκλισης των εμπορικών αρμοδιοτήτων και κατανομή των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών, κατά τρόπο ώστε η προληπτική

<sup>71</sup> Βλ. Alexander Lamfalussy, "Remarks on extending the four-level approach proposed by the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets to the Banking and Insurance Industries", EFC, Copenhagen, September 6, 2002.

<sup>72</sup> Η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ έχει ενσωματωθεί στην ελληνική έννομη τάξη με τον Ν. 2396/1996 "Επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κεντρικών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων και άλλες μετοχές", ΦΕΚ Α' 7330.04.1996.

<sup>73</sup> Βλ. μεταξύ άλλων, Ed. G. Ferrarini, European Securities Markets - The Investment Services Directive and Beyond, 1998, X. Γκόρτσου, "Οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)", ΔΕΕ 11 (1996), σελ. 1026 επ., Θ. Χατζηγάγιο, "Η επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών", ΕτρΑΞΧρΔ 1997, σελ. 273 επ. Για το προηγούμενο καθέστω, βλ. Δ. Τομπανούλη, Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και Κοινωνικό Δίκαιο, ιδίως επί χρηματιστηριακών συναλλαγών, Αθήνα, 1989.

<sup>74</sup> Βλ. X. Γκόρτσου, *ibid.*, σελ. 1026-1027, βλ. επίσης Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο - Αναθεώρηση της Οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες (93/22/ΕΟΚ), (COM) 2002 729 τελικό.



εποπτεία των επιχειρήσεων επενδύσεων να ασκείται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής.

Παρά την αναμφισβήτητη θετική συνεισφορά της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ σε θέματα οργάνωσης και λειτουργίας των κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, οι ρυθμίσεις της κρίνονται πλέον ανεπαρκείς για το περιβάλλον των αγορών που έχει έκτοτε αναπτυχθεί. Σήμερα η αποτελεσματικότητά της κρίνεται από την ίδια την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως περιορισμένης εμβέλειας. Οι δύο κύριοι λόγοι για αυτό εντοπίζονται καταρχήν στη "χαλαρότητα" που διακρίνει τις ρυθμίσεις της Οδηγίας σχετικά με την εφαρμογή της αρχής της άσκησης εποπτείας του κράτους μέλους καταγωγής. Και τούτο στο μέτρο που αφήνονται αρκετά περιθώρια – όχι πάντα δικαιολογημένα – παρέμβασης των αρχών του κράτους μέλους υποδοχής<sup>(11)</sup>, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται σημαντικές διαφοροποιήσεις στα κράτη μέλη. Περαιτέρω, η ασάφεια ορισμένων διατάξεων και εννοιών που χρησιμοποιούνται στην Οδηγία, όπως για παράδειγμα σε ό,τι αφορά τον ορισμό της οργανωμένης αγοράς, την εφαρμογή εν γένει των κανόνων συμπεριφοράς από τις επιχειρήσεις επενδύσεων προς τους επενδυτές, καθώς και τους ορισμούς των κυρίων επενδυτικών υπηρεσιών, είχαν ως αποτέλεσμα τη διαφοροποιημένη ερμηνεία και εφαρμογή τους στα κράτη μέλη.

### 3.2 Κύριοι άξονες της προτεινόμενης αναθεώρησης και αναμενόμενες επιδράσεις στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ και στη σύνθεση των κύριων και παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών

Αμφιβάνοντας υπόψη και τα πορίσματα που προέκυψαν από τη δεύτερη διαβούλευση με φορείς της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει μια συστηματική αναθεώρηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, ώστε να επιτευχθεί ταυτόχρονα ο πολλαπλός στόχος της προστασίας των επενδυτών, της αποτελεσματικότητας των αγορών και της δημι-

ουργίας μιας πράγματι ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων. Η υλοποίηση των εν λόγω επιδιώξεων προτείνεται να πραγματοποιηθεί με βάση ορισμένους άξονες, όπως ο διαχωρισμός μεταξύ "εποπτευόμενων αγορών"<sup>(12)</sup> και εξουσιοδοτημένων φορέων-εταιρειών, η καθιέρωση αυξημένων υποχρεώσεων διαφάνειας των χρηματιστηριακών συναλλαγών, η επέκταση των παρεχομένων με βάση την ενιαία άδεια λειτουργίας επενδυτικών υπηρεσιών και τέλος, η καθιέρωση ρυθμίσεων που αφορούν στα συστήματα υποδομής των αγορών κεφαλαίων.

Η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ σε συνδυασμό με τη Δεύτερη Τραπεζική Συντονιστική Οδηγία<sup>(13)</sup> (1989) αποτελούν μέρος ενός κοινού προγράμματος της ΕΕ για την εναρμόνιση των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχονται από τον επενδυτικό και τραπεζικό κλάδο σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Η δομή των δύο Οδηγιών είναι τέτοια, ώστε να μη διαχωρίζονται εύκολα οι τραπεζικές από τις επενδυτικές υπηρεσίες. Η επικάλυψη των θεμάτων που πραγματεύονται οι δύο Οδηγίες έχει σημαντικές επιπτώσεις στον ανταγωνισμό, την αποτελεσματικότητα των αγορών και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>(14)</sup>.

Η επικείμενη αναθεώρηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ δεν διορθώνει το πρόβλημα της επικάλυψης των παρεχόμενων υπηρεσιών από πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων, αντίστοιχα. Όπως όμως εξηγείται κατωτέρω, η νέα κατηγοριοποίηση των κύριων και παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών (Πίνακας 2, επόμενη σελίδα), σε συνδυασμό με τις προθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για υποβοήθηση της διαδικασίας ενοποίησης των αγορών κεφαλαίου, αναβαθμίζει τη σπουδαιότητα της προστασίας των επενδυτών σε διασυνοριακή βάση και εισάγει νέους θεσμούς που διαχρονικά αναμένεται να βελτιώσουν τις συνθήκες διεθνούς ανταγωνισμού.

<sup>(11)</sup> Βλ. ειδικότερα άρθρα 11 παρ. 2, 13, 17 παρ. 4, 18 παρ. 2 και 19.

<sup>(12)</sup> Βλ. Οδηγία 89/646/ΕΟΚ, η οποία πλέον έχει ενταχθεί στην κωδικοποιητική Οδηγία 2000/12/ΕΚ.

<sup>(13)</sup> Βλ. Richard Dale, "Risk and Regulation in Global Securities Markets", Wiley, 1996.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**  
**ΚΥΡΙΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΕΠΟΜΕΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ**

(οι σημαντικές αλλαγές εμφανίζονται με έντονους χαρακτήρες  
ενώ οι πιο απλές διαφοροποιήσεις με πλάγιους χαρακτήρες)

Υφιστάμενη δομή ΟΕΥ	Τροποποιημένη δομή ΟΕΥ	
<b>Κύριες Επενδυτικές Υπηρεσίες</b>		
1.(α) Λήψη και Διαβίβαση Εντολών (β) Εκτέλεση Εντολών 2. Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό 3. Διαχείριση Χαρτοφυλακίων πελατών 4. Υπηρεσίες Αναδοχής	1. Λήψη και Διαβίβαση Εντολών 2. Εκτέλεση Εντολών 3. Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό 4. Διαχείριση Χαρτοφυλακίων πελατών 5. Υπηρεσίες Αναδοχής <b>6. Λειτουργία Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης</b> <b>7. Παροχή επενδυτικών συμβουλών</b>	
<b>Παρεπόμενες Επενδυτικές Υπηρεσίες [1]</b>		
+ + + + + + <sup>[2]</sup> -	1. Υπηρεσίες Φύλαξης και Θεματοφυλακής 2. Παροχή πίστωσης/δανείων για συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών προϊόντων 3. Παροχή συμβουλών επί κεφαλαιακής δομής, στρατηγικής επί εξαγορών/αντισταθμίσεων και αναδοχής 4. Παροχή επενδυτικών συμβουλών 5. Υπηρεσίες που συνδέονται με την αναδοχή κινητών αξιών 6. Υπηρεσίες συναλλάγματος και συναλλαγές επί εμπορευμάτων που συνδέονται με παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία <b>7. Έρευνα επενδύσεων, χρηματοοικονομική ανάλυση και συντάσεις γενικού χρηματοπιστωτικού περιεχομένου.</b>	+ + + - - <sup>[3]</sup> +
<p>[1] Το όπεκο η αφητικό πρόσωπο αντιπροσωπεύει την άσκηση η αποσία της εν λόγω επενδυτικής υπηρεσίας στο σχετικό καταλογο των κανονιστικού πλαισίου.</p> <p>[2] Στις υπηρεσίες συναλλάγματος που συνδέονται με παροχή κύριων επενδυτικών υπηρεσιών προτινεται να συμπεριληφθούν και οι συναλλαγές επί εμπορευμάτων.</p> <p>Πηγή: Παράρτημα Α και Γ της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ και Παράρτημα Ι των 2ον εργασιών διαβούλευσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Μάρτιος 2002.</p>		

Συνολτικά, οι προτεινόμενες αλλαγές αφορούν στο αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας (α), την προστασία των επενδυτών (β) και την αποτελεσματικότητα της αγοράς (γ).

(α) Ως προς το αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής, προτείνεται η διεύρυνση του καταλόγου των “κύριων” επενδυτικών υπηρεσιών, που παρέχονται βάσει της ενιαίας άδειας λειτουργίας με την ένταξη σε αυτόν και των υπηρεσιών παροχής “επενδυτικών συμβουλών” και υπό ειδικές προϋποθέσεις, της λειτουργίας Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης (Multi-lateral Trading Facilities)<sup>[14]</sup>. Η προταθείσα αναβάθμιση της παροχής επενδυτικών συμβουλών από παρεπόμενη σε κύρια επενδυτική υπηρεσία, αφού πρώτα ρυθμιστεί το θέμα των σχετικών προϋποθέσεων,

αποσκοπεί στην αναβάθμιση της ποιότητας των προσφερομένων υπηρεσιών από τους εξουσιοδοτημένους φορείς, ενώ η προτιθέμενη εισαγωγή της λειτουργίας Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης με τη μορφή της κύριας επενδυτικής υπηρεσίας, ώστε να επιβάλλονται ισοδύναμοι κανόνες εποπτείας, ενισχύει τη διαφάνεια στο χώρο των οργανωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών.

<sup>[14]</sup> Ο ορισμός που δίνεται στο δεύτερο κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με τα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης (Multi-lateral Trading Facility ή Alternative Trading Systems) είναι ο εξής: “a multilateral system that brings together multiple third party buying and selling interests in financial instruments – in the system and according to non-discretionary rules set by the system’s operator – in a way that forms or results in a contract”.

Η προσθήκη των ανωτέρω υπηρεσιών και υπηρεσιών στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας συνδυάζεται με μια σειρά παράλληλων θεσμικών ρυθμίσεων. Ετσι εισάγεται η έννοια των "αποδεκτών αντισυμβαλλομένων" (Eligible Counterparties), αντιμετωπίζεται το θέμα σύγκρουσης συμφερόντων που προκύπτουν από την παροχή της παρεπόμενης υπηρεσίας χρηματοπιστωτικής ανάλυσης, και διευρύνεται ο κατάλογος των χρηματοπιστωτικών μέσων που καλύπτει η Οδηγία σε παράγωγα προϊόντα επί εμπορευμάτων.

Η μετάταξη της υπηρεσίας της παροχής επενδυτικών συμβουλών από παρεπόμενη σε κύρια επενδυτική υπηρεσία εγείρει θέμα εφαρμογής του πλαισίου περί κεφαλαιακών απαιτήσεων, τουλάχιστον για τους μη συνδεδεμένους πράκτορες για τους οποίους η ευθύνη δεν ανήκει αποκλειστικά σε μια ΕΠΕΥ. Παράλληλα η επέκταση των προϊόντων σε παράγωγα επί εμπορευμάτων εκτιμάται ότι θα έχει ως αποτέλεσμα τη δυνατότητα παροχής ενιαίας άδειας λειτουργίας σε εταιρείες που εξειδικεύονται και στην παροχή τέτοιων προϊόντων και υπηρεσιών. Στο πλαίσιο αυτό εξακολουθεί να χρήζει περαιτέρω διερεύνησης το καθεστώς των εταιρειών που δραστηριοποιούνται αποκλειστικά στον κλάδο των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων επί εμπορευμάτων. Το γεγονός ότι οι εξουσιοδοτημένες εταιρείες θα υπόκεινται σε μία σειρά υποχρεώσεων διαφάνειας και κανόνων δεοντολογίας προς τους αντισυμβαλλόμενούς τους, ενώ οι μη εξουσιοδοτημένοι αντισυμβαλλόμενοί τους θα παρέχουν παράλληλα ανταγωνιστικές υπηρεσίες στο επενδυτικό κοινό, χωρίς όμως να υπόκεινται σε κοινές υποχρεώσεις διαφάνειας, οδηγεί σε μη συμμετρική αντιμετώπιση των δύο κατηγοριών εταιρειών.

(β) Σε ό,τι αφορά το πλαίσιο *προστασίας των επενδυτών*, οι κανόνες λειτουργίας και δεοντολογίας, στους οποίους θα υπόκεινται οι επιχειρήσεις επενδύσεων, ενισχύονται, εναρμονίζονται και προσδιορίζονται περαιτέρω με τη διαδικασία της "επιτροπολογίας", κατά τη νέα μορφή λήψης αποφάσεων Lamfalussy. Με την εφαρμογή νέων αρχών επί θεμάτων σύγκρουσης συμ-

φερόντων, κανόνων διαχείρισης εντολών πελατών, εκτέλεσης εντολών σε Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης και ρυθμίσεων που συνδέονται με τη διαφύλαξη της αρχής περί "βέλτιστης εκτέλεσης εντολής", η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσπαθεί να δημιουργήσει με την αναθεωρημένη Οδηγία ένα γενικό και ενέλεγκτο πλαίσιο αρχών (Επίπεδο 1), το οποίο θα εξειδικεύεται και θα προσαρμόζεται με τη διαδικασία της "επιτροπολογίας".

(γ) Μεταξύ των κύριων θεμάτων που έχουν το χαρακτήρα της υπέρβασης του υφιστάμενου πλαισίου είναι η δημιουργία προϋποθέσεων, μέσω των οποίων θα επιβεβαιώνεται ότι οι συναλλαγές θα διεκπεραιώνονται με τρόπο που θα ικανοποιεί την αποτελεσματικότητα του συστήματος και το κύρος της αγοράς, ανεξάρτητα από τη μορφή του εξουσιοδοτημένου παροχέα της σχετικής επενδυτικής υπηρεσίας. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των οργανωμένων αγορών και των Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης θεωρείται αναπόφευκτος, αλλά κατά την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και επιθυμητός για την ολοκλήρωση μιας ενιαίας αγοράς κινητών αξιών. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται και η ουδετεροποίηση της "αρχής της συγκέντρωσης" των εντολών των πελατών σύμφωνα με το άρθρο 14 (3) της υφιστάμενης Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ. Έτσι, με την κατάργηση της εν λόγω αρχής από την Ολλανδία τον Οκτώβριο του 2001 και την επικείμενη κατάργησή της και από το Βέλγιο, οι χώρες που εξακολουθούν να κάνουν χρήση της σχετικής διάταξης περιορίζονται στην Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ελλάδα και τη Γαλλία. Επιπλέον, για τη διαφύλαξη από το ενδεχόμενο κατακερματισμού της ρευστότητας ή υποβάθμισης της σπουδαιότητας του μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών, η Επιτροπή προτείνει προϋποθέσεις, υπό τις οποίες οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα μπορούν να εκτελούν εντολές πελατών ενδογενώς ή εξω-χρηματοπιστωτικά, κατά τρόπο ώστε με τις χρησιμοποιούμενες πρακτικές να μη διακινδυνεύεται η *αποτελεσματικότητα της αγοράς*. Τα μέτρα για το σκοπό αυτό είναι τα ακόλουθα:

> Επιβολή υποχρεώσεων στις επιχειρήσεις επεν-

δύσεων για εφαρμογή κανόνων διαχείρισης εντολών πελατών που να ικανοποιούν την αρχή της "βέλτιστης εκτέλεσης", ώστε να ενισχεται η αποτελεσματικότητα με τη διοχέτευση των εντολών στα ανταγωνιστικότερα συστήματα διαπραγμάτευσης.

- Επιβολή πλαισίου λειτουργίας για τα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης με βάση τους ισχύοντες κανόνες για τις οργανωμένες (εποπτευόμενες) αγορές.
- Επιβολή πλαισίου διαφάνειας, που θα επιτρέψει στους συμμετέχοντες να παρακολουθούν τις συνθήκες διαμόρφωσης της τελευταίας πώλησης ή αγοράς ανά πάσα χρονική στιγμή και να λαμβάνουν γνώση των καλύτερων ευκαιριών της αγοράς τίτλων.

### 3.3 Πρόσβαση σε οργανωμένες αγορές, διαμεσολάβηση και καθυστέρηση Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης

Η υφιστάμενη δυνατότητα πρόσβασης σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης, ανεπίσημες αγορές ή σε εξω-χρηματιστηριακές αγορές κινητών αξιών εξαρτάται από μια σειρά εθνικών και κοινοτικών ρυθμίσεων, όπως επίσης και από τις ακολουθούμενες πρακτικές των συστημάτων υποδομής των αγορών κεφαλαίων κάθε κράτους μέλους. Με την εποπτική και κανονιστική ταξινόμηση μεταξύ "εποπτευόμενων αγορών" και εξουσιοδοτημένων παροχών επενδυτικών υπηρεσιών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει πλέον στην ίση μεταχείριση των διαφορετικών συστημάτων εκτέλεσης επενδυτικών εντολών, τα οποία χρησιμοποιούν παρεμφερείς μεθοδολογίες διεκπεραίωσης χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Ο εκτεταμένος προβληματισμός που έχει προκύψει σε σχέση με την έννοια της υφιστάμενης κύριας επενδυτικής υπηρεσίας "λήψης και διαβίβασης" εντολών, αλλά και η εμπειρία από τη δραστηριότητα συστημάτων διασταύρωσης και σύζευξης

επενδυτικών εντολών καθιστούν αναγκαία την εννοιολογική διευκρίνιση των σχετικών όρων της Οδηγίας. Ετσι η λειτουργία συστημάτων απλής κοινοποίησης, παράθεσης μηνυμάτων χωρίς επεξεργασία, ή η περαιτέρω διοχέτευση μηνυμάτων σε συστήματα σύζευξης δεν δικαιολογούν ρυθμιστική παρέμβαση, εφόσον δεν ενέχουν κινδύνους για τους χρήστες. Η εμπλοκή των εποπτικών αρχών καθίσταται αναγκαία μόνο στην περίπτωση, κατά την οποία ανακύπτουν θέματα προστασίας του επενδυτικού κοινού και αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Διατηρώντας την υφιστάμενη διάκριση μεταξύ "εποπτευόμενων αγορών" και εξουσιοδοτημένων εταιρειών ή διαμεσολαβητών, προτείνεται να παρασχεθεί η δυνατότητα στα πρόσωπα που εμπλέκονται στην εκτέλεση επενδυτικών εντολών να επιλέγουν μεταξύ εξουσιοδοτημένης προς τοίπο λειτουργίας ως "εποπτευόμενης αγοράς" ή τη λήψη σχετικής άδειας λειτουργίας ως επιχείρησης επενδύσεων. Η επιλογή παροχής υπηρεσιών εκτέλεσης εντολών με τη δεύτερη δυνατότητα θα υπόκειται σε πρόσθετες υποχρεώσεις, ανάλογα με τη δομή της διαδικασίας ή τη μορφή συστήματος που χρησιμοποιείται. Στην πράξη, η εν λόγω επιλογή θα έχει τη μορφή της εξω-χρηματιστηριακής εκτέλεσης εντολών πελατών με βάση το εσωτερικό σύστημα διεκπεραίωσης της συναλλαγής του ίδιου του εξουσιοδοτημένου φορέα παροχής υπηρεσιών (ενδογενοποίηση συναλλαγών).

Εκτός όμως από την εξω-χρηματιστηριακή διαδικασία και τις πρόσθετες προϋποθέσεις διαφάνειας των συναλλαγών, προβλέπονται ειδικοί όροι για τη χρήση Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης, τα οποία δεν ταιριάζονται με την παραδοσιακή δομή των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών. Συγκεκριμένα, η διοχέτευση της ροής των εντολών σε συστήματα πολυμερούς σύζευξης και εκτέλεσης εντολών θα συνδυάζεται από εποπτικούς κανόνες, οι οποίοι θα είναι αντίστοιχοι με τους κανόνες που εφαρμόζονται στις "εποπτευόμενες αγορές".

Η ενδογενοποίηση συναλλαγών των πελατών δεν αποτελεί νέο φαινόμενο για τις ευρωπαϊκές αγορές, δεδομένου ότι ορισμένες από τις επιχειρήσεις

επενδύσεων και ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα διεθνούς εμβέλειας έχουν ήδη αντιμετωπίσει τη ζήτηση πελατών τους σε περιόδους υψηλής ρευστότητας με τη χρήση εσωτερικού συστήματος ή με πρόσβαση σε εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών, χωρίς αυτά να χαρακτηρίζονται ως οργανωμένες ή εποπτευόμενες αγορές. Παρά δε το γεγονός ότι η δυνατότητα αυτή παρέχεται κυρίως στα κράτη μέλη που δεν έκαναν χρήση της αρχής της συγκέντρωσης του άρθρου 14(3) της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, το φαινόμενο αυτό δεν έχει αποτραπεί ακόμη και στα κράτη μέλη που έχει ενεργοποιηθεί η εν λόγω αρχή<sup>(11)</sup>. Με την απουσία της επίσημης διασύνδεσης των εμπλεκόμενων συστημάτων διακανονισμού μεταξύ των χρηματιστηρίων των κρατών μελών, η δραστηριότητα αυτή προϋποθέτει ύπαρξη ειδικού νομικού καθεστώτος και λογαριασμών της μορφής "omnibus" για την κυριότητα των κινητών αξιών, σε κάθε δε περίπτωση, συναρτάται άμεσα με την εκάστοτε παρατηρούμενη ζήτηση και το βαθμό ρευστότητας των χρηματιστηριακών αγορών. Η μείωση του βαθμού ρευστότητας στις αγορές μετοχικών τίτλων μετά το 2000, σε παγκόσμιο επίπεδο, μείωσε το ενδιαφέρον των επενδυτών για το βαθμό αποτελεσματικότητας των συστημάτων διαπραγμάτευσης, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στη μείωση του όγκου των συναλλαγών, αλλά δεν αποτελεί λόγο εφαρμογισμού για τις ελλοπίκες και καινοποιοτικές αρχές. Έτσι, με αναφορά στα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης μετοχικών τίτλων και στα πλαίσια της αναθεώρησης της Οδηγίας, η Επιτροπή CESR αποφάσισε να προβεί στη δημοσίευση συγκεκριμένων προϋποθέσεων και προτύπων λειτουργίας των συστημάτων αυτών<sup>(12)</sup>.

Πέραν των ιστορικών λόγων που καθορίζουν τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων φορέων, η μετακίνηση χρηστών ή τελικών πελατών προς κεντρικά χρηματιστηριακά συστήματα εξαρτάται στην πράξη και από το σύνολο του άμεσου και έμμεσου κόστους διαπραγμάτευσης. Επιπρόσθετα, η ελευθερία των συμμετεχόντων να μετακινηθούν προς διαφορετικά συστήματα είναι στην πράξη περιορισμένη. Το καθεστώς αυτό αμφισβητήθηκε κατά τη δεκαετία του '90 ως μη αποτελεσματικό, γεγονός που εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ

με τη συσσώρευση δικαστικών διενέξεων αναφορικά με μη έγκαιρες εκτελέσεις εντολών των πελατών στην αγορά NASDAQ, και παράλληλα με την εμφάνιση των ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνίας και σύζευξης εντολών (Electronic Communication Networks, Alternative Trading Systems), όπως αυτά των εταιρειών Instinet και Island<sup>(13)</sup>. Περί τα τέλη της εν λόγω δεκαετίας, ο όγκος των συναλλαγών που διενεργούνταν μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων διαπραγμάτευσης έφτασε μέχρι και το 30% του συνόλου των συναλλαγών σε ορισμένους μετοχικούς τίτλους. Αντίθετα, τα εναλλακτικά συστήματα διαπραγμάτευσης στην ευρωπαϊκή αγορά δεν αποτέλεσαν σημαντικό πόλο έλξης για διεκπεραίωση των συναλλαγών<sup>(14)</sup>. Το γεγονός

<sup>(11)</sup> Η περίπτωση διαπραγμάτευσης μετ'όχι κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των ΗΠΑ στις αποκαλούμενες "ανεπίσημες" αγορές (Freiverkehr) της Γερμανίας (Φρανκφούρτης και Μονάχου) είναι χαρακτηριστική, δεδομένου ότι σύμφωνα με τη γερμανική νομοθεσία η μόνη προϋπόθεση εισαγωγής είναι η αίτηση μιας γραμματικής εταιρείας μέλους χρηματιστηρίου και μάλιστα χωρίς τη συγκατάθεση του εκδότη. Αρκετές από τις ελληνικές μετοχές αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις εν λόγω αγορές. Για μια συγκριτική επισκόπηση συστημάτων δικαίου επί του θέματος, βλ. Δ. Τσιμπανούλη, Η Κεφάλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο, 2001.

<sup>(12)</sup> Βλ. CESR/02-086b, Standards for Alternative Trading Systems, July 2002. Στις προτάσεις προβλέπονται συνολικά τα εξής: Κοινοποίηση προς την εποπτική αρχή για τη λειτουργία και τα χαρακτηριστικά του Εναλλακτικού Συστήματος Διαπραγμάτευσης, ενθάρρυνση και δική διαδικασία διεκπεραίωσης συναλλαγών, δημοσίευση σχετικής πληροφόρησης που αφορά στις συναλλαγές του συστήματος, ενεργή παρακολούθηση του συστήματος από την ΕΠΕΥ, συμφωνία με τις εποπτικές αρχές επί των προδιεγραμμένων και διεδικαστικών προκειμένου να διασφαλιστεί η ακεραιότητα της αγοράς και η προστασία των επενδυτών, ικανότητα του συστήματος να ανταποκριθεί στις ερχόμενες προδιαγραφές, και πρόβλεψη διαδικασιών ενζιαθέρωσης και διακανονισμού.

<sup>(13)</sup> Βλ. McAndrews James and Chris Stefanadis, "The Emergence of Electronic Communications Networks in the U.S. Equity Markets Current Issues in Economics and Finance", Federal Reserve Bank of New York, Current Issues, Volume 6, No 12, October 2000. Βλ. επίσης "The Consolidation of European Stock Exchanges", Federal Reserve Bank of New York, Current Issues, Vol 8, No 6, October 2002.

<sup>(14)</sup> Βλ. Elderfield, Matthew (2002), "The Regulation of Market Infrastructure", in Exchanges of Alternative Trading Systems. Sweet & Maxwell. Σημειώνεται ότι ακόμη και στην αγορά του Ην. Βασιλείου, το θέμα έχει επακροβηθεί στον ανταγωνισμό μεταξύ παραδοσιακών και νέων χρηματιστηρίων (Virt-x, Jway), παρά στην εισαγωγή εναλλακτικών συστημάτων διαπραγμάτευσης από εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.



αυτό έχει αποδοθεί στο ότι, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, οι οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές στην Ευρώπη έχουν ήδη αποκτήσει αποτελεσματικές δομές που αποτρέπουν την είσοδο τέτοιων συστημάτων, δηλαδή αγορές που λειτουργούν ηλεκτρονικά με βάση ζεντι-κά βιβλία εντολών.

Τέλος, ουσιαστικό θέμα για την αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι η δυνατότητα επίστωσης των επενδυτών για πρόσβαση στα συστήματα υποδομής των αγορών κινήτων αξιών, τουλάχιστον όταν από εί-να τεχνικά εφικτό. Η σπουδαιότητα της διαδικασίας εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων για τα συμφέ-ροντα των επενδυτών οδήγησε την Ευρωπαϊκή Επι-τροπή στην ανάδειξη του θέματος ως καθοριστικού για την ενοποίηση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Ταυτόχρονα, όμως, με την αναγνώριση της πολυπλο-κότητας του θέματος της αιώλιτης διαπνοοριακής πρόσβασης στα συστήματα υποδομής των ευρωπαϊ-κών κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή περιορίστηκε στο παρόν στάδιο να εκδώσει σχετική Ανακοίνωση, ανα-βάλλοντας με τον τρόπο αυτό την απαιτούμενη ενω-μόνιση των συστημάτων υποδομής των αγορών<sup>100</sup>.

### 3.4 Διαφάνεια των συναλλαγών

Όπως προέκυψε μετά την πρώτη διαβούλευση για την αναθεώρηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, οι υποκεί-μενοι κίνδυνοι αλλά και οι υποχρεώσεις για διαφά-νεια συνδέονται κυρίως με τους μετοχικούς τίτλους. Έτσι, το προτεινόμενο πλαίσιο επικεντρώνεται στην υποχρέωση διαφάνειας στους μετοχικούς τίτλους ως μέσο αποφυγής των αρνητικών επιπτώσεων των εξω-χρηματιστηριακών συναλλαγών επί της αποτελεσμα-τικότητας της αγοράς, ενώ εξακολουθεί να μελετά-ται το ενδεχόμενο επέκτασης των κανόνων διαφά-νειας σε παράγωγα προϊόντα επί μετοχών.

Η διαφάνεια πριν και μετά τη συναλλαγή (Pre- and Post-trade transparency) για τις εμποτευόμε-νες αγορές, αλλά και τα πολυμερή συστήματα συ-ναλλαγών, θεωρείται από την Επιτροπή ότι αποτε-λεί ένα ισχυρό μέτρο αντιμετώπισης τυχόν αρνητι-

κών επιπτώσεων επί του μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών που θα μπορούσαν να προκληθούν από τη μείωση της ρευστότητας.

(α) Για τη διαφάνεια πριν τη συναλλαγή (Pre-trade transparency) προτείνεται η δημοσίευση των λεπτομε-ρειών της συναλλαγής εντός προκαθορισμένου δια-στήματος των καλύτερων τιμών Αγοράς/Πώλησης από τους συμμετέχοντες, τους χρήστες ή τους εξουσιοδοτη-μένους διαπραγματευτές μέλη συστημάτων διαπραγ-μάτευσης. Το σύνολο των προτεινόμενων κανόνων διαφάνειας είναι, λόγω του σχεδιασμού τους, συνφα-σμένο με τις προϋποθέσεις λειτουργίας των εξουσιο-δοτημένων φορέων, όπως παρουσιάστηκαν στην προ-ηγούμενη ενότητα, αλλά και με τους επιβαλλόμενους κανόνες συμπεριφοράς, όπως αναλύεται κατωτέρω.

(β) Η δημοσίευση ή κοινοποίηση της πληροφορίας μετά τη συναλλαγή προτείνεται να καλύπτει όλες τις συναλλαγές επί μετοχικών τίτλων για τις οργανωμέ-νες (εμποτευόμενες) χρηματιστηριακές αγορές, τα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης ή τις συναλ-λαγές που εκτελούνται ενδογενώς από τις επιχειρή-σεις επενδύσεων σε διμερή βάση (internalized trad- ing). Με εξαίρεση τις πολύ μεγάλες συναλλαγές, η δη-μοσίευση της τιμής και του όγκου των διεπραξαθει-σών συναλλαγών θα λαμβάνει χώρα όσο το δυνατόν πλησιέστερα στον πραγματικό χρόνο, με τη χρήση κοι-νώς αποδεκτών μέσων ευρείας πληροφόρησης.

### 3.5 Κανόνες συμπεριφοράς των εξουσιοδοτημένων φορέων

Με τις διατάξεις του άρθρου 11 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ καθιερώθηκε η υποχρέωση για τα κράτη μέλη να κα-θορίζουν τους κανόνες συμπεριφοράς, τους οποίους οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων προς τους επενδυτές, βάσει του γενικού πλαισίου αρ-

<sup>100</sup> Βλ. λεπτομερή ανάλυση στο άρθρο της κυρίας Σ. Παπαγεωργιάδη "Εκκαθάριση και Διακανονισμός Τίτλων: Παράμετροι της πολιτι-κής που διαμορφώνεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση", το οποίο δημο-σιεύεται στο παρόν δελτίο.

χών που ορίζονται στην ίδια την Οδηγία. Ετσι, στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ προσδιορίστηκαν επτά γενικές αρχές που θα πρέπει να τηρούνται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, ενώ η συγκεκριμενοποίηση και υλοποίησή τους αφέθηκε στα κράτη μέλη<sup>(20)</sup>. Στο άρθρο 11 ορίστηκε επίσης ότι για την εφαρμογή των κανόνων συμπεριφοράς θα έπρεπε να λαμβάνεται υπόψη η επαγγελματική ιδιότητα του προσώπου στο οποίο παρέχεται η υπηρεσία, καθώς επίσης και ότι η εφαρμογή και ο έλεγχος της πύρσης των κανόνων αυτών υπόκειται στις αρμοδιότητες του κράτους μέλους υποδοχής και απόκλιση από τη γενική αρχή της άσκησης της εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής.

Το γενικό πλαίσιο που καθιέρωσε η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ δεν ανταποκρίνεται πλέον, κατά την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στις νέες συνθήκες αγορών που έχουν δημιουργηθεί<sup>(21)</sup>. Επιπλέον, η απλή αναφορά στις διατάξεις του άρθρου 11 ότι θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για την εφαρμογή των κανόνων συμπεριφοράς η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή, χωρίς περαιτέρω προσδιορισμό των κριτηρίων για την αντίστοιχη κατηγοριοποίησή τους, είχε ως αποτέλεσμα τη διαφοροποιημένη εφαρμογή και ερμηνεία της διάταξης στα κράτη μέλη. Στο πλαίσιο αυτό, με την αναθεώρηση της Οδηγίας θα επιχειρηθεί καταρχήν η διασφάλιση υψηλού επιπέδου και ομοιομορφίας προστασίας του επενδυτή μέσω της εφαρμογής της αρχής της άσκησης της εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής. Επιπρόσθετα, θα καθιερωθεί διαφοροποίηση των κανόνων συμπεριφοράς που θα πρέπει να τηρούνται ανάλογα με το αν πρόκειται για ιδιώτες ή επαγγελματίες επενδυτές αντίστοιχα, με στόχο την απλοποίηση των κανόνων που αφορούν στη δεύτερη κατηγορία.

Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών σε ιδιώτες και επαγγελματίες θα μπορούσε να βασιστεί καταρχήν στα κριτήρια που προτείνονται σε σχετικό κείμενο της CESR<sup>(22)</sup>. Σύμφωνα με τις προτάσεις αυτές, ως επαγγελματίες επενδυτές ορίζονται, μεταξύ άλλων, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι

μεγάλες επιχειρήσεις και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, εφόσον πληρούν ορισμένα ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια, οι εθνικές κυβερνήσεις, οι κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως η Διεθνής Τράπεζα ή η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

Περαιτέρω, η CESR, κρίνοντας ότι η παρατηρούμενη αυτή τη στιγμή διαφοροποίηση των κανόνων συμπεριφοράς που ισχύουν στα κράτη μέλη λειτουργεί ανασταλτικά σε ό,τι αφορά την ανεμπόδιστη δισυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την εξασφάλιση ισότιμης προστασίας των επενδυτών, προέβη στην εκπόνηση κειμένου ομοιομορφων λεπτομερών κανόνων συμπεριφοράς που θα πρέπει να τηρούνται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων προς τους ιδιώτες επενδυτές<sup>(23)</sup>. Αντίστοιχο κείμενο αρχών και κανόνων εκπονήθηκε από την CESR και για τους επαγγελματίες επενδυτές<sup>(24)</sup>.

Η νομική φύση των εν λόγω κανόνων, αλλά και ο ρόλος που θα έχουν σε σχέση με την Οδηγία για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, δεν έχουν ακόμη πλήρως διευκρινιστεί, γεγονός που δημιουργεί εύλογα ερωτηματικά σε φορείς της αγοράς ως προς τον υποχρεωτικό χαρακτήρα τους. Επίσης, θα πρέ-

<sup>(20)</sup> Αξίζει να σημειωθεί ότι οι διατάξεις του άρθρου 11 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών αναφορικά με τους κανόνες συμπεριφοράς, τους οποίους οι επιχειρήσεις επενδύσεων είναι υποχρεωμένες να τηρούν, αποτελούν ποτή ανασταλτική των αρχών που είχαν ήδη διατυπωθεί το 1990 από την IOSCO ως "διεθνείς αρχές καλής επαγγελματικής συμπεριφοράς" σχετικά με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Βλ. International Conduct of Business Principles, IOSCO, 1990. [www.iosco.org/docs/public/1990-international\\_conduct-document02.html](http://www.iosco.org/docs/public/1990-international_conduct-document02.html). Οι κανόνες συμπεριφοράς του άρθρου 11 ενσωματώθηκαν στο άρθρο 7 του ν. 2396/1996 και η συγκεκριμενοποίησή τους έγινε με την Υ.Α. ΥΠΕΘΟ 12263/Β.500/11.4.1997.

<sup>(21)</sup> Βλ. Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο – Αναθεώρηση της Οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες (COM (2000) 729 τελικό).

<sup>(22)</sup> Βλ. CESR/02-098B, A European Regime of Investor Protection, The Professional and the Counterparty Regime, Annex – Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules, July 2002.

<sup>(23)</sup> Βλ. CESR/01-014d, A European Regime of Investor Protection, The Harmonization of Conduct of Business Rules, April 2002.

<sup>(24)</sup> Βλ. CESR/02-098B, A European Regime of Investor Protection, The Professional and the Counterparty Regime, July 2002.



πει να επισημανθεί ότι το περιεχόμενο ορισμένων από τους προτεινόμενους κανόνες δημιουργεί προβληματισμό σε ό,τι αφορά τις δυσκολίες ή το υψηλό κόστος που συνεπάγεται η εφαρμογή τους στην πράξη, ενώ ερωτηματικά δημιουργούνται για την αποτελεσματικότητα της επίτευξης των επιδιωκόμενων στόχων μέσω των εν λόγω κανόνων<sup>21</sup>.

### 3.6 Εννοιολογικές καινοτομίες και επιπτώσεις στο κανονιστικό πλαίσιο των κρατών μελών

Η πολυπλοκότητα της μικροδομής των συστημάτων διαπραγμάτευσης σε συνδυασμό με τις εναλλακτικές μορφές πρόσβασης των επενδυτών στις οργανωμένες αγορές επιφέρει πρόσθετες εννοιολογικές καινοτομίες στο κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς. Δημιουργείται κατά συνέπεια η ανάγκη για διαύγεια επικοινωνίας, με τη χρήση κοινής ορολογίας και ορισμών (Πίνακας 3).

Η ανάγκη αυτή μεγεθύνεται από το γεγονός ότι η εισαχθείσα ορολογία καθιστά αναγκαίο τον επαναπροσδιορισμό των νομικών εννοιών που έχουν ήδη ενσωματωθεί στις εθνικές νομοθεσίες. Με εξαίρεση τις έννοιες που αναφέρονται στα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης, τη συστημιακή ή κατά περίπτωση εσωτερικοποίηση, την ενδογενολοποίηση των συναλλαγών και δευτερογενός του όρου "συνδεδεμένος πράκτορας", οι λοιποί όροι δεν φαίνεται να δημιουργούν ουσιαστικά προβλήματα ενσωμάτωσης στα περισσότερα εθνικά δίκαια των κρατών μελών. Η ρυθμιστική καινοτομία που αφορά τις προϋποθέσεις ενδογενούς διακπεραίωσης εντολών εξακολουθεί να αποτελεί διεκπεραιώσιμο ενεργών διαβουλεύσεων, δεδομένου ότι η εξειδίκευση του ορισμού θα επηρεάσει και την αναμενόμενη επίπτωση της νέας έννοιας στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων επενδύσεων.

Τέλος, η άρση της αρχής της συγκέντρωσης των χρηματιστηριακών συναλλαγών στις οργανωμένες εθνικές αγορές, απαιτεί νέα κανονιστική προσέγγιση για το σύνολο των κρατών μελών που έχουν ενσωματώσει στο εθνικό τους δίκαιο την εν λόγω ρήτρα της

Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ. Σε κάθε όμως περίπτωση, η έκταση των προσαρμογών για το σύνολο των ρυθμίσεων περί εξω-χρηματιστηριακών συναλλαγών της εγχώριας νομοθεσίας αναμένεται να είναι σημαντική.

## 4. Απόψεις των φορέων της αγοράς

Η ανάγκη αναβάθμισης του κανονιστικού πλαισίου που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στην ενιαία αγορά αποτελεί κοινή διαπίστωση για το σύνολο των φορέων της ευρωπαϊκής αγοράς κινητών αξιών. Παρά ταύτα η έκταση της απαιτούμενης αναθεώρησης εξακολουθεί να αποτελεί ένα αρκετά σύνθετο θέμα, ειδικά σε ό,τι αφορά την εκτέλεση των χρηματιστηριακών εντολών των πελατών εκτός "εποπτευόμενων" αγορών. Ετσι η προσπάθεια εξεύρεσης κοινής συνισταμένης έχει επικεντρωθεί σε ειδικότερα θέματα, όπως:

- (α) η διευκρίνιση των προϋποθέσεων υπό τις οποίες οι συμμετέχοντες στην αγορά θα έχουν πρόσβαση στα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης ή τα εσωτερικά συστήματα των επιχειρήσεων επενδύσεων,
- (β) η ενδυνάμωση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, ώστε να διαφυλάσσεται η αρχή της "βέλτιστης εκτέλεσης" εντολών των πελατών,
- (γ) η διευκρίνιση των υποχρεώσεων διαφάνειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, όταν λαμβάνουν εντολές πελατών για εκτέλεση

<sup>21</sup> Ενδεικτικό παράδειγμα προς αυτήν την κατεύθυνση αποτελεί ο κανόνας της παράγραφου 7 (CESR01-014d, A European Regime of Investor Protection, The Harmonization of Conduct of Business Rules, April 2002), σύμφωνα με τον οποίο: "Where conflicts of interest cannot be reasonably avoided or managed with the internal independence policy, an investment firm must not undertake business with or on behalf of a customer where it has directly or indirectly a conflicting interest, including any such interest arising from intra-group dealings, joint provision of more than one service or other business dealings of the investment firm or any affiliated entity, unless it has previously disclosed to the customer the nature and extent of its interest, either in writing or by telephone and recorded by the firm and the customer has expressly agreed to engage in such business with the investment firm...".

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΕΣ

Από τις μέχρι σήμερα διαβουλεύσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με φορείς της αγοράς έχει προκύψει η ανάγκη να συμπεριληφθεί στο νέο καθεστώς μία σειρά τεχνικών όρων, που συνδέονται με το σύνολο της διαδικασίας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι σημαντικότεροι από αυτούς έχουν ως εξής:

**Investor/Επενδυτής:** Οποιοδήποτε πρόσωπο που επιθυμεί να αποκτήσει ή να εκποιήσει χρηματοπιστωτικά προϊόντα (βλ. διάκριση μεταξύ επαγγελματία και μη-επαγγελματία επενδυτή).

**Client/Πελάτης:** Κάθε υφιστάμενος ή ενδεδειγμένος πελάτης που λειτουργεί ως εντολοδόχος, εξουσιοδοτεί μία ΕΠΕΥ ή της εμπιστευτεί χρημάτα και τίτλους με σκοπό την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για λογαριασμό του (βλ. διάκριση μεταξύ επαγγελματία και μη-επαγγελματία επενδυτή).

**Counterparty/Αντισημβαλλόμενος:** Το αντίθετο μέλος σε μια συναλλαγή επί χρηματοπιστωτικού προϊόντος με μια ΕΠΕΥ, όπου το εν λόγω μέλος έχει συμφωνήσει με σαφήνεια ότι διαπραγματεύεται επί όρων που θέτει η ΕΠΕΥ, χωρίς αυτό να απαιτεί από την ΕΠΕΥ να ενταχίσει για λογαριασμό της.

**Order/Εντολή:** Ρητή εκδήλωση συναλλακτικού ενδιαφέροντος για πώληση ή αγορά χρηματοπιστωτικών προϊόντων, ανεξαρτήτως των όρων υπό τους οποίους εκαρτάζεται η εν λόγω εντολή (π.χ. εντολή με ανώτατο ή κατώτατο όριο, εντολή αγοράς).

**Limit order/Εντολή με όριο:** Εντολή ορίου της μορφής ΑΠ που εισάγεται από μέλος ή χρήση του συστήματος συναλλαγών, όπου και εκτελείται είτε στο προκαθορισθέν όριο είτε σε καλύτερο επίπεδο. (Οι εντολές αυτές είναι συγκεκριμένους ενδιαφέροντος από μια εκτέλεση είτε στο προκαθορισθέν όριο είτε σε καλύτερο επίπεδο. (Οι εντολές αυτές είναι συγκεκριμένους ενδιαφέροντος από την άποψη της διαφάνειας κατά τη χρονική περίοδο πριν τη συναλλαγή, διότι μπορούν να παραινέσουν στο βιβλίο εντολών μέχρις ότου εκτελεστούν στη συγκεκριμένη ή καλύτερη τιμή. Αποτελούν κατά συνέπεια ένδειξη πιθανού ενδιαφέροντος για τη διενέργεια των συναλλαγών στο συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό προϊόν, υπό τις δεδομένες συνθήκες και είναι πολύτιμη ένδειξη για τις τιμολογήσεις, στις οποίες ένας επενδυτής μπορεί να διαπραγματευτεί, εάν αποφασίσει να συμμετάσχει στην αγορά. Η μορφή αυτής της εντολής θα αποτύχει το ελπίκεντρο της υποχρέωσης διαφάνειας κατά την περίοδο πριν τη συναλλαγή).

**Multilateral Trading Facility-MTF/Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης:** Πρόκειται για συστήματα εκτέλεσης χρηματοπιστωτικών συναλλαγών, η λειτουργία των οποίων θα υπόκειται στις ίδιες προϋποθέσεις και κανόνες διαφάνειας που ισχύουν για τις παρόμοιες οργανωμένες αγορές.

**Order execution/Εκτέλεση εντολής:** Συμπεριλαμβάνει τη στζενξή ή διαστέρωση εντολών επενδυτών, η οποία καταλήγει σε συμβόλαια αγοράς ή πώλησης του υπό διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικού προϊόντος.

**Professional Investor/Επαγγελματίας επενδυτής:** Κατηγορία πελάτη που δεν υπόκειται σε καθεστώς προστασίας από το κοινοτικό πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η προτεινόμενη διάκριση βασίζεται σε θεσμικά αλλά και ποσοτικά κριτήρια μεγέθους και δραστηριότητας.

**Eligible Counterparty/Αποδεκτός αντισημβαλλόμενος:** Κατηγορία αντισημβαλλόμενων που δυνητικά θα μπορούν να είναι μέλη επενδυτικών αγορών ή πολιτισμικών συστημάτων διαπραγμάτευσης.

**Internalization/Εσωτερικοποίηση (ενδογεννοποίηση) συναλλαγής:** Εκτέλεση εντολής πελάτη σε διμερή βάση ή με τη χρήση εσωτερικού συστήματος διαπραγμάτευσης, χωρίς δηλαδή τη διοχέτευση της σε οργανωμένη χρηματοπιστωτική αγορά.

**Tied Agent/Συνδεδεμένος πράκτορας:** Νομικό ή φυσικό πρόσωπο που είναι εγγεγραμμένο σε δημόσιο αρχείο και παρέχει, βάσει σύμβασης, υπηρεσίες αποκλειστικά για λογαριασμό μιας ΕΠΕΥ, με συνολική και χωρίς προϋποθέσεις ευθύνη της τελευταίας.

Ένα σημαντικό μέρος των συμμετεχόντων στις αγορές έχει ήδη εκφράσει σκεπτικισμό ως προς την αναγκαιότητα αλλά και την εφαρμογή στην πράξη των υποχρεώσεων πρόσθετης διαφάνειας κατά το στάδιο που προηγείται της εκτέλεσης των εντολών. Το θέμα αυτό έχει αποκτήσει ιδιαίτερη βαρύτητα, δεδομένου ότι έχει ήδη προκαλέσει την αντίδραση των μεγαλύτερων ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ένα άλλο τμήμα της αγοράς υποστηρίζει ότι τα Πολυμερή Συστήματα Διαπραγμάτευσης που έχουν τη μορφή "κεντρικού βιβλίου εντολών" θα πρέπει να έχουν ισχύοντα κανονιστική μεταχείριση με τις οργανωμένες

χρηματοπιστωτικές αγορές, ανεξάρτητα από τη νομική τους μορφή ή την άδεια λειτουργίας. Στο θέμα αυτό οι εργασίες της CESR αναμένεται να διευκρινίσουν κατά πόσο η εσωτερικοποίηση των συναλλαγών μπορεί να εξισωθεί με τα συστήματα που βασίζονται σε "αγορηθμούς εντολών με όρια", όπου η υποχρέωση για διαφάνεια κατά το χρονικό διάστημα που προηγείται της εκτέλεσης της εντολής είναι εφαρμόσιμη.

Ανάμεσα στα περισσότερα αποδεκτά σημεία των προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής συμπεριλαμβάνεται η ενταξία της παροχής επενδυτικών συμβουλών στις κύριες επενδυτικές υπηρεσίες, καθώς επί-

σης και η ένταξη των παράγωγων προϊόντων επί εμπορευμάτων στο σχετικό κατάλογο της Οδηγίας. Εξακολουθούν παρά ταύτα να υπάρχουν φορείς που υποστηρίζουν ότι οι υπηρεσίες που συνδέονται με παράγωγα επί εμπορευμάτων παρέχονται εκτός του πλαισίου της Οδηγίας και υπόκεινται ήδη σε ειδικές εθνικές ρυθμιστικές διατάξεις, που είναι ευαίσθητες σε θέματα ανάληψης υπερβολικού επενδυτικού κινδύνου. Εκπρόσωποι των μικρότερων αλλά και εξευδικειμένων επιχειρήσεων επενδύσεων (επενδυτικοί σύμβουλοι και φυσικά πρόσωπα που διαχειρίζονται επενδυτικά χαρτοφυλάκια) επισημαίνουν τους κινδύνους από την επέκταση του σκοπού της Οδηγίας σε τέτοιες υπηρεσίες, ειδικά αν αυτό οδηγήσει σε εφαρμογή δυσανάλογων κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Τέλος, με γνώμονα τις απόψεις που έχουν εκφραστεί από διάφορους φορείς, διαφαίνεται ότι η δρομολογηθείσα εναρμόνιση μέσω της τροποποίησης της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ καθιστά αναγκαίο το συμβιβασμό για ένα κοινό κανονιστικό πλαίσιο, που θα διέπει τη δομή των συστημάτων υποδομής των κεφαλαιαγορών. Στο θέμα αυτό η εκτίμηση των εποπτικών αρχών είναι ότι η νέα Οδηγία θα πρέπει να αποφύγει την προσέγγιση της κατά περίπτωση ρύθμισης για τη δομή και λειτουργία των συστημάτων υποδομής και διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

## 5. Συμπεράσματα

Όπως έχει διαφανεί από τις μέχρι σήμερα εξελίξεις, οι επιπτώσεις από την προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για αναθεώρηση του πλαισίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αναμένονται να είναι καθοριστικές για την επίτευξη της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων. Σημαντικές αναμένονται επίσης να είναι οι επιπτώσεις στην εθνική νομοθεσία των κρατών-μελών, δεδομένου του υψηλού βαθμού διαφοροποίησης που τις χαρακτηρίζει μέχρι και σήμερα. Με την πρόθεση της Επιτροπής για νέα κανονιστική ταξινόμηση μεταξύ επιχειρήσεων επενδύσεων και "εποπτευόμενων αγορών", καθώς και με τη διευθέτηση

θεμάτων που συνδέονται με τις ενώλιαικές μορφές διεκπεραίωσης χρηματοπιστωτικών εντολών από τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα, επέρχονται κατ' αρχάς αλλαγές στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας. Πέραν αυτού, η αδειοδότηση που προτείνεται για πρόσθετες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες, όπως αυτές της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της λειτουργίας Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης κινητών αξιών, επιφέρει αλλαγές στις προϋποθέσεις έναρξης εργασιών, λειτουργίας και ανταγωνισμού μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων. Τροποποίηση αναμένεται επίσης να επέλθει στο πλαίσιο των σχέσεων με τρίτες χώρες και ειδικά με τις ΗΠΑ, έτσι ώστε να συμπεριληφθούν θέματα επέκτασης σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα επί εμπορευμάτων και αμοιβαίας αναγνώρισης ηλεκτρονικών συστημάτων διαπραγμάτευσης.

Λόγω της ενδεχόμενης επέκτασης των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας σε νέα εξουσιοδοτημένα πρόσωπα, αλλά και των επερχόμενων αλλαγών στη δομή και εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας, αναμένονται επιπτώσεις στο πλαίσιο προϋποθέσεων λειτουργίας των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η κατάργηση της αρχής της συγκέντρωσης των εντολών των πελατών στην εποπτευόμενη εθνική αγορά, η αναβάθμιση της ελευθερίας τηλεπρόσβασης σε συστήματα υποδομής των αγορών και της διαφάνειας πριν και μετά τη διεκπεραίωση της συναλλαγής για θέματα τιμών, δομής και λειτουργίας αλγορίθμων εκτέλεσης χρηματοπιστωτικών εντολών, αναμένεται να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στο δικαίωμα εγκατάστασης και ελευθερίας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι η αποτελεσματικότητα του νέου πλαισίου θα απαιτήσει διαδικαστική αρμονία σε τέσσερα διαφορετικά επίπεδα λήψης αποφάσεων, σύμφωνα με τις προτάσεις της "Επιτροπής Σοφών". Η νέα αυτή διαδικασία συνεπάγεται νέες προκλήσεις για τις εποπτικές αρχές αλλά και λειτουργικές καινοτομίες, η υλοποίηση και αποτελεσματικότητα των οποίων θα εξαρτηθεί τελικά από τη βούληση των ευρωπαϊκών φορέων να συνεργαστούν μεταξύ τους με μεγαλύτερη ευελιξία.

## Η πρόταση Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο αναφορικά με την εισαγωγή και διακίνηση εταιρικών τίτλων στο χρηματιστήριο

Δρ ΧΑΡΙΛΑΟΥ Β. ΜΕΡΤΖΑΝΗ

Προϊσταμένου Δ/σης Μελετών  
Επιτροπή Κεφάλαιαγοράς (ΝΠΔΔ)

**Η** εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο των όρων και προϋποθέσεων έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου για την εισαγωγή εταιρικών τίτλων στο χρηματιστήριο δεν παρήγαγε μέχρι σήμερα τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Διαφορές στις εποπτικές ρυθμίσεις και τη γλώσσα μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) έχουν καθυστερήσει τη διαδικασία αμοιβαίας αναγνώρισης του Ενημερωτικού Δελτίου, που έχει δρομολογηθεί από την ΕΕ.

Ως αποτέλεσμα, η δημόσια προσφορά τίτλων λαμβάνει χώρα κυρίως στο εσωτερικό των κρατών μελών, ενώ συχνά η διασυνοριακή προσφορά τίτλων πραγματοποιείται με ιδιωτική τοποθέτηση στην πρωτογενή αγορά προς όφελος κυρίως των θεσμικών επενδυτών. Όπως υποστηρίζουν οι Jackson and Pan (2001), ο αιξάνομενος αριθμός των προσφερόμενων τίτλων στην ΕΕ απορροφάται από τους θεσμικούς επενδυτές των κρατών μελών αλλά και τρίτων χωρών, περιλαμβανομένης της διάθεσης τμήματος των τίτλων αυτών στους ιδιώτες μικροεπενδυτές και τους θεσμικούς επενδυτές των ΗΠΑ, με

βάση τις προϋποθέσεις του κανόνα 144Α της Securities and Exchange Commission των ΗΠΑ.

Σύμφωνα με τους συγγραφείς αυτούς, η επικρατούσα διάθροση της προσφοράς τίτλων, που συχνά καλείται "International style offering", περιλαμβάνει ουσιαστικά τη δημόσια προσφορά τίτλων στη χώρα καταγωγής της εκδότριας εταιρείας και ιδιωτικές τοποθετήσεις στους θεσμικούς επενδυτές άλλων κρατών μελών της ΕΕ. Ωστόσο, οι τίτλοι που αποκτώνται από τους θεσμικούς επενδυτές διατίθενται κατόπιν στη δευτερογενή αγορά, συχνά προς τους μικροεπενδυτές, είτε άμεσα είτε μέσω οργανωμένων χρηματιστηρίων. Η απουσία σημαντικών περιορισμών διάθεσης αποκτηθέντων τίτλων έχει συμβάλει στη σταδιακή συρρίκνωση των εμποδίων μεταξύ ιδιωτικών και δημοσίων οργανωμένων αγορών στην ΕΕ. Η ύπαρξη των οργανωμένων αγορών για τη διάθεση τίτλων προς τους μικροεπενδυτές έχει μερικώς αποδυναμώσει την ανάγκη ένταξης των ευρωπαϊκών εκδοτριών εταιρειών στην επιβαρυντική διαδικασία που προβλέπεται από τις διατάξεις περί αμοιβαίας αναγνώρισης της Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο.

### 2. Η Έκθεση της FESCO και οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Κατά τα τελευταία χρόνια, οι ευρωπαϊκές προσπάθειες ρύθμισης των κεφάλαιαγορών επικεντρώθηκαν στη μείωση του κόστους λειτουργίας των μηχανισμών αμοιβαίας αναγνώρισης του Ενημερωτικού Δελτίου. Όπως αναγνωρίστηκε από την Οργάνωση των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφάλαιαγοράς (FESCO) σε ειδική μελέτη της (FESCO, 2000), η επέκταση της δημόσιας προσφοράς εταιρικών τίτλων ή της αποδοχής

τους προς διακίνηση σε οργανωμένες αγορές διαφορετικών χωρών του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ) αποδεικνύεται, στο πλαίσιο της ισχύουσας πρακτικής, περίπλοκη και δύναται να αποτελέσει εμπόδιο στην ανάπτυξη πανευρωπαϊκής στρατηγικής από τις εταιρείες. Σύμφωνα με τις προτάσεις της FESCO, οι εκδότριες εταιρείες θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα επέκτασης της διάθεσης ή διακίνησης τίτλων τους σε οργανωμένες αγορές, σε άλλες χώρες του ΕΟΧ χωρίς να υποχρεούνται στην παραγωγή και δημοσιοποίηση διπλού όγκου χρηματοοικονομικών πληροφοριών, ή στην ικανοποίηση πολλών και διαφορετικών εθνικών απαιτήσεων (*ibid.*, σελ. 3).

Επιπλέον, τα μέλη της FESCO συμφώνησαν ότι το Ενημερωτικό Δελτίο που χρησιμοποιείται για τη διάθεση ή διακίνηση εταιρικών τίτλων πρέπει να διαχωριστεί σε δύο μέρη: το πρώτο μέρος αποτελείται για έλεγχο και έγκριση (Registration Document-RD). Το κείμενο αυτό συντάσσεται και υποβάλλεται ετησίως από την εκδότρια εταιρεία, και έχοντας πρώτα λάβει την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων της εκδότριας εταιρείας και συμπιλάβει όλες τις απαραίτητες χρηματοοικονομικές πληροφορίες, εκτός από τις λεπτομέρειες που αφορούν στα χαρακτηριστικά των τίτλων που διατίθενται προς διακίνηση. Το δεύτερο μέρος αποτελείται από το κείμενο πληροφοριών σχετικά με τους εκδιδόμενους τίτλους (Securities Note-SN), το οποίο περιέχει τις προαναφερθείσες λεπτομέρειες (*ibid.*, σελ. 7). Η χρήση του κειμένου RD ως βάσης για τη σύνταξη και έκδοση της Ετήσιας Έκθεσης της εκδότριας εταιρείας θα συμβάλει περαιτέρω στην εναρμόνιση του περιεχομένου των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών πληροφοριών στην ΕΕ και ως εκ τούτου στη μείωση του κόστους επιβάρυνσης των εκδοτριών.

Οι προτάσεις της FESCO υιοθετήθηκαν στην πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την έκδοση Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο, το οποίο πρέπει να δημοσιεύεται προκειμένου να διατίθε-

νται εταιρικοί τίτλοι στο επενδυτικό κοινό και να διακινούνται σε οργανωμένες ευρωπαϊκές αγορές (Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2001). Το Επεξηγηματικό Μνημόνιο (Explanatory Memorandum) της Επιτροπής στην πρόταση Οδηγίας αναγνωρίζει ότι, με σκοπό τη διευκόλυνση της ευρύτερης δυνατότητας πρόσβασης στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, είναι απαραίτητη η πλήρης αναθεώρηση των δύο υφιστάμενων Οδηγιών σχετικά με το Ενημερωτικό Δελτίο (80/390/ΕΟΚ και 89/298/ΕΟΚ) (Επεξηγηματικό Μνημόνιο, σελ. 2).

Την 9η Αυγούστου 2002, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, λαμβάνοντας υπόψη τις παρατηρήσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, υπέβαλε τροποποιημένη πρόταση Οδηγίας. Η νέα πρόταση αναμένεται να συζητηθεί από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο προς το τέλος του έτους.

Το Επεξηγηματικό Μνημόνιο και η τροποποιημένη πρόταση Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2002) αναδεικνύουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά-κλειδιά για το νέο σύστημα ελέγχου και έγκρισης Ενημερωτικών Δελτίων: (α) εισαγωγή ρυθμίσεων για την ενίσχυση της δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών κατ' ακολουθία προς τα διεθνή πρότυπα της IOSCO, (β) εισαγωγή συστήματος ελέγχου και έγκρισης των πληροφοριών για τις εκδότριες εταιρείες των οποίων οι τίτλοι γίνονται αποδεκτοί για διακίνηση σε οργανωμένες αγορές (προβλέπεται επίσης η εισαγωγή εναλλακτικής μορφής Δελτίου για τις εκδότριες εταιρείες που προσερχονται συχνά στην αγορά για άντληση κεφαλαίων μέσω διάθεσης νέων χρηματοπιστωτικών τίτλων, όπως οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι των οποίων η ονομαστική αξία εκφράζεται σε ευρώ, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα κτηματικά ομόλογα κ.λπ.), (γ) θεσμοθέτηση της δυνατότητας δημόσιας προσφοράς ή διακίνησης τίτλων με απλή γνωστοποίηση του εγκεκριμένου Δελτίου από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές της χώρας καταγωγής της εκδότριας εταιρείας (το νέο καθεστώς είναι αντίστοιχο προς αυτό του ενιαίου Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου



που ισχύει για τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών), (δ) συγκέντρωση όλων των απαιτούμενων αρμοδιοτήτων και εξουσιών στις συγκεκριμένες εθνικές εποπτικές αρχές και (ε) ευρεία χρήση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων με βάση τη διαδικασία της επιτροπολογίας (comitology process) που πρότεινε η Εκθεση Lamfalussy.

Η τροποποιημένη πρόταση περιλαμβάνει μια σειρά άλλων διατάξεων, όπως (στ) η διαμόρφωση ειδικών ευρωπαϊκών κανόνων συναλλαγών που αφορούν συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών (ανάλογα με την επαγγελματική εμπειρία και τα χαρακτηριστικά τους) ή επενδυτές που είναι σε θέση να προβούν σε αγορά εταιρικών τίτλων ελάχιστης συνολικής αξίας 50.000 ευρώ, ή ελάχιστης ονομαστικής αξίας 50.000 ευρώ και (η) η εισαγωγή απλοποιημένου καθεστώτος διάθεσης και διακίνησης τίτλων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (2,5 εκατ. ευρώ), που περιλαμβάνει την κατάργηση της υποχρέωσης δημοσίευσης Ενημερωτικού Δελτίου. Οπου, σε κάθε περίπτωση, απαιτείται η σύνταξη και δημοσιοποίηση Δελτίου, το περιεχόμενο του θα προσαρμόζεται κατάλληλα.

Στη συνέχεια του παρόντος άρθρου, αναλύονται συνοπτικά τα προαναφερθέντα χαρακτηριστικά-κλειδιά της τροποποιημένης πρότασης Οδηγίας υπό το πρίσμα των προτάσεων του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2002). [Βλ. επίσης τον τόμο των Ferrarini, Hopt and Wymeersch (2002)].

### 3. Ενίσχυση των προτύπων δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών

Το περιεχόμενο του νέου Ευρωπαϊκού Ενημερωτικού Δελτίου ορίζεται στο άρθρο 5 της πρότασης Οδηγίας με επιπλέον αναφορά στα τέσσερα παραρτήματα [βλ. Παράρτημα του κείμενου της Οδηγίας, Παράρτημα I (Ενημερωτικό Δελτίο, Παράρτημα II (Κείμενο Εγκρισης), Παράρτημα III (Σημείωση Κινητών Αξιών), Παράρτημα IV (Περιληπτική Σημείωση)]. Το άρθρο 6(1) επιπλέον ορίζει ότι οι "ειδικές πληροφορίες" θα πρέπει να περι-

λαμβάνονται ως λεπτομερείς κανόνες που υιοθετούνται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της διαδικασίας επιτροπολογίας που αναφέρεται στο άρθρο 22(2). Με βάση το άρθρο 6(2), οι κανόνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θα πρέπει να συμφωνούν με τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης πληροφοριών που τίθενται από τα σχετικά διεθνή πρότυπα της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO, 1998) για την αρχική δημόσια προσφορά και τη διασυννοριακή προσφορά τίτλων. Με τη νέα Οδηγία, τα ευρωπαϊκά πρότυπα, τα οποία προς το παρόν ορίζονται στην Οδηγία περί εισαγωγής εταιρικών τίτλων στο χρηματιστήριο (Οδηγία 80/390/ΕΟΚ/17.3.1980) ως ελάχιστα απαιτούμενα και επιδεχόμενα αρακτές τροποποιήσεις, θα αναβαθμιστούν. Τα νέα ενισχυμένα πρότυπα, κατ' ανάλογα προς το υπόδειγμα της IOSCO, θα αντανακλούν μια προσέγγιση οροφής, δηλαδή θα αποτελούν άριστα πρότυπα τα οποία οι αρμόδιες αρχές πρέπει αυτόματα να αποδέχονται για την αρχική δημόσια προσφορά και τη διασυννοριακή προσφορά τίτλων.

Το κεφάλαιο Β των προτύπων της IOSCO αναφέρεται στην εναρμόνισή τους σε παγκόσμια κλίμακα: ανάλογα βήματα έχουν ήδη γίνει στις ΗΠΑ (US SEC, 1999). Ωστόσο υπάρχουν προβλήματα στην προσπάθεια εναρμόνισης, τα οποία αντανακλούν μερικές από τις δυσκολίες που αναφέρθηκαν ήδη σε σχέση με το διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο. Πρώτα απ' όλα, όπως υποστηρίζει ο Scott (2001), δεν υπάρχει λόγος θεώρησης ότι οι εποπτικές αρχές διεθνώς θα επέλεγαν ένα άριστο πρότυπο δημοσιοποίησης πληροφοριών, ακόμη και εάν μπορούσαν να συμφωνήσουν σε ένα και μοναδικό πρότυπο. Αυτό είναι πιθανόν, δοθέντος ότι οι ΗΠΑ ιδίως αναμένεται να υποστηρίξουν ότι τα διεθνή πρότυπα δημοσιοποίησης πληροφοριών συγκλίνουν προς τα δικά τους πρότυπα, τα οποία δύνανται να αποκλίνουν σημαντικά από το άριστο πρότυπο. Ο ίδιος συγγραφέας παρατήρησε ότι οι κανόνες δημοσιοποίησης που ισχύουν στις ΗΠΑ δεν είναι άριστοι, συγκρινόμενοι με άλλους ιδιωτικούς κανόνες αναφοράς. Το πρόβλημα αυτό εγείρει επίσης το ερώτημα της αποτελε-

οματιζότητας του νομικού ελέγχου (due diligence) στις δραστηριότητες διεθνούς εναρμόνισης, που συνίσταται στην κατοχύρωση της εγγύησης ότι όλα τα σχετικά συμφέροντα έχουν ληφθεί υπόψη και ότι μια ορθή ισορροπία έχει επιτευχθεί κατά τη διαμόρφωση των προτύπων.

Επιπλέον, διεθνής συμφωνία επί των προτύπων δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών είναι δύσκολο να επιτευχθεί, όπως προκύπτει από το γεγονός ότι τα πρότυπα της IOSCO δεν καλύπτουν περιοχές όπου οι διαφορές μεταξύ κρατών είναι σημαντικές, όπως η ανάγκη για διαφοροποιημένη γνωστοποίηση πληροφοριών, η δυνατότητα σχηματισμού και δημοσιοποίησης προβλέψεων και η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Scott, 2001, σελ. 79). Επίσης, οι διαδικασίες κατανομής τίτλων στο επενδυτικό κοινό και η εν γένει εποπτεία τους δεν είναι επαρκώς εναρμονισμένες. Αυτό είναι επίσης αλήθεια και για τα κράτη μέλη της ΕΕ. Οι πρακτικές κατανομής τίτλων υπόκεινται ακόμη στην εθνική δικαιοδοσία, ενώ η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (CESR) καταβάλλει προσπάθεια εναρμόνισης ορισμένων τομέων, όπως η κατανομή των προσφερόμενων εταιρικών τίτλων στο επενδυτικό κοινό κατά τη δημόσια εγγραφή και η σταθεροποίηση της τιμής εισαγωγής τους (FESCO, 2001).

Οι κανόνες που ρυθμίζουν την ευθύνη των φορέων που συμβάλλουν στην κατάρτιση του Ενημερωτικού Δελτίου διαφέρουν επίσης: μερικά κράτη μέλη (Γερμανία και ΗΠΑ) έχουν υιοθετήσει συγκεκριμένες διατάξεις για την ευθύνη σύνταξης του Δελτίου, ενώ άλλα κράτη μέλη (Γαλλία, Ιταλία και Ελλάδα) κάνουν χρήση γενικών αρχών. Οι εφαρμοζόμενες ρυθμίσεις εξαρτώνται εν γένει από τον τρόπο κατανομής των τίτλων κατά τη δημόσια προσφορά (Wagen and Lindermann, 1999). Στην περίπτωση της πανευρωπαϊκής διάθεσης εταιρικών τίτλων, το ζήτημα της ευθύνης του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου υπόκειται σε διαφορετικές εθνικές ρυθμίσεις, εξαρτώμενη από το είδος των παραβάσεων και το φορέα-αποδέκτη των ζημιών.

#### 4. Το σύστημα κατάθεσης, ελέγχου και έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου

Σύμφωνα με την πρόταση Οδηγίας, το Ενημερωτικό Δελτίο μπορεί να παρουσιαστεί ως ένα ενιαίο κείμενο, ή ως ομάδα κειμένων δημοσιοποίησης πληροφοριών, συγροτούμενη από ένα πρώτο βασικό κείμενο που υποβάλλεται προς έγκριση και ένα δεύτερο βασικό κείμενο που περιλαμβάνει λεπτομερείς σημειώσεις για τους προσφερόμενους τίτλους, κατ' αναλογία με τις προτάσεις της FESCO. Το πρώτο κείμενο περιέχει γενικές πληροφορίες σχετικές με την εκδότρια εταιρεία και τη χρηματοοικονομική της κατάσταση. Το δεύτερο κείμενο περιλαμβάνει λεπτομερείς σχετικές με τους τίτλους που προσφέρονται στο επενδυτικό κοινό ή γίνονται αποδεκτοί προς διακίνηση σε οργανωμένες αγορές. Το τρίτο κείμενο περιλαμβάνει περιληπτικές πληροφορίες για τους προσφερόμενους τίτλους.

Το πρώτο κείμενο που υποβάλλεται προς έγκριση πρέπει να ενημερώνεται, επικαιροποιείται και δημοσιεύεται ετησίως από την εκδότρια εταιρεία, ύστερα από έγκριση των οικονομικών της καταστάσεων, συμβάλλοντας έτσι στη συνεχή συμπλήρωση του συστήματος υποχρεώσεων δημοσιοποίησης πληροφοριών (Ελεξηγηματικό Μνημόνιο, σελ. 5, Σχέδιο Οδηγίας, άρθρο 9). Επιπλέον, το κείμενο αυτό περιγράφει μια σύντομη και γρήγορη διαδικασία για νέες εκδόσεις τίτλων, καθώς οι πληροφορίες του δεύτερου μόνο κειμένου, που είναι σχετικό με τους προσφερόμενους τίτλους, θα πρέπει να δημοσιοποιείται στην περίπτωση αυτή.

Οι διαδικασίες ελέγχου και έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου είναι υποχρεωτικές μόνο για τις εκδότριες εταιρείες των οποίων οι προσφερόμενοι τίτλοι διακινούνται σε οργανωμένες αγορές. Ωστόσο, η υποχρέωση αυτή αναμένεται να προκαλέσει αυξημένο κόστος για τις εκδότριες εταιρείες, ιδιαίτερα για αυτές που προσέρχονται περιστασιακά μόνο στην κεφαλαιαγορά για άντληση κεφαλαίων. Για τους λόγους αυτούς, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου πρότεινε την εισαγωγή ενός προαιρετι-

κού συστήματος ελέγχου και έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου, το οποίο θα χρησιμοποιείται από σχετικά μικρό αριθμό εταιρειών (Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σχόλια από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου, 2001). Επίσης, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρότεινε την τροποποίηση του άρθρου 5(2) της πρότασης Οδηγίας, ορίζοντας ότι η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει τη δυνατότητα επιλογής της δημοσίευσης του Ενημερωτικού Δελτίου με τη μορφή ενιαίου κείμενου ή ομάδας διακριτών κειμένων (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2002, σελ. 23).

Γενικότερα, πρέπει βεβαίως να σημειωθεί ότι η επιβολή αυτο-εγκρινόμενου Δελτίου δεν θα ενίσχυε την ποιότητα των αποκαλυπτόμενων πληροφοριών και τη διαθεσιμότητά τους στους επενδυτές, ακόμη και στην περίπτωση των εκδοτριών εταιρειών που δεν προσφέρουν συχνά τίτλους στο επενδυτικό κοινό (βλέπε αναφορά σε προηγούμενο κεφάλαιο όπου παρουσιάζονται οι πρόσφατες προτάσεις για το νέο καθεστώς). Εφόσον οι ισχύοντες κανόνες επικαιροποιούνται έγκαιρα και, κυρίως, η ηλεκτρονική δημοσίευση πληροφοριών εφαρμόζεται σε τακτικά διαστήματα σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, οι επενδυτές θα έχουν έγκαιρη πρόσβαση σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες ακόμη και των εκδοτριών εταιρειών που δεν επικαιροποιούν έγκαιρα το πρώτο κείμενο του Δελτίου.

## 5. Η αμοιβαία αναγνώριση του Ενημερωτικού Δελτίου

### 5.1 Η απλή γνωστοποίηση

Το νέο σχέδιο της Οδηγίας εισάγει την αντικατάσταση του υφιστάμενου καθεστώτος αμοιβαίας αναγνώρισης του Ενημερωτικού Δελτίου από ένα απλούστερο σύστημα γνωστοποίησης, όμοιο με αυτό που διέπει τη διασυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από τις κοινοτικές εταιρείες επενδύσεων (βλ. Επεξηγηματικό Μνημόνιο, σελ. 3). Τα κράτη μέλη που είναι αποδέκτες των προσφερόμε-

νων εταιρικών τίτλων θα στερούνται την εξουσία συμπλήρωσης των πληροφοριών που περιέχονται στο Δελτίο. Οι αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους μέλους καταγωγής της εκδότριας εταιρείας θα διασφαλίζουν ότι το κράτος μέλος υποδοχής των τίτλων θα αποκτή το Δελτίο με τη συνοδεία ενός "πιστοποιητικού έγκρισης", που διασφαλίζει ότι το κείμενο έχει συνταχθεί σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας. Για τους σκοπούς αυτούς, προβλέπεται η δημιουργία ενός νέου γλωσσικού καθεστώτος από τη νέα Οδηγία: το Ενημερωτικό Δελτίο ή, όπου είναι απαραίτητο, το κείμενο κατάθεσης και ελέγχου (Registration Document) και το κείμενο με τις λεπτομέρειες για τους προσφερόμενους τίτλους (Securities Note) θα είναι διαθέσιμο σε γλώσσα που χρησιμοποιείται ευρέως στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές (δηλαδή κυρίως την Αγγλική) και οι αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους μέλους υποδοχής των τίτλων μπορεί να απαιτήσει μόνο ότι το κείμενο με την περιληπτική παρουσίαση (Summary Note) πρέπει να μεταφραστεί στην εγχώρια γλώσσα.

Στο νέο πλαίσιο, η θέση των εκδοτριών εταιρειών τρίτων χωρών θα γίνει περισσότερο περίπλοκη. Πρώτον, εάν η εκδότρια εταιρεία έχει τόπο καταγωγής τρίτη εκτός ΕΟΧ χώρα, το Ενημερωτικό Δελτίο χρειάζεται έγκριση από τις εποπτικές αρχές του κράτους μέλους υποδοχής, όπως ορίζει η Οδηγία, δηλαδή το κράτος μέλος όπου οι προσφερόμενοι τίτλοι έχουν γίνει αποδεκτοί προς διακίνηση σε οργανωμένη αγορά για πρώτη φορά (Επεξηγηματικό Μνημόνιο, άρθρο 2). Επιπλέον, οι αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους μέλους υποδοχής δικαιούνται να επιτρέψουν στην εκδότρια εταιρεία τρίτης χώρας να κάνει χρήση του Ενημερωτικού Δελτίου που έχει συνταχθεί για τη διάθεση ή διακίνηση τίτλων σε τρίτη χώρα, με την προϋπόθεση ότι το Δελτίο έχει συνταχθεί με βάση τα πρότυπα δημοσιοποίησης πληροφοριών της IOSCO και τα υφιστάμενα πρότυπα δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών και άλλων πληροφοριών είναι ισοδύναμα με αυτά που προβλέπονται στην Οδηγία.

Το καθεστώς αυτό αποτέλεσε αντικείμενο κριτικής από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου, το οποίο υποστήριξε ότι με τον τρόπο αυτόν δεν υπάρχει σαφής διάκριση μεταξύ των εκδοτριών εταιρειών που ζητούν πρόσβαση στην ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά μέσω της εισαγωγής τίτλων στο χρηματιστήριο και των εταιρειών των οποίων οι τίτλοι διακινούνται ως ικανοποίηση της ζήτησης επενδυτών και δεν είναι εισηγμένες σε ευρωπαϊκό χρηματιστήριο. Το παράδειγμα που παρέχεται είναι από μιας εταιρείας υψηλής κεφαλαιοποίησης των ΗΠΑ, η οποία δεν επιθυμεί την εισαγωγή των μετοχών της σε ευρωπαϊκό χρηματιστήριο, αλλά οι μετοχές της περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια ευρωπαίων επενδυτών, οι οποίοι προτιμούν τη διακίνηση των μετοχών αυτών σε οργανωμένες ευρωπαϊκές αγορές. Εάν οι εκδότριες εταιρείες τρίτων χωρών και βεβαίως των ΗΠΑ ήταν υποχρεωμένες να υποβάλουν στις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές το πρώτο κείμενο (Registration Document) προς έλεγχο και έγκριση, όπως επίσης και να το επικαιροποιούν ετησίως, ώστε να μπορούν να διακινούν τις μετοχές τους στις ευρωπαϊκές οργανωμένες αγορές, τότε οι ευρωπαίοι επενδυτές, δοθέντος του υψηλού κόστους έκδοσης, θα στερούνταν της δυνατότητας διενέργειας των συναλλαγών αυτών. Ωστόσο το πρόβλημα που έθεσε το Χρηματιστήριο του Λονδίνου δεν αφορά μόνο τις εκδότριες εταιρείες τρίτων χωρών, αλλά όλες τις περιπτώσεις όπου μια οργανωμένη αγορά προτίθεται να διακινήσει τίτλους των οποίων οι εκδότριες εταιρείες δεν έχουν ζητήσει την εισαγωγή τους στην αγορά αυτή.

### 5.2 Η έγκριση εισαγωγής τίτλων προς διακίνηση σε οργανωμένη αγορά και οι απαιτήσεις του Ενημερωτικού Δελτίου

Μια άλλη κριτική που έχει διατυπωθεί στην αρχική πρόταση Οδηγίας είναι ότι το Δελτίο πρέπει να δημοσιεύεται σε όλες τις περιπτώσεις εισαγωγής τίτλων για διακίνηση σε οργανωμένη αγορά, ακόμη και εάν οι τίτλοι αυτοί εισήχθησαν κατόπιν πρωτοβουλίας

των διαπραγματευτών της αγοράς. Πολλοί υποστηρίζουν, μαζί με το Χρηματιστήριο του Λονδίνου, ότι η υποθέτηση αυτού του κανόνα θα στερούσε τις ευρωπαϊκές οργανωμένες αγορές από τη δυνατότητα διακίνησης τίτλων που ήδη διακινούνται σε άλλες οργανωμένες αγορές (είτε εντός της ΕΕ είτε σε τρίτες χώρες), οποτεδήποτε αυτές οι εκδότριες εταιρείες δεν προτίθενται να υποβάλουν αίτηση για την έγκριση της διακίνησης των τίτλων τους. Μερικά παραδείγματα μπορούν να αναδείξουν τον προβληματισμό αυτόν, ο οποίος ωστόσο δεν φάνεται να δημιουργεί προβλήματα στο πλαίσιο των υφιστάμενων κανονιστικών ρυθμιστικών της ΕΕ. Το Χρηματιστήριο Virt-X, με έδρα τη Μεγάλη Βρετανία, το οποίο δημιουργήθηκε από τη σύμπραξη του Χρηματιστηρίου TradePoint της Μεγάλης Βρετανίας και του ελβετικού Χρηματιστηρίου, αποδέχεται τη διακίνηση στις αγορές του ελβετικών και ευρωπαϊκών μετοχικών τίτλων υψηλής κεφαλαιοποίησης, οι οποίοι είναι εισηγμένοι στο ελβετικό και τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου παρέχει ανάλογες υπηρεσίες (Comments by the LSE, παρ. 3.2). Άλλο παράδειγμα είναι το Χρηματιστήριο Nasdaq Europe. Το Χρηματιστήριο αυτό που εδρεύει στο Βέλγιο και αποτελεί οργανωμένη αγορά, η οποία αρχικά ήταν υπό τον έλεγχο του Eastdaq, πρόσφατα πέρασε στον έλεγχο του Nasdaq των ΗΠΑ. Η αγορά αυτή, επιπλέον της αποδοχής τίτλων για διακίνηση κατόπιν αιτήματος των εκδοτριών εταιρειών, αποδέχεται τίτλους για διακίνηση κατόπιν αιτήματος των ειδικών διαπραγματευτών της αγοράς.

Αυτά και άλλα παραδείγματα δείχνουν ότι οι πανευρωπαϊκές αγορές μπορούν να σχηματιστούν όχι μόνο στη βάση εναρμόνισης και ολοκλήρωσης δύο ή περισσότερων εθνικών αγορών μέσω της υιοθέτησης κοινής πλατφόρμας συναλλαγών (όπως στην περίπτωση του Europext), ούτε μόνο στη βάση της συγχώνευσης χρηματιστηρίων (όπως είχε σχεδιαστεί για το χρηματιστήριο iX), αλλά επίσης στη βάση του ανοίγματος των εθνικών οργανωμένων αγορών στην αποδοχή προς διακίνηση τίτλων που είναι ήδη εισηγμένοι και διακινούνται σε αγορές άλλων κρατών μελών. Μια όμοια στρατηγική, συνδυαζόμενη με τη δυ-

νατότητα παροχής υπηρεσιών επενδυτικής διαμεσο-  
λήψησης από απόσταση, θα μπορούσε ουσιαστικά να  
συμβάλει στην ανταγωνιστική αναδιάρθρωση του  
κλάδου των επενδυτικών υπηρεσιών (Licht, 2001).

Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι υπάρχει στέρεο  
έδαφος για την επιβεβαίωση της εφαρμογής της έν-  
νοιας "αποδοχή προς διακίνηση" στις περιπτώσεις  
όπου η αποδοχή αποτελεί αίτημα της εκδότριας εται-  
ρείας, όπως προτείνεται από το Ευρωπαϊκό Κοινο-  
βούλιο σε μια από τις τροποποιήσεις στην αρχική  
πρόταση Οδηγίας. Ωστόσο οι κανονιστικές και ρυθ-  
μιστικές επιπτώσεις της λύσης αυτής δεν θα πρέπει  
να αγνοηθούν (ακόμη και εάν η ανάλυσή τους είναι  
ιδιαίτερος χρονοβόρα και κοστοβόρα). Εν συντο-  
μία, η αποδοχή της αρχής ότι οι οργανωμένες αγορές  
είναι ελεύθερες να αποδέχονται προς διακίνηση τίτ-  
λους που είναι εισηγμένοι σε οργανωμένες αγορές  
με έδρα άλλα κράτη μέλη της ΕΕ, σημαίνει ότι θεσπί-  
ζεται η "ενιαία αναγνώριση" των εμποτικών ρυθμί-  
σεων και κανόνων των άλλων αυτών αγορών αναφο-  
ρικά προς τις εν λόγω εκδότριες εταιρείες. Το αποτέ-  
λεσμα αυτό δεν θέτει ιδιαίτερα προβλήματα όταν η  
εν λόγω χώρα είναι κράτος μέλος της ΕΕ, καθώς μπο-  
ρεί να υποστηριχθεί ότι οι ρυθμίσεις που διέπουν την  
εκδότρια εταιρεία ακολουθούν, στο πλαίσιο της ευ-  
ρωπαϊκής εναρμόνισης, αυτές του κράτους μελών  
υποδοχής των τίτλων. Η επίπτωση της "ενιαίας ανα-  
γνώρισης" μπορεί να είναι περισσότερο σημαντική  
όσον αφορά τις τρίτες εκτός ΕΕ χώρες, καθώς οι ρυθ-  
μίσεις που αφορούν τις εκδότριες εταιρείες στις χώ-  
ρες αυτές πρέπει πρώτα να συγκριθούν με αυτές που  
ισχύουν στο κράτος μέλος υποδοχής των τίτλων (λε-  
πτομερής συγκριτική ανάλυση του ζητήματος αυτού  
στην Ελλάδα δεν έχει γίνει ακόμη).

## 6. Η εμποτική αρχή

### 6.1 Η αρμόδια διοικητική αρχή

Το απλό σύστημα γνωστοποίησης της επιθυμίας εισα-  
γωγής και διακίνησης τίτλων που περιγράφηκε συνο-

πτικά στην προηγούμενη ενότητα απαιτεί σημαντικό  
βάθμο εμπιστοσύνης μεταξύ των αρμοδίων εποπι-  
κών αρχών, ενώ το Επεξηγηματικό Μνημόνιο ορίζει  
ότι "ανεξάρτητες διοικητικές αρχές" είναι σε καλύτε-  
ρη θέση να εγγυηθούν την προστασία των επενδυτών  
(Explanatory Memorandum, σελ. 4). Κατά συνέπεια,  
τα κράτη μέλη της ΕΕ δεν πρέπει μόνο να ορίζουν τις  
αρμόδιες εποπτικές αρχές που είναι επιφορτισμένες  
με την εκτέλεση των καθηκόντων που καθορίζει η  
πρόταση Οδηγίας, αλλά επίσης να μεταφέρουν στις  
αρχές αυτές όλες τις εξουσίες που απαιτούνται για  
την ολοκλήρωση του σκοπού αυτού. Η άσκηση των  
εξουσιών αυτών πρέπει να επεκταθεί επίσης στην πε-  
ρίοδο που ακολουθεί τη δημόσια προσφορά τίτλων  
και την αποδοχή τους προς διακίνηση στο χρηματι-  
στήριο, επιτρέποντας στις αρμόδιες εποπτικές αρχές  
να επιβάλουν τη δημοσιοποίηση όλων των αναγκαίων  
χρηματοοικονομικών πληροφοριών από την εκδό-  
τρια εταιρεία. Ως εκ τούτου, η πρόταση Οδηγίας διε-  
μιτλέεται με τις υπόλοιπες Οδηγίες που αφορούν σε  
ζητήματα δημοσιοποίησης χρηματοοικονομικών πλη-  
ροφοριών, και επιπλέον οι προτάσεις που σχετίζο-  
νται με την αναθεώρηση των υποχρεώσεων δημοσιο-  
ποίησης πληροφοριών αφορούν στις διοικητικές αρ-  
χές που έχουν την αρμοδιότητα εποπτείας της τήρη-  
σης των υποχρεώσεων των εκδοτριών εταιρειών.

Ουσιαστικά, η ανάγκη για ρυθμιστική συνεργα-  
σία μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών σε ευ-  
ρωπαϊκό επίπεδο φέρνει στο προσκήνιο μια διαδι-  
κασία δημοσιοποίησης των σχετικών λειτουργιών,  
επιφέροντας περαιτέρω μείωση του υφιστάμενου εύ-  
ρους αυτορρυθμίσεως των αγορών. Οι αλλαγές στο  
καθεστώς ιδιοκτησίας των εθνικών χρηματιστηρίων  
(demutualization) συμβάλλει επίσης στην κατειθην-  
ση αυτή, αυξάνοντας τη δυναμική σύγκρουση συμφε-  
ρόντων, γεγονός που επιβάλλει την προσεκτική ανα-  
θεώρηση της εποπτικής λειτουργίας. Ωστόσο, η δια-  
δικασία αυτή δεν στερείται κριτικής: όπως υποστηρί-  
ζει ο Mahoney (1997), η λύση που προτείνεται από  
την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ενώ είναι ωφέλιμη για τη  
διακυβερνητική συνεργασία, συνοδεύεται από το  
κόστος που προκύπτει από τη συγκεντρωποίηση των



ρυθμιστικών και κανονιστικών λειτουργιών. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, έχοντας λάβει τα μηνύματα αυτά, υποστηρίζει ότι το κόστος αυτό μπορεί να περιοριστεί από την ενδυνάμωση της αυτορρύθμισης των χρηματιστηρίων (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2002, σελ. 45), χωρίς βεβαίως αυτό να αποσοβεί την ανάγκη μεταφοράς της αρμοδιότητας εποπτείας των αγορών και συνεργασίας μεταξύ των αρχών σε μια ανεξάρτητη διοικητική αρχή και τη διασφάλιση υψηλής εποπτικής αποτελεσματικότητας.

## 6.2 Η καταγωγή και οι επιλογές της εκδότριας εταιρείας

Οι προτεινόμενες διατάξεις που αφορούν στο ρόλο και τις αρμοδιότητες των εποπτικών αρχών αποτελούν αντικείμενο κριτικής και από μια άλλη σκοπιά. Πολλοί υποστηρίζουν ότι το Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να εγκρίνεται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές του κράτους μέλους καταγωγής της εκδότριας εταιρείας, το οποίο ορίζεται ως "το κράτος μέλος όπου η εκδότρια έχει συσταθεί νομικά". Ο Fox (1997) υπενθυμίζει ότι ένα ίδιο κριτήριο έχει προταθεί από την Merritt Fox σε δύο μελέτες της που έχουν προκύψει από τη σχετική διαμάχη στις ΗΠΑ, ως πιθανό διενθές πρότυπο προς υιοθέτηση: "κάθε χώρα πρέπει να είναι ο αποκλειστικός ρυθμιστής των εθνικών εκδοτριών εταιρειών, ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία προσφέρονται και διακινούνται οι εταιρικοί τίτλοι και σε ποιον προσφέρονται και μεταξύ ποιων πραγματοποιούνται οι συναλλαγές". Η προτίμηση της πρωτοκαθεδρίας της χώρας καταγωγής της εκδότριας εταιρείας δικαιολογείται στη βάση της εμπειρίας των εθνικών εποπτικών αρχών σχετικά με τις εγχώριες εκδότριες εταιρείες, τη διασίνδυση μεταξύ του καθεστώτος δημοσιοποίησης πληροφοριών και του καθεστώτος εταιρικής διακυβέρνησης, τα πολιτικά κίνητρα και τη συνεχή ανάδραση μεταξύ των εγχώριων εποπτικών αρχών και των δραστηριοτήτων των εταιρειών που λαμβάνουν χώρα εντός των εθνικών συνόρων. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι η αποδοχή των διατάξεων της πρότασης Οδηγίας σχε-

τικά με την πρωτοκαθεδρία της χώρας καταγωγής της εκδότριας εταιρείας περιορίζεται στις ευρωπαϊκές εκδότριες, ενώ οι εκδότριες τρίτων εκτός ΕΕ χωρών υποκείνται στο διαφορετικό κριτήριο που αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα.

Η κριτική που ασκήθηκε στις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν ότι θα ήταν καλύτερο να αφιεθούν οι εκδότριες εταιρείες να επιλέξουν ελεύθερα, όπως είναι δυνατόν σήμερα, τον έλεγχο και έγκριση του Ενημερωτικού τους Δελτίου από τις εποπτικές αρχές των χωρών στις αγορές των οποίων αιτούνται να εισάγουν και διακινήσουν τους εκδιδόμενους τίτλους τους, και όχι αναγκαστικά των χωρών στις οποίες έχουν συσταθεί νομικά. Ομοίως, οι εκδότριες εταιρείες τρίτων χωρών δεν πρέπει να "κλειδωθούν" στις απαιτήσεις των εποπτικών αρχών των κρατών μελών όπου είχαν αρχικά εισαγάγει και διακινήσει τους τίτλους τους, ακόμη και εάν το κράτος αυτό δεν αποτελεί πλέον την κατάλληλη δικαιοδοσία από τη σκοπιά των εκδοτριών εταιρειών ή των επενδυτών. Αυτό που δηλαδή προτείνει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο είναι μια περιορισμένη αποδοχή της ελευθερίας των εκδοτριών εταιρειών να επιλέξουν εναλλακτική (από τη χώρα καταγωγής) εποπτική αρχή για τον έλεγχο και έγκριση του Ενημερωτικού τους Δελτίου. Η δικαιολογία για την πρόταση αυτή, η οποία μπορεί να γίνει αμοιβαία αποδεκτή κατ' αρχήν, έγκειται στην ενδυνάμωση του ανταγωνισμού μεταξύ των εποπτικών αρχών και στη διατήρηση της εμπειρίας και εξειδίκευσης των αρχών αυτών σε συγκεκριμένους τομείς της επιχειρηματικής χρηματοδότησης (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, 2002, σελ. 17).

## 7. Λήψη αποφάσεων με τη διαδικασία της επιτροπολογίας (comitology)

Το Ενημερωτικό Δελτίο και η ρύθμισή του αποτελούν βασικό σημείο αναφοράς για την εφαρμογή των νέων διαδικασιών λήψης αποφάσεων στο πλαίσιο της ΕΕ που στηρίζεται στη διαδικασία της επι-

τροπολογίας, όπως πρότεινε η Εχθεση Lamfalussy με σκοπό τη μείωση του αριθμού των Οδηγιών και την ενίσχυση της εινελξιάς και του εκσυγχρονισμού της εποπτείας της ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίου. Αρκετά ζητήματα που αφορούν στο Ενημερωτικό Δελτίο και τη δημόσια προσφορά τίτλων είναι επαρκώς τεχνικά και υλοκείμενα σε αλλαγές ως αποτέλεσμα των εξελίξεων στην αγορά. Ως εκ τούτου, η προς έκδοση Οδηγία θα πρέπει να έχει γενικό χαρακτήρα και να προβλέπει συγκεκριμένα μέτρα εφαρμογής, τα οποία διαμορφώνονται κατόπιν σε λεπτομερείς κανόνες που μπορούν να μετεξελιχθούν, ενσωματώνοντας τις εξελίξεις στην αγορά.

Η πρόταση Οδηγίας συμβαδίζει προς τις απαιτήσεις αυτές και συνολικά επιτυγχάνει μια δίκαιη ισορροπία μεταξύ ενός πλααίου γενικών αρχών και συγκεκριμένων μέτρων εφαρμογής προς υιοθέτηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τη συνεικουργία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών (ESC) και της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (CESR). Ωστόσο, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έχει διαφορετική άποψη και υιοθέτησε τροποποιήσεις, οι οποίες, εφόσον ενσωματωθούν στο τελικό κείμενο, θα επιφέρουν μετατόπιση της ισορροπίας μεταξύ γενικών κανόνων της Οδηγίας και των εφαρμοσμένων μέτρων προς όφελος των πρώτων και σε αποδυνάμωση της σημασίας των δεύτερων.

### ΕΠΙΣΗΜΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Οδηγία 80/390/ΕΟΚ/17.3.1980 του Συμβουλίου.  
 Οδηγία 89/298/ΕΟΚ/17.4.1989 του Συμβουλίου.  
 Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2001α). *Κείμενο COM (2001) 280 / 30.05.2001*.  
 Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2001β). *Σχόλια του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου σχετικά με την Οδηγία για το Ενημερωτικό Δελτίο*. [www.europa.eu.int/](http://www.europa.eu.int/)  
 Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2002). *Κείμενο COM (2002) 460 τελικό/09.08.2002*.  
 Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2002). *Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων, Έκθεση Α5-0072/2002*.

Forum of European securities Commissions-FESCO (2000). *"A European Passport for Issuers"*. A Report for the Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Δεκέμβριος 2000.

Forum of European securities Commissions-FESCO (2001). *"Stabilization and Allotment - A European Supervisory Approach"*, Ιούνιος 2001.

International Organization of Securities Commissions-IOSCO (1998). *"International Disclosure Standards"*, [www.iosco.org/](http://www.iosco.org/)

US Securities and Exchange Commission (1999). *Final Rule: International Disclosure Standards*, 17 CFR 210.

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- FERRARINI, G., A. HOPT and E. WYMEERSCH (2002). *Capital Markets in the Age of the Euro*, London.  
 FOX, M.B. (1997). *"Securities regulation in a globalized market: who should regulate whom"*, Mich. L. Rev., 95, σελ. 2.498.  
 JACKSON H.E. and E.J. PAN. (2001). *"Regulatory competition in international securities markets: evidence from Europe in 1999 - Part I"*, Bus. Law, 56, σελ. 653.  
 LICHT, A. (2001). *"Stock exchange mobility, unilateral recognition and the privatization of securities regulation"*, Va. J. Int. L., 41, σελ. 583.  
 MAHONEY, P.G. (1997). *"The exchange as a regulator"*, Va. Rev., 83, σελ. 1.453.  
 SCOTT, H.S. (2001). *"Internationalization of primary public securities markets revisited"* στον τόμο Ferrarini, Hopt and Wymeersch, (eds) *Capital Markets in the Age of the Euro*.  
 WAGEN, G. and C. LINDEMANN (1999). *"The law applicable to public offerings in continental Europe"*, in H. van Houtte (ed) *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, London.

## Προς ένα Ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο ενάντια στην κατάχρηση αγοράς

ΒΑΣΙΛΙΚΗΣ ΠΑΠΑΔΟΚΟΝΟΜΟΥ

Δρ Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών  
Διεύθυνση Μελετών Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

**Σ**την ορολογία, έχει πλέον καθιερωθεί η έννοια της "κατάχρησης αγοράς" (market abuse) η οποία εμφανίζεται στις δύο βασικές μορφές της, δηλαδή, στην εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας και στη χειραγώγηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Είναι γνωστό ότι η κατάχρηση αγοράς επηρεάζει αρνητικά την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και την εμπιστοσύνη του κοινού στις συναλλαγές σε κινητές αξίες και σε παράγωγα προϊόντα. Επιπλέον, αποθαρρύνει τους νέους επενδυτές, αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών και μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες στην οικονομική ανάπτυξη. Ωστόσο, δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί ποσοτικά το μέγεθος της εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας. Εκτιμάται ότι ο αριθμός περιπτώσεων τέτοιας συμπεριφοράς είναι πολύ μεγαλύτερος από τις ποινικές αποφάσεις που έχουν εκδοθεί. Το ίδιο ισχύει και για τις περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς.

Η επιβολή κανόνων σε ευρωπαϊκό επίπεδο που να στοχεύουν στην απαγόρευση των φαινομένων κατάχρησης των χρηματοπιστωτικών αγορών με στόχο τη διασφάλιση της ακεραιότητάς τους και την προστασία των επενδυτών είναι σαφώς ζήτημα άμεσης προτεραιότητας για όλους τους συμμετέχοντες σε αυτές. Ήδη, η θέσπιση πλαισίου

ενάντια στην κατάχρηση αγοράς έχει συμπεριληφθεί στις προτεραιότητες της Έκθεσης της Επιτροπής Σοφών για την Εποπτεία των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών (έκθεση "Lamfalussy"). Αποτελεί παράλληλα στρατηγικό στόχο του Προγράμματος Δράσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες το οποίο είναι και το μέσο που θα επιτρέψει την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών μέχρι το 2005 το αργότερο.

Τον Ιούνιο του 2002 κοινοποιήθηκε η τελευταία έκθεση προόδου του Προγράμματος Δράσης η οποία ορίζει ότι η Οδηγία ενάντια στην κατάχρηση αγοράς πρέπει να εκδοθεί μέσα στο 2002 αντί του 2003 που προέβλεπε το αρχικό χρονοδιάγραμμα. Πρέπει να σημειωθεί ότι στις εργασίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την κατάρτιση Πρότασης σχετικά με την εν λόγω Οδηγία, προηγήθηκε η επεξεργασία σχετικού πλαισίου από Ομάδα Εμπειρογνομόνων της FESCO νυν CESR-Committee of European Securities Regulators (Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς, όπως συγκροτήθηκε βάσει της απόφασης 2001/1501/ΕΚ η οποία την αναγνώρισε επίσημα ως ανεξάρτητο συμβουλευτικό όργανο για τις κινητές αξίες).

Οι εργασίες της Ομάδας Εμπειρογνομόνων της CESR σε θέματα κατάχρησης της αγοράς συνεχίστηκαν υπό την προεδρία του Προέδρου της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθηγητή Σταύρου Θεομαδάκη. Στο πλαίσιο των εργασιών αυτών, το Φεβρουάριο του 2002 η CESR δημοσίευσε κείμενο για τα απαιτούμενα μέτρα πρόληψης κατάχρησης της αγοράς, το οποίο ολοκλήρωσε το μέχρι τότε προτεινόμενο από τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, σχετικό θεσμικό πλαίσιο.

Σήμερα, η συγκεκριμένη Ομάδα Εμπειρογνομόνων συνεχίζει να εργάζεται πάνω στην προετοιμασία της γνωμοδότησης που ζητήθηκε από την Ευ-

Φοιταϊκή Επιτροπή όσον αφορά στην εξειδίκευση μέτρων εφαρμογής της Οδηγίας, σύμφωνα με το δεύτερο επίπεδο νομοθετικής διαδικασίας της έκθεσης "Lamfalussy".

### Η συμβολή των εποπτικών αρχών

#### Το πρώτο κείμενο της CESR ενάντια στην κατάχρηση αγοράς

Πρώτη η CESR ως FESCO δημοσίευσε το Σεπτέμβριο του 2000 το κείμενο "Market Abuse - FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services - FESCO/00-096L" το οποίο αποτέλεσε τον πυρήνα της Πρότασης Οδηγίας ενάντια στην κατάχρηση αγοράς που διαμορφώθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το κείμενο της CESR στηρίχθηκε στην εμπειρία που είχαν οι εθνικές εποπτικές αρχές από την καταστολή της κατάχρησης αγοράς. Αυτή συνοψίζεται στη μη ικανοποιητική μέχρι τότε θετική αντιμετώπιση του προβλήματος, στις μεγάλες διαφορές μεταξύ των σχετικών εθνικών νομικών πλαισίων και στις συνεχώς αυξανόμενες διασυνδυακές περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς.

Έτσι, για πρώτη φορά το εν λόγω κείμενο προβαίνει σε μία σειρά από καινοτομικές προτάσεις όπως είναι οι ακόλουθες.

Πρώτον, δίνεται σαφής ορισμός του αδικήματος κατάχρησης της αγοράς. Ταυτόχρονα υπογραμμίζεται αφενός ότι, ο ορισμός αυτός στηρίζεται στο αποτέλεσμα των πράξεων (effects based) και όχι στην πρόθεση κατάχρησης (intent based) και αφετέρου ότι η χρήση διοικητικών κυρώσεων σε κοινή βάση για όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση είναι απαραίτητη για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των καταχρήσεων αυτών.

Δεύτερον, επισημαίνεται η αναγκαιότητα θέσπισης μέτρων πρόληψης ώστε να αποτρέπεται η εμφάνιση αξιόποινης συμπεριφοράς και να ενισχύεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Τρίτον, η μη τήρηση των μέτρων πρόληψης πρέπει και αυτή να θεωρείται παράβαση του θεσμικού πλαισίου ενάντια στην κατάχρηση αγοράς.

Τέταρτον, τονίζεται η ανάγκη δημιουργίας αποτελεσματικού δικτύου συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών των ευρωπαϊκών χωρών προϋπόθεση του οποίου είναι κάθε χώρα να ορίσει μία και μόνο ανεξάρτητη διοικητική εποπτική αρχή, η οποία θα έχει διευρυμένες αρμοδιότητες έρευνας και επιβολής κυρώσεων στις περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς. Η πρόταση αυτή μάλιστα ενέπνευσε σημαντικά την προσέγγιση της έκθεσης "Lamfalussy".

#### Τα μέτρα της CESR για την προώθηση της ακεραιότητας της αγοράς

Το κείμενο της CESR "Μέτρα για την προώθηση της ακεραιότητας της αγοράς, CESR 01-052 h. 2/2002", όπου ελήφθησαν υπόψη και τα αποτελέσματα της εθνικής διαβούλευσης που διενεργήθηκε από όλα τα μέλη της CESR, παρέχει ενημέρωση στους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές για την τρέχουσα συναίνεση των μελών της CESR αναφορικά με τα μέτρα πρόληψης κατάχρησης της αγοράς. Τέτοια μέτρα αποτρέπουν τις καταχρηστικές συμπεριφορές και περιορίζουν την ανάγκη επιβολής ποινικών ή διοικητικών κυρώσεων η οποία διαμορφώνει ασημαντική εικόνα για τη λειτουργία της αγοράς.

Το κείμενο αποτελεί επίσης βάση για την εξειδίκευση μέτρων της υπό έκδοση Οδηγίας ενάντια στην κατάχρηση αγοράς, όσον αφορά στη νομοθεσία δεύτερου επιπέδου της διαδικασίας "Lamfalussy" η οποία και ανατέθηκε στη συγκεκριμένη Ομάδα Εμπειρογνομόνων της CESR (βλ. παρακάτω).

Τα μέτρα απευθύνονται στους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, στις ΕΠΕΥ, στους φορείς που διαχειρίζονται οργανωμένες αγορές (Διοικήσεις Χρηματιστηρίων) καθώς και σε άλλους συμμετόχους στη διαδικασία λειτουργίας της αγοράς όπως είναι οι επενδυτές με δεσπόζουσα θέση, τα μέσα

μαζικής ενημέρωσης, οι ανεξάρτητοι αναλυτές και το προσωπικό των εμπορικών αρχών.

Ενδεικτικά, σε σχέση με τους εκδότες χρηματοπιστοτικών μέσων εισηγμένων σε οργανωμένες αγορές, τονίζονται στο κείμενο τέσσερις βασικές κατηγορίες προτύπων: δημοσιοποίηση πληροφορίας (disclosure), εμπιστευτικότητα, περιορισμοί στα σχετιζόμενα πρόσωπα και εσωτερική οργάνωση. Οι εκδότες πρέπει να δημοσιοποιούν την εμπιστευτική πληροφορία το συντομότερο δυνατό και η επιδίωξη αυτή ενισχύεται μέσω συγκεκριμένων διαδικασιών δημοσιοποίησης, ποιοτικών απαιτήσεων και περισσότερο εξειδικευμένης δημοσιοποίησης σε ορισμένες περιπτώσεις (για παράδειγμα, κατά την αγορά ιδίων μετοχών). Υπογραμμίζεται παράλληλα η ανάγκη διαφύλαξης του εμπιστευτικού χαρακτήρα της πληροφορίας πριν την ανακοίνωσή της. Προβλέπονται επίσης περιορισμοί όσον αφορά στους πιθανούς κατόχους εμπιστευτικής πληροφορίας (περιορισμοί στις συναλλαγές και απαιτήσεις διαφάνειας). Τα πρότυπα αυτά θεμελιώνονται από αρχές για την εσωτερική οργάνωση και τις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου των εκδοτών. Διευκρινίζεται επίσης ότι η εφαρμογή των προτύπων μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω της υιοθέτησης "αυτο-εποπτευόμενων" κωδίκων συμπεριφοράς ("self-regulatory codes") είτε μέσω εμπορικών κανόνων.

Αναφορικά με τις ΕΠΕΥ, το κείμενο λαμβάνει ως δεδομένο τα σημεία τα οποία ήδη καλύπτονται από τις προτάσεις της CESR για την προστασία των επενδυτών ("A European regime of investor protection - the harmonization of conduct of business rules") και επικεντρώνεται σε συγκεκριμένα μέτρα πρόληψης καταχρηστικής συμπεριφοράς. Πρόκειται για την εκπόνηση και δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών μελετών και αναλύσεων, τομέας ο οποίος δεν είχε μέχρι τότε διερευνηθεί επαρκώς ως πιθανή μορφή κατάχρησης αγοράς σε ευρωπαϊκή ή διεθνή κλίμακα. Συγκεκριμένες περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς, όπως θεωρείται εκείνη της αμερικανικής εταιρείας ENRON είναι εκείνες που

επιτάχυναν τις σχετικές θεσμικές αλλαγές που υποβλήθηκαν στις ΗΠΑ προς την κατεύθυνση αυτή (βλ. έγκριση από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαίων, SEC, της τροποποίησης των κανόνων του NASD και του NYSE σχετικά με την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων των αναλυτών). Σύμφωνα με το κείμενο της CESR, οι εκθέσεις των αναλυτών πρέπει να πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια δεοντολογίας και αμεροληψίας ενώ παράλληλα οι ΕΠΕΥ για το διάστημα που προηγείται της έκδοσης μελετών τους, πρέπει να αποφεύγουν τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορούν οι εν λόγω μελέτες.

Το κείμενο εισηγείται επίσης μέτρα για τις ίδιες τις οργανωμένες αγορές. Ειδικότερα, επικεντρώνεται στην κατάλληλη μικροδομή της αγοράς η οποία πρέπει να σχεδιάζεται και να λειτουργεί έτσι ώστε να ελαχιστοποιεί την εμφάνιση καταχρηστικής συμπεριφοράς. Σε αυτό συμβάλλουν πρωτίστως όλα τα μέτρα που αποβλέπουν στην ενίσχυση της ρευστότητας και διαφάνειας της αγοράς. Η ακρίβεια στη διαμόρφωση των τιμών αναφοράς (reference prices) και η ανάγκη ορθής χρήσης μέσων αναστολής διαπραγματεύσεων και διακοπής συναλλαγών (trading halts) είναι δύο ακόμη θέματα στα οποία πρέπει να δίνεται προσοχή. Για παράδειγμα, οι τιμές κλεισίματος οι οποίες συχνά χρησιμοποιούνται ως τιμές αναφοράς θα πρέπει να αντανakλούν ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών και να προκύπτουν από κατάλληλη μέθοδο διαπραγματεύσεως. Στην περίπτωση διακοπής συναλλαγών, είναι επίσης σημαντικό να υπάρχει άμεση επικοινωνία μεταξύ όλων των αγορών καθώς και να εξετάζεται το ενδεχόμενο αναστολής διαπραγματεύσεως και σε συνδεδεμένες αγορές (αγορά παραγώγων και υποκειμένες αγορές).

Το κείμενο επεκτείνεται επίσης σε πρότυπα για τους υπόλοιπους συμμετέχοντες στην αγορά οι οποίοι είτε είναι ανεξάρτητοι αναλυτές είτε ανήκουν στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης, στους δη-



μοσιογράφους του οικονομικού τύπου, στο πρωτοδικό των εμπορικών αρχών ή στους επενδυτές με δεσπόζουσα θέση (market power). Τα προτεινόμενα μέτρα αφορούν σε θέματα δέουσας επιμέλειας στις συναλλαγές τους, αμεροληψίας και ανεξαρτησίας. Οπως και για τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, η εφαρμογή των προτύπων για τους εν λόγω συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να επιτευχθεί και μέσω της υιοθέτησης "αυτοεπιπνευόμενων" κωδικών συμπεριφοράς ("self-regulatory codes").

### Η υπό έκδοση Ευρωπαϊκή Οδηγία ενάντια στην κατάχρηση αγοράς

Το Μάιο του 2001 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε Πρόταση Οδηγίας σχετικά με την κατάχρηση αγοράς (COM 2001. 281. 30.5.2001) η οποία αφενός αντικαθιστά την Οδηγία για τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (89/592/ΕΟΚ) και αφετέρου επεκτείνεται στη δεύτερη κατηγορία κατάχρησης: τη χειραγώγηση της αγοράς. Το Μάρτιο 2002 υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο η γνώμη του επί της Πρότασης Οδηγίας, και στις 7 Μαΐου 2002 επιτεύχθηκε στο Συμβούλιο ECOFIN συναίνεση σε πολιτικό επίπεδο.

Τι καινούργιο εισάγει η συγκεκριμένη Οδηγία; Σύμφωνα με το πιο πρόσφατο κείμενο (9359/02-ECOFIN, 189, στο εξής "η Οδηγία") της κοινής θέσης η οποία καθορίστηκε από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δίνεται ένας γενικός και ευέλικτος ορισμός της έννοιας "κατάχρηση αγοράς" και προβλέπεται ένα κοινό ευρωπαϊκό καθεστώς για την εποπτεία, πρόληψη και διερεύνηση των περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς και την επιβολή κυρώσεων. Με αυτόν τον τρόπο εκτιμάται ότι επιτυγχάνεται ταυτόχρονα η επικαιροποίηση της εκδοθείσας εδώ και πάνω από δέκα χρόνα, Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ ώστε να ληφθούν υπόψη οι μεταβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και

στην ευρωπαϊκή νομοθεσία, και η θέσπιση ενός ενιαίου ευρωπαϊκού πλαισίου για την εξασφάλιση της ακεραιότητας των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές αυτές. Πρέπει ωστόσο να τονιστεί η αξιοσημείωτη επιρροή των προτάσεων της CESR που μόλις αναφέρθηκαν, τόσο στη σύνταξη των βασικών διατάξεων της Οδηγίας όσο και στον προσδιορισμό των μέτρων εφαρμογής της.

Το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας αφορά τόσο στα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές όσο και σε εκείνα για τα οποία έχει υποβληθεί αίτηση για την εισαγωγή τους προς οργανωμένη αγορά ενός τουλάχιστον κράτους μέλους. Επεκτείνεται επίσης και σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο μη εισηγμένο σε οργανωμένη αγορά ή αξία του οποίου εξαρτάται από χρηματοπιστωτικό μέσο που είναι εισηγμένο ή πρόκειται να εισαχθεί σε οργανωμένη αγορά κράτους μέλους.

Η Οδηγία απαιτεί επίσης από τα κράτη μέλη να εφαρμόσουν τις διατάξεις της όχι μόνο στις πράξεις επί χρηματοπιστωτικού μέσου που διενεργούνται στο έδαφός τους, είτε αυτές αφορούν σε οργανωμένη αγορά της επικράτειάς τους ή άλλου κράτους μέλους, αλλά και σε εκείνες που πραγματοποιούνται στο εξωτερικό οι οποίες όμως αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά της επικράτειάς τους ή που πρόκειται να εισαχθούν σε τέτοια αγορά.

Τα σημαντικότερα σημεία της Οδηγίας είναι τα ακόλουθα.

#### Η τροποποίηση των διατάξεων περί "εμπιστευτικής πληροφόρησης"

Ο ορισμός της "εμπιστευτικής πληροφόρησης" βασίζεται στον ορισμό της ισχύουσας Οδηγίας για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Η έννοια των κινητών αξιών

ανταξιαστάθηκε από εκείνη των "χρηματοπιστωτικών μέσων" της Οδηγίας για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες όπως ισχύει σήμερα, στα οποία προστίθενται τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων. Όσον αφορά στα τελευταία, δίνεται παράλληλα συμπληρωματικός ορισμός της εμπιστευτικής πληροφόρησης.

Το περιεχόμενο των άρθρων σχετικά με την απαγόρευση συμπεριφορών που σχετίζονται με την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών βασίζεται στις διατάξεις της ισχύουσας Οδηγίας εκτός από σημεία όπως είναι τα ακόλουθα.

Στο άρθρο που αφορά στους πρωτογενείς κατόχους εμπιστευτικής πληροφόρησης (primary insiders) παραλείπεται η έκφραση "εν γνώσει των γεγονότων" της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ, εφόσον αυτά τα πρόσωπα θεωρείται ότι από τη φύση των δραστηριοτήτων τους έχουν καθημερινή πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες και έχουν επίγνωση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών που λαμβάνουν. Αντίθετα, η εν λόγω έννοια παραμένει στο άρθρο που αφορά στους δευτερογενείς κατόχους εμπιστευτικής πληροφόρησης (secondary insiders).

Η διάκριση των συναλλαγών που γίνονται με την παρέμβαση προσώπου που "ενεργεί κατ'επίταγμα ως ενδιάμεσος" παραλείφθηκε. Αυτό σημαίνει ότι οι απευθείας συναλλαγές μεταξύ μερών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών θα καλύπτονται από την Οδηγία εφόσον αφορούν σε χρηματοπιστωτικά μέσα του διευρυνμένου πεδίου εφαρμογής της.

Επίσης, η απαγόρευση της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης είναι γενική και εφαρμόζεται σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο. Εφαρμόζεται επίσης και σε όλα τα πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες λόγω των εγγληματικών τους δραστηριοτήτων. Η πρόβλεψη αυτή υιοθετήθηκε μετά από τις ανησυχίες που εξέφρασαν τα κράτη μέλη για την κατάχρηση αγοράς που μπορεί να σχετίζεται με τρομοκρατικές ενέργειες.

### Ο ορισμός της "χειραγώγησης αγοράς"

Ο ορισμός αυτός, όπως και στις προτάσεις της CESR, βασίζεται στη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων προσώπων και όχι στην πρόθεση ή το σκοπό τους. Είναι επαρκώς ακριβής ώστε να μην επεκτείνεται σε πράξεις που διενεργούνται σύμφωνα με αποδεκτές πρακτικές συναλλαγών στα κράτη μέλη, αλλά και επαρκώς ευέλικτος για να προσαρμόζεται στις νέες εξελίξεις στην αγορά. Ο ορισμός ιεραρχεί κατηγορίες συμπεριφορών που μπορούν να θεωρηθούν ως χειραγώγηση αγοράς και που σχετίζονται είτε με συναλλαγές και εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, είτε με τη διάδοση πληροφοριών οι οποίες παραπλανούν ή έχουν ως σκοπό να παραπλανήσουν τους συμμετέχοντες στην αγορά. Ειδική πρόβλεψη γίνεται για τους δημοσιογράφους, ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι κανόνες του εν λόγω επαγγέλματος εκτός εάν τα πρόσωπα αυτά αντλούν κέρδη από τη διάδοση συγκεκριμένων πληροφοριών. Επίσης, δίνονται συγκεκριμένα παραδείγματα συμπεριφοράς τα οποία προκύπτουν από το βασικό ορισμό της χειραγώγησης αγοράς. Τέτοια συμπεριφορά μπορεί για παράδειγμα να είναι η αγορά ή η πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά το κλείσιμο της αγοράς με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που ενεργούν βάσει της τιμής κλεισίματος.

Το άρθρο 5 της Οδηγίας εισάγει τη γενική απαγόρευση των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς για όλα τα κράτη μέλη, η οποία εφαρμόζεται τόσο στα φυσικά όσο και στα νομικά πρόσωπα: Όπως και οι πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, η χειραγώγηση της αγοράς απαγορεύεται.

### Υποχρεώσεις ανακοίνωσης πληροφόρησης και δεοντολογίας από τους εκδότες και άλλους συμμετέχοντες στην αγορά

Η Οδηγία υιοθετεί μέτρα για τη δημιουργία συνθηκών πλήρους διαφάνειας στην αγορά και τον περιορισμό των δυνατοτήτων κατάχρησης αγοράς.

Στο πλαίσιο αυτό, προτείνεται ένας γενικός κανόνας για την ταχύτερη δυνατή δημοσιοποίηση από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων της εσωτερικής πληροφόρησης που τους αφορά. Ο κανόνας αυτός ουσιαστικά αντικαθιστά τις διατάξεις που αφορούν στην υποχρέωση ανακοίνωσης πληροφοριών από τους εκδότες που προβλέπεται από την Οδηγία 2001/34/ΕΚ σχετικά με την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών.

Εισάγεται επίσης η υποχρέωση της μη επιλεκτικής ανακοίνωσης εμπιστευτικών πληροφοριών κατά το πρότυπο των σχετικών κανόνων που εφαρμόζονται στις ΗΠΑ (fair disclosure rules). Σε κάθε περίπτωση επιλεκτικής ανακοίνωσης εμπιστευτικών πληροφοριών σε τρίτο η πληροφορία αυτή πρέπει ταυτόχρονα να ανακοινώνεται πλήρως και αποτελεσματικά στο κοινό. Εάν η ανακοίνωση της πληροφορίας σε τρίτο δεν έγινε εκ προθέσεως, η δημόσια ανακοίνωση πρέπει να γίνει το ταχύτερο δυνατό.

Προτείνονται επίσης παρεκκλίσεις για ειδικές περιπτώσεις κατά τις οποίες πρέπει να διασφαλίζεται από τους εκδότες η εμπιστευτικότητα των πληροφοριών.

Παράλληλα, οι εκδότες και οι φορείς που ενεργούν για λογαριασμό τους πρέπει να καταρτίζουν και να ενημερώνουν τακτικά, κατάλογο των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Προβλέπεται επίσης η γνωστοποίηση συγκεκριμένων συναλλαγών στην εθνική εποπτική αρχή από πρόσωπα που σχετίζονται με τους εκδότες.

Τα μέτρα πρόληψης της Οδηγίας επεκτείνονται και στους λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά. Όπως και για τα μέτρα που αφορούν στους εκδότες, είναι εμφανής η συμβολή του κειμένου της CESR "Μέτρα για την προώθηση της ακεραιότητας της αγοράς", όσον αφορά στην ακόλουθη δέσμη μέτρων:

> Οι ίδιοι οι φορείς που διοικούν αγορές πρέπει να υιοθετούν κατάλληλα συστήματα μισροδομής των αγορών έτσι ώστε να προλαμβάνεται η χειραγώγηση των τελευταίων.

- > Εισάγονται υποχρεώσεις δεοντολογίας για τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν χρηματοοικονομικές αναλύσεις και μελέτες ή άλλες σχετικές πληροφορίες με τις οποίες συνιστάται επενδυτική στρατηγική.
- > Οι επαγγελματίες της αγοράς πρέπει να συμβάλουν στη διατήρηση της ακεραιότητάς της ειδοποιώντας την εποπτική αρχή κάθε φορά που υποπτεύονται ότι διενεργούνται μέσω των ίδιων συναλλαγές που συνιστούν χειραγώγηση αγοράς.

#### *Η θέσπιση μιας και μόνο εποπτικής αρχής - Συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών*

Ο μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη μέλη, με διαφορετικές εξουσίες η καθεμία, δημιουργεί αδικαιολόγητο κόστος, σύγχυση στους οικονομικούς φορείς και συχνά δυσχεραίνει την αποτελεσματική εφαρμογή των εποπτικών κανόνων.

Ετσι, κairias σημασίας είναι η θέσπιση με την Οδηγία σε κάθε κράτος μέλος μιας και μόνον ανεξάρτητης εποπτικής αρχής διοικητικής φύσεως αρμόδιας για θέματα κατάχρησης της αγοράς, ρύθμιση που θα συμβάλει καθοριστικά στην εξάλειψη της πληθώρας των εποπτικών δομών και θα διευκολύνει την επικοινωνία μεταξύ των υπευθύνων αρχών σε θέματα διερεύνησης και επιβολής κυρώσεων. Παράλληλα, η Οδηγία εισηγείται την υιοθέτηση διαδικασιών διαβούλευσης της εν λόγω αρχής με τους συμμετέχοντες στην αγορά ώστε να διευκολύνεται η προσαρμογή στους κανονισμούς και στη νομοθεσία.

Η Οδηγία προβλέπει ένα πλήρη μηχανισμό συνεργασίας μεταξύ αυτών των αρμόδιων αρχών, ιδίως για τα θέματα που σχετίζονται με την ανταλλαγή πληροφόρησης και τη διερεύνηση των διασυνοριακών υποθέσεων κατάχρησης αγοράς. Στις περιπτώσεις όπου κρίνεται ότι δεν εξελίσσεται ομαλά η συνεργασία προβλέπεται επίσης η παρέμβαση της CESR.

### *Ενισχυμένες αρμοδιότητες έρευνας της εποπτικής αρχής*

Η αποτελεσματικότητα της εποπτείας θα εξασφαλιστεί με την παραχώρηση στις αρμόδιες αρχές ενός ελάχιστου συνόλου αρμοδιοτήτων και εξουσιών.

Η Οδηγία απαριθμεί τις εξουσίες που κατ' ελάχιστο πρέπει να έχει η ορισμένη εποπτική αρχή που είναι αρμόδια σε κάθε κράτος μέλος για τη διερεύνηση της κατάχρησης αγοράς. Οι αρμοδιότητες αυτές αφορούν για παράδειγμα στο δικαίωμα της αρμόδιας αρχής να έχει πρόσβαση σε έγγραφα, τηλεφωνικές συνδιαλέξεις, αρχεία διακίνησης δεδομένων και πληροφορίες για τους αρχικούς εντολείς συναλλαγών. Επίσης, θα μπορούν να διενεργούν επιτόπιους ελέγχους, να απαιτούν τη διακοπή πρακτικών που είναι αντίθετες προς τις διατάξεις της Οδηγίας, να αναστέλλουν την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων, να ζητούν τη δέσμευση και κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων ή και την προσωρινή απαγόρευση άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας.

Τα κράτη μέλη θα έχουν ωστόσο τη δυνατότητα να προβλέπουν ότι σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, η αρμόδια αρχή θα μπορεί να χρησιμοποιεί τις εξουσίες αυτές σε συνεργασία με άλλες αρχές του κράτους μέλους, και ιδίως τις δικαστικές αρχές. Επίσης δίνεται η δυνατότητα ανάθεσης αρμοδιοτήτων από την αρμόδια αρχή στους φορείς που διοικούν οργανωμένες αγορές.

### *Η σημασία της επιβολής διοικητικών κυρώσεων*

Η Οδηγία δίνει έμφαση στη δυνατότητα επιβολής διοικητικών κυρώσεων για την παράβαση των μέτρων που λαμβάνονται βάσει των διατάξεών της, εφόσον αυτές έχουν το πλεονέκτημα να επιβάλλονται γρήγορα, να είναι επαρκώς αποτρεπτικές και να μπορούν να γνωστοποιούνται στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Η ταχύτερη επιβολή των διοικητικών κυρώσεων σε σχέση με τις ποινικές, έχει ιδιαίτερη σημασία ώστε να αποφεύγεται η συνέχιση της παράνομης συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια της διαδικασίας. Η επιβολή διοικητικών κυρώσεων επιτρέπει επίσης στις αρμόδιες αρχές να συνεργάζονται στενά μεταξύ τους για να εξασφαλίσουν την ομοιομορφή εφαρμογή των κανόνων για τις κυρώσεις εφόσον σε μια ενοποιημένη ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά, δεν μπορεί η ίδια παράνομη συμπεριφορά να τιμωρείται με βαριές κυρώσεις σε ένα κράτος μέλος, με ελαφρές κυρώσεις σε άλλο και καθόλου σε ένα τρίτο.

Στο ότι η κατάχρησης αγοράς δεν πρέπει να διώκεται μόνο ποινικά, καταλήγει και σχετική εργασία της FESCOPOL η οποία επίσης αποδεικνύει ότι οι διοικητικές κυρώσεις είναι απαραίτητο εργαλείο για την καταστολή της κατάχρησης αγοράς.

### *Παρεκκλίσεις από τις διατάξεις της Οδηγίας*

Η Οδηγία προβλέπει δύο κατηγορίες παρεκκλίσεων ("safe harbors") από τις διατάξεις της. Η πρώτη αφορά στα κράτη μέλη, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες κατά την άσκηση νομοιατικής και συναλλαγματικής πολιτικής ή πολιτικής διαχείρισης δημόσιου χρέους.

Η δεύτερη αφορά στην αγορά ιδίων μετοχών από τους εκδότες τους και στη σταθεροποίηση της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου. Ειδικότερα, οι πράξεις αυτές πρέπει να διενεργούνται σύμφωνα με τα μέτρα εφαρμογής που θα ληφθούν μέσω της διαδικασίας των επιτροπών.

### *Τα μέτρα δεύτερου επιπέδου εφαρμογής της Οδηγίας της διαδικασίας "Lamfalussy"*

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η Οδηγία προβλέπει τη διαδικασία των επιτροπών (comitology) σύμφωνα με το δεύτερο επίπεδο της πρότασης "Lamfalussy"

για τον καθορισμό μιας σειράς τεχνικών μέτρων τα οποία θα εξειδικεύσουν διατάξεις της Οδηγίας και θα εξασφαλίσουν την ομοιόμορφη εφαρμογή της. Στο πλαίσιο αυτό το Μάρτιο του 2002 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέθεσε στη CESR να της παράσχει μέχρι το τέλος του 2002 γνωμοδότηση σχετικά με συγκεκριμένα μέτρα εφαρμογής της Οδηγίας. Το εν λόγω αίτημα έχει προς το παρόν προσωρινό χαρακτήρα στο μέτρο που εξαρτάται βέβαια από το οριστικό κείμενο της Οδηγίας όπως τελικά θα εκδοθεί. Τη γνωμοδότηση επεξεργάζεται σήμερα η Ομάδα Εμπειρογνομημόνων της CESR σε θέματα κατάρτισης αγοράς της οποίας Πρόεδρος είναι και πάλι ο Πρόεδρος της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Σταύρος Θωμαδάκης.

Η CESR κλήθηκε πρώτον να γνωμοδοτήσει όσον αφορά στα μέτρα εφαρμογής σε σχέση με τους ορισμούς της "εμπιστευτικής πληροφόρησης", της "χειραγώγησης αγοράς" και των "χρηματοπιστωτικών μέσων". Όπως προβλέπεται από τη θεσμική διαδικασία, η γνωμοδότηση θα εξειδικεύσει τους ορισμούς του πρώτου άρθρου της Οδηγίας χωρίς να μεταβάλει την ουσία τους.

Σχετικά με την έννοια της εμπιστευτικής πληροφόρησης πρέπει να αποσαφηνιστεί τότε μία πληροφορία (α) έχει χαρακτηριστικά συγκεκριμένο, (β) θεωρείται ότι αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και (γ) θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των τελευταίων εάν γίνονταν γνωστή στο κοινό.

Η εξειδίκευση του ορισμού της χειραγώγησης της αγοράς πρέπει να λαμβάνει υπόψη εάν και πότε μία συναλλαγή ή μία εντολή για διενέργεια συναλλαγής (α) δίνει ή είναι πιθανό να δώσει ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου, (β) διαμορφώνει την τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο και (γ) χρησιμοποιεί τεχνητούς μηχανισμούς ή κάθε άλλης μορφής παραπλάνηση ή τέχνασμα.

Σχετικά με τα μέτρα εφαρμογής για τις μεθόδους και διαδικασίες που πρέπει να υιοθετούνται κατά την ορθή δημοσιοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας από τους εκδότες, τα μέτρα θα επικεντρωθούν στα κριτήρια βάσει των οποίων θεωρείται ότι μία πληροφορία έχει προσηκόντως ανακοινωθεί στο κοινό, στους ενδεδειγμένους διαύλους δημοσιοποίησης και στους παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για την τυχόν αναβολή συγκεκριμένης ανακοίνωσης.

Για την ορθή παρουσίαση των χρηματοοικονομικών μελετών, εκθέσεων και άλλων σχετικών πληροφοριών από αναλυτές και άλλα πρόσωπα τα μέτρα θα προσδιορίζουν (α) τον τρόπο σύμφωνα με τον οποίο η εν λόγω πληροφόρηση πρέπει να παρουσιάζεται αναλόγως με το επάγγελμα των προσώπων που την επεξεργάζονται και (β) την απαιτούμενη δημοσιοποίηση τυχόν συμφερόντων ή συγκρούσεων συμφερόντων.

Τα μέτρα θα εξειδικεύουν επίσης τους όρους διαπραγμάτευσης μετοχών κατά τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών από τους εκδότες (share buy backs) καθώς και τους όρους σταθεροποίησης τιμών κατά τις αρχικές και μεταγενέστερες δημόσιες πωλήσεις.

Η γνωμοδότηση σχετικά με τη διαπραγμάτευση ιδίων μετοχών θα λαμβάνει υπόψη τα κριτήρια βάσει των οποίων αυτή θα πρέπει να διενεργείται, τους διαφορετικούς τύπους αγορών, το μέγιστο ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που θα δύναται να αφορούν τα εν λόγω προγράμματα αγοράς μετοχών, τους περιορισμούς στις συναλλαγές και τέλος, τις υποχρεώσεις δημοσιοποίησης στο κοινό και στις εποπτικές αρχές.

Η γνωμοδότηση σχετικά με τον τρόπο σταθεροποίησης της τιμής χρηματοπιστωτικών μέσων θα προσδιορίζει τις προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες θα επιτρέπεται η πρακτική αυτή λαμβάνοντας υπόψη τους διαφορετικούς τύπους αγορών και ειδικότερα το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα είναι επιτρεπτή η σταθεροποίηση και τα όρια τιμής για τις εν λόγω πράξεις. Θα αναφέρεται επίσης



στην απαιτούμενη δημοσιοποίηση προς το κοινό και τις εποπτικές αρχές.

Το κείμενο της γνωμοδότησης της CESR σχετικά με τα μέτρα εφαρμογής της Οδηγίας βρίσκεται σήμερα στο στάδιο της διαβούλευσης και θα λάβει την τελική του μορφή μέχρι το τέλος του έτους.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι με την Οδηγία αυτή ενεργοποιείται για πρώτη φορά η νέα ευρωπαϊκή θεσμική διαδικασία σύμφωνα με τα τέσσερα επίπεδα των εγκεκριμένων προτάσεων της έκθεσης "Lamfalussy". Η συμβολή του πρώτου επιπέδου, επεξεργασίας και έκδοσης της Οδηγίας και του δεύτερου επιπέδου, υιοθέτησης μέτρων εφαρμογής της Οδηγίας είναι το πρωταρχικό και απαραίτητο βήμα για την καθιέρωση στην Ευρώπη ενός εναρμονισμένου πλαισίου ενάντια στην κατάχρηση αγοράς. Αναμφισβήτητα πολλά κράτη μέλη θα κληθούν να προσαρμόσουν λιγότερο ή περισσότερο την ισχύουσα νομοθεσία τους. Η Ελλάδα ήδη έχει προβεί στη θέσπιση νόμων και κανονιστικών διατάξεων που καλύπτουν ευρύ πεδίο μέτρων πρόληψης και καταστολής της κατάχρησης αγοράς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τους κανόνες συμπεριφοράς των εταιρειών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο ΧΑΑ και των συνδεόμενων με αυτές προσώπων (204/2000), αλλά και η προώθηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης. Άλλες χώρες, όπως η Αγγλία ολοκλήρωσαν και έθεσαν πρόσφατα σε ισχύ ειδικό κανονισμό ενάντια στην κατάχρηση αγοράς (UK Code of Market Conduct) ο οποίος θα αντικατασταθεί από τις νέες, ίδιας κατεύθυνσης, διατάξεις της Οδηγίας.

Πέρα όμως από τη συμβολή του πρώτου και δεύτερου επιπέδου της νομοθεσίας αναμένονται σημαντικές εργασίες στο πλαίσιο τόσο του τρίτου επιπέδου, σύμφωνα με το οποίο θα διασφαλιστεί η συνέπης και λεπτομερής εφαρμογή της Οδηγίας στα κράτη μέλη βάσει στενής συνεργασίας μεταξύ των μελών της CESR, όσο και του τέταρτου, όπου ουσιαστικά θα κριθεί η συμμόρφωση των κρατών μελών στη συνεπή ενσωμάτωση των διατάξεων της Οδηγίας.



## Οι δύο νέες Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

**ΜΑΡΩΣ ΒΑΣΙΛΙΚΟΥ**

Διευθύντριας Διεθνών Σχέσεων  
Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών

**Τ**ο Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ECOFIN), κατά τη συνεδρίαση της 4ης Δεκεμβρίου 2001, υιοθέτησε τις δύο νέες Οδηγίες που διέπουν τους ΟΣΕΚΑ.

Όπως αυτές είχαν ψηφιστεί από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στις 23 Οκτωβρίου 2001 για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611 για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ).

### Σύντομη Ιστορική Αναδρομή

Η προσπάθεια τροποποίησης της Οδηγίας 85/611 ξεκίνησε το 1991 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η πρώτη Πρόταση Οδηγίας εξεδόθη στις 9 Φεβρουαρίου 1993. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στην πρώτη ανάγνωση τον Οκτώβριο 1993 πρότεινε αρκετές τροποποιήσεις και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επανήλθε με τροποποιημένη Πρόταση τον Ιούλιο 1994. Η διαδικασία σταμάτησε το Μάρτιο 1995 όταν το Συμβούλιο Υπουργών δεν μπόρεσε να καταλήξει σε κοινή θέση επί της τροποποιημένης Πρότασης. Τον Ιούλιο 1998

η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αποσύροντας την πρόταση του 1994, δημοσίευσε νέα Πρόταση Τροποποίησης της 85/611 σε δύο σκέλη, μία πρόταση για το προϊόν και μία για την εταιρεία διαχείρισης. Η τροποποίηση της Οδηγίας των ΟΣΕΚΑ υπερβλήθη στο Κοινοβούλιο με καθυστέρηση το Φεβρουάριο 2000 το οποίο διατύπωσε τις απόψεις του για τροποποιήσεις. Το Μάιο 2000 η Επιτροπή επανέφερε την πρότασή της με τροποποιήσεις, πάλι με τη μορφή δύο Οδηγιών και το Συμβούλιο Υπουργών (ECOFIN) συμφώνησε και στα δύο κείμενα τον Ιούνιο 2001. Τον Οκτώβριο 2001 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ομόφωνα υπερψήφισε τα κείμενα με μόνο 3 τροποποιήσεις, το Δεκέμβριο 2001 το Συμβούλιο Υπουργών ECOFIN επικύρωσε τις τροποποιήσεις του Κοινοβουλίου και αποδέχθηκε τις 2 νέες Οδηγίες οι οποίες δημοσιεύθηκαν στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων στις 13 Φεβρουαρίου 2002.

### Ανασκόπηση των νέων ρυθμίσεων

Οι δύο νέες Οδηγίες τροποποιούν καιρία άρθρα της 85/611 τόσο στις επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ και στα προϊόντα που θα έχουν πλέον την ιδιότητα αυτή, όσο και στη λειτουργία των εταιρειών διαχείρισης.

Διατηρώντας τον υψηλό βαθμό προστασίας των επενδυτών ο οποίος αποτελεί ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ΟΣΕΚΑ, διευρύνονται οι επενδυτικές τους δυνατότητες, η δυνατότητα χρήσης παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, και εναρμονίζεται, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η δημιουργία και η λειτουργία νέων τύπων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (funds of funds, money market funds, cash funds, index tracker funds).

Εξάλλου, διευρύνεται το πλαίσιο εργασιών της

εταιρείας διαχείρισης το οποίο επεκτείνεται πλέον και στη διαχείριση ιδιωτικών χαρτοφυλακίων. Σαν επακόλουθο της διεύρυνσης των εργασιών της εταιρείας διαχείρισης προστίθεται υποχρέωση καταβολής ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου καθώς και δημιουργία μηχανισμού μέτρησης κινδύνου. Εισάγεται τέλος το απλοποιημένο και πλήρως εναρμονισμένο Ενημερωτικό Δελτίο, το οποίο, παρέχοντας σαφέστερη περιγραφή του οργανισμού, θα ενισχύσει την προστασία των επενδυτών και θα χρησιμοποιείται σε όλα τα κράτη μέλη χωρίς μεταβολή, σε μετάφραση.

Οι δύο νέες οδηγίες έχουν τεθεί σε ισχύ από την 13η Φεβρουαρίου 2002, ημερομηνία δημοσίευσής τους στην Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Τα κράτη μέλη έχουν προθεσμία 18 μηνών για να τις ενσωματώσουν στο εσωτερικό δίκαιο, δηλαδή μέχρι την 13η Αυγούστου 2003. Οι νέες ρυθμίσεις πρέπει να τεθούν σε εφαρμογή το αργότερο εντός 24 μηνών από την έναρξη ισχύος των οδηγιών δηλαδή μέχρι την 13η Φεβρουαρίου 2004.

Ωστόσο, με προσθήκη του Κοινοβουλίου, προβλέπεται για τους υπάρχοντες ΟΣΕΚΑ προθεσμία πέντε ετών από την έναρξη ισχύος των Οδηγιών, για την προσαρμογή της επενδυτικής τους πολιτικής στις νέες ρυθμίσεις. Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι, μετά από τρία έτη από την έναρξη ισχύος των οδηγιών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα επανέλθει με Προτάσεις για τροποποιήσεις τις οποίες ήδη επεξεργάζεται ώστε να διορθωθούν παραλήψεις, αντιφάσεις σε σημεία με άλλες Κοινοτικές Οδηγίες και με περαιτέρω διεύρυνση με νέες ρυθμίσεις. Καταληκτική ημερομηνία για τις κινήσεις αυτές είναι η ολοκλήρωση του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες το 2005.

## Ι. ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΚΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΟΣΕΚΑ

Η νέα Οδηγία 2001/108 ρυθμίζει τη λειτουργία όλων των προϊόντων που θα συγκαταλέγονται πλέον στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων. Στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες "νέα" προϊόντα

όπως αυτά στα οποία θα αναφερθούμε λειτουργούν από καιρό χωρίς να είναι δυνατή η διαανομοκρατική διάθεσή τους. Η νέα Οδηγία συνεισφέρει ενσωματώνει υφιστάμενους τύπους συλλογικών επενδύσεων οι οποίοι, εφαρμόζοντας στην επενδυτική τους πολιτική τους περιορισμούς που τίθενται για την προστασία των επενδυτών, θα μπορούσαν να διατεθούν στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Αγοράς.

Με την ενσωμάτωση της Οδηγίας στην ελληνική νομοθεσία οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ θα δημιουργήσουν αντίστοιχα Αμοιβαία Κεφάλαια μερικά εκ των οποίων θα αποτελέσουν νέα προϊόντα στην εγχώρια αγορά, όμως παράλληλα θα ενταθεί και η πίεση από ευρωπαϊκές εταιρείες οι οποίες θα μπορούν να διαθέτουν ελεύθερα, με απλή κοινοποίηση στην Επιτροπή Κεφάλαιαγοράς τα προϊόντα αυτά και στην ελληνική αγορά.

Η πρώτη σημαντική αλλαγή οντιστάται στην υιοθέτηση του όρου "ρευστά χρηματοπιστωτικά στοιχεία" (liquid financial assets) στις επενδύσεις ενός ΟΣΕΚΑ μεταβάλλοντας αντίστοιχα και τον ορισμό του ΟΣΕΚΑ στο άρθρο 1 παρ. 2 "που μοναδικό σκοπό έχουν να επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες ή/και σε άλλα ρευστά χρηματοπιστωτικά στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1, τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό, και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων...", ενώ παράλληλα διευρύνεται η έννοια "κινητές αξίες" και προσδιορίζεται στο άρθρο 1 παρ. 8 "οι μετοχές εταιρειών και άλλοι τίτλοι εξομοιούμενοι με μετοχές εταιρειών [...], οι ομολογίες και τα υπόλοιπα είδη χρηματογράφων [...], κάθε άλλος διαπραγματεύσιμος τίτλος που παρέχει δικαίωμα απόκτησης τέτοιων κινητών αξιών με εγγραφή ή με ανταλλαγή, εξαιρουμένων των τεχνικών και μέσων που αναφέρονται στο άρθρο 21" και εισάγεται η έννοια των μέσων χρηματοαγοράς στο άρθρο 1 παρ. 9 "[...] ως μέσα χρηματοαγοράς νοούνται τα επαρκώς ρευστότητα μέσα που σινηθώς αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στη χρηματοαγορά, των οποίων η αξία μπορεί να προσδιορισθεί επακριβώς ανά πάσα στιγμή".

Τέλος οι ήδη προϋπάρχουσες επιλογές επένδυσης

σε κινητές αξίες διευρύνονται αντίστοιχα στο άρθρο 19 (παράγραφος 1(α) έως και (γ)) πέρα από τις κινητές αξίες και στα μέσα χρηματαγοράς που διαπραγματεύονται σε ελεγχόμενη αγορά "κατά την έννοια του άρθρου 1 παράγραφος 13 της οδηγίας ISD".

Τα άρθρα της νέας Οδηγίας που καθορίζουν τις επιλογές επενδυτικής πολιτικής ενός ΟΣΕΚΑ καθώς και τις υποχρεωτικές ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών στα οποία θα αναφερθούμε είναι τα άρθρα 19 έως 25, με εξαίρεση το άρθρο 24α που αφορά μόνο υποχρεώσεις ανακοινώσεων στο prospectus για συγκεκριμένους τύπου αμοιβαία (δείκτη, υψηλής μεταβλητότητας, κ.ο.κ.).

#### 4. Κανόνες Κατανομής και Περιορισμού Κινδύνων

Το περιβάλλον λειτουργίας ενός ΟΣΕΚΑ καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από τις υποχρεώσεις μετριασης του επενδυτικού κινδύνου ώστε να εξασφαλιστεί υψηλή προστασία του επενδυτή. Μέσα από τα άρθρα 22, 23 και 25 η νέα Οδηγία δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο θέμα αυτό, κυρίως σαν αποτέλεσμα των νέων προϊόντων που εισάγει αλλά και αντικατοπτρίζοντας διεθνείς τάσεις διαχείρισης κινδύνου στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Το άρθρο 22 αντικαταστάθηκε εξ ολοκλήρου στην νέα Οδηγία με πολλές νέες προσθήκες και διατηρώντας από το προηγούμενο κείμενο το γνωστό κανόνα του 5-10-40%: Ο ΟΣΕΚΑ μπορεί να επενδύει 5% του ενεργητικού του σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς του ίδιου οργανισμού, ποσοστό το οποίο (άρθρο 22 παρ. 2) τα κράτη μέλη μπορούν να αυξήσουν σε 10% (όπως ισχύει στην Ελλάδα), όμως η συνολική αξία που είναι επενδεδυμένη σε εκδότες σε ποσοστό άνω του 5% στον καθένα εξ αυτών δεν μπορεί να υπερβαίνει το 40% του συνολικού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ. Σε συνέχεια των νέων δυνατοτήτων που δίνει το άρθρο 19, ο ΟΣΕΚΑ μπορεί να επενδύει εκτός από κινητές αξίες και σε μέσα χρηματαγοράς και σε εξωχρηματοπιστωτικά

παράγωγα. Ετσι η παράγραφος 1 του άρθρου 22 διαμορφώνεται ως εξής: "Ένας ΟΣΕΚΑ δεν μπορεί να επενδύει περισσότερο από το 5% του ενεργητικού του σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό. Ένας ΟΣΕΚΑ δεν μπορεί να επενδύει περισσότερο από το 20% του ενεργητικού του σε καταθέσεις στον ίδιο οργανισμό. Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων στον οποίο εκτίθεται ο ΟΣΕΚΑ κατά τη διενέργεια πράξης εξωχρηματοπιστωτικού παράγωγου δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% του ενεργητικού του όταν ο αντισυμβαλλόμενος είναι πιστωτικό ίδρυμα μεταξύ αυτών που αναφέρονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1 στοιχείο στ), ή το 5% του ενεργητικού του, στις λοιπές περιπτώσεις". Τα δε όρια αυτά εξειδικεύονται στο τέλος της παραγράφου 2 "Με την επιφύλαξη των επί μέρους ορίων που καθορίζονται στην παράγραφο 1, ένας ΟΣΕΚΑ δεν μπορεί να συνδυάζει:

- επενδύσεις σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον,
- καταθέσεις στον ή/και
- κινδύνους από πράξεις εξωχρηματοπιστωτικών παραγώγων που διενεργήθηκαν με τον ίδιο οργανισμό, σε ποσοστό άνω του 20% του ενεργητικού του".

Σημαντική εξέλιξη αποτελεί η αντικατάσταση της έννοιας "εκδότης" της 85/611 με την έννοια "οργανισμός", καθώς έτσι τα προαναφερθέντα ποσοστά επενδύσεων, όπως καθίσταται σαφές στο τελευταίο εδάφιο της παρ. 5 του άρθρου 22, δεν θα λειτουργούν αθροιστικά για εταιρείες που ανήκουν στον ίδιο Όμιλο. Εισάγεται η έννοια του Ομίλου η οποία ορίζεται λογιστικά, δίδεται δε η ευχέρεια στα κράτη μέλη να αυξήσουν το ποσοστό επενδύσεων ανά Όμιλο στο 20% του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ: "Οι εταιρείες που συμπεριλαμβάνονται στον ίδιο όμιλο για τους σκοπούς των ενοποιημένων λογαριασμών, όπως ορίζονται σύμφωνα με την οδηγία 83/349/ΕΟΚ(1) ή από τους διεθνώς αναγνωρισμένους λογιστικούς κανόνες, θεωρούνται ως ενιαίος οργανισμός για τον υπολογισμό των ορίων που προβλέπονται στο παρόν άρθρο. Τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέπουν τη σώρευση επενδύσεων

σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς στον ίδιο όμιλο μέχρι ποσοστού 20%”.

Η παράγραφος 3 υπήρχε και στην 85/611 όμως τώρα έχει τροποποιηθεί επίσης για να περιλαμβάνει τα μέσα χρηματαγοράς και δίνει την ευχέρεια στα κράτη μέλη να “αυξήσουν το όριο των 5% της πρώτης πρότασης της παραγράφου 1, σε 35% κατ’ ανώτατο όριο, όταν οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς έχουν εκδοθεί ή είναι εγγημένα από κράτος μέλος, από τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης ενός κράτους μέλους, από τρίτο κράτος ή από δημόσιους διεθνείς οργανισμούς στους οποίους συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη”.

Το άρθρο 4 δίνει επίσης μία ευχέρεια αύξησης του 5% σε 25% στην περίπτωση ειδικών ομολογιών εκδοθεισών από “πιστωτικό ίδρυμα το οποίο έχει την καταστατική έδρα του σε κράτος μέλος και υπόκειται εκ του νόμου σε ειδική δημόσια εποπτεία [...] Όταν ένας ΟΣΕΚΑ επενδύει άνω του 5% του ενεργητικού του σε ομολογίες που αναφέρονται στο πρώτο παράγραφο και οι οποίες έχουν εκδοθεί από τον ίδιο εκδότη, η συνολική αξία αυτών των επενδύσεων δεν μπορεί να υπερβαίνει το 80% της αξίας του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ. Τα κράτη μέλη κοινοποιούν στην Επιτροπή τον κατάλογο των προαναφερόμενων κατηγοριών ομολογιών και των κατηγοριών εκδοτών...”. Οι Κατάλογοι αυτών των Ομολογιών δημοσιοποιούνται, μεταξύ άλλων, και μέσω της ηλεκτρονικής σελίδας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στο τμήμα που αφορά τους ΟΣΕΚΑ.

Τέλος η παράγραφος 5 του άρθρου 22 θέτει ανώτατα όρια τόσο στις εξαιρέσεις των παρ. 3 και 4 όσο και στα προηγούμενα ποσοστά: “Οι κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς των παραγράφων 3 και 4, δεν λαμβάνονται υπόψη στην εφαρμογή του ορίου του 40% που προβλέπεται στην παράγραφο 2. Τα όρια των παραγράφων 1, 2, 3 και 4 δεν επιτρέπεται να σωρευτούν και, κατά συνέπεια, οι επενδύσεις σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό, ή οι επενδύσεις σε καταθέσεις ή παράγωγα μέσα στον εν λόγω οργανισμό, που έχουν πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις παραγράφους 1, 2, 3 και 4, δεν πρέπει ποτέ να

υπερβαίνουν συνολικά το 35% του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ”.

Το άρθρο 23 δεν υπέστη μεταβολή και παραμένει όπως στην Οδηγία 85/611, αποτελεί δε παρέκκλιση του άρθρου 22 καθώς δίνει ευχέρεια στα κράτη μέλη να επιτρέπουν σε έναν ΟΣΕΚΑ να επενδύει μέχρι 100% του ενεργητικού του σε εκδόσεις κινητών αξιών ή μέσων χρηματαγοράς (η μόνη προοχήση) εκδιδόμενες ή εγγημένες από κράτος μέλος, από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης, από τρίτο κράτος, από δημόσιο διεθνή οργανισμό όπου συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη, υπό την προϋπόθεση ότι “στους μεριδιούχους του ΟΣΕΚΑ παρέχεται προστασία ανάλογη με τη χορηγούμενη στους μεριδιούχους ενός ΟΣΕΚΑ ο οποίος τηρεί τους περιορισμούς του άρθρου 22”. Επίσης η κατανομή κινδύνου εξασφαλίζεται καθώς “οι ΟΣΕΚΑ αυτοί πρέπει να κατέχουν αξίες που να ανήκουν τουλάχιστον σε έξι διαφορετικές εκδόσεις, χωρίς οι αξίες που ανήκουν στην αυτή έκδοση να μπορούν να υπερβαίνουν το 30% του συνολικού ύψους των στοιχείων του ενεργητικού τους”.

## **B. Διεύρυνση επενδυτικών επιλογών**

### **1. Αμοιβαίο Αμοιβαίων – Fund of Funds**

Σημαντική καινοτομία αποτελεί η εισαγωγή των Fund of Funds στην Οδηγία των ΟΣΕΚΑ, ειδικότερα για την ελληνική αγορά όπου το προϊόν αυτό δεν προβλέπεται μέχρι σήμερα από το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο. Τα άρθρα που καθορίζουν όλο το καθεστώς λειτουργίας τους είναι τα 19 παρ. 1(ε), 24 και 25 παρ. 2. Η πίεση για την εισαγωγή αυτής της επενδυτικής επιλογής ήταν μεγάλη, προερχόμενη από χώρες με μεγάλη παράδοση σε προϊόντα συλλογικής επένδυσης όπως η Γαλλία, η Ιταλία, η Γερμανία, η Μεγάλη Βρετανία αλλά και χώρες όπως η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο, όπου τα προοδευτικά αυτά προϊόντα υπήρχαν από καιρό, όμως, μη υπαγόμενα στους ΟΣΕΚΑ, δεν μπορούσαν να διατεθούν διαφανορειακά ελεύθερος.



Ετσι "Οι επενδύσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου [...] πρέπει να αποτελούνται αποκλειστικά από: .....

ε) **μερίδια ΟΣΕΚΑ** εγκεκριμένων βάσει της παρούσας οδηγίας ή/και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων κατά την έννοια του άρθρου 1 παράγραφος 2 πρώτη και δεύτερη περίπτωση, αργότες του εάν έχουν την έδρα τους σε κράτος μέλος ή όχι, εφόσον:

- οι εν λόγω άλλοι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων έχουν λάβει άδεια λειτουργίας βάσει νόμων που προβλέπουν ότι υπόκεινται σε εποπτεία την οποία οι αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές θεωρούν ισοδύναμη με αυτήν που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία, και εφόσον η συνεργασία μεταξύ των αρχών διασφαλίζεται επαρκώς,
- το επίπεδο προστασίας των μεριδιούχων των άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων είναι ισοδύναμο με το παρεχόμενο στους μεριδιούχους των ΟΣΕΚΑ, [...]"
- οι δραστηριότητες των άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων περιγράφονται σε εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις, [...]"

Προκειμένου να εξασφαλίζεται η προστασία του επενδυτή, ο τρόπος λειτουργίας των προϊόντων αυτών ως εναρμονισμένοι ΟΣΕΚΑ υπεβλήθη σε κάποιους περιορισμούς κινδύνου, συγκεκριμένα:

- ένα Fund of Funds δεν μπορεί να επενδύει σε ποσοστό άνω του 10% του ενεργητικού του σε κάθε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο (με δυνατότητα τα κράτη μέλη να αυξήσουν το ποσοστό σε 20%), εξασφαλίζοντας έτσι μία ελάχιστη διαπορά του σε δέκα αμοιβαία κεφάλαια (που μπορεί να μειωθεί σε ελάχιστο πέντε από τα κράτη μέλη),
- απαγορεύεται να επενδύει ποσοστό άνω του 30% του ενεργητικού του σε αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο δεν υπάγεται στους ΟΣΕΚΑ, η δε επένδυση σε μη ΟΣΕΚΑ περιορίζεται σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία υπόκεινται σε αντίστοιχο ελεγκτικό καθεστώς που να εξασφαλίζει την προστασία των επενδυτών, αποκλείοντας έτσι κάθε είδους hedge fund,
- τα υποκείμενα αμοιβαία ενός fund of funds δεν μπορούν να είναι επενδυμένα σε άλλο αμοι-

βαίο σε ποσοστό άνω του 10% του ενεργητικού τους, έτσι ώστε να αποφεύγεται η δημιουργία cascading funds και να είναι εφικτός ο έλεγχος των επενδύσεων του fund of funds,

- το fund of funds, όπως και κάθε αμοιβαίο, "δεν μπορεί να αποκτήσει πλέον του 25% της αξίας των μεριδίων ενός και του αυτού ΟΣΕΚΑ ή/και άλλων οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων, κατά την έννοια του άρθρου 1 παράγραφος 2 πρώτη και δεύτερη περίπτωση".

Τέλος το άρθρο 24 παρ. 2 και 3 προβλέπει συγκεκριμένες διατάξεις για τους ΟΣΕΚΑ που επενδύουν σε μερίδια άλλων ΟΣΕΚΑ ως προς την αποφυγή διπλών εξόδων εγγραφής και εξαγοράς κατά τη διενέργεια των επενδύσεών τους, καθώς και υποχρέωση αναφοράς στο ενημερωτικό δελτίο του ανώτατου επιπέδου διαχειριστικών προμηθειών που ενδέχεται να βαρύνουν τον ίδιο ή τους ΟΣΕΚΑ στους οποίους προτίθεται να επενδύσει καθώς και υποχρέωση αναφοράς στην ετήσια έκθεση της μέγιστης αναλογίας διαχειριστικών προμηθειών που τους έχουν καταυλοιστεί.

## 2. Αμοιβαίο Κεφάλαιο Τραπεζικών Καταθέσεων - Cash Fund

Τα cash funds αποτελούν το δεύτερο νέο προϊόν που εισέρχεται στην οικογένεια των ΟΣΕΚΑ, σημειώνοντας βέβαια ότι δεν αποτελεί νέο προϊόν για καμία ευρωπαϊκή αγορά. Το καθεστώς που όριξε η παλιά Οδηγία 85/611 και το οποίο είχε αναπαράχθει στο Ν.1969 άρθρο 32(στ) επέτρεπε στον ΟΣΕΚΑ επενδύσεις σε ρευστά διαθέσιμα (liquid assets) εφόσον δεν αποτελούσαν την κύρια δραστηριότητά του. Η νέα Οδηγία άρθρο 19 παρ. 1στ ορίζει το νέο αυτό προϊόν ως εξής: "καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα αποδοτέες στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση ή υποκείμενες σε δικαίωμα απόσυρσης, οι οποίες καθίστανται ληξιπρόθεσμες εντός δώδεκα μηνών το πολύ, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική έδρα του σε ένα κράτος μέλος ή, εάν η καταστατική έδρα του πιστωτικού ιδρύματος βρίσκεται σε κάποια τρίτη

χώρα, εφόσον το ίδρυμα υπόκειται σε καθησπώς προληπτικής εποπτείας το οποίο οι αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές θεωρούν ισοδύναμο με αυτό που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία”.

### 3. Χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών στοιχείων

Η δυνατότητα χρήσης παραγώγων ως επενδυτικό εργαλείο είναι επίσης ένα νέο στοιχείο που εισάγει η νέα Οδηγία, καθώς μέχρι σήμερα των παραγώγων στους ΟΣΕΚΑ επιτρέπονταν απολύτως περιοριστικά ως εργαλείο αντιστάθμισης κινδύνου. Σε ορισμένα κράτη μέλη ειδικής εθνικής νομοθεσίας επέτρεπε τη χρήση τους ως επενδυτικό μέσο. Στην Ελλάδα η χρήση παραγώγων από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων καθορίζεται βάσει του άρθρου 32 παρ. 4 του 1969/91 και σχετικής Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ακολουθώντας το πλαίσιο της Οδηγίας 85/611 για την αντιστάθμιση κινδύνου στα πλαίσια αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Η νέα οδηγία (άρθρο 19 παρ. 1ζ) διευρύνει σημαντικά τη δυνατότητα χρήσης παραγώγων καθώς εντάσσονται στους κανόνες του άρθρου 22 με ανώτατο ποσοστό χρήσης τους στο 10% του ενεργητικού ενός ΟΣΕΚΑ. Ετσι στην επενδυτική πολιτική ενός ΟΣΕΚΑ θα συγκαταλέγονται “**παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των εξομοιούμενων με αυτά μέσων που διακανονίζονται σε μετροπή, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια από τις ελεγχόμενες αγορές που αναφέρονται στα στοιχεία α), β) και γ) ή/και χρηματοπιστωτικά παράγωγα μέσα που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματοιστηριακών συναλλαγών (‘εξωχρηματοιστηριακά παράγωγα’)**”, εφόσον:

- οι αντισυμβαλλόμενοι που μετέχουν σε πράξεις εξωχρηματοιστηριακών παραγώγων είναι ιδρύματα υποκείμενα σε προληπτική εποπτεία και ανήκουν στις κατηγορίες που έχουν εγκριθεί από τις αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές, και
- τα εξωχρηματοιστηριακά παράγωγα υπόκεινται καθημερινώς σε αξιόπιστη και επαληθεύσιμη αποτίμηση και μπορούν να πωλούνται, να ρεντοστοποιούνται ή να ακρωθούνται με αντισταθμιστική πράξη ανά πάσα στιγμή και σε δίκαιη τιμή ύστερα από πρωτοβουλία του ΟΣΕΚΑ”.

Η χρήση των παραγώγων ορίζεται συνδυαστικά με το άρθρο 21 το οποίο έχει αναμορφωθεί πλήρως και προβλέπει ότι “[..] 2. Τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέπουν στους ΟΣΕΚΑ να χρησιμοποιούν τεχνικές και μέσα που συνδέονται με κινήτες αξίες και μέσα χρηματοεργαλεία υπό τις προϋποθέσεις και εντός των ορίων που καθορίζουν, εφόσον οι τεχνικές και τα μέσα χρησιμοποιούνται χάριν αποτελεσματικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Όταν οι πράξεις αυτές αφορούν τη χρησιμοποίηση παραγώγων μέσων, οι προϋποθέσεις και τα όρια πρέπει να είναι σύμφωνα με τις διατάξεις της παρούσας οδηγίας. Οι πράξεις αυτές συνδέονται επιτρέπεται να επιφέρουν παρέκκλιση του ΟΣΕΚΑ από τους επενδυτικούς του στόχους, όπως αυτοί ορίζονται στον κανονισμό, στα καταστατικά έγγραφα ή στο ενημερωτικό του φυλλάδιο.

3. Ο ΟΣΕΚΑ διασφαλίζει ότι ο συνολικός κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται σε σχέση με τα παράγωγα μέσα δεν υπερβαίνει τη συνολική καθαρή αξία του χαρτοφυλακίου του.

Η έκθεση στον κίνδυνο υπολογίζεται με βάση την τρέχουσα αξία των υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού, τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου, τις μελλοντικές κινήσεις της αγοράς και το διαθέσιμο χρόνο για τη ρεντοποίηση των θέσεων. [..]. Ένας ΟΣΕΚΑ μπορεί να επενδύει, στα πλαίσια της επενδυτικής πολιτικής του και εντός των ορίων που καθορίζονται στο άρθρο 22 παράγραφος 5, σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, εφόσον ο κίνδυνος που διατρέχουν τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού δεν υπερβαίνει συνολικώς τα επενδυτικά όρια του άρθρου 22. Τα κρά-

- το υποκείμενο στοιχείο συνίσταται σε κάποιο από τα μέσα που εμπίπτουν στην παράγραφο 1, σε χρηματοοικονομικούς δείκτες, επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες ή νομίσματα, στα οποία ένας ΟΣΕΚΑ δύναται να επενδύει σύμφωνα με τους επενδυτικούς του στόχους, όπως αυτοί καθορίζονται στον κανονισμό ή στα καταστατικά του έγγραφα,

τη μέλη μπορούν να επιτρέπουν, όταν ένας ΟΣΕΚΑ επενδύει σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα που βασίζονται σε δείκτη, οι επενδύσεις αυτές να μη συνδυάζονται με τα όρια του άρθρου 22”.

#### 4. Αμοιβαίο Αναπαραγωγής Χρηματοπιστωτικού Δείκτη - Index Tracker fund

Το νέο αυτό προϊόν για την ελληνική αγορά, το οποίο λειτουργεί ευρέως σε άλλα κράτη μέλη, αποτέλεσε αντικείμενο αντιπαράθεσης κατά την πολυετή επεξεργασία της Οδηγίας μεταξύ οπαδών και μη της λεγόμενης παθητικής διαχείρισης, την οποία εφαρμόζουν τα Αμοιβαία αυτού του τύπου.

Η ένταξη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Δείκτη (άρθρο 22α), όπως και του Αμοιβαίου Αμοιβαίων, προϋποθέτει και τη δυνατότητα απόκλισης από τους αυστηρούς ποσοστιαίους περιορισμούς επένδυσης του άρθρου 22 της Οδηγίας τους οποίους η ελληνική νομοθεσία καλύπτει με τα άρθρα 33 και 34 του 1969/91. Ετσι για τη λειτουργία ενός index tracker. “... τα κράτη μέλη μπορούν να αυξήσουν τα όρια του άρθρου 22 σε 20% κατ’ ανώτατο όριο, για τις επενδύσεις σε μετοχές ή/και ομολογίες που εκδίδονται από τον ίδιο οργανισμό, εφόσον, σύμφωνα με τον κανονισμό ή τα καταστατικά έγγραφα, η επενδυτική πολιτική του ΟΣΕΚΑ συνίσταται στην αναπαραγωγή της σύνθεσης δεδομένου χρηματοπιστωτικού δείκτη μετοχών ή ομολογιών του οποίου οι αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές αναγνωρίζουν με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

- η σύνθεση του δείκτη είναι επαρκώς διαφοροποιημένη,
- ο δείκτης αποτελεί έναν κατάλληλο δείκτη αναφοράς της οικείας αγοράς,
- ο δείκτης δημοσιεύεται κατάλληλος”.

Σημαντική είναι η παρέκκλιση της παραγράφου 2 όπου το όριο του 20% μπορεί να αυξηθεί σε “35% κατ’ ανώτατο όριο εφόσον αυτό δικαιολογείται από εξαιρετικές συνθήκες της αγοράς, ιδίως στις ελεγχόμενες αγορές στις οποίες ορισμένες κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς κυριαρχούν ευρέως. Η επένδυ-

ση μέχρι αυτό το μέγιστο όριο επιτρέπεται μόνο για έναν εκδότη”.

#### 5. Επενδύσεις σε Μέσα Χρηματαγοράς - Money Market Instruments

Η χρήση των μέσων χρηματαγοράς ως επενδυτική επιλογή ορίζεται στο άρθρο 19 παρ. 1(η) και διευρύνεται πέρα από τον ορισμό του άρθρου 1 παρ. 9 και σε αυτά που δεν διαπραγματεύονται σε ελεγχόμενη αγορά και τα οποία εξειδικεύονται “εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης των μέσων αυτών υπόκειται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών και της αποταμίευσης, και εφόσον τα μέσα αυτά:

- εκδίδονται ή είναι εγγυημένα από μια κεντρική, περιφερειακή ή τοπική αρχή, από μια κεντρική τράπεζα κράτους μέλους, από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, από την Ευρωπαϊκή Ένωση ή από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, από ένα τρίτο κράτος ή, σε περίπτωση ομοσπονδιακού κράτους, από ένα μέλος της ομοσπονδίας, ή από ένα δημόσιο οργανισμό διεθνούς δικαίου στον οποίο ανήκουν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη, ή
- εκδίδονται από μια επιχείρηση της οποίας οι τίτλοι είναι εισηγμένοι προς διαπραγμάτευση σε ελεγχόμενες αγορές που αναφέρονται στα στοιχεία α), β) ή γ), ή
- εκδίδονται ή είναι εγγυημένα από οργανισμό υποκειμένο σε προληπτική εποπτεία, σύμφωνα με τα κριτήρια της κοινοτικής νομοθεσίας, ή από οργανισμό που υπόκειται σε και τηρεί κανόνες προληπτικής εποπτείας θεωρούμενος από τις αρμόδιες αρχές ως τουλάχιστον εξίσου αυστηρός με εκείνους της κοινοτικής νομοθεσίας, ή
- εκδίδονται από άλλους οργανισμούς που ανήκουν στις κατηγορίες που έχουν εγκριθεί από τις αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές, εφόσον οι επενδύσεις στα μέσα αυτά υπόκεινται σε προστασία των επενδυτών ισοδύναμη με εκείνη που προβλέπεται στην πρώτη, δεύτερη ή τρίτη περίπτωση και εφόσον ο εκδότης είναι εταιρεία της οποίας το κε-

φάλλιο και τα αποθεματικά ανέρχονται σε τουλάχιστον 10 εκατομμύρια ευρώ και υποβάλλει και δημοσιεύει τους ετήσιους λογαριασμούς της σύμφωνα με την οδηγία 78/660/ΕΟΚ(1), είναι οντότητα που, εντός ενός ομίλου εταιρειών με μία ή περισσότερες εισηγμένες εταιρείες, έχει ως αποστολή τη χρηματοδότηση του ομίλου, ή είναι οντότητα με σκοπό τη χρηματοδότηση μέσων τιτλοποίησης που επωφελούνται από τραπεζική πίστωση”.

## II. Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Η νέα Οδηγία 2001/107 ρυθμίζει, με νέες ή ριζικά αναθεωρημένες διατάξεις, τις υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης και τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, το δικαίωμα της εγκατάστασης σε άλλο κράτος μέλος και την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών, τις υποχρεώσεις σχετικά με την ενημέρωση των μεριδιούχων.

### 1. Υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης

Οι σχετικές ρυθμίσεις στα άρθρα 5 και 5α κυρίως, αλλά και 5β και 5γ, διαμορφώνουν ένα νέο τοπίο για τις εταιρείες διαχείρισης σε όλα τα κράτη μέλη και για πρώτη φορά συνδέονται οι υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης που διέπονται από την παρούσα Οδηγία με υποχρεώσεις που προβλέπονται βάσει της Οδηγίας ISD.

Καταρχήν, στο άρθρο 5 ο σκοπός της εταιρείας διαχείρισης επεκτείνεται, εκτός από τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν στην Οδηγία και σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων που δεν καλύπτονται από την Οδηγία (άρθρο 5 παρ. 2). Εν συνεχεία, στην παράγραφο 3(α), με παρέκκλιση από την κύρια δραστηριότητα της προηγούμενης παραγράφου, δίνεται η ευχέρεια στα κράτη μέλη να επιτρέψουν στις εταιρείες διαχείρισης να παρέχουν επίσης υπηρεσίες διαχείρισης “χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων

που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία, βάσει εντολών που παρέχονται από επενδυτές σε διακριτική βάση και για κάθε πελάτη χωριστά, εφόσον τα χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα από τα μέσα που απαριθμούνται στο τμήμα Β του παραρτήματος της οδηγίας ISD”. Η διεύθυνση δραστηριοτήτων ολοκληρώνεται με την παρ. 3(β) του άρθρου 5 με τη δυνατότητα να παρέχονται από τις εταιρείες διαχείρισης “παρεπόμενες υπηρεσίες” οι οποίες θα σπινιάσονται σε “παροχή επενδυτικών συμβουλών για ένα ή περισσότερα από τα μέσα που αναφέρονται στο τμήμα Β του παραρτήματος της οδηγίας ISD” και “φύλαξη και διαχείριση μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων”. Επισημαίνουμε όμως ότι οι υπηρεσίες της παρ. 3(α) και (β) δεν επιτρέπεται να αποτελούν μοναδική ή κύρια δραστηριότητα της εταιρείας διαχείρισης.

Συνεπικολούθη του νέου άρθρου 5 είναι η εισαγωγή ελαχίστου ύψους ιδίων κεφαλαίων στην εταιρεία διαχείρισης που επιβάλλει το άρθρο 5α παρ. 1, ως εξής: “Με την επιφύλαξη των λοιπών γενικών όρων της εθνικής νομοθεσίας, οι αρμόδιες αρχές χορηγούν άδεια λειτουργίας σε μία εταιρεία διαχείρισης μόνο όταν [.] η εταιρεία διαχείρισης διαθέτει αρχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 125.000 ευρώ”. Για τις ελληνικές ΑΕΔΑΚ αυτή η παράγραφος δεν έχει επίπτωση ως προς το ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων καθώς, βάσει της τελευταίας σχετικής απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το ελάχιστο ποσό ολοσχερώς καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να ανέρχεται σε ευρώ 1.175.000. Όμως, πολλές από τις ελληνικές ΑΕΔΑΚ θα επηρεαστούν από τη νέα αυτή υποχρέωση καθώς το άρθρο 5α προβλέπει **ανξημένα ποσά ιδίων κεφαλαίων** για τις εταιρείες που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια αξίας άνω των 250.000.000 ευρώ, οπότε “η εταιρεία πρέπει να παράσχει πρόσθετο ποσό ιδίων κεφαλαίων. Το πρόσθετο ποσό θα αντιστοιχεί στο 0,02% του ποσού κατά το οποίο η αξία των χαρτοφυλακίων της εταιρείας υπερβαίνει τα 250.000.000 ευρώ” με ανώτατο όριο “τα 10.000.000 ευρώ”. Ως χαρτοφυλάκια της εταιρείας διαχείρισης θεωρούνται τόσο οι οργανισμοί συλλο-

γικών επενδύσεων που διέπονται από την Οδηγία όσο και άλλοι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων τους οποίους διαχειρίζεται η εταιρεία, "συμπεριλαμβανομένων των χαρτοφυλακίων των οποίων τη διαχείριση έχει αναθέσει οι τρίτους, αλλά εξαιρουμένων των χαρτοφυλακίων τα οποία διαχειρίζεται κατόπιν ανάθεσης". Σε κάθε περίπτωση πάντως τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια της εταιρείας διαχείρισης "δεν πρέπει ποτέ να είναι λιγότερα από το ποσό που προβλέπεται στο παράρτημα IV της Οδηγίας 93/6/ΕΟΚ". Παρά την διαφωνία ορισμένων κρατών μελών, η Οδηγία περιελάβε και τη δυνατότητα παροχής εγγύησης από πιστωτικό ίδρυμα ή ασφαλιστική εταιρεία στην εταιρεία διαχείρισης για ποσό μέχρι 50% του πρόσθετου ποσού ιδίων κεφαλαίων.

Τέλος, στα άρθρα 5α και 5β, ιδιαίτερη βαρύτητα αποκοτούν ο έλεγχος από τις αρμόδιες αρχές των διαχειριστών και διευθυνόντων των εταιρειών διαχείρισης, αλλά και των μετόχων τους, άμεσων ή έμμεσων, φυσικών ή νομικών προσώπων, καθώς και των στενών δεσμών (close links) που μπορεί να υφίστανται μεταξύ μετόχων και εταιρείας και οι οποίοι δεν θα πρέπει να εμποδίζουν την άσκηση της εποπτείας. Ακολούθως και αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ορίζεται ότι οι εργασίες της εταιρείας διαχείρισης θα διευθύνονται από δύο τουλάχιστο άτομα.

## 2. Προϋποθέσεις για την άσκηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας διαχείρισης

Τα άρθρα 5γ, 5δ, 5ε και ιδιαίτερα 5στ, 5ζ και 5η συνθέτουν ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο προληπτικής εποπτείας από πλευράς των αρχών, αλλά και υψηλής ποιότητας εσωτερικού ελέγχου στην εταιρεία, πλήρους ελέγχου προέλευσης συναλλαγών και συναλλασσομένων, διαχείρισης κινδύνων και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων, όπου πάμ ο ρυθμίσεις της Οδηγίας εκπαιδεύονται με παραπομπές στην Οδηγία ISD.

Ειδική ρύθμιση υπάρχει στο άρθρο 5στ (2) όταν η εταιρεία διενεργεί διαχείριση χαρτοφυλακίων σε

διακριτική βάση κατά το άρθρο 5 παρ. 3 όπου αφενός της "απαγορεύεται να επενδύει το σύνολο ή μέρος του χαρτοφυλακίου των επενδυτών σε μερίδια [...] αμοιβαίων κεφαλαίων [...] που διαχειρίζεται, εκτός εάν λάβει προηγούμενη γενική έγκριση από τον πελάτη" και αφετέρου, "υπόκειται, όσον αφορά τις αναφερόμενες στο άρθρο 5 παράγραφος 3 υπηρεσίες, στις διατάξεις της οδηγίας 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 3ης Μαρτίου 1997 σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών". Το τελευταίο αυτό σημείο θα αποτελέσει άλλη μία σημαντική αλλαγή στην ΑΕΔΑΚ όπως λειτουργεί μέχρι σήμερα.

Το άρθρο 5ζ δίνει ευχέρεια στα κράτη μέλη να επιτρέπουν στις εταιρείες διαχείρισης "να αναθέτουν σε τρίτους, με σκοπό την αποδοτικότερη άσκηση των δραστηριοτήτων τους, τη διεξαγωγή για λογαριασμό τους μιας ή περισσότερων από τις δραστηριότητές τους" απαγορεύοντας όμως την ανάθεση σε βαθμό τέτοιο ώστε "να την καθιστά εταιρεία σφραγίδα" (letter box entity).

Τελευταίο στην ενότητα αυτή είναι το άρθρο 5η που επιβάλει στα κράτη μέλη να θεσπίσουν κανόνες δεοντολογίας διευρυνόμενος καθώς, κατά τη "διεξαγωγή των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων" και εν γένει οι ενέργειες της εταιρείας διαχείρισης θα πρέπει να είναι "προς το συμφέρον των ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζεται και χάρη της ακεραιότητας της αγοράς".

## 3. Δικαίωμα εγκατάστασης σε άλλο κράτος μέλος και ελεύθερη παροχή υπηρεσιών

Εκτός από το διαβατήριο που έχει το προϊόν ήδη από την 85/611, η νέα Οδηγία με το άρθρο 6 δίνει τη δυνατότητα στην εταιρεία διαχείρισης να αποκτήσει "Διαβατήριο" έτσι ώστε να καθιστάται - καταρχήν - εύκολη η δυνατότητα λειτουργίας της και παροχής υπηρεσιών και σε άλλο κράτος. Η εποπτική αρχή της χώρας υποδοχής δεν θα μπορεί να προβάλει εμπόδια στην άσκηση δραστηριότητας στο έδαφος της σε εταιρεία η οποία θα έχει λάβει άδεια



λειτουργίας σύμφωνα με την Οδηγία από άλλο κράτος μέλος.

Στα άρθρα 6α, 6β και 6γ αναλύεται όλο το πλέγμα υποχρεώσεων ενημέρωσης σε όλα τα επίπεδα που θα πρέπει να τηρεί η εταιρεία προς τις εποπτικές αρχές της χώρας υποδοχής σε κάθε στάδιο πριν και κατά την έναρξη δραστηριοτήτων της, καθώς και άσκησης ελέγχου από τις εποπτικές αρχές προς τις εταιρείες αυτές. Διαπιστώνεται ότι, πέρα από τη δυνατότητα εγκατάστασης που παρέχεται από το άρθρο 6 στην εταιρεία με το καθεστώς της "χώρας προέλευσης", η λειτουργία και ο έλεγχος των εταιρειών που θα κάνουν χρήση του Διαβιτηρίου θα υπόκεινται στο καθεστώς της "χώρας υποδοχής". Σημειώνουμε, χωρίς να είναι εδώ δυνατόν να σχολιαστεί, ότι οι κανόνες "χώρας προέλευσης" και "χώρας υποδοχής" δεν συμβαδίζουν μεταξύ της νέας αυτής Οδηγίας, της νέας, επίσης, Οδηγίας για την εξ αποστάσεως πώληση χρηματοοικονομικών προϊόντων και της Οδηγίας για το Ηλεκτρονικό Εμπόριο. Τέλος, οι αρμοδιότητες των αρχών της "χώρας υποδοχής" και της "χώρας προέλευσης" περιπλέκονται ακόμη με τα άρθρα 52, 52α και 52β όπου προβλέπεται συναρμοδιότητα σε σημεία και συνεργασία και των δύο εποπτικών αρχών.

#### 4. Υποχρεώσεις σχετικά με την ενημέρωση των μεριδιούχων

Στη νέα Οδηγία η ενημέρωση των μεριδιούχων έχει ιδιαίτερη βαρύτητα, όπως επίσης έχει και ο βαθμός προστασίας τους όπως προκύπτει από τις υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης και τις προϋποθέσεις λειτουργίας τους στις οποίες αναφερθήκαμε αλλά και από το άρθρο 21 που υποχρεώνει την εταιρεία διαχείρισης να χρησιμοποιεί διαδικασία διαχείρισης κινδύνων ώστε "να ελέγχει και να μετρά ανά πάσα στιγμή τον κίνδυνο των θέσεων της και τη συμβολή τους στο γενικότερο προφίλ κινδύνου του χαρτοφυλακίου" και η οποία "να της επιτρέπει την ακριβή και αμερόληπτη αποτίμηση της αξίας των εξωχρηματοιστορικών παράγων μέσων".

Η νέα Οδηγία, μέσα από το άρθρο 27 και το παράρτημα Ι Σχέδιο Γ, εισάγει νέο τύπο Απλοποιημένου Δελτίου το οποίο είναι πολύ φιλικότερο προς τον μεριδιούχο με όλη την απαραίτητη πληροφόρηση για το αμοιβαίο κεφάλαιο με ξεκάθαρο, συνοπτικό και εύκολα κατανοητό κείμενο. Σημειώνουμε ότι υποχρεώσεις για την ενημέρωση των μεριδιούχων με εμφανή τρόπο υπάρχουν και σε τρία άλλα άρθρα της Οδηγίας, το 23 παρ. 3 (αναφορά του ΟΣΕΚΑ σε μετοχές όπου του επιτρέπεται να επενδύσει σε ποσοστό άνω του 35% του ενεργητικού του), και ειδικότερα στο άρθρο 24α, παρ. 2 (επένδυση σε άλλες κατηγορίες εκτός από κινητές αξίες ή μέσα χρηματοαγοράς ή αναπαραγωγή δείκτη) και παρ. 3 (πιθανότητα υψηλής αστάθειας λόγω σύνθεσης χαρτοφυλακίου ή διαχειριστικής τεχνικής).

Το Απλοποιημένο Δελτίο περιέχει τα εξής:

- **Συνοπτική παρουσίαση** του Αμοιβαίου με αναφορά στην Εταιρεία Διαχείρισης, στον Θεματοφύλακα, στον Οργανισμό Ελεγκτή και στον χρηματοοικονομικό όμιλο που έχει επιλεγεί για την προσθήκη του,
- **Επενδυτική πληροφόρηση** με τον ορισμό στόχων του Αμοιβαίου, την επενδυτική πολιτική του και εκτίμηση του βαθμού κινδύνου του, την ιστορική εξέλιξη των επιδόσεων του καθώς και τη σχετική προειδοποίηση ότι αυτές δεν προεξοφλούν τις μελλοντικές του επιδόσεις, τα χαρακτηριστικά του τυπικού επενδυτή όπου απευθύνεται το αμοιβαίο κεφάλαιο,
- **Εμπορική πληροφόρηση** για τον τρόπο αγοράς και εξαγοράς των μεριδιών, για τη μετάβαση από αμοιβαίο σε αμοιβαίο σε περίπτωση ΟΣΕΚΑ με διαφορετικά επενδυτικά τμήματα, για τη διανομή μερισμάτων, για τη συχνότητα και τον τρόπο δημοσίευσης τιμών,
- **Συμπληρωματικές πληροφορίες** για το ενημερωτικό δελτίο και τις ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις, την αρμόδια εποπτική αρχή, και για σημείο επαφής για περαιτέρω εξηγήσεις.

## Εκκαθάριση και Διακανονισμός Τίτλων: Παράμετροι της πολιτικής που διαμορφώνεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Σ. Ν. ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΙΔΟΥ

Τραπεζίνα της Ελλάδος,  
Διεύθυνση Νομοματικής Πολιτικής  
και Τραπεζικών Εργασιών

Την 28.5.2002 δημοσιεύθηκε προς διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη *Ανακοίνωση (Communication) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής*<sup>11</sup> που αναφέρεται στις θεσμικές παρεμβάσεις που κρίνονται αναγκαίες στον τομέα της εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων. Στο κείμενο που ακολουθεί παρουσιάζεται το περιεχόμενο της Ανακοίνωσης σε συνδυασμό με τα βασικά χαρακτηριστικά του περιβάλλοντος της Ευρωπαϊκής αγοράς εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων και τα κύρια σημεία των συζητήσεων που διεξάγονται και των πρωτοβουλιών που αναλαμβάνονται στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

### 1. Βασικοί προσανατολισμοί

Οι βασικοί προσανατολισμοί της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο χώρο της αγοράς κεφαλαίων προοδρίζονται από τον ευρύτερο στόχο της ολοκλήρωσής της, ο οποίος έχει τεθεί σε απόλυτη προτεραιότητα μετά την ολοκλήρωση των αγορών χρήματος και την εισαγωγή του

ευρώ. Στα πλαίσια της επιδίωξης του στόχου αυτοί τα θέματα της υποδομής της κεφαλαιαγοράς βρίσκονται στο επίκεντρο των προβληματισμών στα ευρωπαϊκά fora και στο επίπεδο των συμμετεχόντων στην αγορά. Η αξιοσιμότητα της παραμέτρου των υποδομών εκκαθάρισης και διακανονισμού της αγοράς τίτλων συνδέεται αφενός με τη δυνατότητα διασυνοριακής κινητικότητας των τίτλων στην ΕΕ και, κατ' επέκταση, με τη διαμόρφωση των επιλογών των επενδυτών, αλλά και με την ομαλή διεξαγωγή του φάσματος των συναλλαγών που συνδέονται με τη χρήση ενεχύρου.

Η γενικότερη αύξηση της διασυνοριακής χρησιμότητας τίτλων για ενέχυρο στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, λόγω της διενέργειας των πράξεων νομοματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, της παροχής ενδοημερησίας χρηματοδότησης σε μεγάλα συστήματα πληρωμών (TARGET, CLS), καθώς και της διάδοσης των τυποποιημένων πράξεων με χρήση ασφαλειών, έχουν καταστήσει επιτακτικότερη την ανάγκη ενιαιοποίησης των προϋποθέσεων διακίνησης ενεχύρου και από πλευράς υποδομής.

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής κείμενο αναφοράς στο χώρο αυτόν συνιστά η τελευταία Έκθεση της ομάδας Giovannini<sup>12</sup>, η οποία επισημαίνει την πολυμορφία της υποδομής και αποδίδει σε αυτήν την εμφάνιση εμποδίων στην ολοκλήρωση της κεφαλαιαγοράς, προοδρίζοντας τις βασικές παραμέτρους πολιτικής.

<sup>11</sup> Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο COM(2002)257: Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Κυριότερα προβλήματα και μελλοντικές προκλήσεις. Βρυξέλλες, 28.5.2002. Η περίοδος διαβούλευσης για το κείμενο αυτό έληξε στις 31.8.2002.

<sup>12</sup> European Commission Economic Paper No. 163, Nov. 2001, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union.

Εργαλεία στην κατεύθυνση της ολοκλήρωσης παρέχονται ήδη σε διάφορα επίπεδα της αγοράς, με πρωτοβουλίες για εναρμόνιση διαδικασιών και νομικών σχημάτων για επιμέρους συναλλαγές, αλλά και στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, αφενός μέσω της ενιαίας πολιτικής που εφαρμόζει για το ενέχυρο που χρησιμοποιείται στις πράξεις χρηματοδότησης των αντισυμβαλλομένων με αυτό<sup>9)</sup>, και αφετέρου μέσω της εφαρμογής κριτηρίων αξιολόγησης των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού που χρησιμοποιούνται για την παροχή ενέχυρου στις πράξεις νομιματικής πολιτικής και ενδοημερήσιας χρηματοδότησης.

## II. Τα κεντρικά θέματα της αναζοίνωσης της επιτροπής

Κύρια συνισταμένη των επιδιώξεων της Επιτροπής είναι, όπως προαναφέρθηκε, η ολοκλήρωση της αγοράς συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού, ώστε να υποστηρίζεται αποτελεσματικά η διασυστορική χρήση τίτλων στην ΕΕ. Κρίσιμη παράμετρο συνιστά και σε αυτόν τον τομέα η διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού με την άρση των εμποδίων και την εναρμόνιση του πλαισίου που διέπει τη δραστηριότητα των φορέων που ενεργοποιούνται στην αγορά.

Τα κεντρικά θέματα της Αναζοίνωσης αφορούν κυρίως δύο κύριους πόλους ενδιαφέροντος: την αντιμετώπιση των κινδύνων στα συστήματα και την αγορά γενικότερα και τους κανόνες λειτουργίας και διαχείρισης. Σε ό,τι αφορά το κρίσιμο ζήτημα της δικτυακής αναδιάρθρωσης, η Αναζοίνωση διατείνεται ότι δεν στοχεύει στην υπαγόρευση υποδείγματος της αρχιτεκτονικής της αγοράς, αλλά θεωρεί ότι η εισαγωγή κατάλληλων πλαισίων κανόνων λειτουργίας και εποπτείας μπορεί να λειτουργήσει καθοδηγητικά στην αναδιαμόρφωση του περιβάλλοντος εντός του οποίου παρέχονται υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού, στην κατεύθυνση της εξυπηρέτησης της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων και της επίτευξης

αποτελεσματικότητας. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, επιδίωξη είναι να διατηρηθούν οι κανόνες αυτοί όσο το δυνατόν ουδέτεροι ως προς τις δυνατές επιλογές διάρθρωσης και δικτύωσης.

Το περιεχόμενο της Αναζοίνωσης αναφέρεται αφενός μεν στον προσδιορισμό του αντικειμένου της εκκαθάρισης και του διακανονισμού και στην περιγραφή της κατάστασης της αγοράς και των υφισταμένων εμποδίων στην ολοκλήρωση και τον ανταγωνισμό και αφετέρου στο περιεχόμενο του στόχου της εξασφάλισης ίσων όρων ανταγωνισμού και της λειτουργίας μιας ενιαίας αγοράς. Τέλος, η Αναζοίνωση αναφέρεται στις ενέργειες που προβλέπεται να αναληφθούν από την Επιτροπή και άλλους φορείς στο εγγύς μέλλον.

### Προσδιορισμός του αντικειμένου

Ο όρος “εκκαθάριση και διακανονισμός”, όπως χρησιμοποιείται στο κείμενο της Αναζοίνωσης, περιλαμβάνει μια σειρά διαδικασιών που ακολουθούν την πραγματοποίηση μιας συναλλαγής σε τίτλους ή παράγωγα, εκκινώντας από την επιβεβαίωσή της. Οι διαδικασίες αυτές αφορούν, εκτός από την εκκαθάριση και παράδοση (των τίτλων και του χρηματικού σκέλους), και την τυχόν παρεμβολή του κεντρικού αντισυμβαλλομένου, καθώς και τις υπηρεσίες θεματοφυλακής.

### Θέματα Διάρθρωσης της Αγοράς Εκκαθάρισης και Διακανονισμού Τίτλων

Το γεγονός ότι η εκκαθάριση τίτλων είναι συνυφασμένη με το σκέλος του χρηματικού διακανονισμού είχε στο παρελθόν καθορίσει και την εμβέλεια της

<sup>9)</sup> Σημειώνεται ότι επιδίωξη της πολιτικής του Ευροσυστήματος συνιστά η περαιτέρω εναρμόνιση των κριτηρίων καταλληλότητας του αποδεκτού ενέχυρου, τομέας στον οποίον υπάρχουν διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1  
Οι "πόλοι" των υπηρεσιών εκκαθάρισης στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Euronext	Deutsche Boerse	London Stock Exchange	Borsa Italiana	
Κεντρικός Αντισυμβαλλόμενος	Cleamnet		LCH	CdiCG	
Μέσο Διακανονισμού	Χρήμα Κεντρικής Τράπεζας για διακανονισμό σε ευρώ		Χρήμα Εμπορικής Τράπεζας		
Αποθετήριο Τίτλων	Euroclear	Clearstream	Crest	Monte Titoli	

χρήσης των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού εντός επιμέρους νομισματικών ζωνών. Το σύνθετο φαινόμενο της ύπαρξης ενός κεντρικού συστήματος σε κάθε μια ζώνη, στη βάση ανάλογα διαμορφωμένου θεσμικού πλαισίου, είχε, όπως είναι γνωστό, οδηγήσει σε εικόνα κατακερματισμού της υποδομής της εκκαθάρισης τίτλων στις επιμέρους χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία σε μεγάλο βαθμό διατηρείται<sup>63</sup>, σε συνδυασμό και με κάθετα ολοκληρωμένες διαρθρώσεις μεταξύ συστημάτων εκκαθάρισης-διακανονισμού και διαπραγμάτευσης στις επιμέρους αγορές. Στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας έχουν επέλθει σταδιακές διαφοροποιήσεις στις διασυνοριακές διασυνδέσεις μεταξύ των συστημάτων αυτών<sup>64</sup>, οι οποίες έχουν διαμορφώσει τρεις βασικούς πόλους συγγέντησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, διατηρούμενων όμως και των ανεξάρτητων κάθετα ολοκληρωμένων συστημάτων σε επιμέρους χώρες (βλ. σχετικά το Διάγραμμα 1). Οι φορείς που παρέχουν υπηρεσίες στα πλαίσια αυτής της διάρθρωσης είναι τα εγχώρια αποθετήρια, τα "διεθνή αποθετήρια" (ICSDs) και οι παρέχοντες υπηρεσίες διεθνούς θεματοφυλακίας ("Global Custodians") με δίκτυο υπο-θεματοφυλάκων και πρακτόρων.

Στο περιβάλλον αυτό, κρίσιμος προβληματισμός παραμένει η αναζήτηση της "αποτελεσματι-

κής δικτύωσης" και βρίσκεται σε εξέλιξη ανταγωνισμός μεταξύ διαφόρων φορέων για την απόκτηση επαρκούς όγκου εργασιών που θα μπορεί να οδηγήσει σε "κεντρική θέση" στη νέα διευρυμένη αγορά. Στα πλαίσια αυτά, έχουν συζητηθεί εναλλακτικά υποδείγματα διάρθρωσης της αγοράς<sup>65</sup>, με επίκεντρο προβληματισμού τον εντοπισμό των παραγόντων κόστους διασυνοριακής χρήσης τίτλων για τους συμμετέχοντες στην αγορά και των δυνατοτήτων μείωσής του σε πιο "ανεκτά" επίπεδα<sup>66</sup>. Το αυ-

<sup>63</sup> Η ύπαρξη ενός κεντρικού φορέα εκκαθάρισης και διακανονισμού σε κάθε νομισματική ζώνη (διάρθρωση που χαρακτηρίζει και τις αγορές των ΗΠΑ και Ιαπωνίας) θεωρείται συναρπασμένη με την αποτελεσματικότητα της αγοράς, επιτρέποντας την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και δικτύωσης.

<sup>64</sup> Οι ενοποιήσεις ακολούθησαν σε μεγάλο βαθμό τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια της δεκαετίας 1990-2000 μεταξύ χρηματοπιστωτικών αγορών (A. Cybo-Ottone, C. Di Noia and M.Murgia, Recent Developments in the Structure of Securities Markets, Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2000, Washington DC, Brookings Institution).

<sup>65</sup> Όπως το ονομαζόμενο "hub and spokes" της Euroclear το 1999 ή το υπόδειγμα του πανευρωπαϊκού κεντρικού αντισυμβαλλομένου από το European Securities Forum (Euro CCP: ESF's Blueprint for a Single, Pan-European CCP, White Paper, Dec. 2000).

<sup>66</sup> Ως benchmark γίνεται συνήθως ανιληφτό το επίπεδο κόστους που εκτιμάται για την αγορά τίτλων στις ΗΠΑ (European Central Bank, Consolidation in the Securities Settlement Industry, Monthly Bulletin, Feb. 2000), το οποίο θεωρείται ότι έχει αντίγραφο στο

ξημένο κόστος διασυννοριακής χρήσης τίτλων – σε σχέση με εκείνο της ενδοσυννοριακής χρήσης – συνιστά, πέραν των λοιπών εμποδίων, τον κύριο παράγοντα προβληματισμού. Ορισμένοι φορείς της αγοράς θεωρούν ως κύριους παράγοντες αύξησης του κόστους τους ενδιάμεσους, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και οι τράπεζες που προσφέρουν υπηρεσίες θεματοφυλακής<sup>98</sup>. Σχετική μελέτη εκτιμά το κόστος που συνδέεται με τις υπηρεσίες διεκπεραίωσης της εκκαθάρισης και το μη συγχρονισμό του διακανονισμού στο 40% του συνολικού μετα-συναλλακτικού κόστους<sup>99</sup>, ενώ το μεγαλύτερο βάρος του αυξημένου κόστους έχει θεωρηθεί ότι φέρουν οι εκδότες τίτλων και σε μικρότερο βαθμό οι επενδυτές<sup>100</sup>. Η διερεύνηση, πάντως, των παραγόντων κόστους εκκαθάρισης, που έχει ανατεθεί επίσημα στο CEPS από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή<sup>101</sup>, δεν θεωρείται ότι έχει καταλήξει σε πορίσματα επαρκή για τη διαμόρφωση παραμέτρων πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Κρίνεται πάντως ότι, στην υφιστάμενη υλοδομή συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού, είναι πολύ σημαντικότερη η συνιστώσα του σταθερού κόστους έναντι εκείνης του οριακού, λόγω των μεγάλων κλίμακας επενδύσεων μακροχρόνου ζωής που έχουν πραγματοποιηθεί στα επιμέρους συστήματα<sup>102</sup>, γεγονός που καθιστά τη σχετική αγορά μακροπρόθεσμα υποκειμένη σε συγκεντρώσεις.

Στην υπάρχουσα διάρθρωση, και ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά την αλυσίδα υπηρεσιών διασυννοριακής εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, παρατηρείται στην Ευρωπαϊκή Ένωση εμπλοκή διαφορετικών φορέων του χρηματοπιστωτικού τομέα, πέραν των αποθετηρίων, ώστε το πλέγμα των εμποδίων στην ολοκλήρωση των αγορών να καθίσταται εξαιρετικά σύνθετο. Πολυπλοκότητα υπάρχει και στους παράγοντες κόστους και οφέλους για τους συμμετέχοντες στην αγορά και τους τελικούς χρήστες υπηρεσιών στις συνθήκες της υφιστάμενης διάρθρωσης της διασυννοριακής εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων.

Παράλληλα, παρατηρείται μεταξύ επιχειρήσεων και φορέων ειδικού σκοπού τάση επέκτασης σε

νέες δραστηριότητες που συνδέονται με την εκκαθάριση και το διακανονισμό, με κύριο χαρακτηριστικό τη διασύνδεση των αποθετηρίων και την επέκτασή τους στην παροχή υπηρεσιών θεματοφυλακής, τη διενέργεια διακανονισμού από θεματοφυλάκες και την παροχή υπηρεσιών πιστώσεων και δανεισμού τίτλων από τα ονομαζόμενα “διεθνή αποθετήρια” σε συνεργασία με τα εγχώρια. Το φαινόμενο αυτό εγείρει θέματα εναρμονισμένου πλαισίου κανόνων και τήρησης προτύπων από τους παρέχοντες υπηρεσίες στο χώρο της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, ώστε να διασφαλίζεται στο μέγιστο δυνατό βαθμό η ασφάλις λειτουργία, η διαφάνεια στους κανόνες των συναλλακτικών διαδικασιών, η σταθερότητα των αγορών και τα συμφέροντα των επενδυτών και των χρηστών ενεχύρου.

Επιπλέον, η μετάβαση προς μια ολοκληρωμένη αγορά δημιουργεί περιβάλλον υψηλών απαιτήσεων ως προς τη διαχείριση κινδύνων αλλά και δυνατότητες εκμετάλλευσης μονοπωλιακών συνθηκών και, για το λόγο αυτό, θεωρείται αναγκαία η ανάπτυξη πλαισίου ασφάλειας και αποτελεσματικότητας των νέων συστημάτων που σχηματίζονται από τις αναδιαρθρώσεις<sup>103</sup>.

επίπεδο των χρεώσεων για τις μετα-συναλλακτικές υπηρεσίες. Η μέση χρέωση ανά συναλλαγή στην Ευρώπη έχει εκτιμηθεί ότι φθάνει σε ύψος το τριπλάσιο έως πενταπλάσιο από ό,τι στις ΗΠΑ (*J. Domowitz, J. Glen and A. Madhavan, Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs across Countries and over Time, International Finance 4, No. 2, Summer 2001*).

<sup>98</sup> *S. Dobb, C. Thompson and A. Warr, Cross-border securities clearing and settlement – the case for improved efficiency, The Journal Price Waterhouse Coopers, Aug. 2002.*

<sup>99</sup> Μελέτη της Clearstream, όπως εμφανίζεται στο *Securities Industry News, 10.9.2001.*

<sup>100</sup> *Don Cruckshank* (Chairman, London Stock Exchange), στο *European Harmonisation of Cross-Border Settlement Conference, 21.3.2002.*

<sup>101</sup> Τα πρώτα πορίσματα της διερεύνησης αυτής χρησιμοποιήθηκαν για τη σύνταξη της Έκθεσης Giovanniini.

<sup>102</sup> *L. Goldberg, J. Kambhu, J. Mahoney, L. Radecki and A. Sarkar, Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, April 2002 και European Central Bank 2000, op. cit.*

<sup>103</sup> *L. Goldberg et. al, 2002, op. cit.*



### Θέματα Πρόσβασης

Η Επιτροπή εκφράζει μέσω της υποστήριξης του στόχου της διασφάλισης ίσων όρων ανταγωνισμού την πρόθεσή της να προχωρήσει σε προτάσεις που αφορούν θέματα πρόσβασης στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού. Οι προτάσεις θα διαμορφωθούν προς την κατεύθυνση της "γενικευμένης πρόσβασης", δηλαδή της διασφάλισης της δυναμότητας χρησιμοποίησης των συστημάτων από όλες τις αγορές, τους παρέχοντες υπηρεσίες υποδομής και τους χρήστες υπηρεσιών. Ένα πρώτο βήμα στην κατεύθυνση αυτή θεωρήθηκε ότι μπορεί να πραγματοποιηθεί με την προτεινόμενη τροποποίηση της Οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (93/22/ΕΟΚ) η οποία, σύμφωνα με τα διαμορφωμένα μέχρι σήμερα υπό διαβούλευση κείμενα<sup>16</sup>, θα προβλέπει τη δυνατότητα ελεύθερης επιλογής συστήματος για την παροχή μετα-συναλλακτικών υπηρεσιών, ανεξάρτητα από το σύστημα διαπραγματεύσεως στο οποίο πραγματοποιείται η συναλλαγή.

Διατάξεις αυτής της φύσεως στην Οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες έχει γίνει αντίληπτο ότι δεν μπορούν να οδηγήσουν σε περιβάλλον ίσων όρων ανταγωνισμού εάν δεν συμπληρωθούν από κανόνες εναρμόνισης διαμορφωμένους με προσέγγιση ανάλογη εκείνης που ακολουθήθηκε στο χώρο των τραπεζικών υπηρεσιών, ο οποίος θεωρείται ότι έχει αποκτήσει τα βασικά χαρακτηριστικά ενός πραγματικά ενιαίου χώρου δράσης<sup>15</sup>.

Εκτιμώντας από αυτή τη βάση, η Ανακοίνωση προσδιορίζει το αντικείμενο ενός κοινοτικού πλαισίου στον άξονα του ορισμού του είδους των υπηρεσιών - αποχωρίζοντας ή εξειδικεύοντάς τις από το σώμα των επενδυτικών υπηρεσιών της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ - μέσω της υιοθέτησης ενός κοινά αποδεκτού κατάλογου δραστηριοτήτων που τίθενται υπό καθεστώς ρυθμίσεων. Ο προσδιορισμός αυτού του άξονα ως βασικής συνιστώσας ενός κοινοτικού πλαισίου συνιστά αναγνώριση της "λειτουργικής προσέγγισης" ("functional approach") των ρυθμίσεων για τις υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού.

### Η "λειτουργική προσέγγιση"

Η αναγνώριση της αναγκαιότητας προσέγγισης στη βάση των λειτουργιών των δραστηριοποιούμενων στην εκκαθάριση φορέων (και όχι στη βάση της "θεσμικής" ιδιότητας των ιδρυμάτων ή επιχειρήσεων που είχε οριστεί κατά την αδειοδότησή τους<sup>16</sup>) αφενός δικαιολογείται από την επιδίωξη αναλογικότητας με προσεγγίσεις που έχουν ακολουθηθεί σε άλλους τομείς της κοινοτικής νομοθεσίας, αλλά κυρίως απορρέει από τον τρόπο δραστηριοποίησης των φορέων της αγοράς που εμπλέκονται στην εκκαθάριση και το διακανονισμό στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το κύριο χαρακτηριστικό των φορέων αυτών στη διάρκεια των τελευταίων χρόνων είναι, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η αυξανόμενη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων τους σε μεγάλο εύρος υπηρεσιών. Σημειώνεται ότι η τάση αυτή της αυξανόμενης διαφοροποίησης έρχεται σε αντίθεση με την εικόνα της αγοράς των ΗΠΑ, όπου οι φορείς παροχής υπηρεσιών στο χώρο της εκκαθάρισης και διακανονισμού διατηρούν χαρακτηριστικά εξειδίκευσης<sup>17</sup>.

Το περιεχόμενο της Ανακοίνωσης της Επιτροπής δεν εξειδικεύει τις παραμέτρους της υιοθετού-

<sup>15</sup> Η σχετική πρόταση Οδηγίας αναμένεται να δημοσιοποιηθεί στο τέλος του έτους 2002.

<sup>16</sup> Κύριο μέσο διασφάλισης εναρμονισμένου περιβάλλοντος δράσης στις τραπεζικές υπηρεσίες αποτέλεσε μια σειρά κοινοτικών Οδηγιών που έχουν κωδικοποιηθεί στην Ενιαία Τραπεζική Οδηγία 2000/12/ΕΟΚ (Επίσημη Εφημ. L126, 26.5.2000, όπως τροποποιήθηκε με την Οδηγία 2000/28/ΕΟΚ, Επίσημη Εφημ. L275, 27.10.2000).

<sup>17</sup> Ορισμένες εθνικές νομοθεσίες, όπως π.χ. η γαλλική, αντιμετωπίζουν τα ιδρύματα παροχής υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού ως πιστωτικά ιδρύματα για τα οποία χορηγείται άδεια λειτουργίας στα πλαίσια της τραπεζικής νομοθεσίας.

<sup>18</sup> Ένα παράδειγμα είναι η παροχή από τα "clearing houses" που λειτουργούν σε κράτη μέλη της ΕΕ υπηρεσιών εκκαθάρισης σε μεγάλο εύρος χρηματοπιστωτικών προϊόντων αλλά και μεταξύ προϊόντων, περιλαμβανομένων και εργασιών που προσφέρονταν στο παρελθόν από τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού. Αντίθετα, τα γραφεία εκκαθάρισης των CME και NYMEX και το BOTCC στις ΗΠΑ ενεργούν ως κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι κυρίως για τα προϊόντα που συνιστούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στα αντίστοιχα χρηματιστήρια.

## Πλευρές του θεσμικού πλαισίου των συστημάτων εκκαθάρισης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τις ΗΠΑ

	ΗΠΑ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ
<p><b>Συστήματα Εκκαθάρισης και Διακανονισμού</b></p>	<p>Εγγραφή των φορέων εκκαθάρισης από την SEC</p> <p>Συγκέντρωση των εργασιών εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων (χρηματοπιστωτικών και, σε σημαντικό ποσοστό, OTC) στον όμιλο εταιρειών DTCC. Ειδικό γραφείο εκκαθάρισης για συναλλαγές επί δικαιωμάτων προτιμήσεων που είναι εισηγμένα σε περισσότερα χρηματιστήρια.</p> <p>Γραφεία εκκαθάρισης εγκεκριμένα από την SEC, την CFTC ή εποπτική αρχή τραπεζών δύνανται να παρέχουν υπηρεσίες για επιμέρους τύπους συναλλαγών OTC.</p> <p>Ειδικότερη κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ SEC και CFTC για την εκκαθάριση και διακανονισμό των παρεργιών.</p>	<p>Οι προϋποθέσεις και αρμοδιότητες εγγραφής εξαρτώνται από τα εγχώρια θεσμικά πλαίσια.</p> <p>Ιστορική παράδοση οργάνωσης της εκκαθάρισης σε αποκεντρωμένη βάση.</p> <p>Αξιολόγηση των συστημάτων εκκαθάρισης από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών υπό την ιδιότητα του χρήστη.</p>
<p><b>Θεσμικό Πλαίσιο για την κατάθεση ενεχύρου</b></p>	<p>Ανεπίσημη εναρμόνιση των διατάξεων των εμπορικών νόμων για την παροχή ενεχύρου σε συναλλαγές επί τίτλων και παραγώγων μέσω της υιοθέτησης του Ενιαίου Εμπορικού Νόμου.</p> <p>Εγγραφή των κανόνων των γραφείων εκκαθάρισης από αρμόδιες ομοσπονδιακές αρχές με επιδίωξη την εναρμόνισή τους.</p> <p>Νομικά κενά σε ορισμένες περιπτώσεις διμερών συναλλαγών.</p>	<p>Ελάχιστο επίπεδο εναρμόνισης του πλαισίου παροχής ενεχύρου σε συστήματα διακανονισμού μέσω της Settlement Finality Directive.</p> <p>Ελάχιστο επίπεδο εναρμόνισης σε διμερείς διασυνοριακές συναλλαγές μέσω της Οδηγίας για το Ενεχύρο.</p>

μηνής “λειτουργικής” προσέγγισης, αλλά η ανάγκη ύπαρξης συνάφειας των υπό εξέταση ρυθμίσεων με το υπόλοιπο κοινοτικό πλαίσιο στο χώρο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών υποδηλώνει τη διατήρηση και ορισμένου βαθμού “θεσμικής” προσέγγισης. Με αυτά τα δεδομένα, βασικά συστατικά της κοινοτικής πολιτικής στο χώρο της εκκαθάρισης και διακανονισμού, όπως αναφέρονται στην Ανακοίνωση, θα είναι η υιοθέτηση καθεστώς ενιαίας άδειας λειτουργίας των προσώπων που παρέχουν επιμέρους υπηρεσίες, ή συνδυασμούς τους, και η θεσμοθέτηση κανόνων εποπτείας και επίβλεψης, με την έννοια των κεφαλαιακών απαιτήσεων, των

τεχνικών διαχείρισης κινδύνων αλλά και των λειτουργικών προτύπων.

### Νομικά ζητήματα

Τα εμπόδια νομικής φύσεως που, σε κάποιο βαθμό, έχουν αναφερθεί στην Έκθεση Giovannini, αφορούν κυρίως τη διασυνοριακή χρήση τίτλων, δεδομένης της αυξανόμενης πίεσης από την πλευρά των αγορών προς την κατεύθυνση της δυνατότητας χρήσης ενεχύρου μέσω ενός μοναδικού “pool” για πράξεις μέσα στην ενιαία αγορά. Η αρχή της εφω-

μογής του κανονιστικού πλαισίου του κράτους μέλους του συστήματος καταχώρησης του τίτλου (PRIMA), που έχει υιοθετηθεί στην Οδηγία για το Αμετάκλητο του Διακανονισμού<sup>118</sup> και στην Οδηγία για τις Χρηματοοικονομικές Ασφάλειες<sup>119</sup>, θα χρειασθεί να επεκταθεί σε μεγαλύτερη εμβέλεια συναλλαγών της αγοράς τίτλων<sup>120</sup>.

Η αντιμετώπιση της ποικιλομορφίας των νομικών πλαισίων που αφορούν τις κινητές αξίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση συνιστά εξαιρετικά σύνθετο ζήτημα που δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστεί από ένα κοινοτικό κείμενο κάτω από τις υφιστάμενες συνθήκες. Ως προς το ζήτημα αυτό, η Ανακοίνωση διατυπώνει τη σκέψη της δημιουργίας ενός "Ενιαίου Κώδικα Τίτλων". Υπονοώντας την υιοθέτηση του προτύπου του Uniform Securities Code των ΗΠΑ, η Ανακοίνωση στο σημείο αυτό κατ' ουσίαν προτείνει τη δημιουργία ενός άτυπου κειμένου το οποίο να μπορεί να λειτουργεί ως "Οδηγός" για τις αγορές. Το ίδιο το κείμενο της Ανακοίνωσης, όμως, αναγνωρίζει τη δυσχέρεια ενός τέτοιου εργαλείου, καθιστώντας εμφανή την επιφυλακτικότητα της Επιτροπής ως προς την εφαρμοσιμότητα άτυπων "κωδίκων" στη θέση κανονιστικών διατάξεων στο Ευρωπαϊκό περιβάλλον. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις ΗΠΑ παραμένουν νομικής φύσεως δυσχέρειες ή ακάλυπτες περιοχές, παρά τη γενικότερη υιοθέτηση του Κώδικα<sup>121</sup>.

### Η ισορροπία κόστους-οφέλους στη διαδικασία ολοκλήρωσης

Τα επιχειρήματα υπέρ της ενοποίησης και συγκέντρωσης της υποδομής της εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ στηρίζονται, όπως προαναφέρθηκε, στη βασική θεώρηση ότι η αγορά αυτή χαρακτηρίζεται από υψηλό σταθερό κόστος και, κατά συνέπεια, συνιστά την κατ' εξοχήν, από θεωρητική άποψη, αγορά, όπου οι ενοποιήσεις θα αύξαναν την αποτελεσματικότητά της, ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον ενιαίου νομίσματος και γενικότερης εν-

θάρρυνσης της ολοκλήρωσης της αγοράς. Στο υπόβαθρο του επιχειρήματος βρίσκονται κάποια χαρακτηριστικά του υποδείγματος αγοράς των ΗΠΑ. Η ενθάρρυνση κάθε μορφής ενοποιήσεων, όμως, ενέχει τον κίνδυνο στρέβλωσης των συνθηκών ανταγωνισμού, ιδιαίτερα σε περιβάλλον όπου δεν έχει προηγουμένως υιοθετηθεί πλαίσιο κανόνων και ο έλεγχος των φορέων υποδομής απομακρύνεται, λόγω της μετοχοποίησής τους, από τους χρήστες των υπηρεσιών.

Η ανησυχία αυτή περιλαμβάνεται στο κείμενο της Ανακοίνωσης της Επιτροπής, όπου αναφέρονται και οι κίνδυνοι που είναι δυνατόν να προκύψουν όσον αφορά την υγιή λειτουργία της αγοράς:

- η πιθανότητα εφαρμογής διακριτικής πολιτικής τιμολογήσεων ή διαφορετικών προϋποθέσεων σε ομοειδείς συναλλαγές,
- η διαμόρφωση καθτοποιημένων διαρθρώσεων, που μπορεί να οδηγήσει σε πολιτική υπερτιμολογήσεων και σε περιορισμούς στην ελεύθερη επιλογή συστήματος και
- η πιθανή σύναψη αποκλειστικών συμφωνιών μεταξύ αγορών και συστημάτων εκκαθάρισης, η οποία θα λειτουργούσε αρνητικά στο ανταγωνιστικό περιβάλλον.
- Ως πρόσθετος παράγοντας που ενισχύει τις ανησυχίες αυτές που διατυπώνονται στην Ανακοίνωση μπορεί να θεωρηθεί η μετοχοποίηση των χρηματιστηρίων και των συστημάτων υποδομής, έτσι ώστε, ιδιαίτερα στην περίπτωση μεγάλης διασποράς μετοχών, οι "κάτοχοι" των συστημάτων να μην φέρουν το κόστος των επι-

<sup>118</sup> Οδηγία 98/26/ΕΟΚ, 19.5.1998, Επ.Εφημ. L166.

<sup>119</sup> Οδηγία 2002/47/ΕΚ, 6.6.2002 για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες, Επ.Εφημ. L168/43, Ιούνιος 2002.

<sup>120</sup> Το ζήτημα αυτό συνιστά κεντρικό θέμα των διαπραγματεύσεων που διενεργούνται στα πλαίσια της προτεινόμενης Σύμβασης της Χάγης για τα δικαιώματα επί των έμμεσα διαπραγματευόμενων τίτλων.

<sup>121</sup> D. Russo, T. Hart, A. Schoenenberger, The Evolution of Clearing and Central Counterparty Services for Exchange-Traded Derivatives in the United States and Europe: A Comparison, *European Central Bank Occasional Paper Series* No.5, September 2002.

πώσεων της ενδεχόμενης μονοπωλιακής συμπεριφοράς του συστήματος και παράλληλα, ως μέτοχοι, να στοχεύουν, κυρίως, στην πραγματοποίηση κερδών<sup>223</sup>.

Για την αντιμετώπιση θεμάτων αυτής της φύσεως, η Επιτροπή αναφέρει ότι βρίσκεται στη διαδικασία περαιτέρω έρευνας που περιλαμβάνει μεγάλο εύρος συμμετεχόντων στην αγορά, συμπεριλαμβανομένων και των πιστωτικών ιδρυμάτων, με σκοπό να εξειδικεύσει περισσότερο τα θέματα ανταγωνισμού που θα χρειαστεί να αντιμετωπιστούν σε ένα περιβάλλον ανοιχτής πρόσβασης και πλήρους δια-λειτουργικότητας των συστημάτων. Πάντως στην Ανακοίνωση δεν διευκρινίζεται εάν στις νομοθετικές παρεμβάσεις που σχεδιάζονται θα περιλαμβάνονται και διατάξεις για τα θέματα αυτά.

Παράλληλα, η εισαγωγή κανόνων διαχείρισης κινδύνων και λειτουργικών προτύπων, σε συνδυασμό με ένα πιθανότατα δυναδικό σύστημα εποπτείας-επίβλεψης των συστημάτων, μπορούν να εξασφαλίσουν την ασφάλεια και την ελαχιστοποίηση της πιθανότητας αναταράξεων σε κρίσιμες λειτουργίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

### Υιοθέτηση Προτύπων

Τα πρότυπα λειτουργίας των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού, η αναγκαιότητα των οποίων είχε αναγνωρισθεί αρχικά από την Ομάδα των 30 (Group of Thirty), που εισήγαγε και τις πρώτες συστάσεις μετά την κρίση του 1987<sup>224</sup>, συνιστούν, σύμφωνα με την Ανακοίνωση, συστατικό μέρος των κανόνων. Πρότυπα με βάση τα νεότερα δεδομένα έχουν διαμορφωθεί στα πλαίσια εγχειρήματος που αναλήφθηκε από κοινού από την Επιτροπή για τα Συστήματα Πληρωμών και Διακανονισμού (CPSS), που λειτουργεί υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, και της IOSCO και έχουν λάβει τη μορφή "συστάσεων"<sup>225</sup>.

Οι συστάσεις αυτές, που διαμορφώθηκαν μετά

και από διαβουλεύσεις με τους φορείς της αγοράς, χρησιμοποιούνται ως βάση διαμόρφωσης προτύπων και κανόνων λειτουργίας και εποπτείας των συστημάτων στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης τα οποία θα περιληφθούν στο θεσμικό πλαίσιο που θα διαμορφωθεί. Ο καθορισμός των κανόνων αυτών έχει ανατεθεί από κοινού στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητοπιστικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR). Ενδεικτική αναφορά στο πιθανό περιεχόμενο τους γίνεται σε παράρτημα της Ανακοίνωσης της Επιτροπής.

Οι κανόνες αυτοί προβλέπεται να περιλαμβάνουν κυρίως τα ακόλουθα:

- Προϋποθέσεις ελεύθερης πρόσβασης χωρίς νομικά ή τεχνικά εμπόδια μέσω:
  - Γ της υιοθέτησης κοινών προτύπων επικοινωνίας τόσο μεταξύ συστημάτων όσο και μεταξύ συστημάτων με τους χρήστες τους,
  - Γ της εναρμόνισης των κανόνων που αφορούν εταιρικές πράξεις και
  - Γ της άρσης περιορισμών που αφορούν τη χρήση πολλαπλών συστημάτων.
- Πλαίσιο λειτουργίας των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, με την εισαγωγή κανόνων διαχείρισης κινδύνων, ενιαίου πλαισίου αδειοδότησής τους και υποδείγματος εποπτείας τους. Σε σχέση με το θέμα αυτό, σημειώνεται η γενικότερη τάση δημιουργίας κεντρικών αντισυμβαλλομένων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η υποστήριξη του υποδείγματος ενός κεντρικού αντισυμβαλλομένου από θεσμικούς παράγοντες της αγοράς. Στη διαμόρφωση κανόνων για τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους έχει συμβάλει και η εργασία για τα πρότυπα διαχείρισης

<sup>223</sup> Goldberg et al., 2002, *op. cit.*

<sup>224</sup> The Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, 1989.

<sup>225</sup> Report of the CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems, Recommendations for Securities Settlement Systems, Nov. 2001.

### Ενδεικτική αναφορά νομοθετικών παρεμβάσεων στο υφιστάμενο κοινοτικό θεσμικό πλαίσιο

\*\*\*

**Οδηγία για το Αμετάκλητο του Διακανονισμού (98/26/ΕΚ):** εναρμόνιση κανόνων (κριτηρίων αδειοδότησης, αρμοδίων αρχών κ.λπ.) αναγνώρισης συστημάτων για σκοπούς εφαρμογής των διατάξεων της Οδηγίας.

**Οδηγία για την κεφαλαιακή επάρκεια (93/6/ΕΟΚ, Άρθρο 2 παρ. 9):** εναρμόνιση κανόνων μεταχείρισης των ανομιγμάτων σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους, συστήματα διακανονισμού και θεματοφύλακες σε συνδυασμό με τον προσδιορισμό της έννοιας του "αναγνωρισμένου γραφείου εκκαθάρισης" και υπαγωγή του σε καθιερωθείσες εποπτείες με βάση τη λειτουργική προσέγγιση.

**Οδηγία 98/33/ΕΚ (για το συντελεστή φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, τροποπ. της 89/647/ΕΟΚ):** η δυνατότητα μη συνυπολογισμού του κινδύνου αντισυμβαλλομένου στις κεφαλαιακές απαιτήσεις στην περίπτωση εξωχρηματοπιστωτικών συμβολαίων με κεντρικό αντισυμβαλλόμενο (που ισχύει μέχρι το 2006) θα πρέπει να διευκρινισθεί εάν ισχύει και διασυννορικά, δηλ. πέραν της χώρας στην οποία έχει αναγνωρισθεί ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος. (Το ζήτημα αυτό θα αντιμετωπιστεί σε σχέση με την εναρμόνιση των ρυθμίσεων για τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους).

**Οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (93/22/ΕΟΚ):** η παρέμβαση αφορά την εξασφάλιση δυνατότητας ελεύθερης επιλογής συστήματος εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων εκ μέρους των επενδυτών (με το σημερινό πλαίσιο παρέχεται μέσω του διαφετηρίου των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών η δυνατότητα πρόβισης στις σχετικές υπηρεσίες, χωρίς όμως να αντιμετωπίζεται το ζήτημα της επιλογής συστήματος σε σχέση με την εκάστοτε πλεονεξία διαπραγματεύσης).

κινδύνων από την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Γραφείων Εκκαθάρισης Κεντρικών Αντισυμβαλλομένων.

- Εναρμονισμένα κριτήρια προσδιορισμού και αδειοδότησης των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού και καθορισμός κοινά αποδεκτών κριτηρίων αναγνώρισής τους για τους σκοπούς εφαρμογής της Οδηγίας για το Αμετάκλητο του Διακανονισμού<sup>(25)</sup>.
- Διασφάλιση του αμετάκλητου ενδοημερησίων πράξεων μεταξύ συστημάτων.
- Εναρμόνιση των περιόδων και των κύκλων διακανονισμού μεταξύ συστημάτων.
- Κατοχύρωση του διαχωρισμού των περιουσιακών στοιχείων των πελατών.
- Ενιαίοι κανόνες και προϋποθέσεις για τις συναλλαγές δανεισμού τίτλων.
- Ενισχυμένα κριτήρια ασφαλούς επιχειρησιακής λειτουργίας.
- Εξασφάλιση της απουλοποίησης ή αζινητοποίησης των τίτλων.
- Εναρμόνιση των πρακτικών έκδοσης με παράλληλη απλοποίηση των σχετικών διαδικασιών.

Στο εγγύς μέλλον θα παρουσιασθεί και Έκθεση που επεξεργάζεται η Ομάδα των 30 (Group of Thirty) σχετικά με τις πιθανές εξελίξεις στη διάρθρωση της

διεθνούς αγοράς εκκαθάρισης και διακανονισμού, η οποία προβλέπεται να περιέχει κατευθύνσεις που μπορούν να υποβοηθήσουν το έργο της Επιτροπής στη σύνταξη σχετικών προτάσεων για νομοθετικές παρεμβάσεις. Και η εργασία αυτή στηρίζεται επίσης στις γενικές συστάσεις που διαμορφώθηκαν στο επίπεδο της CPSS και της IOSCO.

#### Μέσα χρηματικής εκκαθάρισης

Παράλληλα με την Ανακοίνωση, εξετάζεται σε διάφορα επίπεδα το θέμα του οφέλους της χρηματικής εκκαθάρισης των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού. Κεντρικό σημείο στη σχετική συζήτηση συνιστά η σκοπιμότητα διενέργειας της εκκαθάρισης απευθείας σε χρήμα κεντρικής τράπεζας σε αντιδιαστολή με τη χρήση χρήματος εμπορικών τραπεζών, με τον εντοπισμό κινδύνων και άλλων παραμέτρων που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εκκαθάρισης και τη λειτουργία τους στις αγορές.

<sup>(25)</sup> Σημειώνεται ότι το υφιστάμενο πλαίσιο επιτρέπει "θεσμική προσέγγιση" στην ένταξη συστημάτων για σκοπούς εφαρμογής του Αμετάκλητου, ενώ, σύμφωνα με την Ανακοίνωση, το επιθυμητό είναι να διαμορφωθεί καθιερωθεί επί τη βάση "λειτουργικής" αξιολόγησης των συστημάτων.



Η σκοπιμότητα της εισαγωγής μηχανισμού απευθείας χρησιμοποίησης χρήματος κεντρικής τράπεζας είναι μεταξύ των θεμάτων που βρίσκονται υπό συζήτηση σε διεθνή fora, ενώ συζητούνται και προϋποθέσεις που θα μπορούσαν να θεσμοθετηθούν σε σχέση με εναλλακτικούς μηχανισμούς χρηματικής εκκαθάρισης. Στα πλαίσια της διαμόρφωσης προτύπων υποδομής της αγοράς, το θέμα αυτό αντιμετωπίζεται υπό την προσωπική της εξασφάλισης της δυνατότητας χρησιμοποίησης χρήματος κεντρικής τράπεζας ως ενός τουλάχιστον εναλλακτικού μέσου χρηματικής εκκαθάρισης.

### III. Συμπερασματικά σχόλια

Οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα της υποδομής της κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα των υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού, στα πλαίσια που αναγράφονται από την Ανακοίνωση της Επιτροπής, έχουν τεθεί σε άμεση προτεραιότητα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με ενεργή συμβολή τόσο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών όσο και φορέων της αγοράς. Οι ελλείψεις των προβλεπόμενων αλλαγών θα είναι προς την κατεύθυνση της εξυπηρέτησης του ευρύτερου συνόλου των χρηστών των εν λόγω υπηρεσιών, με έμφαση στη διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών, και της δημιουργίας ενιαίου περιβάλλοντος δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων που παρέχουν τις υπηρεσίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Επιπλέον, η θεσμοθέτηση πλαισίου εποπτείας ορισμένων δραστηριοτήτων με βάση τη λειτουργική προσέγγιση, συμπεριλαμβανομένης και της θεματοφυλακής, καθιστά πιο σύνθετο το περιβάλλον εποπτείας των επιχειρήσεων εκείνων που μέχρι σήμερα είτε δεν υπόκεινται σε καθεστώς αδειοδότησης και εποπτείας είτε η θεσμικά κατοχυρωμένη ιδιότητά τους τους εξασφαλίζει καθεστώς απλουστευμένων ή αποσπασματικών κανόνων εποπτείας και επίβλεψης.

Το ζεζιμένο της Ανακοίνωσης της Επιτροπής συνιστά μια πρώτη προσέγγιση των θεμάτων στα οποία κρίνονται σκοπίμες νομοθετικές παρεμβάσεις σε κοινοτικό επίπεδο. Αναμένεται σε επόμενο στάδιο να επαναπροσδιοριστούν ή και να εξειδικευτούν οι παράμετροι πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αφού ληφθούν υπόψη τα συμπεράσματα των φορέων της αγοράς, μετά την ανταπόκρισή τους στη διαδικασία διαβούλευσης που ολοκληρώθηκε τον Αύγουστο του 2002. Η Έκθεση της Ομάδας των 30 (Group of Thirty) αναμένεται να συμβάλει, επίσης, στη σαφηνισμό των τάσεων των αγορών, ενώ βασικό στήριγμα στην προώθηση του έργου της Επιτροπής θα αποτελέσουν αφενός η από κοινού εργασία της CESR με το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και αφετέρου η επόμενη έκθεση της Ομάδας Giovannini, η οποία στοχεύει στην εξειδίκευση των θεμάτων και στον καθορισμό προτεραιοτήτων.