

Η ΚΟΙΝΟΤΙΚΗ ΟΔΗΓΙΑ MiFID

Σοφία Παγώνη, Γεώργιος Μπλάνας
ΤΕΙ Λάρισας

Περίληψη

Η πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) για την ολοκλήρωση της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς, η έλευση του Ευρώ, η τεχνολογία, έχουν μεταβάλλει ριζικά το γνώριμο χρηματοοικονομικό σκηνικό. Η σημαντική αυτή τάση πραγματοποιείται με την έκδοση και θέση σε ισχύ των κοινοτικών οδηγιών, η εφαρμογή των οποίων εισάγει νέα δεδομένα στις εθνικές νομοθεσίες και στις αγορές των επιμέρους κρατών μελών. Η οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων 2004/39/ΕΚ, γνωστή ως MiFID, αποτελεί θεμελιώδες νομοθέτημα για τις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές. Η επαρκής προστασία των επενδυτών, η εύρυθμη λειτουργία των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών βάσει κανόνων που ρυθμίζουν τόσο τις χρηματιστηριακές συναλλαγές όσο και τις συναλλαγές εκτός οργανωμένων αγορών, η διευκόλυνση της χρήσης της ενιαίας άδειας (του Ευρωπαϊκού διαβατηρίου) για τις ΕΠΕΥ και η παροχή υπηρεσιών σε διασυνοριακή κλίμακα χωρίς εμπόδια, αποτελούν τους κύριους στόχους της εν λόγω οδηγίας.

Λέξεις Κλειδιά: Αγορά Χρηματοπιστωτικών Μέσων, Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), Οδηγία, Χρηματιστήριο, Επενδυτής

Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη έγινε με αφορμή την πρόσφατη ψήφιση και θέση σε ισχύ του **Νόμου 3606/2007** (ΦΕΚ Α΄ 195/17-8-2007) για τις «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις». Με τον νόμο αυτό ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η Κοινοτική Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, γνωστή ως **MiFID**- τα αρχικά των λέξεων Markets in Financial Instruments Directive- Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων.

Η Οδηγία αυτή εντάσσεται σε μια σειρά οδηγιών, που μεταφέρθηκαν-ενσωματώθηκαν στο ελληνικό δίκαιο την τελευταία τριετία¹, στα πλαίσια του Κοινοτικού Σχεδίου Δράσης για τις χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan -FSAP). Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η παρουσίαση καταρχήν των στόχων της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη δημιουργία ενιαίας χρηματαγοράς, της ειδικής νομοθετικής διαδικασίας που εφαρμόζεται στον χρηματοοικονομικό τομέα για την έκδοση των κοινοτικών οδηγιών και στη συνέχεια η συνοπτική παρουσίαση των νέων κοινοτικών οδηγιών για την κεφαλαιαγορά, που ενσωματώθηκαν στην ελληνική νομοθεσία. Στο ειδικό μέρος, ακολουθεί η παρουσίαση και ανάλυση της οδηγίας MiFID, η οποία αποτελεί μία από τις σημαντικότερες ευρωπαϊκές θεσμικές εξελίξεις στον χρηματοοικονομικό χώρο, αλλά και ιδιαίτερα σημαντική τροποποίηση-κωδικοποίηση του ελληνικού νομικού καθεστώτος που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, τη διενέργεια χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών εντός και εκτός των εθνικών συνόρων, στοχεύοντας στην διεύρυνση των ορίων και στην ασφάλεια των συναλλαγών και κυρίως στην ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.

Γενικά

¹ Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (ΔΕΕΤ), 2007, τεύχος 49, σελ. 40επ.

Για την Ευρωπαϊκή Ένωση (στο εξής Ε.Ε.), η ενοποίηση των αγορών αξιών και η δημιουργία ενός ομοιόμορφου κανονιστικού πλαισίου λειτουργίας, αποτελεί επιτακτική ανάγκη και βασική προτεραιότητα, ώστε να μπορέσει αυτή να ανταποκριθεί στους νέους ανταγωνιστικούς ρυθμούς εξέλιξης. Γι' αυτό καταβάλλει σημαντική προσπάθεια για συνένωση των αγορών, η οποία διευκολύνεται από τις εξελίξεις στην τεχνολογία, την υιοθέτηση ενιαίου νομίματος, τη μείωση του τηλεπικοινωνιακού κόστους και την τυποποίηση των προϊόντων. Η ενιαία αγορά των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θα μείωνε το κόστος, θα βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα και θα καθιστούσε τους φόβους εταιρικών ατασθαλιών, αφού ο συντονισμός των εποπτικών αρχών θα αναβαθμιζόταν σημαντικά. Στα πλαίσια της προσπάθειας αυτής, την τελευταία δεκαετία, η Ε.Ε. έχει αναλάβει μια σειρά από πρωτοβουλίες από τις οποίες προκύπτει καθαρά όχι απλά η πολιτική της θέση, αλλά η επιτακτική ανάγκη για ομογενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστηριακού συστήματος. Αξίζει να αναφερθούν:

-Το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan-FSAP) που υιοθέτησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 11/5/1999, με στόχο την επίτευξη της αποτελεσματικής ολοκλήρωσης της εσωτερικής ευρωπαϊκής αγοράς στον χρηματοοικονομικό τομέα² και

-Η δημιουργία Επιτροπής Σοφών (Wise Men Committee)³ για τις κανονιστικές διατάξεις των ευρωπαϊκών αγορών αξιών με πρόεδρο τον Α. Lamfalussy. Η επιτροπή παρουσίασε τα αρχικά της συμπεράσματα στο Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) στις 27/11/2000 και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 7-10/12/2000 στη Νίκαια. Η τελική εισήγηση της επιτροπής ολοκληρώθηκε στα μέσα Φεβρουαρίου 2001 και έγινε αποδεκτή από το ECOFIN στις αρχές Μαρτίου 2001 και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Στοκχόλμη τον ίδιο μήνα. Τα βασικά θέματα που μελέτησε η Επιτροπή των Σοφών ήταν:α) τα οικονομικά οφέλη που θα προκύψουν από την ενοποίηση -ολοκλήρωση των αγορών, β)η δημιουργία κοινού κανονιστικού πλαισίου και εποπτικών αρχών, γ)η θεσμοθέτηση αποτελεσματικού μηχανισμού για τη δημιουργία του κανονιστικού πλαισίου, την εκτέλεση και την εποπτεία τήρησης αυτού από τα κράτη μέλη, δ)η βελτίωση της διαδικασίας εκκαθάρισης των συναλλαγών.

Βασική προτεραιότητα, στα πλαίσια του οικονομικού εκσυγχρονισμού και ανάπτυξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτέλεσε η επιτάχυνση εφαρμογής του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες και η πρόοδος στη σύνταξη και έκδοση ευρωπαϊκών οδηγιών για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι οδηγίες αυτές εκδόθηκαν με τη «διαδικασία Lamfalussy» (από το όνομα του Προέδρου της επιτροπής, Alexandre Lamfalussy), βάσει της Έκθεσης της Επιτροπής Σοφών, που εκπονήθηκε κατά τη διάρκεια του 2001, για την Εποπτεία των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών (Lamfalussy Report)⁴. Σύμφωνα με τη νέα αυτή διαδικασία, για την ολοκλήρωση έκδοσης μιας κοινοτικής οδηγίας, γίνεται *διάκριση ανάμεσα στις βασικές αρχές και τις τεχνικές λεπτομέρειες εφαρμογής της*: οι βασικές αρχές περιλαμβάνονται στην οδηγία, ενώ τα τεχνικά μέτρα εφαρμογής υιοθετούνται βάσει

² Οι πληροφορίες ελήφθησαν από την ιστοσελίδα της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, www.hcmc.gr

³ βλ. Committee of Wise Men, Initial Report on Regulation of European Securities, 9 Νοεμβρίου 2000 και Final Report on the regulation of European Securities Markets 15 Φεβρουαρίου 2001. Οι δύο εκθέσεις της Επιτροπής Σοφών βρίσκονται στην ηλεκτρονική διεύθυνση: www.europa.eu.int.

⁴ Μπερκέτη Α., 2006, Παρουσίαση της διαδικασίας Lamfalussy, Internal seminar στο site της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς www.hcmc.gr, βλ. σχετικά «MiFID» παρουσιάσεις.

διαδικασιών «επιτροπολογίας», (comitology)⁵, πράγμα το οποίο σημαίνει έκδοση μιας γενικής οδηγίας-«οδηγίας πλαίσιο» (με την μορφή γενικών αρχών) από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και θέσπιση των ειδικότερων τεχνικών μέτρων εφαρμογής της από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με επιτροπή αποτελούμενη από τις εκάστοτε Εποπτικές Αρχές των επιμέρους κρατών μελών.

Η σημασία της εφαρμογής της διαδικασίας αυτής έγκειται ακριβώς στο ότι παρέχει την απαραίτητη ευελιξία στην υιοθέτηση συμπληρωματικών μέτρων, καθιστώντας δυνατή την κατάλληλη και έγκαιρη προσαρμογή στις νέες συνθήκες αγοράς, λαμβανομένων υπόψη των ιδιαιτεροτήτων εκάστου κράτους μέλους. Σύμφωνα με την Έκθεση Lamfalussy, σκοπός της νέας διαδικασίας λήψης αποφάσεων είναι η μείωση του αριθμού των οδηγιών και η ενίσχυση της ευελιξίας και του εκσυγχρονισμού της εποπτείας της ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίου.

Στα πλαίσια, λοιπόν, της δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς και ενοποίησης των Ευρωπαϊκών Χρηματοπιστωτικών αγορών, σύμφωνα με το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan-FSAP) και ακολουθώντας τη διαδικασία που αναλύθηκε ανωτέρω (διαδικασία Lamfalussy), εκδόθηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Επιτροπή οι ακόλουθες κοινοτικές οδηγίες, οι οποίες και ενσωματώθηκαν την τελευταία τριετία και στην Ελληνική έννομη τάξη⁶:

1. Η υπ' αριθμ. **2003/6/Ε.Κ.** οδηγία "για τις πράξεις προσώπων, που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς" (Κατάχρηση Αγοράς)⁷. Η ελληνική νομοθεσία εναρμονίστηκε στην οδηγία 2003/6/Ε.Κ. με τον νόμο **3340/2005** (ΦΕΚ Α112/10.5.2005), η ισχύς του οποίου άρχισε δύο μήνες από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, δηλαδή από 11/7/2005. Στην οδηγία αυτή και στον αντίστοιχο ελληνικό νόμο ορίζονται σαφώς οι καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά, διακρινόμενες σε δύο βασικές κατηγορίες: σε εκείνες που συνιστούν καταχρηστικές πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών-καταχρηστική εκμετάλλευση προνομιακών πληροφοριών (insider dealing ή insider trading) και στις καταχρηστικές πράξεις που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς (market manipulation). Κύριοι στόχοι της οδηγίας αυτής είναι να διασφαλίσει την ακεραιότητα των ευρωπαϊκών αγορών και να επαυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών⁸.

2. Η υπ' αριθμ. **2003/71/ΕΚ** οδηγία «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση». Η οδηγία αυτή ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο με τον νόμο **3401/2005** (ΦΕΚ Α' 257/17.10.2005), ο οποίος νόμος ίσχυσε από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Κύριος στόχος της οδηγίας αυτής είναι η εναρμόνιση των απαιτήσεων κάρτισης, έγκρισης και διανομής του ενημερωτικού δελτίου. Οι εξελίξεις στον οικονομικό χώρο δημιούργησαν στις

⁵ Στάγκου-Σαχπεκίδου, 2000, «Δίκαιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και της Ευρωπαϊκής Ένωσης», σελ. 153.

⁶ Αφιέρωμα του Δελτίου Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002,30, αναφορικά με την "Ενιαία Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά". Επίσης βλ. στο περιοδικό Χρηματιστηριακά Θέματα, 2003, Παρουσίαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: "Απολογισμός της συμβολής της Ελληνικής Προεδρίας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στην πρόοδο εργασιών των οδηγιών του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής", τεύχος 19, σελ.55 επ.

⁷ European Parliament and Council Directive 2003/6/E.C. on Insider Dealing and Market Abuse. Το κείμενο είναι διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.europa.eu.int.

⁸ Πλάγου Γ., 2002, Κατάχρηση της αγοράς: το νέο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, Χρηματιστηριακά θέματα, Νοέμβριος-Δεκεμβριος σελ. 11

εταιρίες εκδότες κινητών αξιών την ανάγκη για δράση τους, διάθεση και διαπραγμάτευση τίτλων τους εκτός των στενών ορίων της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και για εισαγωγή νέου μοντέλου διαδικασίας της προσφοράς τίτλων. Σύμφωνα μ' αυτό, η προσφορά τίτλων δεν περιορίζεται στην προσφορά σε οργανωμένη αγορά στη χώρα καταγωγής της εκδότριας εταιρίας και σε τυχόν ιδιωτικές τοποθετήσεις στους θεσμικούς επενδυτές άλλων κρατών μελών της Ε.Ε. αλλά περιλαμβάνει και την απευθείας εισαγωγή και προσφορά τίτλων μέσω οργανωμένων χρηματιστηρίων σε κεφαλαιαγορές άλλων χωρών, κρατών μελών ή και τρίτων χωρών (χώρες υποδοχής). Η νέα αυτή πραγματικότητα οδήγησε στο να ενταθούν οι ευρωπαϊκές προσπάθειες για τη λειτουργία του μηχανισμού αμοιβαίας αναγνώρισης του Ενημερωτικού Δελτίου (Προσπέκτους), ως ενιαίου διαβατηρίου των εταιριών, άσχετα από την αγορά προέλευσης ή δραστηριοποίησής τους.

3. Η υπ' αριθμ. **2004/109/ΕΚ** οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας, αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες, των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά κλπ.», γνωστή και ως «Οδηγία για τη Διαφάνεια»⁹ η οποία εκδόθηκε στις 15/12/2004. Η ελληνική έννομη τάξη εναρμονίστηκε στην εν λόγω οδηγία με τον **νόμο 3556/2007** (ΦΕΚ Α' 91/30-4-2007) η ισχύς του οποίου άρχισε δύο μήνες από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Ο νόμος αυτός περιέχει γενικές ρυθμίσεις, σύμφωνα με το πνεύμα της οδηγίας, ενώ παρέχει εξουσιοδότηση στην Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχου (ΕΛΤΕ) για την λήψη εκτελεστικών μέτρων. Σύμφωνα με την οδηγία και τον αντίστοιχο ελληνικό νόμο, για αποτελεσματικές, διαφανείς και ενοποιημένες αγορές κινητών αξιών, απαιτείται η κοινολόγηση ακριβών και περιεκτικών πληροφοριών εγκαίρως, σχετικά με τους εκδότες κινητών αξιών. Η δημοσιοποίηση αυτή εμπεδώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, ενισχύει την προστασία του επενδυτικού κοινού και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Η οδηγία για τη Διαφάνεια εντάσσεται στην ευρύτερη ευρωπαϊκή ατζέντα "πληροφόρησης και διαφάνειας", που επιπλέον περιλαμβάνει τον Κανονισμό για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ/ΔΠΧΠ)¹⁰.

4. Η υπ' αριθμ. **2004/25 /ΕΚ** οδηγία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και της Επιτροπής για τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών, η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο **3461/2006** (ΦΕΚ Α' 106/30-5-2006).

5. Η υπ' αριθμ. **2004/39/ΕΚ** οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία οδηγία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς με τον νόμο **3606/2007** (ΦΕΚ Α' 195/17-8-2007), του οποίου η ισχύς άρχισε την 1/11/2007. Ακολουθεί παρουσίαση και ανάλυση της εν λόγω κοινοτικής οδηγίας, των αλλαγών που επέφερε στο κοινοτικό δίκαιο για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αλλά και στη σύγχρονη ελληνική

⁹ Οδηγία 2004/109/ΕΚ (L 390-31/12/2004) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 2004 για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ.

¹⁰ Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 707/2004 της 6ης Απριλίου 2004, που τροποποιεί τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1725/2003 για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/92 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο- ΕΟΧ).

νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς, όπως ισχύει σήμερα, μετά την εναρμόνισή της και την ενσωμάτωση της οδηγίας αυτής στο εθνικό μας δικαιοσύστημα.

ΕΙΔΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

Η οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (MiFID) _

Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή της παρούσας μελέτης, η Κοινοτική Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, γνωστή ως **MiFID**- τα αρχικά των λέξεων Markets in Financial Instruments Directive- Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, αποτελεί μία από τις σημαντικότερες θεσμικές εξελίξεις στον ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό χώρο. Βασικός στόχος της οδηγίας αυτής είναι η εξασφάλιση της ρυθμιστικής εναρμόνισης εντός της ευρωπαϊκής κοινότητας, προκειμένου να επιτευχθεί ένα υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών αλλά και να διευκολυνθεί η διασυνοριακή παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Κοινότητα βάσει της πρακτικής του **«ενιαίου διαβατηρίου»** και της αρχής της εποπτείας του **κράτους-μέλους καταγωγής**. Από την άλλη πλευρά, ο τελικός σκοπός της οδηγίας είναι η ενίσχυση του ανταγωνισμού στις αγορές κεφαλαίου, ο οποίος επιτυγχάνεται με την κατάργηση του κανόνα της συγκέντρωσης των εντολών στο χρηματιστήριο και τη δυνατότητα εκτέλεσης τέτοιων εκτός του χρηματιστηρίου (εσωτερικοποίηση των εντολών). Ειδικότερα:

α) Με την οδηγία αυτή διευρύνονται οι επιχειρηματικές δυνατότητες και ευκαιρίες των συμμετεχόντων στις αγορές. Η διασφάλιση της ελεύθερης 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, κανονιστικών 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. Έτσι, οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (στο εξής ΕΠΕΥ) που προτίθενται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (κράτος μέλος υποδοχής) οφείλουν να γνωστοποιήσουν την πρόθεσή τους αυτή καταρχήν στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους. Η γνωστοποίηση πρέπει να συνοδεύεται από πλήρες πρόγραμμα δραστηριοτήτων. Ακολούθως, οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής ενημερώνουν σχετικά τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής. Η εφαρμογή της οδηγίας αυτής δημιουργεί τις προϋποθέσεις ενός ενιαίου ευρωπαϊκού οικονομικού χώρου, καθώς επιτρέπει σε ΕΠΕΥ ενός κράτους μέλους να παράσχουν τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές τους υπηρεσίες και σε άλλα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μέσω ενός **«ευρωπαϊκού (ενιαίου) διαβατηρίου»**, χωρίς να απαιτείται ειδική τοπική άδεια (από το κράτος μέλος υποδοχής) για τη διενέργεια λήψης και διαβίβασης εντολών για λογαριασμό των επενδυτών, για εντολές για λογαριασμό τρίτων κλπ ¹¹.

¹¹ Σύμφωνα με το άρθρο 31 παρ. 2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ «Κάθε επιχείρηση που επιθυμεί να παράσχει υπηρεσίες ή δραστηριότητες στο έδαφος άλλου κράτους μέλους για πρώτη φορά ή να τροποποιήσει το φάσμα των υπηρεσιών ή των δραστηριοτήτων που παρέχει με τον τρόπο αυτό, ανακοινώνει τις ακόλουθες πληροφορίες στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους καταγωγής της:

α) το κράτος μέλος στο οποίο προτίθεται να ασκήσει δραστηριότητες
β) πρόγραμμα δραστηριοτήτων, το οποίο αναφέρει ιδίως τις επενδυτικές υπηρεσίες ή/και δραστηριότητες καθώς και τις παρεπόμενες υπηρεσίες που σκοπεύει να παράσχει/ασκήσει, καθώς και το αν προτίθεται να παράσχει υπηρεσίες».

β) Επιπλέον, οι ελληνικές ΕΠΕΥ, όπως και οι αντίστοιχες ευρωπαϊκές, θα μπορούν να παρέχουν την υπηρεσία της «εσωτερικοποίησης των εντολών», δηλαδή, να συναλλάσσονται για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές των πελατών τους εκτός του χρηματιστηρίου. Πρόκειται για μια εντελώς καινούρια δυνατότητα για τις ελληνικές ΕΠΕΥ, δεδομένου ότι μέχρι σήμερα ισχύει ο κανόνας της συγκέντρωσης όλων των συναλλαγών εντός του χρηματιστηρίου, ο οποίος και καταργείται με την έναρξη ισχύος της MiFID.

Οι ανωτέρω διατάξεις της νέας οδηγίας έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση των επιλογών των επενδυτών αλλά και την ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των ΕΠΕΥ, των πιστωτικών ιδρυμάτων (τα οποία παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες χωρίς να αποτελούν ΕΠΕΥ), αλλά και των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, στην προσπάθειά τους να παρέχουν ευνοϊκότερους όρους διαπραγμάτευσης και χαμηλότερο κόστος συναλλαγών για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων και επενδυτών. Παράλληλα, προκάλεσε αντιδράσεις από τα υφιστάμενα μέλη των κρατών υποδοχής, καθώς αισθάνθηκαν να απειλείται το μερίδιο αγοράς που κατείχαν στην εγχώρια αγορά. Οι συνεργασίες που ξεκίνησαν να αναπτύσσονται μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, είναι συχνά το αποτέλεσμα της προσπάθειας των χρηματιστηρίων να συμβιβάσουν τις σύγχρονες τάσεις με τις απαιτήσεις των μελών τους¹².

γ) Με την νέα οδηγία προβλέπεται, επίσης, η επέκταση του καταλόγου των «κύριων» επενδυτικών υπηρεσιών¹³ που παρέχονται μέσω κοινοτικού διαβατηρίου, με την κατάταξη α) της παροχής «επενδυτικών συμβουλών» και β) της υπό προϋποθέσεις λειτουργίας και εκμετάλλευσης «Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης» (Multilateral Trading Facilities)¹⁴,

Στην ίδια οδηγία προβλέπεται ότι, αν η επιχείρηση σκοπεύει να χρησιμοποιήσει **συνδεδεμένους αντιπροσώπους**, η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους καταγωγής της επιχείρησης επενδύσεων κοινοποιεί στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους υποδοχής, κατόπιν αιτήσεώς της και εντός λογικού χρονικού διαστήματος, την ταυτότητα των συνδεδεμένων αντιπροσώπων που η επιχείρηση επενδύσεων σκοπεύει να χρησιμοποιήσει. Επίσης, παρέχεται δυνατότητα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στο κράτος μέλος υποδοχής με την **εγκατάσταση υποκαταστήματος**, υπό τον όρο ότι οι υπηρεσίες και οι δραστηριότητες αυτές καλύπτονται από την άδεια λειτουργίας που χορηγήθηκε στην επιχείρηση επενδύσεων ή στο πιστωτικό ίδρυμα στο κράτος μέλος υποδοχής. (Σημειώνεται ότι η οδηγία ISD2 εφαρμόζεται και στα πιστωτικά ιδρύματα).

¹²Μανώλη Ε., 2002, «Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς», σελ. 23 επ.

¹³ Έτσι, σύμφωνα με την νέα οδηγία, οι **κύριες επενδυτικές υπηρεσίες** είναι οι εξής:

- 1) (α) Λήψη και Διαβίβαση Εντολών
(β) Εκτέλεση εντολών
- 2) Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό
- 3) Διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών
- 4) Υπηρεσίες Αναδοχής
- 5) **Λειτουργία Πολυμερών Συστημάτων Διαπραγμάτευσης**
- 6) **Παροχή επενδυτικών συμβουλών** (σύμφωνα με την ISD 1 αποτελούσε παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία).

Παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, σύμφωνα με την πρόταση οδηγίας, είναι οι εξής:

- 1) Υπηρεσίες φύλαξης και θεματοφυλακής
- 2) Παροχή πίστωσης/δανείων για συναλλαγές επί χρηματιστηριακών προϊόντων
- 3) Παροχή συμβουλών επί κεφαλαιακής δομής, στρατηγικής επί εξαγορών /συγχωνεύσεων και αναδοχής
- 4) Υπηρεσίες συναλλάγματος και συναλλαγές επί εμπορευμάτων που συνδέονται με παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία
- 5) Έρευνα επενδύσεων, χρηματοοικονομική ανάλυση και συστάσεις γενικού χρηματοπιστωτικού περιεχομένου.

¹⁴ Για τον ορισμό των **Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)** βλ. σχετικά Γκατζώνα Ε.- Λιβαδά Χ., 2002, Η αναμόρφωση του καθεστώτος παροχής

στις κύριες επενδυτικές υπηρεσίες. Επίσης, προστέθηκαν δύο νέες παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, δηλαδή η έρευνα στον τομέα επενδύσεων και η χρηματοοικονομική ανάλυση. Πέραν των ως άνω νέων επενδυτικών υπηρεσιών, επεκτείνεται ο κατάλογος των παρεχόμενων προϊόντων σε παράγωγα¹⁵ επί εμπορευμάτων, καθώς και ορισμένα άλλα παράγωγα που σχετίζονται π.χ. με κλιματικές μεταβολές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού κλπ., ώστε να είναι δυνατή η παροχή ενιαίας άδειας λειτουργίας σε εταιρίες που εξειδικεύονται και στην παροχή τέτοιων προϊόντων και υπηρεσιών.

δ) Πολύ σημαντική, επίσης, είναι η ρύθμιση της νέας οδηγίας σχετικά με την κατηγοριοποίηση των επενδυτών σε ιδιώτες και σε επαγγελματίες: κάθε επενδυτής υποβάλλεται σε διαδικασία αξιολόγησης από την επιχείρηση επενδύσεων πριν την παροχή οποιουδήποτε προϊόντος ή υπηρεσίας, παρέχοντας πληροφόρηση για τις γνώσεις του στο χώρο των επενδύσεων, τους επενδυτικούς του σκοπούς και την οικονομική του κατάσταση, σε συνδυασμό μάλιστα και με την υφή των παρεχόμενων υπηρεσιών. Έτσι, καθίσταται σημαντικό στοιχείο για την προστασία των επενδυτών το γεγονός ότι με την θεσμοθετούμενη αυτή διάκριση των πελατών καθορίζονται και το πλαίσιο και ο βαθμός προστασίας τους. Σύμφωνα με τη διάκριση αυτή, οι **ιδιώτες πελάτες** θα απολαμβάνουν της μεγαλύτερης δυνατής προστασίας, οι **επαγγελματίες** θα απολαμβάνουν περιορισμένης προστασίας, ενώ οι **επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι** δεν θα καλύπτονται από τους κανόνες προστασίας. Ως επαγγελματίες επενδυτές ορίζονται, μεταξύ άλλων τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές εταιρίες, 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.

Αναφορικά με την προστασία των επενδυτών και τη διαφάνεια των αγορών, η MiFID εισάγει λεπτομερειακούς κανόνες για την **προ** της διαπραγμάτευσης διαφάνεια των τιμών (pre-trade transparency) (άρθρο 27), που υποχρεώνει τις ΕΠΕΥ να δημοσιοποιούν τις συνθήκες αγοράς και πώλησης των χρηματοοικονομικών μέσων που διαπραγματεύονται (public market-making obligation). Προβλέπει επίσης κανόνες για την

επενδυτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ΔΕΕΤ, 30, σελ. 22.

¹⁵ Για τον ορισμό του **παράγωγου προϊόντος** βλ. Πέτσα Α., 2006, το δικαίωμα των Χρηματιστηριακών συναλλαγών, Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 162 επ. Βλ. επίσης, στην Έκθεση της Διεύθυνσης Επιστημονικών Μελετών της Βουλής για το σχέδιο νόμου για τις Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, όπου αναφέρεται ότι «χαρακτηριστικό του παράγωγου δικαιώματος είναι ότι αυτό συνίσταται στην εκτέλεση υποχρεώσεων που απορρέουν από άλλη οικονομική σχέση, όχι όμως από την εκτέλεση αυτής της υποκείμενης σχέσης. Η υποκείμενη σχέση αποτελεί το μέτρο καθορισμού των απαιτήσεων των μερών. Ακριβώς για το λόγο αυτό, τα παράγωγα αποτελούν εξαρτημένες απαιτήσεις, γεννούν διαρκείς ενοχές, ενώ οι συμβάσεις επί παραγώγων μπορεί να προβλέπουν ότι η παροχή θα καταβληθεί σε είδος ή χρήμα. Στα πλέον γνωστά παράγωγα συγκαταλέγονται οι συμβάσεις προαίρεσης (options), οι οποίες παρέχουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει υπό προθεσμία την υποκείμενη αξία σε προκαθορισμένη τιμή, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα οποία είναι συμβάσεις δυνάμει των οποίων ένας συμβαλλόμενος συμφωνεί να αγοράσει σε μελλοντική στιγμή ένα αγαθό από τον αντισυμβαλλόμενο του, ενώ ο τελευταίος αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση να πωλήσει (διακρινόμενα αναλόγως του αν καταρτίζονται σε οργανωμένες αγορές ή όχι, σε "futures" και σε "forwards"), οι συμβάσεις δανεισμού τίτλων με την μορφή συμβάσεων πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς, γνωστές ως repos και οι συμφωνίες swaps, οι οποίες είναι συμφωνίες ανταλλαγής χρηματικών ρών μεταξύ των συμβαλλομένων σε ορισμένες χρονικές στιγμές και υπό προκαθορισμένους όρους.

μετά τη διαπραγμάτευση διαφάνεια, που αφορούν τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη ρυθμιζόμενη αγορά¹⁶.

ε) Επίσης, εισάγεται η *“αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης”* εκ μέρους των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών των εντολών των πελατών τους (άρθρο 19 παρ.1 MiFID)¹⁷. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, βασική υποχρέωση κάθε ΕΠΕΥ είναι η επίτευξη του βέλτιστου αποτελέσματος κατά την εκτέλεση των εντολών. Αυτό σημαίνει ότι οι ΕΠΕΥ πρέπει να ενεργούν έτσι ώστε να επιτυγχάνουν, κατά την εκτέλεση των εντολών, το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβανομένων υπόψη, των χαρακτηριστικών του πελάτη- της κατηγοριοποίησης αυτού ως ιδιώτη ή επαγγελματία, της τιμής, του κόστους, της ταχύτητας, της πιθανότητας εκτέλεσης και διακανονισμού, του όγκου, της φύσης της εντολής και του είδους του χρηματοπιστωτικού μέσου και οποιουδήποτε άλλου παράγοντα αναφορικά με την εκτέλεση της εντολής. Σε σχέση με το προϊσχύσαν ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, οι νέες υποχρεώσεις που επιβάλλει η MiFID αφορούν κυρίως στην εξειδίκευση περαιτέρω του κώδικα δεοντολογίας των ΕΠΕΥ, έτσι ώστε να ισχύουν πανευρωπαϊκά ίδιοι λεπτομερείς κανόνες, οι οποίοι όμως θα οδηγούν σε ένα απλούστερο αλλά ενισχυμένο πλαίσιο προστασίας των επενδυτών-πελατών των ΕΠΕΥ. Οι κανόνες αυτοί αφορούν τη βέλτιστη εκτέλεση εντολών, την μεταχείριση των εντολών πελατών, την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων αλλά και την εξωτερική ανάθεση εργασιών, την καταγραφή και τήρηση στοιχείων και τη διασφάλιση των περιουσιακών στοιχείων των πελατών¹⁸.

στ) Το άρθρο 13 της MiFID περιέχει ρύθμιση σχετική με τη φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών¹⁹. Με τη ρύθμιση αυτή, θεσπίζεται υποχρέωση διαχωρισμού (segregation) των περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή από τα περιουσιακά στοιχεία άλλων επενδυτών και της επιχείρησης επενδύσεων. Η οδηγία 2006/73/ΕΚ των εκτελεστικών μέτρων της Επιτροπής που εκδόθηκε δυνάμει της εξουσιοδοτικής διάταξης του άρθρου 13 παρ. 10 της MiFID περιέχει λεπτομερείς ρυθμίσεις που εξειδικεύουν τις σχετικές διατάξεις.

Η ενσωμάτωση της MiFID στο ελληνικό δίκαιο

Η οδηγία 2004/39/ΕΚ ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τον **νόμο 3606/2007** (ΦΕΚ Α΄ 195/17-8-2007) για τις «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις». Με τον νόμο αυτόν ολοκληρώνεται μια άτυπη αλλά ουσιαστική «κωδικοποίηση» της ελληνικής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Μάλιστα, η οδηγία αυτή είναι οδηγία «μέγιστης εναρμόνισης», δεν επιτρέπει δηλαδή στα κράτη-μέλη να εισάγουν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ρυθμίζει. Έτσι, και στο ελληνικό δίκαιο, με τον νέο νόμο, αποφεύγεται η εισαγωγή πρόσθετων υποχρεώσεων, οι οποίες δεν προβλέπονται στο κοινοτικό δίκαιο και η εισαγωγή τους θα καθιστούσε τις επενδυτικές

¹⁶ Ζαββό, Γ. 2007, Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, εισήγηση στο 3^ο συνέδριο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών με θέμα «Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.

¹⁷ Μπερκέτη Α., 2007, MiFID -Βέλτιστη Εκτέλεση εντολών, Internal seminar στο site της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς www.hcmc.gr, βλ. σχετικά «MiFID» παρουσιάσεις.

¹⁸ Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (ΔΕΕΤ), τεύχος 49, σελ. 40επ.

¹⁹ Μήτσου Α, 2007, Η πραγματοποίηση διασυνοριακών συναλλαγών στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές με τη μεσολάβηση περισσότερων ενδιάμεσων και η συμβολή της MiFID για την μείωση της ανακλύπτουσας ανασφάλειας δικαίου, εισήγηση σε συνέδριο της Ένωσης Εμπορικού Λόγου, Χανιά, 2-4 Νοεμβρίου 2007.

εταιρίες λιγότερο ανταγωνιστικές έναντι των κοινοτικών ομολόγων τους. Ο νόμος αυτός προβλέπει, πέραν των άλλων, τους όρους χορήγησης άδειας λειτουργίας των Ανώνυμων Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ²⁰), των Ανώνυμων Εταιριών Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ πρώην ΕΛΔΕ), των οργανωμένων αγορών- χρηματιστηριών. Σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου αυτού, με την θέση του σε ισχύ καταργείται η παρωχημένη διάκριση μεταξύ Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιριών (ΑΧΕ) και ΑΕΠΕΥ και ορίζεται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα δεν αποτελούν μεν ΕΠΕΥ, αλλά υπόκεινται ευθέως στις περισσότερες διατάξεις του νόμου αυτού. Επίσης, στον νόμο αυτό ακολουθείται η επιλογή του κοινοτικού νομοθέτη, να μην είναι επιβαρημένος ο ίδιος ο νόμος με υπερβολικά λεπτομερείς ρυθμίσεις, ώστε να διασφαλίζεται έτσι η προσαρμοστικότητά του στις μεταβαλλόμενες συνθήκες των αγορών. Παρέχεται έτσι από τον νόμο νομοθετική εξουσιοδότηση προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς²¹ και, προκειμένου περί οργανωτικών ρυθμίσεων που αφορούν πιστωτικά ιδρύματα, στην Τράπεζα της Ελλάδος, για να εξειδικεύσουν με αποφάσεις τους τις γενικές αρχές που ο νόμος θέτει.

Παρατηρείται ότι στον νέο νόμο για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών μέσων, παρά το εκσυγχρονιστικό του πνεύμα, δεν προβλέπεται η ανάγκη για σύσταση μιας ενιαίας ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής αρμόδιας για ολόκληρο τον χρηματοοικονομικό χώρο στην Ελλάδα. Παρά την επικράτηση, σε κοινοτικό και διεθνές επίπεδο του σύγχρονου μοντέλου εποπτείας στον χρηματοοικονομικό τομέα, που επιβάλλει την ύπαρξη μιας ενιαίας ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής για την ρύθμιση και

²⁰ Σύμφωνα με τους ορισμούς που δίνονται στο Κεφάλαιο Α', άρθρο 2 του νέου νόμου 3606/2007, ως ΕΠΕΥ ορίζεται «κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου το σύνθημα επαγγελματία ή δραστηριότητα είναι η παροχή μιας ή περισσότερων επενδυτικών σε τρίτους ή η διενέργεια μιας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση. Ως ΕΠΕΥ εννοείται και κάθε φυσικό πρόσωπο στο οποίο έχει χορηγηθεί άδεια από άλλο κράτος μέλος σύμφωνα με την οδηγία 2004/39/ΕΚ», ενώ ως Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ) ορίζεται «η ΕΠΕΥ, η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού». Από τους ορισμούς αυτούς συνάγεται ότι ενώ σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο δεν προβλέπεται η χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας ως ΕΠΕΥ σε φυσικό πρόσωπο, αλλά μόνο σε ΑΕ, με τον νέο νόμο και την εν λόγω οδηγία προβλέπεται η δυνατότητα δράσης σε ελληνική οργανωμένη αγορά κοινοτικής ΕΠΕΥ λειτουργούσα ως φυσικό πρόσωπο, που έλαβε άδεια από άλλο κράτος μέλος.

²¹ Στα πλαίσια της νομοθετικής αυτής εξουσιοδότησης προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, πρόσφατα εκδόθηκαν από αυτή οι παρακάτω αποφάσεις εκτελεστικές του νέου νόμου για την MiFID, οι οποίες διατίθενται στη διεύθυνση www.hcmc.gr :

- 1) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 1/452/1-11-2007 με θέμα: Κανόνες συμπεριφοράς ΕΠΕΥ
- 2) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 2/452/1-11-2007 με θέμα: Οργανωτικές απαιτήσεις για την λειτουργία των ΕΠΕΥ
- 3) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 3/452/1-11-2007 με θέμα: Αξιολόγηση μετόχων με ειδική συμμετοχή
- 4) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 4/452/1-11-2007 με θέμα: Κριτήρια καταλληλότητας των προσώπων που διευθύνουν τις δραστηριότητες ΑΕΠΕΥ, ΑΕΕΔ, ΑΕΔΑΚ, ΑΕΕΧ, ΑΕΕΑΠ.
- 5) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 5/452/1-11-2007 με θέμα: Εγγραφή συνδεδεμένων αντιπροσώπων σε μητρώο.
- 6) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 6/452/1-11-2007 με θέμα: Εξαιρέσεις από τις υποχρεώσεις συναλλακτικής διαφάνειας
- 7) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 7/452/1-11-2007 με θέμα: Υποχρεώσεις Γνωστοποίησης συναλλαγών και καταχώρηση στοιχείων.
- 8) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 8/452/1-11-2007 με θέμα: Προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας οργανωμένης αγοράς.
- 9) Απόφαση του δ.σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 9/452/1-11-2007 με θέμα: Βιβλία και στοιχεία ΑΕΕΔ.

εποπτεία των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιριών και των χρηματιστηρίων-οργανωμένων αγορών, στην Ελλάδα εξακολουθεί να ισχύει το μοντέλο της διηρημένης εποπτείας ή των πολλαπλών εποπτικών αρχών. Έτσι, η εποπτεία της ελληνικής αγοράς διαιρείται σε τραπεζική εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος, σε εξωτραπεζική (χρηματιστηριακή και εξωχρηματιστηριακή) εποπτεία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και σε εποπτεία των ασφαλιστικών εταιριών από την Επιτροπή Εποπτείας της Ιδιωτικής Ασφάλισης²², την στιγμή που εδώ και χρόνια σε άλλες χώρες, κράτη μέλη της Ε.Ε. και τρίτα κράτη, υιοθετήθηκε το μοντέλο μιας ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής κοινής για το σύνολο της χρηματαγοράς: Έτσι, το μοντέλο της ενιαίας εποπτείας των αγορών ακολουθεί η Μεγάλη Βρετανία με την Financial Services Authority (FSA)²³, η Γερμανία με την Bundesanstalt für die Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)²⁴, οι ΗΠΑ με την Securities and Exchange Commission (SEC)²⁵.

Αναφορικά με τα ανωτέρω, ο νέος νόμος για την ενσωμάτωση της MiFID στο Ελληνικό δίκαιο προβλέπει την υποχρέωση συνεργασίας και ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος και τη σύναψη μεταξύ τους ειδικού Μνημονίου Συνεργασίας, που θα προβλέπει μεταξύ άλλων, την εξειδίκευση των υποχρεώσεων των εποπτευόμενων από αυτές ΑΕΠΕΥ και πιστωτικών ιδρυμάτων, τις διαδικασίες με τις οποίες θα διασφαλίζεται η προηγούμενη ενημέρωση και η εν γένει μεταξύ τους ανταλλαγή πληροφοριών, με σκοπό την, κατά το δυνατόν, αποφυγή επικαλύψεων, την παροχή κάθε αναγκαίας συνδρομής για την εκτέλεση των καθηκόντων τους και καταληκτικά, την αποτελεσματική άσκηση της εποπτείας επί των ΕΠΕΥ και επί των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ωστόσο, αναφορικά με τις **διατάξεις για την προστασία των επενδυτών**, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζεται στον νέο νόμο (άρθρο 80) ως η μόνη

²² Βλ. σχετικά Παγώνη Σ., 2005, Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσ/νίκη, σελ. 41 επ., όπου γίνεται και συγκριτική μελέτη της εποπτείας της ελληνικής αγοράς, με την αντίστοιχη άλλων χωρών (εντός και εκτός Ε.Ε.).

²³ Η FSA συγχώνευσε εννέα ήδη υπάρχοντα εποπτικά και ρυθμιστικά σώματα στους επιμέρους τομείς οικονομίας και συγκεκριμένα: The Securities and Investments Board, the Personal Investment Authority, the Investment Management Regulatory Organization, the Securities and Futures Authority, the Supervision and Surveillance Division of Bank of England, the Building Societies Commission, the Insurance Directorate of the Department of Trade and Industry, the Friendly Societies Commission and the Registrar of Friendly Societies.

²⁴ Στη Γερμανία από το 1995 και μέχρι τον Απρίλιο του 2002, η εποπτεία της Αγοράς Αξιών και του Χρηματιστηρίου γινόταν από την Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe- Κρατική υπηρεσία εποπτείας της Αγοράς Αξιών), η οποία είχε έδρα την Φραγκφούρτη και οι άλλοι τομείς της γερμανικής οικονομίας εποπτεύονταν από ξεχωριστές εποπτικές αρχές, και συγκεκριμένα την Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred -Υπηρεσία εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων) και την Bundesaufsichtsamt für des Versicherungswesen (Υπηρεσία Εποπτείας των Ασφαλιστικών Εταιριών). Μόλις την 1/5/2002 συγχωνεύτηκαν και οι τρεις σε μία νέα Αρχή Εποπτείας όλων των τομέων οικονομίας (Allfinanzaufsicht), την επονομαζόμενη BaFin (Bundesanstalt für die Finanzdienstleistungsaufsicht) βλ. σχετικά Παγώνη Σ. ο.π. σελ. 41 επ.

²⁵ Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα της SEC στο διαδίκτυο, στη διεύθυνση www.sec.gov, αλλά και Steinberg I. Marc "Understanding Securities Law", third edition, p.361, και Χαρίση Ηλ., 2001, Ζητήματα ευθύνης κατά το χρηματιστηριακό δίκαιο των ΗΠΑ, ΕΕμπΔσελ. 405 επ. Η **Securities Act (1933)** και η **Securities Exchange Act (1934)** αποτελούν τα βασικά νομοθετήματα του δικαίου της αμερικανικής ομοσπονδιακής κεφαλαιαγοράς.

αρμόδια αρχή για την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων, ανεξαρτήτως του εάν η επιχείρηση που παρέχει τις επενδυτικές υπηρεσίες είναι ΑΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα. Με τον τρόπο αυτόν εξασφαλίζεται η άσκηση ενοποιημένης εποπτείας στα θέματα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αίρονται οι όποιες αιτιάσεις προβάλλονταν στο παρελθόν για διαφορετική εφαρμογή των ίδιων διατάξεων του κανονιστικού πλαισίου από τις αρμόδιες ελληνικές εποπτικές αρχές.

Τέλος, στην MiFID και στον νέο νόμο ορίζονται οι υποχρεώσεις των αρμόδιων αρχών και όσον αφορά την Ελλάδα, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος, για διεθνή συνεργασία και ανταλλαγή πληροφοριών με τις ομόλογες αρχές άλλων κρατών μελών, αλλά και τρίτων εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης χωρών στο πλαίσιο της καλύτερης άσκησης του εποπτικού έργου. Αξίζει, πάντως να σημειωθεί ότι η Β΄ Διεύθυνση Επιστημονικών Ερευνών της Βουλής, η οποία επεξεργάσθηκε το σχέδιο νόμου για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην MiFID, ασχολήθηκε ιδιαίτερα με αν η ανταλλαγή των πληροφοριών αυτών είναι δυνατόν να εγείρει ζητήματα προστασίας των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα καθώς και ζητήματα προστασίας της ιδιωτικής ζωής των φυσικών προσώπων στα οποία αναφέρονται οι ανταλλασσόμενες πληροφορίες. Το ζήτημα αυτό ρυθμίζεται στο άρθρο 67 του νέου νόμου 3606/2007, σύμφωνα με το οποίο η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων αρχών των κρατών μελών της Ε.Ε. δεν παρουσιάζει καταρχήν προβλήματα προστασίας των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα των φυσικών προσώπων στα οποία τα δεδομένα αυτά αναφέρονται. Αντίθετα, η ανταλλαγή πληροφοριών με τις αρμόδιες αρχές τρίτων εκτός ΕΕ κρατών, είναι δυνατόν να θέσει προβλήματα προστασίας, γι' αυτό σύμφωνα με το άρθρο 70 του νέου νόμου 3606/2007, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να λαμβάνει προηγούμενη άδεια από την Αρχή Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων, όπως προβλέπεται από το άρθρο 9 του Ν. 2472/1997 ²⁶.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι η νομοθετική λύση των Οδηγιών επιλέχθηκε από τα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως το πλέον ενδεδειγμένο μέσο για την εξομάλυνση των διαφορών που υφίστανται μεταξύ των κρατών-μελών, ιδίως λόγω της ανομοιογένειας πολιτικών, οικονομικών και νομικών συστημάτων τους. Ιδιαίτερα, με την νέα οδηγία MiFID και με την εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών σ' αυτήν, διευρύνονται οι επενδυτικές υπηρεσίες και ο χώρος δράσης των προσώπων που τις παρέχουν, ενισχύεται ο ανταγωνισμός στις αγορές κεφαλαίου, αλλά και παρέχεται υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών με τη θέσπιση των απαραίτητων εχεγγύων οργάνωσης για την άσκηση των εν λόγω δραστηριοτήτων, με σκοπό την αποτροπή συστημικών κινδύνων και με την ενίσχυση του ρόλου των εποπτικών αρχών. Απομένει να δούμε τις εξελίξεις σχετικά με την ολοκλήρωση της δημιουργίας μιας ομοιόμορφης και ενοποιημένης εσωτερικής κοινοτικής αγοράς κεφαλαίου

²⁶ Ο Ν. 2472/1997 έχει ενσωματώσει στο Ελληνικό δίκαιο την οδηγία 95/46/ΕΚ «για την προστασία των φυσικών προσώπων έναντι της επεξεργασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα για την ελεύθερη κυκλοφορία των δεδομένων αυτών». Σύμφωνα με το άρθρο 9 του νόμου αυτού, όπως ισχύει σήμερα, η διαβίβαση δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα είναι ελεύθερη (α) προς χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και (β) προς χώρες μη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μετά από άδεια της Αρχής Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων, η οποία παρέχεται εάν η Αρχή αυτή κρίνει ότι οι εν λόγω χώρες εξασφαλίζουν ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας (άρθρο 9 παρ. 1 του ν. 2472/1997). Σημειώνεται πάντως, ότι σύμφωνα με το τελευταίο εδάφιο της ίδιας διάταξης, όπως ισχύει, δεν απαιτείται άδεια της Αρχής, αν η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αποφανθεί, με τη διαδικασία του άρθρου 31 παρ. 2 της οδηγίας 95/46/ΕΚ, ότι η χώρα αυτή εξασφαλίζει ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας, κατά την έννοια της παρ.2 του άρθρου 25 της ίδιας Οδηγίας.

και την ανταπόκριση των επιμέρους κρατών-μελών στην υιοθέτηση και ενσωμάτωση των οδηγιών αυτών στα εθνικά δίκαια, αλλά και τις συνέπειες της πρακτικής εφαρμογής των όσων οι οδηγίες αυτές προβλέπουν, μέσα στα πλαίσια του οικονομικού εκσυγχρονισμού και της ανάπτυξης της Οικονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αναφορές

- Γκατζώνα Ε. - Λιβαδά Χ., 2002, Η αναμόρφωση του καθεστώτος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, (ΔΕΕΤ), τεύχος 30, σελ. 22.
- Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (ΔΕΕΤ), (2002), Αφιέρωμα αναφορικά με την "Ενιαία Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά", τεύχος 30.
- Ζαββό, Γ. 2007, Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, εισήγηση στο 3^ο συνέδριο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών με θέμα «Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- Μήτσου Α, 2007, Η πραγματοποίηση διασυνοριακών συναλλαγών στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές με τη μεσολάβηση περισσότερων ενδιάμεσων και η συμβολή της MiFID για την μείωση της ανακύπτουσας ανασφάλειας δικαίου, εισήγηση σε συνέδριο της Ένωσης Εμπορικολόγων, Χανιά, 2-4 Νοεμβρίου 2007.
- Μπερκέτη Α., (2006), Παρουσίαση της διαδικασίας Lamfalussy, Internal seminar στο site της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διατίθεται σε www.hcmc.gr «MiFID» παρουσιάσεις.
- Μπερκέτη Α., 2007, MiFID -Βέλτιστη Εκτέλεση εντολών, Internal seminar στο site της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς www.hcmc.gr, «MiFID» παρουσιάσεις.
- Εανθάκη Μ., 2002, «Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς», σελ. 23 επ.
- Παγώνη Σ., 2005, Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσ/νίκη, σελ. 41 επ.
- Παρουσίαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: "Απολογισμός της συμβολής της Ελληνικής Προεδρίας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στην πρόοδο εργασιών των οδηγιών του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής" (2003), Χρηματιστηριακά Θέματα, τεύχος 19, σελ. 55 επ.
- Πέτσα Α., 2006, το δίκαιο των Χρηματιστηριακών συναλλαγών, Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 162 επ.
- Πλάγου Γ., 2002, Κατάχρηση της αγοράς: το νέο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, Χρηματιστηριακά θέματα, Νοέμβριος-Δεκέμβριος σελ. 11
- Στάγκου-Σαχπεκίδου, 2000, «Δίκαιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και της Ευρωπαϊκής Ένωσης», Εκδόσεις Σάκκουλα, σελ. 153.
- Χαρίση Ηλ., 2001, Ζητήματα ευθύνης κατά το χρηματιστηριακό δίκαιο των ΗΠΑ, ΕΕμπΔσελ. 405 επ.
- Committee of Wise Men, Initial Report on Regulation of European Securities, 9 Νοεμβρίου 2000 και Final Report on the regulation of European Securities Markets, Available from: www.europa.eu.int. February 2001
- European Parliament and Council Directive 2003/6/E.C. on Insider Dealing and Market Abuse Available from: www.europa.eu.int
- Securities and Exchange Commission (SEC) Available from: www.sec.gov.

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ II - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ