

**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ  
ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ  
ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

«Οι Χρηματιστηριακές Συναλλαγές Υπό το Πρίσμα του Εμπορικού  
Δικαίου»

Σπουδάστρια: Ρούνη Άννα, ΑΜ: 2004074

Επιβλέπων Καθηγητής: Μουζάκης Χρήστος

Μάιος 2011

Καλαμάτα



<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ</b> .....	<b>59</b>
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	59
4.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΣΗΜΕΡΑ.....	60
4.2.1 <i>Οργανωμένη αγορά</i> .....	61
4.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΑΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ .....	62
4.4 ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ .....	64
4.4.1 <i>Κινητές Αξίες</i> .....	65
4.4.2 <i>Σύμβαση παραγγελίας για παροχή επενδυτικής υπηρεσίας</i> .....	67
4.5 ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ .....	69
4.6 ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ .....	70
4.6.1 <i>Βασικά χαρακτηριστικά διασυνοριακών συναλλαγών</i> .....	71
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	<b>74</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>75</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το σύγχρονο οικονομικό σύστημα χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό πολυπλοκότητας. Για να διαμορφωθεί η οποιαδήποτε οικονομική πολιτική απαιτείται η κατανόηση και ανάλυση της σχέσης που υπάρχει ανάμεσα στις διάφορες μακροοικονομικές μεταβλητές. Τα χρηματιστήρια αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι αυτού του συστήματος και η συμβολή τους στην ανάπτυξη και εξέλιξη της οικονομίας κάθε κράτους έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνών. Καθώς έχουμε πλέον απομακρυνθεί από τις μεταπολεμικές πολιτικές και πρακτικές οικονομικής ανάπτυξης, ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς ως «ρυθμιστή» των οικονομικών σχέσεων και των σχέσεων παραγωγής αυξάνεται διαρκώς.

Βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του θεσμού του χρηματιστηρίου καθώς και η ανάλυση των χρηματιστηριακών συναλλαγών υπό το πρίσμα του εμπορικού δικαίου.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διαθεσιμότητα των κεφαλαίων και η αποδοτική διαχείρισή τους επηρεάζουν άμεσα και σε μεγάλο βαθμό την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο ο ρόλος του Χρηματιστηρίου είναι να φέρνει σε επαφή διαθέσιμα κεφάλαια και επενδυτικές επιλογές. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις πραγματοποιούν επενδύσεις με τα κεφάλαια που αντλούν από το Χρηματιστήριο αυξάνοντας έτσι την απασχόληση, ενισχύοντας την παραγωγικότητα και την ευρύτερη οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Σημαντικό αλλά αναπάντητο ερώτημα αποτελεί η διαχρονική σταθερότητα της σχέσης μεταξύ χρηματιστηριακών μεγεθών και των μεγεθών που μετρούν την οικονομική δραστηριότητα, καθώς και οι παράγοντες ή συνθήκες που την επηρεάζουν μέσα στο χρόνο. Τα χρηματιστήρια μακροπρόθεσμα αντικατοπτρίζουν την πορεία της οικονομίας και έχουν την τάση να προεξοφλούν οικονομικά γεγονότα. Στην Ελλάδα ο χώρος του χρηματιστηρίου έχει γνωρίσει σημαντική ανάπτυξη. Οι θεσμικές αλλαγές στην λειτουργία του χρηματιστηρίου και η άσκηση φιλελεύθερων οικονομικών πολιτικών οδήγησαν στην αναβάθμιση του ελληνικού Χρηματιστηρίου και την κατάταξη του στις ώριμες αγορές.

Βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του θεσμού του χρηματιστηρίου καθώς και η ανάλυση των χρηματιστηριακών συναλλαγών υπό το πρίσμα του εμπορικού δικαίου.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση είναι πλούσια όσον αφορά το θέμα προς μελέτη και η έρευνα αναπτύσσεται σε 4 κεφάλαια τα οποία διαμορφώνονται ως εξής:

Το **1<sup>ο</sup> Κεφάλαιο** αναφέρεται γενικά στην έννοια του χρηματιστηρίου και της αγοράς μέσα στην οποία αυτό λειτουργεί καθώς και στους επιμέρους σκοπούς και στόχους.

Στο **2<sup>ο</sup> Κεφάλαιο** περιγράφεται το νομοθετικό πλαίσιο που περιβάλλει τις λειτουργίες του χρηματιστηρίου.

Το Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> αναφέρει τη δομή των χρηματιστηριακών συναλλαγών καθώς και τις βασικές αρχές που τις διέπουν.

Στο 4<sup>ο</sup> Κεφάλαιο περιγράφονται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές σήμερα, σε καθεστώς οργανωμένης αγοράς. Παρουσιάζονται οι αρχές που διέπουν τις επενδυτικές δραστηριότητες, τις κινητές αξίες, καθώς και τις διασυνοριακές αλλαγές. Τέλος, ακολουθούν τα συμπεράσματα.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

### ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

#### 1.1 Η έννοια του Χρηματιστηρίου

Χρηματιστήρια είναι οι οργανισμοί και τα καταστήματα όπου διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) σε κινητές αξίες και εμπορεύματα των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης. Τα χρηματιστήρια ανάλογα με τον τρόπο λειτουργίας τους διακρίνονται σε επίσημα και ελεύθερα. Τα επίσημα χρηματιστήρια ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος, το οποίο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του. Τα ελεύθερα χρηματιστήρια ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ιδίων εταιριών και το Κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους, ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Τα Χρηματιστήρια ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται διακρίνονται σε Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων και Χρηματιστήρια Αξιών. Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) εμπορευμάτων. Στη χώρα μας λειτουργούν δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων του Πειραιώς (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925). Χρηματιστήρια Αξιών καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων π.χ. μετοχών Α.Ε., ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Α.Ε.)

Στη χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (ΧΑΑ). Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως

γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθ' ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος (Αναρτήθηκε στο [www.irai.gr](http://www.irai.gr).)

## 1.2 Η εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας

Η Ελλάδα αποτέλεσε πεδίο σημαντικών οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών αλλαγών κατά τη διάρκεια των τελευταίων 25-30 χρόνων. Κορωνίδα των οικονομικών και πολιτικών αυτών εξελίξεων στάθηκαν ο ευρωπαϊσμός και ο εκσυγχρονισμός της χώρας. Η αρχή της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίστηκε από την σοσιαλιστική αλλαγή στο πολιτικό επίπεδο και από τον στάσιμο πληθωρισμό στο οικονομικό, που ήταν αποτέλεσμα της υπέρμετρης διεύρυνσης του δημοσίου σε βάρος του ιδιωτικού τομέα με πρόσχημα την δημιουργία κοινωνικού κράτους. Την δεκαετία του 1990 γίνεται μία ουσιαστική προσπάθεια σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας με τους όρους που τέθηκαν στην συνθήκη του Μάαστριχτ το 1992. Το 1996 μια σειρά οικονομικών μεγεθών θα αρχίσουν να παρουσιάζουν αλλαγές στην μακροχρόνια τάση εξέλιξης τους. Η ελληνική οικονομία μετά από μία μακρά περίοδο διαρθρωτικής κρίσης εισέρχεται σε μία νέα περίοδο μακροχρόνιας ανάπτυξης. Η οικονομική πολιτική στο διάστημα αυτό πέρασε από το στάδιο του ήπιου νεοφιλελευθερισμού το 1986, στο στάδιο του ακραιφνή νεοφιλελευθερισμού το 1990, για να μετατραπεί σε ένα μείγμα νέο - κεϋνσιανισμού το 1996 (Αγαπητός Γ. 2001, σελ. 1-3).

Οι πολιτικές πρακτικές που στόχευαν στην βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών σε συνδυασμό με τα κοινοτικά πλαίσια στήριξης και τις επενδύσεις σε δημόσια έργα προκάλεσαν αύξηση των πραγματικών μισθών και επιτάχυνση της ζήτησης. Η υψηλή επενδυτική δαπάνη οδήγησε σε μεγέθυνση του προϊόντος διαμέσου των πολλαπλασιαστικών της αποτελεσμάτων. Η αύξηση του προϊόντος και οι προσδοκίες που αυτή προκάλεσε οδήγησε σε αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων. Επομένως, το προϊόν και οι επενδύσεις που βρίσκονται σε σχέση αμοιβαίας αλληλεξάρτησης οδήγησαν σε συνεχή άνοδο της οικονομίας. Το 2000 η Ελλάδα θα γίνει πλήρες μέλος της Ευρωπαϊκής ένωσης και η οικονομική πολιτική ασκείται πλέον σύμφωνα με τις



δεσμεύσεις του σύμφωνου σταθερότητας. Βέβαια υπάρχουν ακόμη αρκετά διαρθρωτικά προβλήματα που ταλανίζουν την χώρα μας (δημόσιο χρέος, ανταγωνιστικότητα, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αναποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα κλπ) στην επίλυση των οποίων θα επικεντρωθούν οι προσπάθειες των κυβερνήσεων τα επόμενα χρόνια (Στρατάκης Ε, 2009, σελ.13-14).

### **1.3 Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Κατά τη διάρκεια του δεύτερου μισού του 19<sup>ου</sup> αι. κάνει την εμφάνισή της στην Ελλάδα η πρώτη ανεπίσημη χρηματιστηριακή αγορά. Έμποροι και ναυτικοί της εποχής εκείνης ήταν οι πρώτοι που άρχισαν να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης, της Σύρου και της Αθήνας. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το 1876, ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας. Τέσσερα χρόνια αργότερα εξελέγη η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και από το Μάιο του 1880 το ΧΑΑ άρχισε να λειτουργεί επίσημα. Το Βασιλικό Διάταγμα της 12/16 Ιουνίου 1909 όρισε το Χρηματιστήριο ως τον μοναδικό οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους αναγνωρισμένων τραπεζών ή άλλων Ανώνυμων Εταιρειών. Εντούτοις ως το 1917 δεν υπήρχε οργανωμένη κρατική εποπτεία των συναλλαγών, ενώ οι χρηματιστές και οι επενδυτές δεν γνώριζαν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους. Εν τέλει μετετράπη το 1918 σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Το έτος 1928, ψηφίστηκε από τη Βουλή ο νόμος 3632 «περί χρηματιστηριακών αξιών», ο οποίος και έμελλε να αποτελέσει το βασικό κορμό της ελληνικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας μέχρι και το έτος 1988.

Το πρώτο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (ΑΣΗΣ) ξεκίνησε την λειτουργία του το 1991, αντικαθιστώντας την μέθοδο εκφώνησης - αντιφώνησης (Open outcry). Ο εκσυγχρονισμός της κεφαλαιαγοράς άρχισε το 1995, με την μετατροπή του ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 το 39,67% του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση σε επιλεγμένους επενδυτές, καθώς και ένα επιπλέον 12% την επομένη χρονιά. Το 1999 ξεκίνησαν την

λειτουργία τους το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και η ΕΤΕΣΕΠ, με την διαπραγμάτευση των πρώτων παράγωγων προϊόντων να γίνεται τον Αύγουστο. Ταυτόχρονα, ξεκίνησε το έργο της από-υλοποίησης των μετοχών, με αποτέλεσμα να αντικατασταθούν τα έγχαρτα αποθετήρια έγγραφα με ηλεκτρονικές εγγραφές στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ). Στο τέλος της χρονιάς τέθηκε σε λειτουργία το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών ΟΑΣΗΣ, αντικαθιστώντας το ΑΣΗΣ. (Λουκοπούλου Ε., 2005, σελ.7).

Το 2000 ιδρύθηκε η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ) ως εταιρεία συμμετοχών και εισήχθησαν οι μετοχές της στο ΧΑΑ. Τον Απρίλιο του 2001 καταργήθηκε η αίθουσα συνεδριάσεων (trading floor) του ΧΑΑ στην οδό Σοφοκλέους 10. Το 2002 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των θυγατρικών της ΕΧΑΕ, Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων σε Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.(ΧΑ). Το 2003, το Ελληνικό Δημόσιο αποχώρησε εντελώς από την ΕΧΑΕ, ενώ το ΧΑ μεταβίβασε τις εναπομείνουσες εποπτικές αρμοδιότητες του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Εν συνεχεία, ο έλληνας νομοθέτης με το Ν. 3152/2003, ο οποίος συμπλήρωσε εν προκειμένω το Ν. 2324/1995, επαναλαμβάνει και επικυρώνει το θεσμό του χρηματιστηρίου ως ανώνυμης εταιρείας (άρθρο 1), διασαφηνίζοντας επιπλέον ότι σκοπός των χρηματιστηρίων είναι η οργάνωση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων και χρηματοπιστωτικών μέσων εν γένει. Η σύστασή τους επέρχεται, ύστερα από άδεια λειτουργίας, που παρέχεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία και δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Επιπλέον, εισάγεται στην § 2 του άρθρου 1 του Ν. 3152/2003 η νέα επωνυμία του χρηματιστηρίου ως «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.» (ΦΕΚ 146 Α.).

Με την αναμενόμενη πλήρη ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Εισηγητική Έκθεση Ν. 3152/2003), μέσω του σχεδίου διαθήσεως των, ήδη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο, μετοχών της μητρικής του εταιρείας Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (Ε.Χ.Α.Ε.) σε ιδιώτες, αλλά και με βάση τις τάσεις που γενικότερα επικρατούν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, καθίσταται πλέον αναγκαία η απεμπλοκή του Χρηματιστηρίου από κανονιστικές και γενικότερα διοικητικές φύσεως αρμοδιότητες. Πέραν αυτού, η ιδιωτικοποίηση των Χρηματιστηρίων οδηγεί εκ των πραγμάτων στην ανάγκη

απελευθέρωσης της σχετικής αγοράς και θέσπισης πλαισίου για την ίδρυση και λειτουργία στην Ελλάδα χρηματιστηρίων γενικά, καθώς και νέων οργανωμένων αγορών κινητών αξιών, παραγώγων και άλλων χρηματοοικονομικών μέσων. Παράλληλα, τερματίζεται το καθεστώς ενός de facto μονοπωλίου υπό το οποίο λειτούργησε το Χρηματιστήριο στη χώρα μας και το οποίο υπό τις σύγχρονες τεχνολογικές και κανονιστικές εξελίξεις σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν μπορούσε πλέον να διατηρηθεί. Στις 30 Οκτωβρίου 2006 τέθηκε σε λειτουργία η Κοινή Πλατφόρμα συναλλαγών και εκκαθάρισης μεταξύ του ΧΑ και του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου.

Με αυτή τη συνεργασία συνδέθηκαν οι δύο αγορές και οι επενδυτές απέκτησαν πρόσβαση και στις δυο μέσω των υφιστάμενων υποδομών τους. Επίσης το 2006 άλλαξε η επωνυμία της ΕΧΑΕ σε «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης», μετά από την συγχώνευση της με τις θυγατρικές ΚΑΑ και ΕΤΕΣΕΠ. Τον Ιούλιο του 2007 ξεκίνησε η μεταφορά όλων των υπηρεσιών της ΕΧΑΕ στο νέο ιδιόκτητο κτίριο στη Λεωφόρο Αθηνών 110 στην Αθήνα, ενώ τον Δεκέμβριο έκλεισε οριστικά το ιστορικό κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10. Τον Ιανουάριο του 2008 εισήχθη προς διαπραγμάτευση το πρώτο ETF στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ενώ τον Φεβρουάριο ξεκίνησε η λειτουργία της Εναλλακτικής Αγοράς (ΕΝΑ), ως Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης ([www.helex.gr](http://www.helex.gr))

#### **1.4 Ο σκοπός και η σημασία του Χ.Α.Α**

Το ΧΑΑ, και μέσω αυτού το ευρύ αποταμιευτικό κοινό, αποτελεί τελικό προορισμό για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να εκδώσουν μετοχές ή ομολογίες (ομολογιακά δάνεια) προς άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Έτσι αποφεύγεται η προσφυγή των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό που είναι δαπανηρότερος και πολλές φορές πολύ πειστικός. Στο ΧΑΑ και μέσω αυτού στο ευρύ επενδυτικό κοινό καταφεύγουν επίσης, το Κράτος, οι Δήμοι, οι Δημόσιοι Οργανισμοί Κοινής Ωφέλειας για τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση

έργων (βασικής υποδομής κλπ) που συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας.

Το ΧΑΑ δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό και τις επιχειρήσεις να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμα τους σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η συγκέντρωση της συνολικής προσφοράς και της ζήτησης των χρηματιστηριακών αξιών και η διαμόρφωση της πραγματικής τιμής τους. Επίσης επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση κινητών αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό.

Το χρηματιστήριο είναι ο χώρος όπου έρχονται σε συνάντηση οι αντίθετες προσδοκίες των επενδυτών για τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Στην αγορά του χρηματιστηρίου πάντοτε υπάρχουν κάποιοι επενδυτές που πιστεύουν ότι η τιμή π.χ. μιας μετοχής πρόκειται να υποχωρήσει και κάποιοι άλλοι που για διαφορετικούς λόγους πιστεύουν ότι η τιμή της ίδιας μετοχής πρόκειται να ανέλθει. Οι πρώτοι, προσπαθώντας να αγοράσουν μετοχές πιέζουν την τιμή της μετοχής πτωτικά, ενώ οι δεύτεροι προσπαθώντας να πουλήσουν τις μετοχές που κατέχουν, ωθούν την τιμή της μετοχής ανοδικά και με αυτόν τον τρόπο διαμορφώνεται μια τιμή όπου η προσφορά και η ζήτηση ισορροπούν τη δεδομένη χρονική στιγμή. Ο επενδυτής βλέπει το χρηματιστήριο ως μια εναλλακτική μορφή τοποθέτησης των χρημάτων που αποταμιεύει, με σκοπό την επιδίωξη ικανοποιητικής απόδοσης, απόδοσης συνήθως υψηλότερης από αυτήν που προσφέρουν επενδύσεις όπως οι τραπεζικές καταθέσεις και τα κρατικά ομόλογα.

#### ***1.4.1 Ο ρόλος του Χρηματιστηρίου στην οικονομική περίοδο 1997 – 2003***

Στη σημερινή παγκοσμιοποιημένη κοινωνία στην οποία ζούμε και στην οικονομική πραγματικότητα που έχει διαμορφωθεί, οι κεφαλαιαγορές κατέχουν ήδη κυρίαρχο ρόλο.

Καθώς έχουμε πλέον απομακρυνθεί από τις μεταπολεμικές πολιτικές και πρακτικές οικονομικής ανάπτυξης, ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς ως «ρυθμιστής» των οικονομικών σχέσεων και των σχέσεων παραγωγής αυξάνεται διαρκώς. Οι εξελίξεις στο χρηματιστήριο και στην ευρύτερη κεφαλαιαγορά, για πολλά χρόνια θα ρυθμίζουν βασικές παραμέτρους της οικονομικής ζωής μας. Μέσα από διάφορες μορφές τα προϊόντα αυτού του χώρου θα εισέρχονται στην ζωή μας και θα αποτελούν όργανα μέτρησης της παρουσίας μας και της οικονομικής μας θέσης. Σε αυτήν την διεθνοποιημένη κατάσταση το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών διαδραματίζει το δικό του σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της οικονομίας της χώρας μας.

Ο χρόνος που αποτελεί σταθμό στην οικονομική και ιστορική πορεία της Ελλάδας αλλά και του Χρηματιστηρίου της Αθήνας είναι το 1997. Στα τέλη του προηγούμενου έτους και στις αρχές του ίδιου, ολοκληρώθηκε ένας μεγάλος κύκλος της ελληνικής οικονομίας. Ένας πτωτικός κύκλος, ο οποίος ξεκίνησε στις αρχές του 1974, όταν εμφανίζονται οι πρώτες επιδράσεις της πετρελαϊκής κρίσης και όταν σχεδόν το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας εισερχόταν με ταχείς ρυθμούς σε μια φάση ύφεσης. Η ελληνική οικονομία διατηρήθηκε μέσα σε αυτήν την στάσιμη πληθωριστική ύφεση για περισσότερο από είκοσι χρόνια. Ο κύκλος αυτός ολοκληρώθηκε οριστικά και έκλεισε προς τα τέλη του 1996, οπότε επιτεύχθηκε ένας υψηλός ρυθμός αύξησης του εθνικού προϊόντος και συγχρόνως ένας χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού. Στα τέλη του 1996, ολοκληρώνεται και ένας χρηματιστηριακός κύκλος. Ένας κύκλος όχι τόσο σε επίπεδο αποτίμησης μετοχών ή δεικτών αλλά περισσότερο ένας ποιοτικός κύκλος. Μια σειρά από παρεμβάσεις θεσμικού και λειτουργικού χαρακτήρα ξεκίνησαν προκειμένου να περιφρουρηθεί η διαφάνεια, η φερεγγυότητα και λειτουργικότητα του χώρου της κεφαλαιαγοράς.

Η ελληνική οικονομία οδηγήθηκε σε ανάπτυξη καθώς υποβοηθήθηκε από τα διεθνή οικονομικά δρώμενα. Το 1997 αποτέλεσε την αρχή ενός νέου κύκλου τόσο για την ελληνική οικονομία όσο και το χρηματιστήριο της Αθήνας. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1997-2000 η ελληνική οικονομία χαρακτηρίστηκε από την προσπάθεια προσαρμογής των μακροοικονομικών μεγεθών της στους όρους της ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ενοποίηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από το 1997 έως το

2003, το ακαθάριστο εθνικό προϊόν αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 3,5%, ενώ στο τέλος του 2000 ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού είχε υποχωρήσει στο 3,2%. Στα τέλη του 2000 η ελληνική οικονομία είχε μεταλλαχθεί σε μια σύγχρονη οικονομία με σύγχρονες δομές και δυναμική ανάπτυξη. Κατά το έτος 2001 επικρατούν συνθήκες νομισματικής σταθερότητας, ανάπτυξης της βιομηχανίας και των εξαγωγών. Στο διάστημα της τριετίας 1997-1999 η ελληνική χρηματαγορά γνώρισε την μεγαλύτερη φάση ανάπτυξης της ιστορίας της. Αυτό όχι τόσο σε επίπεδο εξέλιξης της τιμής του γενικού δείκτη (αφού η μεγαλύτερη αύξηση της τιμής του Γενικού Δείκτη επιτεύχθηκε κατά την περίοδο 1969-1972) αλλά σε πολλούς άλλους τομείς:

- Στη μαζικότερη προσέλκυση του επενδυτικού κοινού, αφού στα τέλη του 1999, ο αριθμός των ενεργών επενδυτών έφθανε στο 1.500.000 όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι είναι περίπου 4,5 εκατ.
- Στο μέγεθος των συναλλαγών, αφού κατά το 1999 ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ξεπέρασε τα 220 δισεκατομμύρια δραχμές.
- Στην αποτίμηση της συνολικής κεφαλαιοποίησης σε σχέση προς το ΑΕΠ αφού στα τέλη του 1999 η κεφαλαιοποίηση έφθανε στο 170% του ΑΕΠ.
- Στην δραστηριοποίηση των ξένων θεσμικών ή ιδιωτών επενδυτών.
- Στην άντληση κεφαλαίων από την χρηματιστηριακή αγορά αφού μόνον κατά το 1999 αντλήθηκαν περίπου 4,4 τρισεκατομμύρια δραχμές ενώ κατά το σύνολο της τετραετίας 1997-2000 αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά 10,8 τρισεκατομμύρια δραχμές.

Τα χρόνια που ακολούθησαν μετά την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το 1998, με ένα ακόμη πιο ισορροπημένο μείγμα πολιτικής, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ επιταχυνόταν. Την 1η Ιανουαρίου 2001 η Ελλάδα έγινε το 12ο μέλος της ζώνης του ευρώ, όπου θεματοφύλακας της σταθερότητας των τιμών είναι η ανεξάρτητη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα. Η ελληνική κεφαλαιαγορά έχοντας υπερβεί μια μακρά κατάσταση στασιμότητας, θεσμικών και λειτουργικών εμποδίων σύμφωνα με την έκθεση της Morgan Stanley την 31 Μαΐου

2001 αναβαθμίσθηκε από αναδυόμενη σε ανεπτυγμένη αγορά.(Μιχαηλίδης Γ., 2009, σελ.9-10).

## **1.5 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι το αρμόδιο εποπτευών όργανο για την εφαρμογή των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιους πόρους και λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. Η λειτουργία της παρόλα αυτά δεν επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό καθώς οι πόροι της προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς ενώ ο προϋπολογισμός της συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαμβάνουν, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, προσωπική και λειτουργική ανεξαρτησία, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών ενώ ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στοχεύει στην διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, τον περιορισμό του συστημικού κινδύνου, και την προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας. Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της

χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών ενώ τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο.

Αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά και η επιβολή διοικητικών κυρώσεων (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά. Ως εθνική εποπτική αρχή, συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της και είναι ενεργό μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators - C.E.S.R.) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς - IOSCO). (Αναρτήθηκε στο <http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=3>).

## **1.6 Ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια**

Η εταιρεία «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης» είναι η μητρική του ομίλου των εταιρειών που υποστηρίζουν την οργάνωση και λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι εταιρείες του ομίλου λειτουργούν τις οργανωμένες αγορές αξιών και παραγώγων, διενεργούν την εκκαθάριση



και το διακανονισμό των συναλλαγών, προμηθεύουν με ολοκληρωμένες λύσεις πληροφορικής την ελληνική κεφαλαιαγορά και προωθούν την ανάπτυξη της χρηματιστηριακής παιδείας μέσω εκπαιδευτικών σεμιναρίων. Στον Πίνακα 1.1 παρουσιάζεται η σύγχρονη δομή του ομίλου.

Ο Ν. 3632/1928 στο Κεφάλαιο του «περί μελών του χρηματιστηρίου» και στο άρθρο 8 όριζε ότι «1. Τα μέλη του Χρηματιστηρίου είναι τακτικά και έκτακτα. – 2. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστές και οι κατά τη δημοσίευση του παρόντος νόμου μεσίτες, έκτακτα δε οι αντικρυστές». Το άρθρο 3 του Ν. 1806/1988 μετέτρεψε τα μέλη του Χ.Α.Α σε μετόχους με τη μορφή της Α.Ε., με ονομαστικές μετοχές. Συμπληρωματικές διατάξεις περιέχονται στα άρθρα 13-15 του Ν. 2324/1995. Ο Ν. 2396/1996 αποβλέπει στην εναρμόνιση της ελληνικής με την κοινοτική νομοθεσία σε σχέση τις Α.Χ.Ε. (άρθρα 4, 6, 18, 20 και 23-26) και τροποποιήθηκε με το άρθρο 98 του Ν. 2533/1997, αλλά και με το άρθρο 1 του Ν. 3152/2003.

Σύμφωνα λοιπόν με τη διάταξη του άρθρου 3 § 1 του ν. 1806/1988 η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία (ΑΧΕ) είναι εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 20 § 1 του ν. 1806/1988. Αυτή (Α.Χ.Ε.) λειτουργεί α) ως χρηματιστηριακός παραγγελιοδόχος, που συνάπτει κύριες χρηματιστηριακές συμβάσεις, με την έννοια των χρηματιστηριακών συναλλαγών που έχουν ως αντικείμενο χρηματιστηριακά πράγματα (άρθρο 20 παρ. 1806/1988 σε συνδ. με τα άρθρα 15 § 1 και 17 ν. 3632/1928) για λογαριασμό πελατών της (χρηματιστηριακών παραγγελέων), αλλά και παρεπόμενες, δηλαδή συναφείς με τις παραπάνω κύριες χρηματιστηριακές συμβάσεις και β) ως έμπορος τίτλων που εκτελεί χρηματιστηριακές συναλλαγές για δικό της λογαριασμό. Δικαιούται επίσης να παρέχει επενδυτικές συμβουλές για επενδύσεις σε χρηματιστηριακά πράγματα και υπηρεσίες έκδοσης, να φυλάσσει ως θεματοφύλακας τίτλους πελατών της και να διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο πελατών της αποτελούμενο από μετρητά, χρηματιστηριακά πράγματα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και να καταθέτει τα χρηματικά ποσά των πελατών της σε τραπεζικούς λογαριασμούς επ' ονόματί τους (άρθρο 3 § 1 του ν. 1806/1988, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 13 παρ. 2 του ν. 2324/1995).

**Πίνακας 1.1 Σύγχρονη Δομή του Ομίλου ΕΧΑΕ**

Εταιρεία		Δραστηριότητα
Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ	Μητρική	Εταιρικές λειτουργίες.
Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ	Θυγατρική	Συναλλαγές αγορών Αξιών και Παραγώγων
ATHEX Clear	Θυγατρική	Εκκαθάριση και διακανονισμός αγορών Αξιών και Παραγώγων.
Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης	Θυγατρική	Marketing στην Β. Ελλάδα. Προώθηση αναδυόμενων κεφαλαιαγορών.

Πηγή: Ετήσια Έκθεση ΕΧΑΕ 2010

### **1.6.1 Λειτουργικοί Σκοποί της ΕΧΑΕ.**

Συμφώνα με το καταστατικό της, οι λειτουργικοί σκοποί της ΕΧΑΕ είναι οι ακόλουθοι:

- 1 Η παροχή υπηρεσιών υποστήριξης της λειτουργίας οργανωμένων αγορών.
- 2 Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών επί κινητών αξιών που συνάπτονται στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.
- 3 Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί άυλων τίτλων του Δημοσίου που συνάπτονται στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.
- 4 Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των εξωχρηματιστηριακών μεταβιβάσεων επί κινητών αξιών.
- 5 Η παροχή υπηρεσιών καταγραφής, εκκαθάρισης και διακανονισμού επί άυλων τίτλων εισηγμένων ή μη στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών.

- 6 Η καταχώρηση των απο-υλοποιημένων, εισηγμένων ή μη στο ΧΑ ή σε άλλα χρηματιστήρια ή οργανωμένες αγορές αξιών, των επ' αυτών συντελουμένων μεταβιβάσεων, δεσμεύσεων και βαρών, από οποιαδήποτε αιτία και κάθε άλλη συναφής με τις άυλες αξίες εργασία.
- 7 Η παροχή υπηρεσιών σε θέματα: διανομής μερισμάτων, εξόφλησης τοκομεριδίων, διανομής αξιόγραφων, μεσολάβησης στη μεταβίβαση δικαιωμάτων προτιμήσεως ή δικαιωμάτων σε λήψη μετοχών χωρίς αντάλλαγμα και η άσκηση κάθε συναφούς με τα πιο πάνω δραστηριότητας.
- 8 Η παροχή υπηρεσιών σε θέματα μεταβολών που προκύπτουν στις καταχωρημένες στο μηχανογραφικό της σύστημα αξίες ή στα πρόσωπα των δικαιούχων αξιών, είτε λόγω εκκαθάρισης είτε επειδή έλαβαν Χώρα εταιρικά γεγονότα ή διενεργήθηκαν πράξεις από το δικαιούχο των αξιών.
- 9 Η έκδοση, τροποποίηση, ακύρωση ή αντικατάσταση αποθετηρίων εγγράφων, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής προς το σκοπό αυτό.
- 10 Η ανάπτυξη, διαχείριση και εκμετάλλευση του μηχανογραφικού και λειτουργικού συστήματος καταχώρησης των άυλων κινητών αξιών.
- 11 Η μελέτη, ανάπτυξη, παραγωγή, διάθεση, παρακολούθηση λειτουργίας, συντήρηση και εμπορική εκμετάλλευση εξειδικευμένου λογισμικού και προϊόντων της εταιρείας και η σύνταξη προδιαγραφών υλοποίησης εξειδικευμένων έργων τεχνολογικού εκσυγχρονισμού.
- 12 Η συμμετοχή της σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και, γενικά, επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικούς της δραστηριότητας της εταιρείας καθώς και η συνεργασία με τις παραπάνω επιχειρήσεις, εφόσον προωθείται με τον τρόπο αυτό ο σκοπός της (Τσακινάκης Α., 2009, σελ. 7).

### 1.6.2 Διοίκηση και Μετοχική Σύνθεση

Η διοικητική οργάνωση της Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. αποτελείται από το Διοικητικό Συμβούλιο που απαρτίζεται από έντεκα μέλη τα οποία εκλέγονται με μυστική ψηφοφορία από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων, ενώ η θητεία τους είναι πενταετής. Διευθύνων Σύμβουλος της ΕΧΑΕ είναι ο Σωκράτης Λαζαρίδης και Πρόεδρος του Δ.Σ. του ΧΑ είναι ο Ιάκωβος Γεωργάνας. Τα ποσοστά μετοχικής σύνθεσης της ΕΧΑΕ ανά κατηγορία και κράτους προέλευσης μετόχου παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.2

Πίνακας 1.2 Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ

Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ ανά Κατηγορία Μετόχου	
Τράπεζες	17,8%
Ιδιώτες επενδυτές	9,4%
Θεσμικοί επενδυτές	12,8%
Μέλη ΧΑ	1,0%
Ομάδα Διοίκησης	0,1%
Λοιποί επενδυτές	1,7%
Αλλοδαποί επενδυτές	57,2%
Μετοχική Σύνθεση ΕΧΑΕ ανά κράτος προέλευσης	
Ελλάς	42,8%
ΗΠΑ	18,5%
Λουξεμβούργο	8,4%
Ηνωμένο Βασίλειο	5,4%
Ολλανδία	5,2%

<b>Καναδάς</b>	2,9%
<b>Γαλλία</b>	3,5%
<b>Άλλα κράτη</b>	12,3%

Πηγή: Ετήσια Έκθεση ΕΧΑΕ 2010

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

#### 2.1 Η Ευρωπαϊκή Χρηματιστηριακή Νομοθεσία

Η βάση πάνω στην οποία στηρίζεται το σύγχρονο χρηματιστηριακό νομοθετικό πλαίσιο είναι ο θεσμός της ελεύθερης αγοράς. Καθοριστικό στοιχείο του θεσμού αυτού είναι η αποτελεσματικότητα της κρατικής εποπτείας, της δημόσιας διοίκησης και της αυστηρής εφαρμογής της νομοθεσίας. Επιπλέον, περιέχει ένα πλέγμα αυτορρυθμιστικού χαρακτήρα, με αυτόματες ασφαλιστικές δικλίδες για επαρκή και ταχεία διορθωτική διαδικασία, του οποίου σκοπός είναι η πρόληψη δημιουργίας ενός γενικού κλίματος ανασφάλειας και πανικού των χρηματιστηριακών επενδυτών. Πρόκειται δηλαδή για ένα νομοθετικό και οργανωτικό πλαίσιο, το οποίο διασφαλίζει μια προληπτική διαδικασία, σε συνδυασμό με ένα επανορθωτικό μηχανισμό ταχέων, ορθών και ασφαλών αποφάσεων, απαλλαγμένων από γραφειοκρατικές διαδικασίες και με ανεπτυγμένο αίσθημα ατομικής ασφάλειας, αξιοπιστίας και συλλογικής ευθύνης.

Πρωτίστως, όμως, η θεμελιακή κοινοτική χρηματιστηριακή νομοθεσία έχει βασικά στηριχτεί σε δύο οδηγίες του Συμβουλίου το έτος 1962, με τις οποίες θεσπίζεται η απελευθέρωση της κίνησης του κεφαλαίου και αποσαφηνίζονται οι μορφές τους προς απελευθέρωση των επενδύσεων. Οι οδηγίες αυτές στοχεύουν στην προαγωγή των επενδύσεων, που είναι αναγκαίες για την πραγματοποίηση του δικαιώματος της ελεύθερης εγκατάστασης προσώπων και υπηρεσιών, στις αγορές ακινήτων, στις βραχύ- και μεσό-πρόθεσμες κινήσεις, οι οποίες συνδέονται με τις εμπορικές συναλλαγές και στην απόκτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Εν συνεχεία εκδόθηκαν οι ακόλουθες κοινοτικές αποφάσεις προς την κατεύθυνση της διαμόρφωσης συνθηκών ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων (Τσούκαλης Λ., 1998, σελ.61-62):

1. Η σύσταση της Επιτροπής για την καθιέρωση Ευρωπαϊκού Κώδικα Δεοντολογίας για τις συναλλαγές χρηματιστηριακών τίτλων (77/534/ΕΟΚ).
2. Η Οδηγία του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων «περί συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε Χρηματιστήρια» (79/279/ΕΟΚ).
3. Οι Οδηγίες του Συμβουλίου «για το συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες» (80/390/ΕΟΚ και 89/298/ΕΟΚ).
4. Η Οδηγία του Συμβουλίου «περί περιοδικής πληροφόρησης, που πρέπει να δημοσιεύουν οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο» (82/121/ΕΟΚ).
5. Η Οδηγία του Συμβουλίου 82/148/ΕΟΚ που τροποποιεί τις προηγούμενες Οδηγίες 79/279 και 80/390/ΕΟΚ.
6. Οι Οδηγίες του Συμβουλίου σχετικά με οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, όπως εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων μορφών (85/611/ΕΟΚ και η τροποποίησή της με την 88/220/ΕΟΚ).
7. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για τη θέση σε εφαρμογή του άρθρου 67 της Συνθήκης» για την πλήρη απελευθέρωση της διακίνησης κεφαλαίου (88/361/ΕΟΚ).

8. Η Οδηγία του Συμβουλίου «σχετικά με πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο» (88/627/ΕΟΚ).
9. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών» (89/592/ΕΟΚ).
10. Η Οδηγία του Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (COM/89/629/ΕΟΚ).
11. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για εισαγωγή καθεστώτος ελεύθερης εγκατάστασης των τραπεζικών επιχειρήσεων στις Χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης» (89/646/ΕΟΚ).
12. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για τη θέσπιση και εναρμόνιση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας (φερεγγυότητας) των πιστωτικών ιδρυμάτων» (89/647/ΕΟΚ).
13. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για την απελευθέρωση της εγκατάστασης επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών» (93/22/ΕΟΚ).
14. Η Οδηγία του Συμβουλίου «για τη θέσπιση κοινών κανόνων επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων στις επενδυτικές επιχειρήσεις και δραστηριότητες» (93/6/ΕΟΚ).
15. Η Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28<sup>ης</sup> Ιανουαρίου «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), καθώς και προς μέρος των Οδηγιών 2003/124/ΕΚ της Επιτροπής, 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής και 2004/72/ΕΚ της Επιτροπής» (2003/6/ΕΚ).



16. Η Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου» (2004/39/ΕΚ).

## **2.2. Η Ελληνική Χρηματιστηριακή Νομοθεσία**

Πέρα από τους ουσιαστικούς νόμους, οι οποίοι εκδόθηκαν για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου προς το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο (συμπεριλαμβανομένης και της νομοθεσίας της ΟΝΕ), έχουν εκδοθεί πολλά νομοθετήματα, τα οποία τέμνουν και αντιμετωπίζουν θέματα, που δεν αποτελούν αντικείμενο κοινοτικής ρύθμισης, όπως είναι η οργάνωση του χρηματιστηρίου, η από-υλοποίηση των μετοχών, οι κανόνες διενέργειας και εκκαθάρισης χρηματιστηριακών συναλλαγών, η πρόληψη του συστημικού κινδύνου στα συστήματα εκκαθάρισης συναλλαγών, οι κανόνες διενέργειας αναδοχών και δημοσίων εγγραφών, η επιβολή κυρώσεων σε πρόσωπα, τα οποία χειραγωγούν εισηγμένες μετοχές (market manipulation), οι όροι διενέργειας χρηματιστηριακών συναλλαγών από πρόσωπα, τα οποία διοικούν επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και τα στελέχη των εποπτικών αρχών.

Το ελληνικό χρηματιστηριακό δίκαιο δεν είναι μονοσήμαντο, αλλά αποτελεί ένα σύνθεμα δικαίων (Λιακόπουλος Α., 2000, σελ. 240). Χαρακτηρίζεται δηλαδή από μία διπολικότητα, καθώς περιλαμβάνει διατάξεις, οι οποίες ανήκουν τόσο στο δημόσιο, όσο και στο ιδιωτικό δίκαιο. Από τους κόλπους του δημοσίου δικαίου αναφέρεται το πλέγμα των διατάξεων για την εποπτεία του κεφαλαιαγοράς, μέρος της οποίας αποτελεί και η χρηματιστηριακή αγορά, της διαφάνειας και ισότητας στις συναλλαγές αυτές (Χατζηγάγιος Θ., 1999, σελ. 319). Στο ιδιωτικό δίκαιο ανήκει το πλέγμα διατάξεων και ο εισαγόμενος προστατευτικός μηχανισμός του χρηματιστηριακού δικαίου, ο οποίος

αφορά στις σχέσεις των συναλλασσόμενων μερών. Σ' αυτό το μηχανισμό εντάσσεται το σύστημα δημιουργίας αστικής ευθύνης κατά το στάδιο της δημόσιας εγγραφής (προστασία έναντι του εκδότη, του αναδόχου, των τρίτων που συμμετείχαν στη σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου, των εποπτικών αρχών και των ΕΠΕΥ) και το σύστημα αποζημίωσης από το συνεγγυητικό κεφάλαιο εξασφάλισης επενδυτικών υπηρεσιών (άρθρο 61 επ. Ν. 2533/1999).

Οι οργανωτικές δομές για τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διέπονται από διάφορους νόμους και διατάγματα. Σύμφωνα το άρθρο 18 του Νόμου 1806/1988 (ΦΕΚ 207), το χρηματιστήριο συνίσταται με προεδρικό διάταγμα ύστερα από πρόταση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Κατόπιν καταρτίζεται ο κανονισμός του χρηματιστηρίου και καθορίζεται η άσκηση της εποπτείας σχετικά με το χρηματιστήριο, καθώς και κάθε ειδικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια. Ο κανονισμός του χρηματιστηρίου τροποποιείται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες και οι χρηματιστές μπορούν να ζητήσουν την εγγραφή τους σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια (Τσακλάγκανος Α, σελ.81).

Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι Νομικό πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Λειτουργεί με ιδιωτικά κριτήρια αλλά βρίσκεται υπό τον έλεγχο της πολιτείας και συγκεκριμένα του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας μέσω του διορισμένου κυβερνητικού επόπτη. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει σημαντικές αρμοδιότητες. Αποφασίζει για τη διαγραφή αξιών από τους πίνακες του χρηματιστηρίου, δίνει τη σύμφωνη γνώμη της για την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών, γνωμοδοτεί σε θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του χρηματιστηρίου, παρέχει την άδεια για την έκδοση ομολόγων στις επιχειρήσεις που θέλουν, γνωμοδοτεί για την έκδοση τραπεζικών ομολόγων και για την εισαγωγή ή όχι νέων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

### 2.2.1 Το Χρηματιστήριο

Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία πριν την έναρξη των επαγγελματικών της εργασιών πρέπει να καταβάλει και να καταθέσει σαν εγγύηση την ατομική της μερίδα, δηλ. συμμετοχή στο συνεγγυητικό κεφάλαιο (Τσακλάγκανος Α, σελ.83). Εκτός των τακτικών μελών υπάρχουν επίσης και τα έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου, που είναι οι αντικριστές και που βοηθούν τους χρηματιστές στο έργο τους. Κάποτε ήταν όρθιοι γύρω από ένα κιγκλίδωμα και φώναζαν. Σήμερα κάθονται μπροστά από μία οθόνη, παίρνουν τις εντολές αγοραπωλησίας από τους χρηματιστές και τις πληκτρολογούν απλά στην κεντρική μονάδα του χρηματιστηρίου. Η λειτουργία του χρηματιστηρίου ρυθμίζεται από την κείμενη νομοθεσία και πρακτική. Στην αρχή γίνεται προσδιορισμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών, που είναι δικαιοπραξίες που συνάπτονται χρηματιστηριακά (Κορλιρά Π., σελ.16).

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν αντικείμενο τα χρηματιστηριακά πράγματα τα οποία είναι κινητές αξίες. Κινητές αξίες είναι τίτλοι που εκδίδουν το κράτος, τράπεζες, Δημόσιοι Οργανισμοί, Ανώνυμες Εταιρίες και που προσφέρουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους. Στο χρηματιστήριο, κινητές αξίες εννοούμε κυρίως τις μετοχές, τις ομολογίες και τα ομόλογα, τις οποίες ονομάζουμε χρεόγραφα.

Αυτές είναι:

1. Τα Ανώνυμα Δημόσια Χρεόγραφα
2. Τα Ανώνυμα Ελληνικά Χρεόγραφα κάθε Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου
3. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Ελληνικών Α.Ε. με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500.000.00
4. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Α.Ε. κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις
5. Τα Τραπεζικά Ομόλογα
6. Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου που προβλέπεται από το Νόμο 1892/21.7.199048 είναι εννεαμελές και αποτελείται από δύο εκπροσώπους των μελών του Χρηματιστηρίου, από ένα εκπρόσωπο των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Εταιριών, έναν εκπρόσωπο των εργαζομένων στο χρηματιστήριο, έναν εκπρόσωπο των Εταιριών Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έναν εκπρόσωπο της Τράπεζας της Ελλάδος και τρία μέλη με ειδικές γνώσεις και πείρα σε θέματα κεφαλαιαγοράς, που προτείνονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Η οργάνωση του χρηματιστηρίου αφορά κυρίως το ελληνικό χρηματιστήριο. Στην γενική τους μορφή τα χρηματιστήρια, ανάλογα με τον τρόπο οργάνωσης και τα πρότυπα που ακολουθούν, διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες (Τσακλάγκανος Α., σελ.84):

1. Τα Δημόσια Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου. Αντιγράφουν το γαλλικό μοντέλο που δημιουργήθηκε για πρώτη φορά από τον Μ. Ναπολέοντα. Ελέγχονται από το κράτος, το οποίο ορίζει τους χρηματιστές σαν τους μοναδικούς διαπραγματευτές των τίτλων και εκτελεστές για λογαριασμό όλων των οικονομικών μονάδων των χρηματιστηριακών πράξεων. Στην κατηγορία αυτή ανήκει το Χρηματιστήριο του Παρισιού, το Ελληνικό Χρηματιστήριο, το Χρηματιστήριο του Βελγίου, το Χρηματιστήριο της Ιταλίας, της Ισπανίας καθώς και μερικά των γαλλόφωνων χωρών της Αφρικής ή χωρών της Ν. Αμερικής.

2. Τα Ιδιωτικά Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου. Είναι οργανωμένα ελεύθερα (μη κρατική ίδρυση, λειτουργία, έλεγχος) και σύμφωνα με τους κανόνες που διέπουν τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Σε κανέναν δεν ανατίθεται ο ρόλος του μονοπωλίου της διαπραγμάτευσης των τίτλων, δουλειά την οποία μπορεί να κάνει ο καθένας. Τέτοιας μορφής Χρηματιστήρια είναι όλα τα αγγλοσαξωνικά: ΗΠΑ και Καναδά, City του Λονδίνου, Ιαπωνίας, Ν. Αφρικής, Αυστραλίας.

3. Το Χρηματιστήριο των τραπεζιτών. Είναι το Χρηματιστήριο στο οποίο συμμετέχουν κατά κύριο λόγο οι Τράπεζες. Κάποια θέση αφήνεται και στους

μεσίτες μετοχών (dealers), οι οποίοι σε συνεργασία με τις τράπεζες πραγματοποιούν όλες τις συναλλαγές τίτλων. Είναι το γερμανικό μοντέλο. Χρηματιστήρια εμπνευσμένα από αυτά είναι της Γερμανίας, της Αυστρίας, της Ελβετίας, των Σκανδιναβικών χωρών και σε κάποιο βαθμό του Άμστερνταμ και της Δανίας. (Τσακλάγκανος Α., σελ.85).

Οι κυριότεροι νόμοι, οι οποίοι αποτέλεσαν τη βάση της ελληνικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας είναι οι ακόλουθοι (Στάμου Κ., σελ. 3,15):

1. Ο Ν. 2190/1920 (Περί Α.Ε.).
2. Ο Ν. 3632/1928 (Περί Χρηματιστηριακών Αξιών).
3. Τα ΠΔ 348/1985 και 350/1985 (Ενημερωτικό Δελτίο και προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών εταιριών στο ΧΑΑ αντίστοιχα, βάσει των υπ' αριθμ. 79/279 και 80/390 Οδηγιών του Συμβουλίου της ΕΕ).
4. Το ΠΔ 360/1985 (Δημοσίευση οικονομικών στοιχείων από τις εισηγμένες εταιρείες).
5. Το ΠΔ 368-372/1985 (Σύσταση διευθύνσεως παρακολουθήσεως ιδιωτικών επενδύσεων και εισαγωγής στο Χρηματιστήριο εντόκων γραμματίων ιδιωτικού τομέα).
6. Το ΝΔ 170/1986 (Κίνηση κεφαλαίου μεταξύ Ελλάδος και άλλων – κρατών της ΕΟΚ). 7. Το ΠΔ 409/1986 (Προσαρμογή της νομοθεσίας περί ΑΕ στο κοινοτικό δίκαιο).
7. Ο Ν. 1665/1986 (Προσαρμογή χρηματοδοτικής μίσθωσης).
8. Το ΠΔ 498/1987 (Προσαρμογή της νομοθεσίας για τις ΑΕ σε οδηγίες της ΕΟΚ).
9. Το ΠΔ 30/1988 (Όροι διάθεσης μετοχών στους εργαζομένους).
10. Η ΥΑ ΑΠΕ 2665/84/1988 (Αναπροσαρμογή παγίων στοιχείων, αύξηση μερισμάτων, αφορολόγητα αποθεματικά εταιρειών).
11. Ο Ν. 1775/1988 (Εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, κλπ διατάξεις).
12. Ο Ν. 1806/1988 (Διοίκηση, έλεγχος και μέλη του ΧΑΑ- η κυριότερη μεταρρύθμισή του ήταν η εισαγωγή του θεσμού της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας και η κατάργηση του κλειστού αριθμού χρηματιστών).

13. Το ΠΔ 489/1989 (Περί λειτουργίας της παράλληλης αγοράς).
14. Η ΥΑ 119/ΦΕΚ 924Β/29.12.1989 (Δημιουργία παράλληλης αγοράς).
15. Η ΥΑ 11596/Β 216/ΦΕΚ 119Β/2.3.1990 (Λειτουργία αποθετηρίου ονομαστικών τίτλων).
16. Το Ν. 1892/1990 (Τροποποιήσεις του Ν. 1806/1980).
17. Η ΥΑ 11569/1990 (Λειτουργία αποθετηρίου ονομαστικών τίτλων στο ΧΑΑ).
18. Ο Ν. 1914/1990 (Εκσυγχρονισμός και ανάπτυξη του δημοσίου τομέα και των χρηματιστηριακών συναλλαγών).
19. Ο Ν. 1969/1991 (Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου – αμοιβαία κεφάλαια και λοιπές διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της Κεφαλαιαγοράς).
20. Τα ΠΔ 50, 51, 52 ΚΑΙ 53/1992 (Ενημερωτικό δελτίο, πληροφορίες, κτλ.).
21. Ο Ν. 2065/1992 (Αναμόρφωση της άμεσης φορολογίας και άλλες διατάξεις).
22. Ο Ν. 2076/1992 (Νομοθεσία τραπεζικών ιδρυμάτων).
23. Ο Ν. 2166/1993 (Κίνητρα ανάπτυξης επιχειρήσεων κτλ.).
24. Το Ν. 2198/1994 (Σύστημα παρακολούθησης συναλλαγών επί τίτλων – άυλοι τίτλοι κτλ.).
25. Ο Ν. 2324/1995 (Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών, οργάνωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων).
26. Ο Ν. 2367/1995 (Εταιρείες Αμοιβαίων Εγγυήσεων, Εταιρείες Κεφαλαίου και Χρημ. Μίσθωσης).
27. Ο Ν. 2396/1996 (ΕΠΕΥ: Οδηγίες 93/6/ΕΟΚ και 93/22/ΕΟΚ).
28. Ο Ν. 2471/1997 (Βασικοί διαπραγματευτές αγοράς).
29. Ο Ν. 2515/1997 (Σώμα ορκωτών λογιστών και άλλες διατάξεις).
30. Ο Ν. 2533/1997 (Περί παραγώγων και άλλες διατάξεις).
31. Ο Ν. 2651/1998 (Τροποποίηση εισαγωγής: ΠΔ 348 και 350/1985, Ν. 2324/1995).
32. Ο Ν. 2731/1999 (Σύσταση νέας χρηματιστηριακής αγοράς (Ν.Ε.Χ.Α.), ρυθμίσεις γενικότερων θεμάτων της Κεφαλαιαγοράς ).
33. Ο Ν. 2733/1999 (Ρύθμιση θεμάτων διμερούς κρατικής αναπτυξιακής βοήθειας και συνεργασίας προς τρίτες χώρες και άλλες διατάξεις).
34. Ο Ν. 2836/2000 (Συμπλήρωση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά και άλλες διατάξεις).

35. Ο Ν. 2954/2001 (Φορολογικές ρυθμίσεις, Αμοιβαία Κεφάλαια, συμπλήρωση Χρηματιστηριακής Νομοθεσίας και άλλες διατάξεις).
36. Ο Ν. 3152/2003 (Ίδρυση και εποπτεία χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών, νέες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τροποποιήσεις χρηματιστηριακής νομοθεσίας).
37. Ο Ν. 3301/2004 (Συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και άλλες διατάξεις, ΦΕΚ Α 263/23.12.2004).

Οι νόμοι αυτοί περιέχουν την έκδοση μεγάλου αριθμού διαταγμάτων σε υπουργικό επίπεδο, διοικητικών αποφάσεων, εγκυκλίων και διαταγών, που ορισμένα βραδύνουν, με τρόπο ώστε να καθυστερεί η εφαρμογή των Νόμων και να δίδεται εσφαλμένη εντύπωση για την κατάσταση, η οποία πράγματι επικρατεί στο χρηματιστηριακό τομέα (Μαλινδρέτου Β., σελ. 307).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

#### 3.1 Εισαγωγή

Η δράση των όσων συμμετέχουν στις χρηματιστηριακές διαδικασίες είναι σαφώς περιορισμένη. Η ελευθερία των συμβάσεων (άρθρο 361 Α.Κ.) κάμπτεται από τις διατάξεις αναγκαστικού δικαίου ως προς τη μεταβίβαση, τόσο χρηματιστηριακώς, όσο και εξωχρηματιστηριακώς, χρηματιστηριακών πραγμάτων, τα οποία έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο (Τσιμπανούλης Δ., 1992, σελ.209). Η λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς θεμελιώνεται κατά βάση σε κανόνες αναγκαστικού δικαίου και συνίσταται στη διευκόλυνση της διενέργειας συγκεκριμένων μορφών συναλλαγών, από συγκεκριμένες κατηγορίες προσώπων, επί συγκεκριμένων αντικειμένων και με ορισμένη αυστηρά προδιαγεγραμμένη διαδικασία. Άρα, η βούληση των μερών δεν μπορεί να παραλλάξει το περιεχόμενο μιας χρηματιστηριακής σύμβασης ως προς τους θεμελιώδεις όρους αυτής, αλλά ούτε και να το καταστήσει μια σύμβαση χρηματιστηριακή, αφού οι διατάξεις που διέπουν τις χρηματιστηριακές συμβάσεις είναι δημόσιας τάξης και λαμβάνονται αυτεπαγγέλτως υπόψη από το δικαστήριο.

#### 3.2 Η Έννοια των συναλλαγών

Το άρθρο 15 του Ν. 3632/1928 στην παράγραφο 1 ορίζει ότι: «Χρηματιστηριακά συναλλαγαί εν τη εννοία του παρόντος νόμου είναι αι δικαιοπραξίαι αι χρηματιστηριακώς συναπτόμεναι και έχουσαι αντικείμενον χρηματιστηριακά πράγματα». Από τον παραπάνω ορισμό προκύπτουν τα κύρια εννοιολογικά στοιχεία των χρηματιστηριακών συναλλαγών: χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι οι δικαιοπραξίες,



οι συναπτόμενες σχετικά με χρηματιστηριακά πράγματα από χρηματιστές και ΑΧΕ εντός του χρηματιστηρίου κατά τους τρόπους συνάψεως τους προβλεπόμενους από τη χρηματιστηριακή λειτουργία, δηλαδή κατά τη διάρκεια συνεδριάσεως ή διασυμφητισμού (Γεωργακόπουλος Λ., σελ.70). Κατά τον Λιακόπουλο, χρηματιστηριακές συναλλαγές (άρθρο 20 ν. 1806/1988) είναι οι δικαιοπραξίες, που τόπο συναλλαγής έχουν το χρηματιστήριο και αντικείμενο χρηματιστηριακά πράγματα, όπως αυτά ορίζονται στο άρθρο 17 ν. 3632/1928 (Λιακόπουλος Α., 1998, σελ. 135).

Πολλές διατάξεις των ελληνικών νομοθετημάτων αναφέρουν τον όρο «χρηματιστηριακά συναλλαγαί». Ειδικότερα απαντώνται στα άρθρα 16, 17, 18, 19 του Ν.Δ. 2/10.11.1923 στον τίτλο του Β κεφαλαίου, και στα άρθρα 15, 16, στο Γ κεφάλαιο και στα άρθρα 25, 26, 27 του Ν. 3632/1928, στο Ε κεφάλαιο και στο άρθρο 20, στο κεφάλαιο Ζ του Ν. 1806/1988, στον τίτλο του Ν. 5469/1932 και στον τίτλο της 6560/25/16.1.1951 απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Αρκετές, όμως, διατάξεις νεότερων νομοθετημάτων χρησιμοποιούν τον όρο «χρηματιστηριακές συμβάσεις», όπως τα άρθρα 21, 22, 23, 24, και 25 του Ν. 1806/1988. Η παραπάνω ορολογιακή παραλλαγή των νομοθετημάτων του ελληνικού δικαίου παρατηρείται και στο συγκριτικό δίκαιο. Σύμφωνα με τον Πέρδικα, χρηματιστηριακές συμβάσεις (όχι συναλλαγές) είναι εκείνες, που συνάπτονται «καθ' ωρισμένον τύπον, εις ωρισμένον χρόνον και εις ωρισμένον τόπον». Τύπος σύναψης είναι «ο της εκφωνήσεως της συναλλαγής υφ' ενός και αντιφωνήσεως υπό άλλου χρηματιστού». Τόπος σύναψης είναι «ο κύκλος του χρηματιστηρίου» και χρόνος είναι «αι κατά τον κανονισμό εργάσιμα ώραι καθ' ας λειτουργεί το χρηματιστήριο».

Το άρθρο 16 του ν. 3632/1928 ορίζει ότι χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι μόνο: α) η αγορά και πώληση τοις μετρητοίς χρηματιστηριακών πραγμάτων, β) η προθεσμιακή αγορά και πώληση, γ) η αγορά και η πώληση με δώρο ή διπλασιασμό δ) η σύμβαση μεταφοράς και ε) γενικά κάθε παρεπόμενη δικαιοπραξία σχετιζόμενη με την ενέργεια και εκτέλεση των πράξεων αυτών. Πρέπει δε να θεωρηθεί ότι η απαρίθμηση αυτή δεν ισχύει πλέον, όπως προκύπτει από το συνδυασμό της διάταξης του άρθρου 38 § 1 στ. δ του ν. 1806/1988 σύμφωνα με την οποία καταργούνται οι διατάξεις της χρηματιστηριακής

νομοθεσίας, οι οποίες αντίκεινται στο ν. 1806/1988 ή που αφορούν θέματα, τα οποία ρυθμίζονται από αυτόν, και της νέας απαρίθμησης των χρηματιστηριακών συναλλαγών, που επιχειρείται στο άρθρο 20 του ν. 1806/1988 (Τσιμπρής Μ., 1997, σελ. 36).

Ειδικότερα σύμφωνα με το άρθρο 20 του ν. 1806/1988 ως χρηματιστηριακές συναλλαγές ορίζονται :

α) η πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων τοις μετρητοίς, ήτοι η πώληση άμεσης εκτέλεσης. Ως άμεση εκτέλεση θεωρείται η εκτέλεση της συναλλαγής, δηλαδή η παράδοση του πράγματος και η πληρωμή του τιμήματος μέσα στην προκαθορισμένη προθεσμία που η χρηματιστηριακή νομοθεσία προβλέπει για τις πράξεις «τοις μετρητοίς». Στο σημείο αυτό θα πρέπει να διασαφηνιστεί τι θεωρείται «πώληση τοις μετρητοίς» κατά τη θεωρία και τη νομολογία (Γεωργακόπουλος Λ., σελ.73) . Με τον όρο «πώληση τοις μετρητοίς», λοιπόν, νοείται και η «αγορά τοις μετρητοίς», δεδομένου ότι ο νομοθέτης ακολουθεί την ορολογία του Αστικού Κώδικα.

Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι διενεργώντας χρηματιστηριακές συναλλαγές, παραδείγματος χάριν «αγοράς τοις μετρητοίς», η οποία συνιστά σύμβαση πώλησης και αγοράς τοις μετρητοίς χρηματιστηριακώς πραγμάτων προβλέπεται εκ του νόμου προθεσμία για τη χρηματιστηριακή εκκαθάριση, ήτοι την αντίστοιχη παράδοση του πράγματος και την πληρωμή του τιμήματος. Σύμφωνα μάλιστα με τις διατάξεις του άρθρου 20 § 1 του ν. 3632/1928, η παράδοση του πράγματος και η πληρωμή του τιμήματος γινόταν την επιούσα εργάσιμη ημέρα και μετά την τροποποίηση της διατάξεως του άρθρου 20 § 1 με το άρθρο 45 § 2 του ν. 1914/1990 η εν λόγω προθεσμία ορίσθηκε σε δύο εργάσιμες ημέρες, από την ημέρα κατάρτισης της συναλλαγής, και ήδη από τις 20.12.1996 προεκτάθηκε σε τρεις εργάσιμες ημέρες (υπ' αριθμ. 4-2005/Β/1570 Υ.Α. του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας – ΦΕΚ Β' 1141/96) και περαιτέρω κατά την § 9 του άρθρου 20 του ν. 3632/1928, η οποία προστέθηκε με το άρθρο 51 του ν. 1969/1991, η κατά την §1 πληρωμή του τιμήματος γίνεται μέσω Τραπέζης, οριζομένης από το Δ.Σ. του χρηματιστηρίου με εντολή της Υπηρεσίας Εκκαθάρισης τούτου· μετά δε την έναρξη λειτουργίας της Ανώνυμης Εταιρείας Αποθετηρίων Τίτλων, η ως άνω

Τράπεζα ορίζεται από το Δ.Σ. της Εταιρείας αυτής τηρουμένων κατά τα λοιπά των προβλεπόμενων στα άρθρα 38 & 50 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πάντως σε καμία περίπτωση δε θα πρέπει να υπάρχει αμφιβολία σχετικά με όσα αφορούν την εν λόγω προθεσμία. Συγκεκριμένα, η προθεσμία αυτή αφορά στις σχέσεις των αντισυμβαλλομένων στην κύρια χρηματιστηριακή σύμβαση μελών του χρηματιστηρίου (ήτοι αντικρυστών των Α.Χ.Ε.) και όχι στις σχέσεις, οι οποίες προκύπτουν από τη σύμβαση παραγγελίας μεταξύ του μέλους του χρηματιστηρίου και του παραγγελέα πελάτη του. Οι τελευταίοι, μέχρι την έναρξη ισχύος (5-6-2001) του άρθρου 1 του ν. 2843/2000 ήταν ελεύθεροι να συμφωνήσουν (ΑΚ 361) ότι οι υποχρεώσεις τους αυτές θα εκτελούνταν είτε πριν είτε μετά από την οριζόμενη ανωτέρω προθεσμία της χρηματιστηριακής εκκαθάρισης (Γεωργακόπουλος Λ, 1999, σελ.143).

Η εν λόγω δυνατότητα ελεύθερης συμφωνίας του μέλους του χρηματιστηρίου και του παραγγελέα πελάτη ως προς το χρόνο καταβολής του τιμήματος αγοράς μετοχών, ως προαναφέρθηκε, ίσχυσε μέχρι τις 5.6.2001, οπότε και ετέθη σε ισχύ το άρθρο 1 του ν. 2843/2000 (ΦΕΚ 219/12.10.2000), δια της υπ' αριθμόν 11/215/10.5.2001 απόφασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κατ' εφαρμογή της εξουσιοδοτικής διάταξης του άρθρου 38 του παραπάνω νόμο, σύμφωνα με την οποία υποχρεούνται από τούδε και στο εξής οι εντολείς πελάτες να εξοφλούν το τίμημα αγοράς των μετοχών τους μέσα στην προθεσμία της χρηματιστηριακής εκκαθάρισης, η οποία ισχύει για τα μέλη του χρηματιστηρίου, εκτός αν υπαχθούν στο θεσπιζόμενο καθεστώς της διαδικασίας παροχής πίστωσης από το μέλος του Χ.Α.Α., που προβλέπεται από τα άρθρα 2-6 του ίδιου ως άνω ν. 2843/2000.

β) Η πώληση με ειδικές συμφωνίες, όπως ενδεικτικά, η παράδοση των πραγμάτων μετά την πάροδο ορισμένης προθεσμίας, το δικαίωμα εξώνησης και το δικαίωμα υπαναχώρησης ολικά ή μερικά ή χωρίς ανταλλάγματα. Η πρόβλεψη για πράξεις με ειδικές συμφωνίες δημιουργεί σύγχυση εξαιτίας της διάταξης του άρθρου 70 § 3 του ν. 1969/1991, το οποίο προβλέπει τη δυνατότητα καθιέρωσης ως χρηματιστηριακών

πραγμάτων αξιογράφων, των οποίων το ενσωματωμένο δικαίωμα αναφέρεται σε αγορά ή πώληση, με ειδικές συμφωνίες, άλλου αξιογράφου. Ο Μ. Τσιμπής στο βιβλίο του «Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών», ορθά προτείνει ότι στην πρώτη περίπτωση πρόκειται για τα λεγόμενα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα (derivatives), που διακρίνονται σε πράξεις προθεσμίας και σε πράξεις με εξουσιαστική αίρεση. Κοινό στοιχείο και των δύο αυτών μορφών πράξεων είναι το στοιχείο μελλοντικής εκτέλεσης (forward transactions), που τις διακρίνει από τις πράξεις άμεσης εκτέλεσης (spot transactions). Οι πράξεις με εξουσιαστική αίρεση αποτελούν και αυτές πράξεις προθεσμίας με την ευρεία έννοια. Η μόνη διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι η εκτέλεσή τους εξαρτάται από τη βούληση του δικαιούχου (δικαίωμα προαιρέσεως, option contracts). Οι πράξεις μελλοντικής εκτέλεσης (προθεσμίας) μπορεί, σύμφωνα με το εκάστοτε επιλεγμένο ειδικό περιεχόμενό τους, να συμφωνηθούν ως πράξεις πραγματικής (future contract) ή μη πραγματικής (contract for difference) εκτέλεσης (Γεωργακόπουλος Λ., 1999, σελ. 138).

γ) Κάθε δικαιοπραξία συναφής με τη διενέργεια και την εκτέλεση των παραπάνω συμβάσεων. Σε σχέση με τις ανωτέρω συμβάσεις, οι δικαιοπραξίες της εν λόγω κατηγορίας θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως παρεπόμενες των. Αντικείμενο της σύμβασης παραγγελίας αγοράς ή πώλησης χρηματιστηριακών πραγμάτων είναι η έναντι αμοιβής εκτέλεση της συναλλαγής από το χρηματιστή, εν αντιθέσει με τη σύμβαση μεσιτείας, στην οποία αντικείμενο είναι η έναντι αμοιβής υπόδειξη στο χρηματιστή ή στο πελάτη της σύναψης της συγκεκριμένης παραγγελίας (Γεωργακόπουλος Λ, 1999, σελ.139).

### **3.3 Η νομική φύση της χρηματιστηριακής συναλλαγής**

Χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι οι δικαιοπραξίες, οι συναπτόμενες σχετικά με χρηματιστηριακά πράγματα από χρηματιστές και ΑΧΕ εντός του χρηματιστηρίου κατά τους τρόπους συνάψεως τους προβλεπόμενους από τη χρηματιστηριακή λειτουργία,

δηλαδή κατά τη διάρκεια συνεδριάσεως ή δια συμφηφισμού (Γεωργακόπουλος Λ., σελ.70). Με μια προσεκτική ανάγνωση των σχετικών διατάξεων καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η χρηματιστηριακή συναλλαγή αποτελεί νομικά μία ένωση συμβάσεων. Αφενός μεν πρόκειται για την ενοχική, υποσχετική, παραδοτική, επαχθή, αμφοτεροβαρή και αναιτιώδη σύμβαση πώλησης (ΑΚ 513) χρηματιστηριακών πραγμάτων και αφετέρου, πρόκειται για μία ενοχική, εκποιητική, παραδοτική, επαχθή, αμφοτεροβαρή και αναιτιώδη σύμβαση παράδοσης (ΑΚ 1034) του χρηματιστηριακού πράγματος. Εν προκειμένω, υπάρχει και μία επιπλέον σύμβαση, η οποία εξάλλου συνήθως συνοδεύει τις εκποιητικές δικαιопραξίες, που συνίσταται στην ενοχική, εκποιητική, παραδοτική, επαχθή, αμφοτεροβαρή και αιτιώδη σύμβαση μεταβίβασης του συμφωνημένου τιμήματος, το οποίο κατά τη συνήθεια των συναλλαγών αποτιμάται σε χρήμα. Υποκείμενο της χρηματιστηριακής συναλλαγής είναι ο χρηματιστής ή ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.) και τα πιστωτικά ιδρύματα.

Αντικείμενο της εν λόγω συναλλαγής είναι η ανάληψη εκ μέρους του ενός χρηματιστή της ενοχικής υποχρέωσης να μεταβιβάσει προς τον άλλο αντισυμβαλλόμενο του χρηματιστή το χρηματιστηριακό πράγμα έναντι συμφωνούμενου τιμήματος, η οποία συναλλαγή ολοκληρώνεται με την εμπράγματη δικαιопραξία της παράδοσης από το χρηματιστή στον αντισυμβαλλόμενο του χρηματιστή του πωληθέντος χρηματιστηριακού πράγματος, αλλά και αυτή της ανάληψης του τιμήματος και αντίστροφα. Η εκπλήρωση των υποχρεώσεων του μέλους του χρηματιστηρίου για την καταβολή των χρημάτων και τη μεταβίβαση της κυριότητας των τίτλων και η ικανοποίηση των αντίστοιχων αξιώσεων για την είσπραξη των χρημάτων και την απόκτηση των τίτλων – οπότε και επέρχεται το εκποιητικό (διαθετικό) αποτέλεσμα της εμπράγματης δικαιопραξίας, που συνιστά την τελική φάση της εκκαθάρισης – χαρακτηρίζεται ως «διακανονισμός» της συναλλαγής (settlement). Η εκκαθάριση γίνεται αποκλειστικά μεταξύ των αντισυμβαλλομένων μελών (Α.Χ.Ε.) μέσω της ανώνυμης εταιρείας Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. Ο όρος *εκκαθάριση* είναι ευρύτερος του όρου «διακανονισμός», αφού, κατά τεκμήριο, η εκκαθάριση εμπεριέχει τουλάχιστον μία ακόμη φάση, η οποία προηγείται του διακανονισμού: αυτή της επεξεργασίας και του υπολογισμού των εκατέρωθεν

απαιτήσεων όλων των μελών της αγοράς (netting), τοιουτοτρόπως δε προκύπτουν οι καθαρές υποχρεώσεις και απαιτήσεις κάθε μέλους.

Εξάλλου, σύμφωνα με το άρθρο 5 του Ν.Δ. 3330/1955 έναντι της Α.Ε. Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών θεωρείται ως μέτοχος αυτός που είναι εγγεγραμμένος στο βιβλίο ονοματικών μετοχών. Η εγγραφή αυτή είναι όμως, κατά το Γεωργακόπουλο, δηλωτική της επελεύσεως ήδη μεταβιβάσεως και αποτελεί, όπως και η αναγγελία του εδ. β του άρθρου 5 § 1 περ. α, δικαιοπραξία και όχι απλή δήλωση βουλήσεως (Γεωργακόπουλος Λ., 1994, σελ.239).

Η κατάρτιση της χρηματιστηριακής συναλλαγής ως υποσχετικής δικαιοπραξίας δεν προεξοφλεί την προσήκουσα εκτέλεσή της, η οποία εξαρτάται από την εκπλήρωση των υποχρεώσεων από τα συμβαλλόμενα μέρη του χρηματιστηρίου. Η παθολογία της εκκαθάρισης αναπτύσσεται στην περίπτωση της ανώμαλης εξέλιξης της χρηματιστηριακής συναλλαγής και ιδίως του εκπονητικού σκέλους. Σε όλες σχεδόν τις σύγχρονες χρηματιστηριακές αγορές υφίσταται μία χρονική υστέρηση μεταξύ της κατάρτισης της κύριας χρηματιστηριακής συναλλαγής (ενοχικής δικαιοπραξίας) και της εκκαθάρισης (εκπονητικής δικαιοπραξίας). Αυτή η χρονική υστέρηση συνιστά την κυριότερη, αλλά όχι και μοναδική πηγή κινδύνου, την οποία πρέπει να αντιμετωπίσουν τα συστήματα εκκαθάρισης χρηματιστηριακών συναλλαγών. Άλλωστε, ένα χρηματιστήριο, ως οργανωμένη αγορά αξιογράφων, οφείλει να διαθέτει αξιόπιστους μηχανισμούς, όχι μόνον για τη διενέργεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών, αλλά και για την εκκαθάρισή τους.

Ειδικότερα, η διαδικασία αντικατάστασης των αποθετηρίων εγγράφων επί χρηματιστηριακής πωλήσεως εισηγμένων στο χρηματιστήριο ονομαστικών μετοχών, η οποία προβλέφθηκε με την Απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας 11596/Β 216/28.2.1990 «Λειτουργία αποθετηρίου ονομαστικών τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», όπως ισχύει μετά την τροποποίηση του άρθρου 33 του ν. 1806/1988 από το άρθρο 56 του ν. 1892/1990, που κατέστησε υποχρεωτική την έκδοση αποθετηρίων εγγράφων επί εν ζωή μεταβιβάσεως ονομαστικών μετοχών με χρηματιστηριακή

συναλλαγή, και το άρθρο 66 του ν. 1969/1991, που όρισε ότι «το αποθετήριο έγγραφο είναι αξιόγραφο» (άρθρο 33 § 16 του ν. 1806/1988). Ας υπογραμμιστεί ότι από τις δύο προβλεπόμενες στο άρθρο 33 § 2 του ν. 1806/1988 εναλλακτικές διαδικασίες κατά τη μεταβίβαση των μετοχών, ήτοι την ακύρωση του παλαιού και έκδοση νέου αποθετηρίου ή την επισημείωση στον υφιστάμενο αποθετήριο της συντελούμενης μεταβιβάσεως, η Α.Ε. Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ακολουθεί σήμερα αποκλειστικώς την πρώτη διαδικασία. Όσον αφορά στη μεταβίβαση ανώνυμων μετοχών ανώνυμης εταιρείας, που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, ακολουθώντας τη διαδικασία των άρθρων 15, 16, 17 του ν. 3632/1928 και 20επ. του ν. 1806/1988, αυτή ολοκληρώνεται με την παράδοση των μετοχών στο δικαιούχο, χωρίς καμία άλλη διατύπωση. Εφόσον δεν έχει εκδοθεί γι' αυτές, από την Εταιρεία Αποθετηρίων, αποθετήριο κατά το άρθρο 33 του ν. 1806/1988, οι μετοχές μπορούν να μεταβιβασθούν μόνο με τη μεταβίβαση του αποθετηρίου (Νισυραίος Ε., σελ.467).

Περαιτέρω θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι η ανάληψη μετοχών κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής συνιστά *πρωτότυπο τρόπο* κτήσης της μετοχικής ιδιότητας και της κυριότητας του μετόχου επί των τίτλων των μετοχών. Αφετέρου η μεταβίβαση μετοχών ανώνυμης εταιρείας από πρόσωπο, που είχε συμμετάσχει στη δημόσια εγγραφή ή διάδοχό του, είτε γίνεται λόγω πωλήσεως είτε από άλλη αιτία, αποτελεί παράγωγο τρόπο κτήσης της μετοχικής ιδιότητας και των μετοχών για τον αποκτώντα.

### **3.4 Διακρίσεις των χρηματιστηριακών συμβάσεων**

Οι χρηματιστηριακές συμβάσεις μπορούν να διακριθούν σε 3 μεγάλες κατηγορίες.

#### 1. Κύριες και παρεπόμενες χρηματιστηριακές συμβάσεις

Οι χρηματιστηριακές συμβάσεις διακρίνονται βασικά σε συναλλαγές κύριες και παρεπόμενες. Σύμφωνα με τον Α. Γεωργακόπουλο, οι κύριες είναι ενοχικές –

υποσχετικές συμβάσεις, που ως αντικείμενο έχουν το χρηματιστηριακό πράγμα (ήτοι, όπως αναλυτικά σημειώθηκε ανωτέρω, αγορές και πωλήσεις μετοχών ή ομολογίων, αλλά και τραπεζικών ομολογίων και ιδρυτικών τίτλων). Οι κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές, οι οποίες κατά το Λ. Γεωργακόπουλο διακρίνονται και σε οριστικές και σε πράξεις με εξουσιαστική αίρεση, απαρτίζονται από τις πράξεις τοις μετρητοίς (πώληση τοις μετρητοίς) και από τις πράξεις προθεσμίας ή χρηματιστηριακής προθεσμίας (πώληση με ειδικές συμφωνίες), τα λεγόμενα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Οι παρεπόμενες φέρουν ως αντικείμενο τις κύριες συναλλαγές (δηλ. παραγγελία πώλησης ή αγοράς, μεσιτεία παραγγελίας, σύμβαση μεταφοράς και σύμφωνο επαναφοράς, σύμφωνο επαναγοράς ή επαναπώληση και δανεισμός μετοχών). Ο Αθ. Λιακόπουλος, αφού δέχεται την παραπάνω διάκριση, υποστηρίζει ότι παρεπόμενη είναι κάθε δικαιοπραξία συναφής με την διενέργεια και εκτέλεση των κυρίων συμβάσεων (<sup>71</sup> Γεωργακόπουλος Λ., σ.73).

## 2. Γνήσιες και μη γνήσιες χρηματιστηριακές συμβάσεις

Με κριτήριο τον τόπο σύναψης των κυρίων χρηματιστηριακών συμβάσεων, - από το γεγονός της κατάρτισης εντός ή εκτός της αίθουσας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών - διακρίνονται σε γνήσιες και μη γνήσιες. Γνήσιες χρηματιστηριακές συμβάσεις είναι εκείνες που πραγματεύονται την αγοραπωλησία μετοχών τοις μετρητοίς. Μη γνήσιες ή άλλως συμβάσεις εκτός συνεδρίασης, κατά το άρθρο 21 § 1 του ν. 1806/1988 είναι «οι χρηματιστηριακές συμβάσεις που συνάπτονται ... είτε χωρίς τέτοια συμμετοχή (συμβάσεις εκτός συνεδρίασης)». Από το γράμμα του νόμου συνάγεται ότι οι συμβάσεις αυτές συνάπτονται χωρίς τη συμμετοχή μέλους του χρηματιστηρίου στη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου και επιπλέον χωρίς συμψηφιστική εγγραφή αντίθετων εντολών (συμβάσεις με συμψηφιστική εγγραφή).

Για την κατάρτιση συμβάσεων εκτός συνεδρίασης απαιτείται η έκδοση απόφασης του διοικητικού συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μετά από σχετική γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, με την οποία ορίζονται οι



όροι, οι προϋποθέσεις και η διαδικασία κατάρτισης συμβάσεων εκτός συνεδρίασης, συμπεριλαμβανομένων και των συναλλαγών που συνάπτονται από μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που ενεργούν ως ειδικοί διαπραγματευτές εκτός κύκλου, όπως και κάθε άλλο σχετικό θέμα και λεπτομέρεια (Το δεύτερο εδάφιο της παρ.1 αντικαταστάθηκε ως άνω με την με την παρ.1 άρθρ.9 Ν.2843/2000,ΦΕΚ Α 219/12.10.2000).

### 3. Συμπληρωματικές ή παρεπόμενες συμβάσεις

Οι συμπληρωματικές συμβάσεις ή παρεπόμενες χρηματιστηριακές συμβάσεις (κατά την κρατούσα άποψη) ή βοηθητικές συναλλαγές υπάγονται στις συμβάσεις, οι οποίες συνάπτονται εκτός του Χρηματιστηρίου, τις λεγόμενες «εξωχρηματιστηριακές». Οι συμβάσεις αυτές ως προμηθευτικές συμβάσεις είναι «συναφείς» με τη διενέργεια και εκτέλεση των χρηματιστηριακών συμβάσεων, αφού οι παρεπόμενες συμβάσεις δεν είναι δυνατό να χαρακτηριστούν αυτές καθ' αυτές ως χρηματιστηριακές συμβάσεις. Ο νομοθέτης επεκτείνει και επ' αυτών των συμβάσεων την απαγόρευση του άρθρου 174 ΑΚ (απαγορευμένες δικαιπραξίες), συνάμα όμως επιτρέπει την κατάρτιση ορισμένων εξ αυτών των συμβάσεων, προκειμένου να λάβουν χώρα ορισμένες χρηματιστηριακές συναλλαγές (άρθρο 15 §§ 4, 7, 8, 11 του ν. 3632/1928. ).

#### *3.4.1 Χρηματιστηριακή παραγγελία*

Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας αποτελεί ειδικότερη μορφή συμπληρωματικής σύμβασης παραγγελίας, η οποία συνάπτεται μεταξύ εκείνου, που επιθυμεί να επενδύσει κεφάλαιά του στο χρηματιστήριο (παραγγελέα), και εκείνου, που διαθέτει τη διοικητική άδεια υλοποίησης των επενδυτικών αποφάσεων του παραγγελέα, με διενέργεια συναλλαγών στο χρηματιστήριο (παραγγελιοδόχου) (ΑΠ (Α' Τμ.) 1268/1994, ΔΕΕ 6/1995, 523).

#### α. Η νομική φύση

Συγκεκριμένα, η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, ως ειδικότερη μορφή της εμπορικής παραγγελίας των αρ. 90 επ. του ΕμπΝ, επί της οποίας έχουν ανάλογη εφαρμογή οι διατάξεις περί εντολής (ΑΚ 713 επ.) έχει ως αντικείμενο αφενός μεν την ανάληψη από τον παραγγελιοδόχο - χρηματιστή και ήδη ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία (Α.Χ.Ε.) της υποχρέωσης να εκτελέσει την παραγγελία (εντολή) του πελάτη της (παραγγελέα) για χρηματιστηριακή αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων, με την κατάρτιση στο δικό του όνομα, αλλά για λογαριασμό του πελάτη του, ως αντιπρόσωπός του, της κύριας χρηματιστηριακής σύμβασης, δηλαδή της πώλησης ή αγοράς μετοχών κ.λπ. και αφετέρου την ανάληψη από τον παραγγελέα - πελάτη της υποχρέωσης να καταβάλει στον παραγγελιοδόχο χρηματιστή, την αμοιβή (προμήθεια) για τη διεκπεραίωση της χρηματιστηριακής συναλλαγής καθώς και να εκπληρώσει την αντίστοιχη υποχρέωσή του για παράδοση τίτλων ή καταβολή τιμήματος, η οποία απορρέει από την κατάρτιση της κύριας σύμβασης (Τσιμπανούλης Δ., 1971, σελ.275).

Κατά τον Ελ. Σκαλίδη, η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας αποτελεί μη κυριολεκτική χρηματιστηριακή δικαιοπραξία σημειώνοντας παράλληλα και τη διευκρίνιση ότι η εκτέλεσή της από το χρηματιστή γίνεται κατά το χρηματιστηριακό δίκαιο, ενώ οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα του της Α.Χ.Ε. και του παραγγελέα από την πώληση και την αγορά υπόκεινται στις διατάξεις των άρθρων 513επ. ΑΚ, σε περίπτωση που δεν τροποποιούνται από το χρηματιστηριακό δίκαιο (Σκαλίδης Ε., 2001, σελ.11).

Πιο αναλυτικά, η σύμβαση αυτή αποτελεί παρεπόμενη χρηματιστηριακή συναλλαγή, όπως προελέχθη, και είναι αντικειμενικά πρωτότυπα αμφιμερής εμπορική πράξη. Επίσης, από την παραπάνω ανάλυση αμφοτέρων των υποχρεώσεων, συνάγεται ότι αποτελεί αμφοτεροβαρή σύμβαση, ενώ η σύστασή της υπόκειται σε έγγραφο αποδεικτικό τύπο.

### β. Οι υποχρεώσεις του χρηματιστή ως παραγγελιοδόχου

Ως κύρια υποχρέωση του παραγγελιοδόχου πρέπει να θεωρηθεί η κατάρτιση της σύμβασης με τον τρίτο και μάλιστα η εκτέλεση της σύμβασης (ΑΚ 686) το συντομότερο δυνατό, με την επιμέλεια που αρμόζει στις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Οφείλει επίσης να μεταβιβάσει τα αποτελέσματα της κύριας χρηματιστηριακής σύμβασης στο συγκεκριμένο πελάτη του – παραγγελέα, για λογαριασμό του οποίου την συνήψε και να αποδώσει στον παραγγελέα καθετί που απέκτησε από τη σύμβαση (ΑΚ 719). Εξάλλου, από τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας προκύπτει η υποχρέωση του χρηματιστή, να προσπαθήσει να επιτύχει για τον πελάτη του την καλύτερη δυνατή χρηματιστηριακή τιμή. Ο χρηματιστής πρέπει επίσης να συμμορφώνεται προς τις τυχόν υπάρχουσες οδηγίες του παραγγελέα σχετικά με το περιεχόμενο της χρηματιστηριακής σύμβασης (ΑΚ 717). Έχει υποχρέωση να ενημερώνει πάντοτε τον πελάτη του, όταν λόγω ανειλημμένων ήδη υποχρεώσεων είναι ανέφικτο να εκτελέσει άμεσα ή πλήρως τις εντολές του. Κατ' αυτό τον τρόπο και στο πλαίσιο της διακριτικής ευχέρειας που διαθέτει η Α.Χ.Ε., κατά την εκτέλεση περισσότερων αλληλοσυγκρουόμενων εντολών που έχει αναλάβει, δεν επιτρέπεται ο χρηματιστής να παραβιάζει συμφέροντα εντολέων του παραμελώντας την εκτέλεση της εντολής τους προς το συμφέρον άλλου πελάτη του. Συναφής είναι και η υποχρέωση των χρηματιστών να ενημερώνουν τους πελάτες τους για την εκτέλεση της εντολής τους και να λογοδοτούν για την εκτέλεση (μετά το πέρας της εντολής) απέναντι στον παραγγελέα τους (ΑΚ 685 § 1 καθώς και ΑΚ 718) (Λουκόπουλος Α., 1954, σελ.122).

Υποχρέωση εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του τρίτου έναντι του παραγγελέα, ο παραγγελιοδόχος δεν έχει, εκτός εάν ανέλαβε συμβατικά τέτοια ευθύνη (ρήτρα *del credere*). Τέλος, για τις απαιτήσεις έναντι του παραγγελέα, ο παραγγελιοδόχος έχει νόμιμο ενέχυρο στα εμπορεύματα ή αξιόγραφα του παραγγελέα, τα οποία βρίσκονται στην κατοχή του (ΕμπΝ 92-94). Επιπλέον, όπως έχει αναλυθεί εκτενώς και ανωτέρω, υποχρέωση ελέγχου της γνησιότητας των ανωνύμων τίτλων εκ μέρους του χρηματιστή – παραγγελιοδόχου δεν προκύπτει ούτε εκ του νόμου ούτε και από τα συναλλακτικά ήθη της χρηματιστηριακής αγοράς. Η επενδυτική δραστηριότητα στην κεφαλαιαγορά είναι πάντοτε συνδεδεμένη με επιχειρηματικούς κινδύνους και αποτελεί δικαίωμα του

επενδυτή να αναλαμβάνει και τον πιο παράτολμο επιχειρηματικό κίνδυνο, εφόσον αυτό αποτελεί συνειδητή επιλογή του, χωρίς να ευθύνεται γι' αυτό ο χρηματιστής. Ο παραγγελιοδόχος – χρηματιστής αναλαμβάνει μόνο διαμεσολαβητικές υπηρεσίες για τη σύναψη της κύριας χρηματιστηριακής σύμβασης για λογαριασμό του πελάτη του. Το γεγονός αυτό δε σημαίνει ότι μετατοπίζεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος της επένδυσης, καθώς ένα τέτοιο άλμα θα είχε ως επακόλουθο την αστάθεια και τη σύγχυση στους κόλπους της χρηματιστηριακής αγοράς (Λουκόπουλος Α., 1954, σελ.123).

#### γ. Οι υποχρεώσεις του εντολέα-πελάτη ως παραγγελέα

Η κύρια υποχρέωση του παραγγελέα συνίσταται στην καταβολή της αμοιβής (προμήθειας) στον παραγγελιοδόχο – χρηματιστή. Επιπλέον, βαρύνεται και με την υποχρέωση (προ)καταβολής των δαπανών, που απαιτούνται για την εκτέλεση της παραγγελίας (ΑΚ 721, 722). Η προμήθεια οφείλεται όχι μόνο με τη σύναψη, αλλά με τη σύναψη και εκτέλεση της σύμβασης με τον τρίτο. Επίσης, σε περίπτωση πώλησης χρηματιστηριακών πραγμάτων, ο παραγγελέας έχει την υποχρέωση απέναντι στον παραγγελιοδόχο να παραδώσει τα πωλούμενα χρηματιστηριακά πράγματα και ο τελευταίος το αντίτιμο που εισέπραξε στην περίπτωση της αγοράς των χρηματιστηριακών πραγμάτων η υποχρέωση αυτή είναι αντίστροφη (Λουκόπουλος Α., 1954, σελ.123).

#### **3.4.2 Μεσιτεία Παραγγελίας**

Μεσιτεία παραγγελίας υπάρχει όταν τρίτος αποδεικνύει στο χρηματιστή ή στον πελάτη του ή και στους δύο τη σύναψη συγκεκριμένης παραγγελίας με αμοιβή. Ο μεσίτης μπορεί να συνάπτει τη σύμβαση μεσιτείας είτε με το χρηματιστή είτε με τον παραγγελέα του χρηματιστή ή με αμφοτέρους και έχει αξίωση αμοιβής από τον αντισυμβαλλόμενο του. Το ελληνικό δίκαιο επιτρέπει τη σύμβαση μεσιτείας μεταξύ μεσίτη και παραγγελέα. Περιορίζει, όμως, τη μεσιτεία προς χρηματιστή. Την τελευταία την επιτρέπει μόνο αν ο μεσίτης είναι Τράπεζα, αμειβόμενη από το χρηματιστή με τμήμα της προμήθειάς του, ή άλλη Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) (Σκαλίδης Ε., σελ.287).

### 3.5 Διαδικασία και μηχανισμοί συναλλαγών

Οι μηχανισμοί και οι διαδικασίες των συναλλαγών περιγράφονται ακολούθως:

#### 3.5.1 Στοιχεία των εντολών

Τα στοιχεία που πρέπει να περιέχονται σε μια εντολή για συναλλαγή επί κινητών αξιών διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: Στα υποχρεωτικά και στα προαιρετικά στοιχεία.

Στα υποχρεωτικά ανήκουν τα εξής στοιχεία:

- 1) Θέση / Είδος εντολής: Οι τιμές που μπορεί να λάβει είναι Α αν πρόκειται για αγορά και Π αν πρόκειται για πώληση.
- 2) Χρηματοπιστωτικό μέσο: Προσδιορίζεται το χρηματοπιστωτικό μέσο στο οποίο αναφέρεται η εντολή. Κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο εισηγμένο στο σύστημα έχει μία μοναδική κωδικοποιημένη ονομασία που ονομάζεται σύμβολο του χρηματοπιστωτικού μέσου.
- 3) Τεμάχια / Ανακοινώσιμα: Προσδιορίζεται ο ανακοινώσιμος αριθμός των προσφερόμενων ή ζητούμενων τεμαχίων του συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου. Αποδεκτοί είναι μόνο ακέραιοι αριθμοί.
- 4) Τιμή: Προσδιορίζεται η τιμή της εντολής.
- 5) Λογαριασμός Πελάτη: Προσδιορίζεται μέσω ενός αλφαριθμητικού κωδικού η ταυτότητα του εντολέα-πελάτη του μέλους. Ο κωδικός αυτός είναι υποχρεωτικός και χρησιμοποιείται για την εκκαθάριση των συναλλαγών.
- 6) Κωδικός Μέλους: Προσδιορίζεται μέσω ενός κωδικού η ταυτότητα του μέλους που εισάγει την εντολή και του υπεύθυνου για την εκκαθάριση των συναλλαγών.

- 7) Αξία: Προκύπτει αυτόματα από το σύστημα.
- 8) Μη Ανακοινώσιμα: Προσδιορίζεται η συνολική ποσότητα πέρα από τον ανακοινώσιμο αριθμό των προσφερόμενων ή ζητούμενων τεμαχίων.

Στα προαιρετικά ανήκουν τα εξής στοιχεία:

- 1) Συγκεντρωτική εκτέλεση: Προσδιορίζεται ο τύπος λογαριασμού ως Ο (Ομάδα επενδυτών).
- 2) Εσωτερικός Κωδικός Πελάτη: Προσδιορίζεται μέσω ενός αλφαριθμητικού κωδικού η εσωτερική ταυτότητα του εντολέα-πελάτη στο μέλος.
- 3) Περιορισμός: Προσδιορισμός της συνθήκης της εντολής.
- 4) Σύμβολο STOP: Εάν υπάρχει συνθήκη STOP, πρέπει να οριστεί το συγκεκριμένο σύμβολο.
- 5) Τιμή STOP: Εάν υπάρχει συνθήκη STOP, πρέπει να οριστεί συγκεκριμένη τιμή για το STOP σύμβολο.
- 6) Διάρκεια: Καθορισμός διάρκειας της εντολής. Αν δεν οριστεί κάτι θεωρείται ότι η εντολή είναι με ημερήσια διάρκεια. Εάν η τιμή μιας εντολής διάρκειας με την πάροδο των συνεδριάσεων βρεθεί εκτός των ορίων της επιτρεπόμενης ημερήσιας διακύμανσης της κινητής αξίας, η εντολή καθίσταται ανενεργή.
- 7) Σχόλιο: Χώρος για προαιρετική χρήση από το μέλος.
- 8) Ανενεργή Εντολή: Προσδιορίζει αν η εντολή θα καταχωρηθεί στο σύστημα ως ανενεργή. Σε αυτή την περίπτωση υπάρχει η δυνατότητα ενεργοποίησης της εντολής σε μεταγενέστερη χρονική στιγμή. Οι ανενεργές εντολές παίρνουν χρονική σήμανση (time stamp) μόλις ενεργοποιηθούν.

### Κανόνες προτεραιότητας των εντολών

Οι εντολές που εισάγονται κατατάσσονται με βάση τον κανόνα προτεραιότητας τιμής εντολής-χρόνος εισαγωγής. Με βάση αυτόν, κατά την ιεράρχηση των εντολών αγοράς προηγούνται οι εντολές με την υψηλότερη τιμή, ενώ κατά την ιεράρχηση των εντολών πώλησης προηγούνται οι εντολές με τη μικρότερη τιμή. Εντολές με την ίδια τιμή κατατάσσονται με βάση τη χρονική τους προτεραιότητα (Τσακιράκης Α., 2009, σελ.40-42).

#### **3.5.2 Διακρίσεις εντολών ως προς την τιμή**

##### **1) Ελεύθερη Εντολή**

Ελεύθερη Εντολή (Market Order - MKT) είναι εκείνη που εισάγεται χωρίς κάποια συγκεκριμένη τιμή και εκτελεί πράξη με τις αντίθετες εντολές οι οποίες έχουν την καλύτερη τιμή. Οι ελεύθερες εντολές είναι δυνατόν να κάνουν πράξεις σε τιμές περισσότερες της μιας, εάν ο όγκος της ελεύθερης εντολής είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο της αντίθετης εντολής, η οποία εκείνη τη στιγμή διαπραγματεύεται στην καλύτερη τιμή. Εφόσον υπάρχει ανεκτέλεστο υπόλοιπο της ελεύθερης εντολής, τότε αυτό μετατρέπεται σε οριακή εντολή στην τιμή της τελευταίας πράξης που πραγματοποιήθηκε μέσω της συγκεκριμένης εντολής.

##### **2) Οριακή Εντολή**

Οριακή Εντολή (Limit Order - LMT) είναι η εντολή η οποία εισάγεται με μια συγκεκριμένη τιμή. Μία οριακή εντολή έχει προσαρτημένη μία συγκεκριμένη τιμή, η οποία είναι η μέγιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να αγοράσει, ή η ελάχιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να πουλήσει. Συνεπώς μια οριακή εντολή διαπραγματεύεται στη συγκεκριμένη τιμή που της έχει προσαρτηθεί ή σε καλύτερη από αυτή. Για τις οριακές εντολές αγοράς ως καλύτερη τιμή (best bid) για τον πωλητή

θεωρείται η υψηλότερη τιμή αγοράς και, αντίστοιχα, για μία οριακή εντολή πώλησης ως καλύτερη τιμή (best offer) για τον αγοραστή θεωρείται η χαμηλότερη τιμή πώλησης (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

### **3) Εντολή στην Τιμή Ανοίγματος**

Εντολή στην Τιμή Ανοίγματος (At The Open - ATO) είναι η εντολή η οποία εισάγεται χωρίς όριο τιμής και μόνο κατά τη διάρκεια της Μεθόδου Αυτόματης και Στιγμαίας Κατάρτισης Συναλλαγών (Μέθοδος 2) και αφορά συναλλαγές στην τιμή ανοίγματος. Το ανεκτέλεστο υπόλοιπο της εντολής ακυρώνεται ενώ και η προτεραιότητά της σε σχέση με την ελεύθερη εντολή καθορίζεται από την ώρα εισαγωγής της.

### **4) Εντολή στο Κλείσιμο**

Εντολή στο Κλείσιμο (At The Close - ATC) είναι η εντολή η οποία εισάγεται χωρίς όριο τιμής και αφορά συναλλαγές στην τιμή κλεισίματος όπου και αν διαμορφωθεί αυτή.

## **3.5.3 Διακρίσεις εντολών ως προς την διάρκεια**

### **1) Ημερήσια Εντολή**

Η Ημερήσια ( Good For Day - GFD) Εντολή έχει ημερήσια διάρκεια και παραμένει ενεργή μέχρις ότου να ακυρωθεί ή να εκτελεστεί. Αν δεν συμβεί τίποτε από τα παραπάνω, μένει ενεργή μέχρι το τέλος της συνεδρίασης κατά την οποία εισήχθη. Στο τέλος της συνεδρίασης όλες οι εντολές με ημερήσια διάρκεια οι οποίες δεν έχουν εκτελεστεί, αυτομάτως ακυρώνονται και αποσύρονται από το σύστημα.

Όλες οι εντολές έχουν ημερήσια διάρκεια εκτός εάν οριστεί διαφορετικά. Ημερήσιες είναι υποχρεωτικά οι εντολές:

- Που αφορούν τη διαπραγμάτευση των τίτλων σταθερού εισοδήματος



- Ομάδας
- Προσυμφωνημένων συναλλαγών
- Στην τιμή ανοίγματος
- Στην τιμή κλεισίματος
- Με τη Συνθήκη «Άμεση ή ακύρωση»
- Με τη Συνθήκη «Εκπλήρωση ή ακύρωση»

## **2) Εντολή έγκυρη μέχρι να ακυρωθεί**

Η εντολή έγκυρη μέχρι να ακυρωθεί (Good Till Cancel - GTC) παραμένει στο σύστημα ως ενεργή μέχρι να εκτελεστεί ή να ακυρωθεί. Οι μη εκτελεσμένες και μη ακυρωμένες εντολές αυτής της κατηγορίας παραμένουν στο σύστημα για όσο διάστημα η τιμή τους παραμένει μέσα στο επιτρεπόμενο ανώτατο και κατώτατο όριο τιμής στο οποίο επιτρέπεται να διαπραγματεύεται η κινητή αξία, για την οποία έχει δοθεί η εντολή. Για όσο χρονικό διάστημα η εντολή παραμένει μέσα στα επιτρεπόμενα όρια τιμής διατηρείται ενεργή. Δεν υπάρχει ημερομηνία λήξης για τις εντολές αυτής της κατηγορίας.

## **3) Εντολή έγκυρη μέχρι ημερομηνία**

Στις εντολές οι οποίες έχουν διάρκεια έγκυρη μέχρι ημερομηνία (Good Till Date -GTD) προσδιορίζεται η ημερομηνία λήξης (ημέρα - μήνας - έτος). Σε όλο το χρονικό διάστημα μέχρι την ημερομηνία λήξης της εντολής αυτή εξακολουθεί να διαπραγματεύεται. Παύει να υπάρχει στο σύστημα από την επομένη της ημερομηνίας λήξης (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

### 3.5.4 Εντολές με συνθήκη

Συνθήκη ονομάζεται ένα επιπρόσθετο στοιχείο της εντολής εκτός από την τιμή και τα τεμάχια, το οποίο πρέπει να γίνει αποδεκτό από το σύστημα προκειμένου να καταρτιστεί συναλλαγή. Κάθε πίνακας επιτρέπει τη θέση συγκεκριμένων συνθηκών. Η εισαγωγή συνθήκης είναι προαιρετική και δεν επιτρέπεται η εισαγωγή δεύτερης. Στον Πίνακα Προσυμφωνημένων Συναλλαγών καταχωρούνται αποκλειστικά εντολές χωρίς συνθήκες.

- 1) **Συνθήκη STOP** : Η εντολή με τη συνθήκη STOP ενεργοποιείται εάν εκπληρώνεται κάποιο κριτήριο. Κατά τον ορισμό της συνθήκης ορίζονται το STOP σύμβολο που μπορεί να αφορά κινητή αξία ή δείκτη και η STOP τιμή που μπορεί να είναι είτε Οριακή είτε Ελεύθερη. Η εντολή με συνθήκη STOP σε σύμβολο είναι μία εντολή αγοράς ή πώλησης μιας κινητής αξίας, η οποία ενεργοποιείται με την ταύτιση του STOP συμβόλου με την ορισμένη STOP τιμή. Οι STOP σε σύμβολο εντολές δρομολογούνται υποχρεωτικά στο Βασικό Πίνακα.
- 2) **Συνθήκη Άμεση ή Ακύρωση**: Οι εντολές με συνθήκη Άμεση ή Ακύρωση (Immediate Or Cancel -IOC) εκτελούνται άμεσα εφόσον πληρούνται τα κριτήρια της τιμής της εντολής, ενώ το τυχόν ανεκτέλεστο υπόλοιπο της εντολής, ακυρώνεται. Οι εντολές που έχουν συνθήκη άμεση ή ακύρωση μπορούν να εισαχθούν μόνο στο Βασικό Πίνακα κατά τη διάρκεια της συνεχούς μεθόδου διαπραγμάτευσης.
- 3) **Συνθήκη Εκτέλεση ή Ακύρωση**: Οι εντολές με συνθήκη Εκτέλεση ή Ακύρωση (Fill Or Kill - FOK) εκτελούνται άμεσα εφόσον πληρούνται τα κριτήρια της τιμής και τα τεμάχια της εντολής μπορούν να πραγματοποιηθούν εξ ολοκλήρου, αλλιώς ακυρώνεται. Οι εντολές με συνθήκη εκτέλεση ή ακύρωση μπορούν να εισαχθούν και να διαπραγματευτούν μόνο στο Βασικό Πίνακα κατά τη διάρκεια της συνεχούς μεθόδου διαπραγμάτευσης.
- 4) **Συνθήκη Όλα ή Τίποτα**: Οι εντολές Όλα ή Τίποτα (All Or None - AON) παραμένουν ενεργές μέχρι να εκτελεστούν στο σύνολό τους από μια αντίθετη

εντολή. Οι εντολές AON δεν επιδέχονται μερική εκτέλεση, και δρομολογούνται υποχρεωτικά μόνο στον Πίνακα Ειδικών Όρων.

- 5) **Συνθήκη Εκτέλεση και Καταχώρηση:** Οι εντολές με τη συνθήκη Εκτέλεση Και Καταχώρηση (Fill and Store - FAS) εάν δεν εκτελεστούν, έστω και μερικά, καταχωρούνται στο σύστημα κατά το ανεκτέλεστο μέρος τους.
- 6) **Συνθήκη σε Πολλαπλάσιο:** Οι εντολές με τη συνθήκη σε Πολλαπλάσιο (Multiples Of - MO) παραμένουν ενεργές και εκτελούνται με την προϋπόθεση ότι θα εκτελεστούν σε πολλαπλάσια τεμάχια κάποιου συγκεκριμένου αριθμού. Εντολές με τη συνθήκη MO δρομολογούνται υποχρεωτικά μόνο στον Πίνακα Ειδικών Όρων.
- 7) **Συνθήκη με Ελάχιστο Μέγεθος:** Η συνθήκη με Ελάχιστο Μέγεθος (Minimum Fill - MF) προσδιορίζει ότι η εντολή παραμένει ενεργή και εκτελείται με την προϋπόθεση ότι θα εκτελεστεί ένας ελάχιστος συγκεκριμένος αριθμός τεμαχίων. Στην περίπτωση που ο αριθμός των υπολειπόμενων τεμαχίων είναι μικρότερος του ελάχιστου μεγέθους τότε το ελάχιστο μέγεθος της αρχικής εντολής αλλάζει αυτόματα ώστε να ισούται με τον υπολειπόμενο αριθμό τεμαχίων. Εντολές με τη συνθήκη με ελάχιστο μέγεθος δρομολογούνται υποχρεωτικά μόνο στον Πίνακα Ειδικών Όρων (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

### ***3.5.5 Τρόποι κατάρτισης συναλλαγών***

Στο ΧΑ υπάρχουν τρεις τρόποι κατάρτισης συναλλαγών:

#### **1) Αυτόματη κατάρτιση**

Αυτόματη κατάρτιση ονομάζεται η κατάρτιση συναλλαγής που πραγματοποιείται λόγω ταύτισης αντίθετων συναλλαγών που υπάρχουν στο σύστημα διαπραγμάτευσης. Για παράδειγμα: Στο σύστημα υπάρχει μια εντολή αγοράς μετοχών της Εθνικής Τράπεζας

στην τιμή 30,10 € και μια εντολή πώλησης επίσης στην τιμή 30,10 €. Στην περίπτωση αυτή καταρτίζεται αυτόματα συναλλαγή.

## **2) Επιλεκτική κατάρτιση**

Επιλεκτική κατάρτιση ονομάζεται η συναλλαγή που πραγματοποιείται με πρωτοβουλία συμμετέχοντα, ο οποίος αποδέχεται υφιστάμενη στο βιβλίο εντολών αντίθετη συναλλαγή.

## **3) Προσυμφωνημένη συναλλαγή**

Προσυμφωνημένη ονομάζεται η συναλλαγή που πραγματοποιείται με πρωτοβουλία του αγοραστή και του πωλητή.

Από τις παραπάνω συναλλαγές, η αυτόματη κατάρτιση μπορεί να είναι στιγμιαία ή συνεχής, η επιλεκτική πάντοτε συνεχής και η προσυμφωνημένη πάντοτε στιγμιαία (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

### **3.5.6 Μέθοδοι συναλλαγών στο ΧΑ**

Στο ΧΑ υπάρχουν έξι μέθοδοι συναλλαγών:

#### **1) Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση Συναλλαγών**

Κατά τη διάρκεια της μεθόδου αυτής γίνονται δεκτές προς εκτέλεση από το σύστημα όλες οι εντολές που είναι καταχωρημένες στο Βιβλίο Εντολών. Το Βιβλίο Εντολών κατά την περίοδο της μεθόδου αυτής απαρτίζεται από εντολές αγοράς και πώλησης και διαμορφώνεται βάσει των εξής κριτηρίων. Εάν δεν καλύπτεται το κριτήριο ταύτισης, οι εντολές κατατάσσονται στον πίνακα με βάση:

- Την τιμή τους. Για μεν τις εντολές αγοράς η κατάταξη είναι φθίνουσα, δηλαδή προηγούνται οι εντολές με τη μεγαλύτερη τιμή, για δε τις εντολές πώλησης η κατάταξη είναι αύξουσα, δηλαδή προηγούνται οι εντολές με τη μικρότερη τιμή.
- Το χρόνο εισαγωγής κάθε εντολής στο σύστημα συναλλαγών, αν πρόκειται για εντολές με ίδια τιμή.
- Οι «ελεύθερες» εντολές, αν δεν υπάρχει αντίθετη υφιστάμενη εντολή, ώστε να ταυτιστούν, τουλάχιστον μερικώς, τη στιγμή της εισαγωγής τους, ακυρώνονται.
- Σε περίπτωση κάλυψης του κριτηρίου ταύτισης με αντίθετη υφιστάμενη εντολή στο σύστημα, καταρτίζεται και καταχωρείται συναλλαγή. Η τιμή συναλλαγής προσδιορίζεται πάντα από την τιμή της υφιστάμενης εντολής.

## **2) Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών**

Κατά τη διάρκεια της Μεθόδου αυτής γίνονται δεκτές προς εκτέλεση από το σύστημα όλες οι ενεργές εντολές που είναι καταχωρημένες στο Βιβλίο Εντολών.

## **3) Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση στο Κλείσιμο**

Η μέθοδος με την οποία πραγματοποιούνται συναλλαγές μόνο στην τιμή κλεισίματος των κινητών αξιών ονομάζεται Μέθοδος Αυτόματης Συνεχούς Κατάρτισης στο Κλείσιμο. Οι συναλλαγές επί εντολών με όριο που έχουν διαβιβαστεί στο σύστημα κατά τις περιόδους Συνεχούς ή Στιγμιαίας Διαπραγμάτευσης, καθώς και εκείνες επί εντολών με τιμή «Στο Κλείσιμο» καταρτίζονται στην περίοδο κλεισίματος και μόνο στην τιμή κλεισίματος. Κατά τη διάρκεια της μεθόδου Αυτόματης Συνεχούς Κατάρτισης στο

Κλείσιμο επιτρέπεται η διαβίβαση στο σύστημα αποκλειστικά εντολών με τιμή «Στο Κλείσιμο».

#### **4) Επιλεκτική Κατάρτιση**

Κατά τη διάρκεια της μεθόδου αυτής, γίνονται δεκτές προς εκτέλεση από το σύστημα όλες οι εντολές του Πίνακα Ειδικών Όρων. Η εκτέλεση εντολών στον Πίνακα δεν διενεργείται αυτόματα από το σύστημα, αλλά με επιλογή τους από το συμμετέχοντα μιας υφιστάμενης στον Πίνακα αντίθετης εντολής (hit & take). Ο συμμετέχων, του οποίου η εντολή επελέγη από άλλο συμμετέχοντα προς κατάρτιση συναλλαγής, δεν δικαιούται να αρνηθεί την κατάρτιση της συναλλαγής.

Στον Πίνακα Ειδικών Όρων το βάθος είναι απεριόριστο. Επίσης, στον Πίνακα Ειδικών Όρων το σύστημα δεν αθροίζει τα τεμάχια των εντολών που βρίσκονται στην ίδια τιμή αλλά οι εντολές είναι διακριτές ανεξάρτητα από το αν έχουν ίδια τιμή ή όχι. Αυτή η μέθοδος διαπραγμάτευσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ταύτιση εντολών και στον Πίνακα Εκποιήσεων.

#### **5) Εκποιήσεις**

Στο ΧΑ γνωστοποιείται, το αργότερο δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν την ημέρα εκποίησης, η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την εκποίηση ορισμένης ποσότητας κινητών αξιών οι οποίες βρίσκονται καταχωρημένες σε Λογαριασμό Μεριδας που έχει ανοιχθεί και τηρείται για το σκοπό αυτό στο ΣΑΤ, σύμφωνα με τα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του ΣΑΤ.

Το ΧΑ, παραλαμβάνοντας την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προβαίνει στις εξής ενέργειες: Ενημερώνει τα μέλη του, δημοσιεύει την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών και ανακοινώνει μέσω των τερματικών των μελών τα στοιχεία της εκποίησης πριν από την έναρξη συνεδρίασης κατά την ημέρα της εκποίησης. Το μήνυμα περιλαμβάνει το σύμβολο της κινητής αξίας η οποία θα εκποιηθεί,

τον αριθμό των τεμαχίων καθώς και το μέλος του ΧΑ το οποίο έχει αναλάβει την εκποίηση.

Η τιμή εκκίνησης της εκποίησης ορίζεται από τον επισπεύδοντα ως ποσοστό απόκλισης από την τιμή εκκίνησης της κινητής αξίας κατά την ημερομηνία διενέργειας της εκποίησης. Η τιμή εκκίνησης της εκποίησης δεν μπορεί να διαφέρει από την τιμή εκκίνησης της κινητής αξίας περισσότερο από το ποσοστό που ορίζεται από το όριο ημερήσιας διακύμανσης που προβλέπεται για τη συγκεκριμένη κινητή αξία. Ο επισπεύδων έχει το δικαίωμα να μην κάνει αποδεκτές τιμές κατώτερες από την τιμή εκκίνησης. Ειδικά σε περίπτωση αναγκαστικής εκποίησης δεσμευμένων κινητών αξιών, ο επισπεύδων τον πλειστηριασμό οφείλει να προσκομίσει στο ΧΑ έγγραφη δήλωση, στην οποία βεβαιώνει ότι το κοινό έχει ενημερωθεί με ανακοίνωση στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών, ότι οι κινητές αξίες που θα εκποιηθούν θα παραμείνουν δεσμευμένες και μετά την εκποίηση, καθώς και αντίγραφο της ανακοίνωσης αυτής.

#### **6) Προσυμφωνημένες Συναλλαγές - Πακέτα**

Οι προσυμφωνημένες συναλλαγές ή συναλλαγές σε πακέτα όπως είναι γνωστές περιλαμβάνουν τις εξής περιπτώσεις:

α) Απλό πακέτο

β) Πακέτο διακανονισμού. Πακέτο διακανονισμού ονομάζεται η ειδική προσυμφωνημένη συναλλαγή με την οποία ένα μέλος, είτε της αγοράς αξιών, είτε της αγοράς παραγώγων, αγοράζει τίτλους, προκειμένου να καλύψει την υποχρέωση παράδοσης τίτλων στο σύστημα εκκαθάρισης.

γ) Πακέτο αποκατάστασης. Πακέτο αποκατάστασης ονομάζεται η ειδική προσυμφωνημένη συναλλαγή, με την οποία το μέλος που διακανόνισε, είτε μία συναλλαγή αγοράς με ίδια διαθέσιμα, είτε μία συναλλαγή πώλησης με τίτλους που αγόρασε με σύμφωνο επαναπώλησης μέσω της αγοράς παραγώγων καταρτίζοντας συμβόλαιο επαναγοράς ειδικού τύπου, πωλεί προς ή αγοράζει από

τον επενδυτή τους τίτλους που αφορούσε η παραπάνω αρχική συναλλαγή αγοράς ή πώλησης (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

### **3.5.7 Πίνακες Διαπραγμάτευσης**

Στο σύστημα διαπραγμάτευσης δημιουργούνται, με διαβίβαση των αντίστοιχων εντολών για κάθε ημέρα συναλλαγών, οι εξής πίνακες:

#### **1) Βασικός Πίνακας (Main Board)**

Στο Βασικό Πίνακα μπορούν να οριστούν οι εξής μέθοδοι διαπραγμάτευσης:

- Μέθοδος 1 (Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση Συναλλαγών)
- Μέθοδος 2 (Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών) και
- Μέθοδος 3 (Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση Συναλλαγών με τιμή στο Κλείσιμο).

#### **2) Πίνακας Ειδικών Όρων (Special Terms Board)**

Στον Πίνακα Ειδικών Όρων μπορεί να οριστεί η Μέθοδος 4 (Μέθοδος Διαπραγμάτευσης Επιλεκτικής Κατάρτισης).

#### **3) Πίνακας Εκποιήσεων (Forced Sales Board)**

Στον Πίνακα Εκποιήσεων μπορούν να οριστούν η Μέθοδος 4 (Μέθοδος Διαπραγμάτευσης Επιλεκτικής Κατάρτισης) και η Μέθοδος 5 (Εκποιήσεις).



#### **4) Πίνακας Προσυμφωνημένων Συναλλαγών (Pre-agreed Trading Board)**

Στον Πίνακα Προσυμφωνημένων Συναλλαγών μπορεί να οριστεί η Μέθοδος 6 (Μέθοδος προσυμφωνημένων συναλλαγών - πακέτα) (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

##### ***3.5.8 Ανοικτές Πωλήσεις***

Στην θεωρία επιτρέπεται η πώληση από επενδυτή μετοχών τις οποίες δεν κατέχει. Η συγκεκριμένη συναλλαγή ονομάζεται σύμβαση ανοικτής πώλησης. Σύμβαση ανοικτής πώλησης μπορεί να συναφθεί επί μετοχών υψηλής ρευστότητας και διαπραγματεύσιμων μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή προκύπτει για τον πωλητή αρνητική θέση (short position) επί του τίτλου. Αρνητική θέση επί του τίτλου υφίσταται για τον πωλητή όταν το υπόλοιπο των διαθεσίμων του επί του τίτλου, συμπεριλαμβανομένων και των διαθεσίμων του από συμβάσεις επαναγοράς, είναι μικρότερο του υπολοίπου του οφειλόμενες αξίες επί του τίτλου. Η μέγιστη αρνητική θέση ανά επενδυτή για κάθε μετοχή, δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1% του συνόλου των μετοχών που κατέχονται από επενδυτές, καθένας εκ των οποίων έχει ποσοστό μικρότερο από το 5% των δικαιωμάτων ψήφου της εκδότριας (free-float).

Το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είχε απαγορεύσει προσωρινά τις ανοικτές πωλήσεις μετοχών μέχρι τις 31/5/2009, λόγω των αναταραχών στις διεθνείς αγορές και με γνώμονα την προστασία των επενδυτών από κερδοσκοπικές πιέσεις στις ανοικτές πωλήσεις ενώ αποφάσισε την επαναφορά των ανοικτών πωλήσεων χρηματοπιστωτικών μέσων στο ΧΑ (short selling) από 1/6/2009 με τις εξής προϋποθέσεις:

- Οι εντολές οι οποίες αφορούν ανοικτές πωλήσεις μετοχών, που είναι εισηγμένες στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, πρέπει να εισάγονται σε τιμή υψηλότερη από την τιμή της τελευταίας πράξης που έχει καταρτισθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών (uptick rule).

- Τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών που διενεργούν ανοικτές πωλήσεις μετοχών οφείλουν να το δηλώνουν κατά την καταχώρηση της σχετικής εντολής πώλησης στο σύστημα συναλλαγών (flagging).
- Τα φυσικά ή τα νομικά πρόσωπα τα οποία αποκτούν αρνητική θέση (short position) επί συγκεκριμένης μετοχής, η οποία υπερβαίνει το 0,10% του αριθμού των μετοχών της εκδότριας εταιρίας, οφείλουν να γνωστοποιούν τη θέση αυτή άμεσα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να την δημοσιοποιούν στο επενδυτικό κοινό, μέσω του Ημερήσιου Δελτίου Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, το αργότερο την επόμενη ημέρα από την υπέρβαση του εν λόγω ορίου. Η ίδια υποχρέωση ισχύει και για κάθε μεταβολή του ποσοστού αυτού.
- Στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών θα δημοσιεύεται καθημερινά (α) το ύψος των ανοικτών πωλήσεων που πραγματοποιήθηκαν συγκεντρωτικά ανά μετοχή και (β) ο συνολικός αριθμός των μετοχών ανά εταιρία που έχουν αποτελέσει αντικείμενο δανεισμού (Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

#### ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

##### 4.1 Εισαγωγή

Μετά τις συνεχείς ζυμώσεις και αλλαγές στο χώρο του χρηματιστηριακού δικαίου, στις αρχές του 2003, ψηφίστηκε ο νόμος Ν. 1352/2003 ο οποίος αποτέλεσε βαθιά τομή στο χώρο του χρηματιστηριακού δικαίου. Μέσα στην προθεσμία άλλωστε που προέβλεπε ο παραπάνω νόμος, δημοσιεύτηκε και ο Κανονισμός του «Χρηματιστηρίου Αθηνών ΑΕ». Σταδιακά, στα δύο έτη που ακολούθησαν, παρατηρήθηκε μεγάλη κινητικότητα στη σχετική νομοθεσία και εκδόθηκαν νέοι νόμοι με τους οποίους ρυθμίσθηκαν εκ νέου και, συγκεντρωτικά πλέον, θέματα χρηματιστηριακού δικαίου.

Με τους νόμους αυτούς καταργήθηκαν ρητά ισχύουσες διατάξεις, συγκεντρώθηκαν σε ενιαία νομοθετήματα παλαιότερες ρυθμίσεις και προσαρμόσθηκε η ελληνική νομοθεσία σε Κοινοτική Οδηγία. Πιο συγκεκριμένα με τον νόμο Ν. 3283/2004, ο οποίος κατήργησε τις παλαιότερες διατάξεις των άρθρων 17-49 στ' Ν. 1969/1991 για τα αμοιβαία κεφάλαια, τροποποίησε διατάξεις που ρύθμιζαν θέματα των «Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου» και συμπλήρωσε τις ρυθμίσεις για τις ΑΧΕ και Α.Ε.Π.Ε. Υ.

Αργότερα, ο Ν. 3371/2005 επέφερε τις σημαντικότερες αλλαγές στο χώρο του χρηματιστηριακού δικαίου, αφού σε συγκεντρωτικές διατάξεις και ανά είδος κινητών αξιών, ρύθμιζε τις προϋποθέσεις, τα χαρακτηριστικά και τη διαδικασία της εισαγωγής τους σε χρηματιστηριακή αγορά. Ο ίδιος Νόμος τροποποίησε διατάξεις που ρυθμίζουν οργανωτικά θέματα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Κυρίως, όμως και παράλληλα, ο

νόμος αυτός αποσαφήνισε το ισχύον δίκαιο, καταργώντας ρητά παλαιότερες ρυθμίσεις και συμβάλλοντας έτσι αποφασιστικά στην καθαρότητα και ευκρίνεια της σχετικής νομοθεσίας.

Ο Ν. 3401/2005, εξάλλου, αποδίδει κοινοτική ρύθμιση, διότι μ' αυτόν προσαρμόστηκε η νομοθεσία μας για τα ενημερωτικά δελτία στην Οδηγία 2003/71/ΕΚ. Καταργήθηκαν διατάξεις παλαιότερων νομοθετημάτων και συγκεντρώθηκαν όλες οι σχετικές ρυθμίσεις στο νόμο αυτό. Εκτός, όμως, από την έκδοση αλληπάληλων νέων νομοθετημάτων, πολύ πρόσφατα τροποποιήθηκε και ο Κανονισμός του «Χρηματιστηρίου Αθηνών ΑΕ» (Εγκριτική Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμό. 4/358/8- 11-2005). Με τον νέο Κανονισμό, εκτός των άλλων αλλαγών που επήλθαν, καταργήθηκαν οι γνωστές υποαγορές της Αγοράς Αξιών, και αντικαταστάθηκαν από Κατηγορίες με άλλη φιλοσοφία και άλλες προδιαγραφές κατάταξης σ' αυτές των υπό διαπραγμάτευση κινητών αξιών.

## **4.2 Οι χρηματοπιστωτικές αγορές σήμερα**

Περισσότερες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων – και συνεπώς μεγαλύτερη προσφορά επενδυτικών επιλογών στους επενδυτές – δημιουργούνται με τη νέα νομοθετική ρύθμιση, που προήλθε από την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου με την Οδηγία 2004/39 ΕΚ, γνωστή ως MiFID, δηλαδή «Markets in Financial Instruments Directive».

Οι χρηματοπιστωτικές αυτές αγορές θα είναι είτε οργανωμένες αγορές που θα λειτουργούν υπό τη διεύθυνση «διαχειριστή αγοράς», είτε εναλλακτικά, αγορές που συγκροτούν μία άλλη νέα γενιά οργανωμένων, επίσης, συστημάτων διαπραγμάτευσης και οι οποίες θα λειτουργούν παράλληλα με τις πρώτες. Οι εναλλακτικές αγορές, θα είναι είτε Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) που θα λειτουργούν εκτός του συστήματος των οργανωμένων αγορών, όχι όμως αποσπασματικά και ευκαιριακά, αλλά με δική τους οργάνωση και θα τελούν υπό τη διεύθυνση συγκεκριμένων φορέων

(διαχειριστή αγοράς ή ΑΕΠΕΥ), είτε θα πρόκειται για συναλλαγές που πραγματοποιούνται από «συστηματικό εσωτερικοποιητή» (που θα μπορεί να είναι ΕΠΕΥ). Όλα αυτά, πάντως τα συστήματα των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, υπάγονται σε αυστηρούς κανόνες εποπτείας. Ορισμένα εξαρτούν τη λειτουργία τους από παροχή άδειας και όλα υποχρεούνται να εφαρμόζουν κανόνες που εγγυώνται διαφάνεια τόσο πριν όσο και μετά από την πραγματοποίηση των συναλλαγών τους. Επιδιώκεται έτσι να διασφαλισθεί υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των εντολών των επενδυτών και να εδραιωθεί η αίσθηση ακεραιότητας και αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 11).

#### **4.2.1 Οργανωμένη αγορά**

Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ και τον εναρμονισμένο με αυτήν Ν. 3606/2007, γίνεται προσπάθεια να παγιωθεί η πραγματικά ελεύθερη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, χωρίς πρόσθετους όρους και προϋποθέσεις. Για να γίνει όμως εφικτή η εφαρμογή αυτής της ελευθερίας, θα ήταν απαραίτητο οι χρηματοπιστωτικές συναλλαγές να απεγκλωβιστούν από την προσκόλληση σε «συγκεκριμένους τόπους».

Για το λόγο αυτό, ο όρος «χρηματιστήριο» ως προσδιοριστικός συγκεκριμένου χώρου, αντικαταστάθηκε από τον όρο «διαχειριστής αγοράς» και η «χρηματιστηριακή αγορά» μετονομάστηκε σε «οργανωμένη αγορά». Ο Ν. 3606/2007 συνεπής με την κοινοτική επιταγή, κατέργησε το καθεστώς της συγκέντρωσης και διεξαγωγής των συναλλαγών επί εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων αποκλειστικά στο «Χρηματιστήριο» και διέπλεσε τις υποδεικνυόμενες από την Οδηγία νέες μεθόδους διαπραγμάτευσης δημιουργώντας εναλλακτικούς τρόπους σύναψης χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Έτσι, σήμερα δεν ιδρύονται πλέον χρηματιστήρια και για το λόγο αυτό ο όρος «χρηματιστήριο» έχει απαλειφθεί από τις διατάξεις του νόμου 3606. Στη θέση του χρηματιστηρίου ιδρύεται διαχειριστής αγοράς και στη θέση των «χρηματιστηριακών» έχουμε πλέον οργανωμένες αγορές που τελούν υπό τη διεύθυνση και διαχείριση του διαχειριστή αγοράς.

Επομένως η «οργανωμένη αγορά» δεν αποτελεί καινούριο στοιχείο της νέας νομοθεσίας. Ήταν ήδη γνωστή από το προγενέστερο δίκαιο με την ονομασία «χρηματιστηριακή αγορά». Η λειτουργία αυτής της μόνης χρηματιστηριακής αγοράς, με τον ειδικότερο προσδιορισμό «Αγορά Αξιών», συνεχίζει να λειτουργεί με τους ίδιους κανόνες λειτουργίας που εξειδικεύονται στον υπάρχοντα ήδη Κανονισμό της, αλλά και με τη χρήση των καινοτόμων ρυθμίσεων που εισήχθησαν με τη νέα νομοθεσία. Στο άρθρο 2 περ. 10 Ν. 3606/2007, δίνεται η έννοια και προσδιορίζονται τα γενικά χαρακτηριστικά της οργανωμένης αγοράς όπου αναφέρεται πως «οργανωμένη αγορά» είναι ένα πολυμερές σύστημα, το οποίο λειτουργεί υπό τη διεύθυνση διαχειριστή αγοράς και επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση περισσότερων συμφερόντων τρίτων προσώπων, τα οποία (συμφέροντα) κατευθύνονται στην αγοραπωλησία χρηματοπιστωτικών μέσων.

Οι αγοραπωλησίες αυτές διενεργούνται μέσα στο σύστημα στο οποίο λειτουργεί η οργανωμένη αγορά, αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση στη συγκεκριμένη αγορά – κατά τις ειδικότερες διατάξεις του Κανονισμού της – και όλη η διαδικασία διενεργείται σύμφωνα με μηχανισμούς και κανόνες που διασφαλίζουν διαφάνεια, δίκαιη και εύρυθμη διεξαγωγή των συναλλαγών και αποτρέπουν κάθε απόπειρα διακριτικής ευχέρειας (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 11-12).

### **4.3 Επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες**

Οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες είναι οι ακόλουθες:

Ι. Νομοθετική ρύθμιση. Σύμφωνα με την οδηγία 2004/39/EK, από την εναρμόνιση της οποίας προήλθε ο Ν. 3606/2007, καταργήθηκε η παλαιότερη Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες. Συνέπεια είναι η κατάργηση όλων των προηγούμενων νομοθετικών ρυθμίσεων των σχετικών με τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα πρόσωπα που τις παρέχουν (άρθρο 85 περ. θ' Ν. 3606/2007). Με το νέο νομοθετικό καθεστώς,

οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες διευρύνονται. Απαριθμούνται στο άρθρο 4 Ν. 3606 και διακρίνονται -όπως και στο προγενέστερο δίκαιο- σε κύριες και παρεπόμενες. Στην § 1 του παραπάνω άρθρου απαριθμούνται οκτώ τέτοιες υπηρεσίες ως κύριες -αντί των τεσσάρων του προγενέστερου δικαίου- και στην § 2 επτά ως παρεπόμενες.

## 2. Κύριες επενδυτικές υπηρεσίες.

- η λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών προς κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, η οποία συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων
- η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, η οποία συνίσταται στη διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ με κεφάλαιά της ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων προς κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών
- η διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, τα οποία (χαρτοφυλάκια) περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- η παροχή προσωπικών επενδυτικών συμβουλών σε πελάτη, είτε μετά από αίτησή του, είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ, σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές του σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή η τοποθέτησή τους με δέσμευση ανάληψης
- η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης η) η λειτουργία πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ).

## 3. Παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες

- η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών (παροχή υπηρεσιών θεματοφύλακα, η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων, η διαχείριση παρεχόμενων ασφαλειών)

- η παροχή από ΕΠΕ Υ πίστωσης ή δανείου σε επενδυτή, προκειμένου ο τελευταίος να διενεργήσει συναλλαγή σε χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία (συναλλαγή) μεσολαβεί η πιστοδότρια ή δανείστρια ΕΠΕΥ
- η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις, αναφορικά με θέματα που είναι σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους και τη στρατηγική τους, αλλά και παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων
- η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος, εφόσον συνδέεται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ε) η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση<sup>3</sup> ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που να σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- η παροχή υπηρεσιών που σχετίζονται με την αναδοχή
- η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων (άρθρο 5 περ. ε' έως και ζ' και ι').

Από τις παραπάνω υπηρεσίες και δραστηριότητες, μόνο οι κύριες υπηρεσίες της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών και της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό της ΕΠΕΥ, είναι εκείνες που διεξάγονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 33-34).

#### 4.4 Κινητές Αξίες στην Αγορά Αξιών

«Χρηματοπιστωτικά μέσα» είναι, σύμφωνα με τον Ν. 3606/2007, τα επενδυσιακά προϊόντα, δηλ. τα ειδικά και εξειδικευμένα τα οποία αφορά μια διαπραγμάτευση σε οποιαδήποτε χρηματοπιστωτική αγορά. Πράγματι, στο άρθρο 5 Ν. 3606, εξειδικεύεται το ειδικότερο περιεχόμενο της γενικής αυτής έννοιας, στην οποία ανήκουν γνωστές συναλλακτικές αξίες. Έτσι, ενώ η ειδικότερη οργάνωση και η ρύθμιση διαδικαστικών τεχνικών θεμάτων είναι φυσικό να διαφέρει ακόμη και μεταξύ των ίδιων συστημάτων συναλλαγών (δηλ. να λειτουργούν περισσότερες οργανωμένες αγορές ή περισσότερα ΠΜΔ και καθένα να διέπεται από τους δικούς του οργανωτικούς κανόνες στα πλαίσια,



όμως, πάντα της ισχύουσας νομοθεσίας), τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία γίνονται οι συναλλαγές, είναι εκείνα που ορίζει ο νόμος, άρα είναι τα ίδια για όλα τα συστήματα συναλλαγών και έχουν πάντα το ίδιο εννοιολογικό περιεχόμενο. Ο ειδικότερος καθορισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων κάθε συστήματος, γίνεται στον Κανονισμό λειτουργίας του. Στον Κανονισμό, επίσης, οργανώνονται οι συναλλαγές για κάθε ένα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν επιλεγεί, προσαρμοσμένες στις ιδιαιτερότητες του διαπραγματευόμενου αγαθού. Ως «χρηματοπιστωτικά μέσα», λοιπόν, κατά την παραπάνω διάταξη, νοούνται: α) οι κινητές αξίες, β) τα μέσα της χρηματαγοράς, γ) τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και δ) μία σειρά παράγωγων προϊόντων (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 35).

#### **4.4.1 Κινητές Αξίες**

Ως κινητές αξίες ορίζονται «οι κατηγορίες κινητών αξιών που είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής» σύμφωνα με τον γενικό ορισμό των κινητών αξιών του άρθρου 2 § 13 Ν. 3606/2007. Κινητές αξίες είναι αξιόγραφα που προσφέρονται για επενδύσεις. Γι' αυτό το λόγο είναι γνωστά και ως «επενδυσιακά αξιόγραφα». Ο όρος «κινητές αξίες», είναι γνωστός στο ελληνικό δίκαιο από το έτος 1928 (Ν. 3632/1928), χωρίς ωστόσο να υπάρχει διατυπωμένος ένας γενικός ορισμός που να αποδίδει την έννοιά τους. Κάθε φορά που ο νομοθέτης αναφέρεται σε «κινητές αξίες», τις εξειδικεύει, όχι για γενικότερη χρήση, αλλά, για να εξυπηρετήσει τις ανάγκες εφαρμογής συγκεκριμένου νομοθετήματος. Η εξειδίκευση γίνεται με την ασφαλή μέθοδο της απαρίθμησης.

#### **Εξειδίκευση στον Κανονισμό της διαπραγματευόμενης κινητής αξίας**

Μία οργανωμένη αγορά ή ένα ΠΜΔ δεν είναι απαραίτητο να διενεργεί συναλλαγές σε όλες τις παραπάνω κινητές αξίες. Στον Κανονισμό λειτουργίας θα εξειδικεύσει ποια ή ποιες από τις αναφερόμενες στην παραπάνω διάταξη κινητές αξίες θα είναι δεκτικές εισαγωγής και διαπραγμάτευσης στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική αγορά. Εκείνο που είναι βέβαιο είναι ότι δεν μπορεί να επινοήσει κινητή αξία που δεν αναφέρεται στην

παραπάνω διάταξη, ή δεν έχει ορισθεί ως τέτοια εν τω μεταξύ, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

#### **Νομική φύση της διαπραγματευόμενης κινητής αξίας**

Η Κινητή αξία που καθίσταται υποκείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματοπιστωτική αγορά, αποβάλλει την έγχαρτη, υλική μορφή της, η οποία είναι κλασσικά συνδεδεμένη με την αξιογραφική της φύση. Η διεξαγωγή των συναλλαγών στις αγορές αυτές μέσω ενός απόλυτα αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος, επέβαλε την παράσταση του δικαιώματος που περιέχουν οι κινητές αξίες με νέες τεχνικές. Παρά τη διασάλευση των ισορροπιών που φαίνεται να δημιουργείται με τον τρόπο αυτό μεταξύ άυλου αγαθού (δικαιώματος) και υλικής παράστασής του (εγγράφου), η βασική ιδέα του αξιογράφου, παραμένει αναλλοίωτη. Διότι, μπορεί να παραμερίζεται το έγγραφο, το δικαίωμα, όμως, δεν παραμένει μετέωρο, χωρίς βάση νομιμοποίησεως, μεταφοράς και ασκήσεως. Το υλικό στοιχείο μέσω του οποίου εξυπηρετείτο η γρήγορη και ασφαλής διακίνηση και εμπορευσιμότητα του δικαιώματος, υποκαθίσταται από ηλεκτρονικές εγγραφές, δια των οποίων παρακολουθείται, μεταφέρεται και ασκείται το δικαίωμα.

#### **«Απούλοποίηση» των διαπραγματευόμενων τίτλων**

Η αλλαγή αυτή της αξιογραφικής μορφής, αφορά συγκεκριμένες κινητές αξίες που διακινούνται στην κεφαλαιαγορά (μετοχές και ομολογίες ανωνύμων εταιριών, έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου και ομόλογα του δημοσίου, ή νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και εντελώς πρόσφατα τα μερίδια διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων) και δεν επέρχεται, βέβαια, με τη βούληση του εκδότη τους, αλλά επιβάλλεται από ειδικούς νόμους. Έτσι, σε ό,τι αφορά τον ιδιωτικό τομέα, η «απούλοποίηση» των μετοχών και των ομολογιών των εταιριών που εισάγονται σε χρηματοπιστωτική αγορά, προβλέφθηκε για πρώτη φορά και συντελέσθηκε με το Ν. 2396/1966. Ο Δημόσιος τομέας είχε ήδη προηγηθεί στην εισαγωγή των, πρωτοποριακών για την εποχή τους, νέων αυτών αξιογραφικών μορφών, με το Ν. 2198/1994 (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 36-37).

#### 4.4.2 Σύμβαση παραγγελίας για παροχή επενδυτικής υπηρεσίας

1. Η διάκριση σε «κύρια» και «παρεπόμενη» χρηματιστηριακή συναλλαγή που υπήρχε μέχρι το Ν. 3606/2007. Το νέο ρυθμιστικό καθεστώς αφορά τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές στο σύνολο τους στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. Η επιδίωξη είναι να δημιουργηθεί ένα ισορροπημένο ρυθμιστικό πλαίσιο που να καλύπτει όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων που απευθύνονται στους επενδυτές και οι επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε όλη την Κοινότητα, ως σε ενιαία αγορά. Ενταγμένη και η ελληνική νομοθετική εναρμόνιση σ' αυτή τη φιλοσοφία της Οδηγίας 2004/39/EK, εγκατέλειψε την μέχρι πρόσφατα χρηματιστηριοκεντρική ανάπτυξη. Ενόψει των παραπάνω, είναι προφανές ότι δεν μπορεί πλέον να γίνεται λόγος για «χρηματιστηριακή συναλλαγή». Κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι η αγοραπωλησία κινητών αξιών τοις μετρητοίς και ~ αγοραπωλησία κινητών αξιών με ειδικές συμφωνίες και παρεπόμενες είναι συμβάσεις (δικαιοπραξίες) που είναι συναφείς με τη διενέργεια και εκτέλεση των παραπάνω κύριων χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποτελώντας όρο (προϋπόθεση) προκειμένου να καταρτισθούν αυτές (χαρακτηριστικό παράδειγμα παρεπόμενης χρηματιστηριακής αλλαγής είναι η σύμβαση που έχει ως αντικείμενο την παροχή εντολής για τη σύναψη της κύριας χρηματιστηριακής σύμβασης). Στις χρηματιστηριακές συναλλαγές συμμετέχουν:

1. Οι επενδυτές, δηλαδή τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που επενδύουν στο Χρηματιστήριο ή αλλιώς αξιοποιούν σε χρηματιστηριακές συναλλαγές το κεφάλαιο που διαθέτουν αγοράζοντας επενδυτικά προϊόντα με στόχο να δημιουργήσουν μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα περιουσία αποδοτική και ρευστοποιήσιμη. Οι επενδυτές μπορεί να είναι:

- απλοί, ιδιώτες επενδυτές καθένας εκ των οποίων ενεργεί μεμονωμένα «τοποθετώντας σε επενδυσιακό εμπόρευμα» (κινητές αξίες) τις αποταμιεύσεις του
- θεσμικοί επενδυτές, δηλαδή νομικά πρόσωπα των οποίων η δραστηριότητα συνίσταται στη διαχείριση ποσών που προέρχονται από τις αποταμιεύσεις τις οποίες έχουν κάνει σε μεμονωμένη βάση τρίτα πρόσωπα, και στην επένδυση στη χρηματιστηριακή αγορά του κεφαλαίου που σχηματίζεται με τη συνένωση των παραπάνω αποταμιεύσεων.

II. Τα νομικά πρόσωπα που ασκούν τις επενδυτικές δραστηριότητες στη χρηματιστηριακή αγορά, δηλαδή εκείνα που διενεργούν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές (Σπηλιόπουλος Ο., 2008, σελ. 63-64).

2. Νομική φύση της σύμβασης. Η σύμβαση αυτή είναι – όπως ήταν και στο παρελθόν – αναγκαίο προαπαιτούμενο για την παροχή σε επενδυτή κάποιας επενδυτικής υπηρεσίας ή δραστηριότητας. Πρόκειται για σύμβαση παραγγελίας και συνηθέστατα παραγγελίας για αγοραπωλησία χρηματοπιστωτικών μέσων. Συνάπτεται μεταξύ μιας ΕΠΕΥ που δραστηριοποιείται στην ελληνική κεφαλαιαγορά και ενός πελάτη της-επενδυτή. Περιεχόμενο της είναι η παροχή από τον παραγγελιοδόχο (που είναι η ΕΠΕΥ) της επενδυτικής υπηρεσίας στην οποία αναφερόταν η εντολή του παραγγελέα (που είναι ο πελάτης - επενδυτής). Ο αντισυμβαλλόμενος πελάτης, πάλι, αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλλει στην ΕΠΕΥ την αμοιβή που συμφωνήθηκε (προμήθεια) και ό,τι άλλο ενδεχομένως έχει συνομολογηθεί (Γεωργιάδης, 1989, σελ. 559). Η σύμβαση δε ρυθμίζεται από τη νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς, είναι άτυπη -αν και στην πράξη χρησιμοποιείται πάντοτε ο έγγραφος τύπος-, είναι αμφοτεροβαρής και αμφιμερώς εμπορική πράξη (Γεωργιάδης Α., ΕΕμπΔ ΜΘ' 248).

3. Λειτουργία της σύμβασης. Ο επενδυτής που έχει συνάψει σύμβαση παραγγελίας με μια ΕΠΕΥ, κάθε φορά που επιθυμεί να του παρασχεθεί μια επενδυτική υπηρεσία, απευθύνεται σ' αυτήν και δίδει τη σχετική εντολή. Ειδικά, τώρα για την επενδυτική υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών προϊόντων -η οποία και καταρτίζεται σε οργανωμένη αγορά ή σε ΠΜΔ-, ο επενδυτής - πελάτης που επιθυμεί να αγοράσει ή να πωλήσει κινητές αξίες, παραγγέλλει την αγορά ή, αναλόγως, την πώλησή τους στην αντισυμβαλλόμενη του ΕΠΕΥ. Η ΕΠΕΥ-Μέλος της οργανωμένης αγοράς ή του ΠΜΔ-, λειτουργώντας ως παραγγελιοδόχος, καταρτίζει τη σύμβαση της αγοράς ή, ανάλογα, της πώλησης των συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών αξιών, συμβαλλόμενη με άλλο Μέλος της ίδιας αγοράς ή ΠΜΔ, που έχει λάβει αντίθετη εντολή από πελάτη του. Η ΕΠΕΥ-Μέλος, καταρτίζει τη σύμβαση αγοράς ή πώλησης, ως αντιπρόσωπος του παραγγελέα πελάτη της (Αντωνοπούλου Μ., 2008, σελ. 57-59).

#### **4.5 Διαπραγμάτευση κινητών αξιών**

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 15 παρ.5 Ν.3628/1928, εμπορική πράξη είναι η χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή κάθε σύμβαση η οποία συνάπτεται στο Χρηματιστήριο Αξιών και αντικείμενό της είναι χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισαχθεί σε αυτό προς διαπραγμάτευση, ή αλλιώς χρηματιστηριακά πράγματα (Τσιμπανούλης Δ., 1989, σελ. 55). Σύμφωνα με το άρθρο 63 του Κανονισμού ορίζεται πως στην Αγορά Αξιών του ΧΑ διαπραγματεύονται και υποστηρίζονται από το Σύστημα Διαπραγμάτευσης οι παρακάτω κινητές αξίες: α) Μετοχές, β) δικαιώματα Μετοχών, γ) Τίτλοι Σταθερού Εισοδήματος, δ) ΕΛΠΙΣ και εν γένει τίτλοι παραστατικοί μετοχών, ε) κάθε άλλη κινητή αξία κατά την έννοια του άρθρου 1 Ν. 3371/2005. Όπως γενικά

διατυπώνει η περ. ε' της παραπάνω διάταξης, προκειμένου να καταστεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Αγορά Αξιών και κάποια άλλη κινητή αξία, απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που να την καθορίζει και παράλληλα να ορίζει και τους ελάχιστους όρους εισαγωγής της (άρθρα 2 περ. ζ' και 9 § 3 Ν. 3371/2005). Σε εφαρμογή της διάταξης αυτής εκδόθηκε η υπ' αριθμ. 2/435/12.7.2007 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία επέτρεψε την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, μεριδίων νεοσυσταθέντος αμοιβαίου κεφαλαίου, τα οποία ρητά στην § 2 του άρθρου 1 της ίδιας Απόφασης ορίζει ότι «νοούνται ως κινητές αξίες». Στην απόφαση αυτή καθορίζονται οι όροι και η ακολουθούμενη διαδικασία εισαγωγής τους (Σπηλιόπουλος Ο., 2008, σελ. 62).

Το ΔΣ του ΧΑ τροποποίησε τον Κανονισμό του προκειμένου να περιληφθούν ως εισαγόμενες και διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες στην Αγορά Αξιών του, τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια. Η τροποποίηση αυτή εγκρίθηκε από το ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την Απόφαση υπ' αριθμ. 2/4388/1-8-2007 και έτσι στις παραπάνω κινητές αξίες προστίθεται σήμερα κατά τα παραπάνω, και τα μερίδια διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων.

#### **4.6 Διασυνοριακές συναλλαγές**

Ως διασυνοριακή συναλλαγή σε χρηματιστήρια αξιών νοείται η αγορά και πώληση κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αλλοδαπά χρηματιστήρια αξιών και/ή η πραγματοποίηση χρηματιστηριακών συναλλαγών όταν ο αγοραστής και ο πωλητής των κινητών αξιών είναι εγκαταστημένοι σε διαφορετικές χώρες. Η διαδικασία της εκκαθάρισης και του διακανονισμού των συναλλαγών πραγματοποιείται, επίσης, σε διασυνοριακή βάση από τη στιγμή που λαμβάνει χώρα σε κράτος διαφορετικό από το κράτος όπου βρίσκεται ο ένας ή και οι δύο συναλλασσόμενοι. Συνήθως η εκκαθάριση και ο διακανονισμός πραγματοποιούνται στο κράτος του εκδότη των τίτλων, υπάρχουν όμως πολλές εξαιρέσεις από αυτόν τον κανόνα

όπως στην περίπτωση που οι μετοχές είναι εισηγμένες σε περισσότερα χρηματιστήρια, οπότε η εκκαθάριση γίνεται από το σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού που συνεργάζεται με το χρηματιστήριο εντός του οποίου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή.

Δεν θεωρείται ως διασυνοριακή η συναλλαγή σε κινητές αξίες που έχουν εκδοθεί από εκδότη ο οποίος βρίσκεται σε διαφορετική χώρα, εάν και οι δύο συναλλασσόμενοι βρίσκονται στην ίδια χώρα και η εκκαθάριση και ο διακανονισμός τα συναλλαγής πραγματοποιείται σε αυτήν την χώρα. Δεν θεωρείται, επίσης, ως διασυνοριακή συναλλαγή η αγοραπωλησία μετοχών αλλοδαπών εκδοτών που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο του κράτους κατοικίας του επενδυτή, εφόσον τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής βρίσκονται στο ίδιο κράτος (Μήτσου Α., 2007, σελ.75).

#### ***4.6.1 Βασικά χαρακτηριστικά διασυνοριακών συναλλαγών***

Ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά των διασυνοριακών συναλλαγών είναι η διαμεσολάβηση περισσότερων ενδιαμέσων μεταξύ των τελικών δικαιούχων της συναλλαγής, κατά το στάδιο της κατάρτισης της συναλλαγής και, κυρίως, κατά το στάδιο τα διασυνοριακής εκκαθάρισής της. Σε αντίθεση απ' ό τι συμβαίνει σε μια εγχώρια συναλλαγή, όπου ο επενδυτής χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες μιας επιχείρησης επενδύσεων και ενός θεματοφύλακα (στην περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων δεν τηρεί τον λογαριασμό αξιών του επενδυτή και δεν προβαίνει στην εκκαθάριση των συναλλαγών του), στις διασυνοριακές συναλλαγές ο επενδυτής ενδέχεται να χρειαστεί να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες ξένης επιχείρησης επενδύσεων για την εκτέλεση εντολής σε ξένο χρηματιστήριο καθώς και ξένου θεματοφύλακα ή θεματοφυλάκων για την πραγματοποίηση της διαδικασίας της εκκαθάρισης της σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Συγκεκριμένα, για την κατάρτιση μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής σε ξένο χρηματιστήριο, ο επενδυτής έχει περισσότερες δυνατές επιλογές. Μπορεί, καταρχήν, να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες μιας επιχείρησης επενδύσεων εγκατεστημένης στο ίδιο κράτος με αυτόν, η οποία είτε διαχειρίζεται χαρτοφυλάκια πελατών είτε απλώς λαμβάνει

και διαβιβάζει προς εκτέλεση σε αλλοδαπή επιχείρηση επενδύσεων τις εντολές των επενδυτών για αγορά ή πώληση κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ξένα χρηματιστήρια. Δεύτερον, μπορεί να χρησιμοποιήσει απευθείας τις υπηρεσίες αλλοδαπής επιχείρησης επενδύσεων, η οποία εκτελεί εντολές επενδυτών σε ξένα χρηματιστήρια. Τρίτον, ο επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες εγχώριας ΕΠΕΥ που έχει αποκτήσει την ιδιότητα μέλους σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είτε ως μέλος από απόσταση (remote member), είτε μέσω θυγατρικής ή υποκαταστήματος της ΕΠΕΥ στο κράτος μέλος όπου βρίσκεται το χρηματιστήριο όπου πραγματοποιείται η συναλλαγή.

Για την πραγματοποίηση της διασυνοριακής εκκαθάρισης και του διακανονισμού των συναλλαγών, η ΕΠΕΥ που ενεργεί για λογαριασμό του επενδυτή έχει την δυνατότητα να επιλέξει έναν εκ των κατωτέρω αναφερόμενων τρόπων (Giovannini, 2001,σελ. 7):

α) Να αποκτήσει πρόσβαση, ως μέλος από απόσταση (remote member) στο σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού, δηλ στο Κεντρικό Αποθετήριο της χώρας όπου εκδίδονται οι κινητές αξίες της χώρας όπου διαπραγματεύονται. Η δυνατότητα αυτή δεν χρησιμοποιείται ευρέως κυρίως λόγω των πρακτικών δυσχερειών που ανακύπτουν και της υποχρέωσης για τη χρήση των υπηρεσιών εγχώριου θεματοφύλακα, την οποία επιβάλλουν οι περισσότερες δικαιοδοσίες στην Ευρώπη.

β) Να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες ενός τοπικού αντιπροσώπου (θεματοφύλακα), που συνήθως είναι πιστωτικό ίδρυμα ή επιχείρηση επενδύσεων που έχει την ιδιότητα μέλους στο κεντρικό αποθετήριο του κράτους στο οποίο θα πραγματοποιηθεί η εκκαθάριση και ο διακανονισμός της συναλλαγής. Ο τοπικός αντιπρόσωπος προβαίνει στην εκκαθάριση και στον διακανονισμό των συναλλαγών για λογαριασμό της χρηματιστηριακής εταιρίας μέσω του λογαριασμού αξιών που τηρεί στο εγχώριο Κεντρικό Αποθετήριο. Επιπλέον, ο θεματοφύλακας «διαχειρίζεται» τα δικαιώματα που απορρέουν από τις κινητές αξίες του επενδυτή και τα οποία συνίστανται στην είσπραξη τόκων και μερισμάτων για λογαριασμό του επενδυτή, στη συμμετοχή στη γενική συνέλευση και στην άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου του επενδυτή-μετόχου και στην ενημέρωση για εταιρικά γεγονότα του εκδότη. Παρέχει επίσης μια ευρεία ποικιλία τραπεζικών υπηρεσιών, όπως υπηρεσίες



δανεισμού τίτλων, διαχείρισης των ασφαλειών, εκπροσώπηση του επενδυτή έναντι των φορολογικών αρχών κ.τ.λ.

γ) Να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες ενός παγκόσμιου θεματοφύλακα (global custodian) ο οποίος σε σύγκριση με έναν απλό θεματοφύλακα παρέχει το πλεονέκτημα της δυνατότητας πρόσβασης σε υπηρεσίες εκκαθάρισης και θεματοφυλακής σε περισσότερες αγορές μέσω του δικτύου που διατηρεί το οποίο απαρτίζεται από συνεργαζόμενους υποθεματοφύλακες που έχουν άμεση πρόσβαση στο κεντρικό αποθετήριο της χώρας του εκδότη των τίτλων. Ο παγκόσμιος θεματοφύλακας παρέχει πρόσθετες υπηρεσίες όπως ενδεικτικά, τον δανεισμό κινητών αξιών και την παροχή πιστώσεων για την πραγματοποίηση συναλλαγών σε κινητές αξίες, ή/και την παροχή επενδυτικών συμβουλών, την διαχείριση φορολογικών ζητημάτων σχετικά με τις κινητές αξίες του επενδυτή έναντι των φορολογικών αρχών, καθώς την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου για λογαριασμό του μετόχου και την ενημέρωσή του για εταιρικά γεγονότα (γενικές συνελεύσεις, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, άσκηση δικαιωμάτων προτίμησης κ.τ.λ.). Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω για τους θεματοφύλακες, ενδέχεται να πραγματοποιεί «εσωτερικό διακανονισμό» των συναλλαγών. Η χρησιμοποίηση των υπηρεσιών του παγκόσμιου θεματοφύλακα προτιμάται από τους θεσμικούς και τους διεθνείς επενδυτές διότι με την ανάθεση αυτών των λειτουργιών στους παγκόσμιους θεματοφύλακες επενδυτές περιορίζουν το κόστος της διατήρησης συνεργασιών με τοπικούς αντιπροσώπους σε περισσότερες αγορές (Μήτσου Α., 2007, σελ.75-78).

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα χρηματιστήρια αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των σύγχρονων οικονομιών. Είναι βασικός μοχλός ανάπτυξης και μέσο για την χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρηματικών σχεδίων. Η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς σχετίζεται με την πορεία της οικονομίας και είναι καθρέπτης της. Βέβαια προϋπόθεση για τον βαθμό της σχέσης ανάμεσα στην χρηματιστηριακή αγορά και την πορεία της οικονομίας αποτελεί το βάθος της πρώτης.

Ζούμε σε μία περίοδο κατά την οποία είναι ορατές οι αλλαγές στην παγκόσμια οικονομική αρένα. Η οικονομική κρίση στην ελληνική αλλά και στην παγκόσμια αγορά επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου από τη μία πλευρά, των επιτοκίων των καταθέσεων των Τραπεζών από την άλλη και αυτά, ως συγκοινωνούντα δοχεία, επηρεάζουν άμεσα το ελληνικό χρηματιστήριο αλλά και τα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Ιδιαίτερα, το ελληνικό χρηματιστήριο δείχνει να έχει λάβει τα μηνύματα των καιρών την περίοδο αυτή και η αντανάκλασή τους βρίσκεται στο ταμπλό του το οποίο έπεσε δυστυχώς ακόμη και κάτω από τις 1500 μονάδες (τον Ιούνιο του 2010).

Είναι προφανές ότι τα, σχετικά με τις χρηματιστηριακές λειτουργίες, άρθρα του νομοσχεδίου εμφανίζουν μία πληρότητα ως προς το περιεχόμενό τους, και όχι άδικα, αφού ρυθμίζουν μία αγορά με τρομακτικές ιδιομορφίες και ευαισθησίες. Αξίζει όμως να τονισθεί ότι δεν είναι δυνατόν να χαρακτηριστεί το πλαίσιο αυτό «πανάκεια» για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, αφού είναι γνωστό ότι ο κανόνας καθίσταται αποτελεσματικός, μόνο εφόσον αυτός τεθεί σε πλήρη εφαρμογή. Ειδικά, το νομοθετικό πλαίσιο πρέπει να λειτουργεί κυρίως προληπτικά και ελάχιστα κατασταλτικά για τη δημιουργία μίας πραγματικά υγιούς αγοράς. Διαφορετικά, υπάρχει κίνδυνος να γίνουμε μάρτυρες σημαντικών προβλημάτων που δύσκολα θα είναι αναστρέψιμα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αγαπητός, Γ. (2001), «Η τροχιά της Ελληνικής Οικονομίας τον 21<sup>ο</sup> αιώνα», Αθήνα
- Αντωνοπούλου Μ., (2008), *Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.
- Γεωργακόπουλος Α., (1974), «Το δίκαιο των εταιρειών», τ. Γ, Εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα
- Γεωργακόπουλος Α., (1999) «Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο», Εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα
- Γεωργιάδης Α. (1989), όπ. παρ., Δ. Αγητίδη, «Η εμπορική ιδιότητα του παραγγελέα χρηματιστηριακής συναλλαγής» ΕΕμπΔ ΜΘ'.
- Κορλιρά Π., (1997) «Η διαχρονική αξία του χρήματος», *Χρήμα και Αγορά*, Εκδ. Σιμπίλιας, Αθήνα.
- Λιακόπουλος Α., (1998) Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, έκδ. 3<sup>η</sup>, ΕφΠειρ200/1998, ΕμπρΔ
- Λιακόπουλος Α., (2000) «Αρχές και προοπτική του χρηματιστηριακού δικαίου», ΔΕΕ.
- Λουκόπουλος Α., (1954) «Η παραγγελία», έκδοση 2<sup>η</sup>,
- Λουκοπούλου Ε., (2005) Διπλωματική Εργασία «Αστικού δικαίου ζητήματα στις χρηματιστηριακές και εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές υπό τη σκοπιά του άρθρου 15

του Νόμου 3632/1928», Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Σχολή Ν.Ο.Π.Ε, Τμήμα Νομικής.

**Μαλινδρέτου Β., (1998)**, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση – Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

**Μήτσου, Α., (2007)** *Διασυνοριακές συναλλαγές σε Χ.Α.Α της Ευρώπης*, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

**Μιχαηλίδης Γ., (2009)**, Διδακτορική Διατριβή «Ανάλυση της χρηματιστηριακής αγοράς υπό το πρίσμα της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών, Τμήμα Εφαρμοσμένης Πληροφορικής, Θεσσαλονίκη.

**Νισυραίος Ε.,(1993)** «Το Δίκαιο της Α.Ε» επιμ. Ευάγγ. Περάκης, τ. Α', άρθρα 8-8<sup>α</sup>, αρ. 50-53.

**Σκαλίδης Ελ., (2001)** «Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο', του ιδίου, Γνμδ, Ζητήματα χρηματιστηριακού δικαίου, ΕΤρΑξΧρΔ 1/2001

**Σπηλιόπουλος Ο., (2008)**, *Δίκαιο εμπορικής δραστηριότητας και των φορέων άσκησης της – Συνθετική και συνοπτική προσέγγιση*, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Διόνικος, Αθήνα.

**Στάμου Κ.,** Χρηματιστηριακές επιχειρήσεις – Οργάνωση και εποπτεία, Εισήγηση στο ΣυνΕμπΔ.

**Στρατάκης Ε., (2009)**, Μεταπτυχιακή Εργασία «Χρηματιστηριακή και Οικονομική Ανάπτυξη. Η Περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Τμήμα Εφαρμοσμένης Πληροφορικής, Κοζάνη.

**Τσακιράκης Α., (2009)**, Πτυχιακή Εργασία «Τρέχουσες Εξελίξεις στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά», Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, Τμήμα Λογιστικής, Ηράκλειο.

**Τσακλάγκανος Α., (1980)** «Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων», τόμος 2, Εκδ. Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη.

**Τσίκα Α.,** Βοηθητικές συναλλαγές (εντολές, δανεισμός τίτλων), Εισήγηση στο ΣυνΕμπΔ.

**Τσιμπανούλης Δ., (1992)**, «Οι Επενδυτικές Υπηρεσίες στο Ελληνικό και Κοινοτικό Δίκαιο», Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα.

**Τσιμπανούλης Δ., (1995)** «Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία», ΔΕΕ σε Ευ. Περάκη, ΔικΑΕ, τ. ΙΙ.

**Τσιμπρής Μ., (1997)** «Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς»

**Τσούκαλης Λ., (1998)**, «Η Νέα Ευρωπαϊκή οικονομία: Στο κατώφλι του 21<sup>ου</sup> αιώνα»,

**Χατζηγάγιος Θ., (1999)**, «Εμπιστευτική πληροφόρηση και χρηματιστηριακές επενδυτικές αποφάσεις».

## Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Giovannini, (2001), *Cross border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Βρυξέλλες, Bank for International Settlements (BIS), Cross border Securities Settlement, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle 1995.

## Διαδίκτυο

[www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

[www.helex.gr](http://www.helex.gr)

<http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=3>).

## Πηγές

- Τράπεζα της Ελλάδος (1997-2003), Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας  
(<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/default.aspx> )
- (ΦΕΚ 146 Α.)
- Εισηγ. Έκθεση Ν. 3152/2003
- ΑΠ (Α' Τμ.) 1268/1994, ΔΕΕ 6/1995, 523
- Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών