



ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Το Νομοθετικό Πλαίσιο που διέπει τις Χρηματιστηριακές
συναλλαγές**

Χρύσα Κοτσώρη

Επιβλέπων Καθηγητής: Χρήστος Μουζάκης

ΚΑΛΑΜΑΤΑ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	1
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ	4
Το Χρηματιστήριο	4
1.1 Ορισμός Χρηματιστηρίου.....	4
1.2 Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	4
1.3 Σκοποί του Χρηματιστηρίου.....	6
1.4 Πλεονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.....	7
1.5 Μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.....	7
1.6 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση του Χρηματιστηρίου.....	8
1.7 Προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο.....	8
1.7.1 Μετοχές.....	8
1.7.2 ΔΑΜ/Share Warrants.....	9
1.7.3 Δικαιώματα Προτίμησης(Rights).....	10
1.7.4 Χρεόγραφα ή Ομολογιακά Δάνεια.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	11
Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΔΗΓΙΑ MiFID	11
2.1 Οι κύριοι άξονες της MiFID.....	11
2.2 Στόχοι της MiFID.....	12
2.3 Επενδυτές/Πελάτες.....	14
2.3.1 Κατάταξη πελατών βάσει της οδηγίας.....	14
2.3.2 Κίνδυνοι και Οφέλη κάθε Επενδυτή/Πελάτη.....	15
2.4 Πως επηρέασε η MiFID τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	18
2.4.1 Αλλαγές που επήλθαν στο ρυθμιστικό πλαίσιο των επιμέρους χωρών-μελών στη βάση της MiFID.....	18
2.4.2 Αλλαγές που επέφερε η οδηγία στην Ελληνική πραγματικότητα.....	21
2.4.3 Εξουσίες των αρμόδιων αρχών εποπτείας των χωρών-μελών όπως καθορίζονται από την οδηγία.....	23
2.4.4 Συνεργασίες κρατών και κίνδυνοι από την εφαρμογή της οδηγίας.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ	32
Ο.Σ.Ε.Κ.Α.	32
3.1 Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες).....	32
3.2 Νομοθεσία περί ΟΣΕΚΑ.....	32
3.3 Ημεδαποί ΟΣΕΚΑ.....	32
3.4 Αλλοδαποί ΟΣΕΚΑ.....	33
3.5 Καθαρή αξία, τιμή διάθεσης και τιμή εξαγοράς μεριδίου ΟΣΕΚΑ.....	34
3.6 Αντιπρόσωποι ΟΣΕΚΑ.....	34
3.7 Πώς μπορούν οι επενδυτές να αποκτήσουν μερίδια ΟΣΕΚΑ.....	34
3.8 Πώς μπορούν οι επενδυτές να εξαγοράσουν μερίδια ΟΣΕΚΑ.....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	37
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (Ε.Π.Ε.Υ.)	37

4.1 Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.).....	37
4.2 Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών	37
4.3 Στοιχεία Πελάτη, Νομιμοποίηση και Εκπροσώπησή του	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ.....	44
ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΑ Χ.Α ΜΕΣΩ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ	44
5.1 Εισαγωγή.....	44
5.2 Χρήσεις του διαδικτύου στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, ιδίως για την πραγματοποίηση χρηματιστηριακών συναλλαγών (e-trading).....	44
5.3 Το νομικό πλαίσιο για την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε «απευθείας σύνδεση» (on-line).....	47
5.3.1 Η Οδηγία για τις ηλεκτρονικές υπογραφές και το Π.Δ. 150/2001	48
5.3.2 Η Οδηγία 2000/31/ΕΚ για το ηλεκτρονικό εμπόριο και το Π.Δ. 131/2003.....	51
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	59
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	61
ΕΛΛΗΝΙΚΗ.....	61
ΔΙΕΘΝΗΣ.....	62

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη σύγχρονη οικονομία είναι πλέον φανερό, ότι βαθμιαία, οι ατομικές επιχειρήσεις εξαφανίζονται και αντικαθίστανται από τις εταιρικές και μάλιστα με την πλέον εξελιγμένη μορφή, όπως είναι η Ανώνυμη Εταιρεία. Για την ίδρυση και τη συνέχιση της δραστηριότητας μιας αξιόλογης επιχείρησης, η οποία στοχεύει να εμφανισθεί με απαιτήσεις στο στίβο, ιδιαίτερα του Διεθνούς Ανταγωνισμού, απαιτούνται κολοσσιαία κεφάλαια, τα οποία η επιχείρηση ανευρίσκει στις Τράπεζες και στη λαϊκή αποταμίευση. Βραχυπρόθεσμα εξυπηρετείται από την Τράπεζα με την προεξόφληση συναλλαγματικών και γραμματίων, φορτωτικών και ακόμη με τη χορήγηση κεφαλαίου κινήσεως μέσω ανοικτού λογαριασμού. Κατά διαστήματα όμως είναι αναγκαίο, μέσα στην εξελικτική πορεία της, να επεκτείνει και να εκσυγχρονίσει τις εγκαταστάσεις, κτίρια και μηχανολογικό εξοπλισμό της. Έτσι στις αναπτυσσόμενες οικονομίες χρειάζονται, μεταξύ άλλων, καλά οργανωμένες κεφαλαιαγορές για να καταστεί δυνατή η σωστή χρηματοδότηση επενδύσεων.

Η πλέον όμως ορθόδοξη μέθοδος μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, που συνδυάζει το συμφέρον της επιχείρησης προς εκείνο των αποταμιευτών, είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, με την έκδοση νέων μετοχών ή με την έκδοση ομολογιακών δανείων. Η ευρεία όμως διάδοση των μετοχών και ομολογιών στο κοινό, αλλά και ο αυξανόμενος αριθμός των συναλλαγών που λάμβαναν χώρα, έκαναν αναγκαία και πιο συστηματική την οργάνωση της Αγοράς, η οποία ονομάστηκε Χρηματιστήριο Αξιών ή απλώς Χρηματιστήριο και για τα ελληνικά δεδομένα «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

Το Χρηματιστήριο

1.1 Ορισμός Χρηματιστηρίου

Το Χρηματιστήριο προσδιορίζεται ως μία επίσημη και οργανωμένη αγορά, μέσω της οποίας εκτελούνται δικαιοπραξίες (χρηματιστηριακές συναλλαγές). Σε αυτήν εμπορεύονται μετοχικές αξίες εταιρειών, χρεόγραφα εταιρειών και δημοσίου, Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών, Δικαιώματα Προτίμησης (Rights) κ.α. Η διαμόρφωση των τιμών είναι αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης από το επενδυτικό κοινό. Τα Χρηματιστήρια θεωρούνται ως οι βασικότεροι μοχλοί ανάπτυξης της οικονομίας και ως μέσο διοχέτευσης των αποταμιεύσεων στις πιο παραγωγικές επενδύσεις της χώρας.

1.2 Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών¹

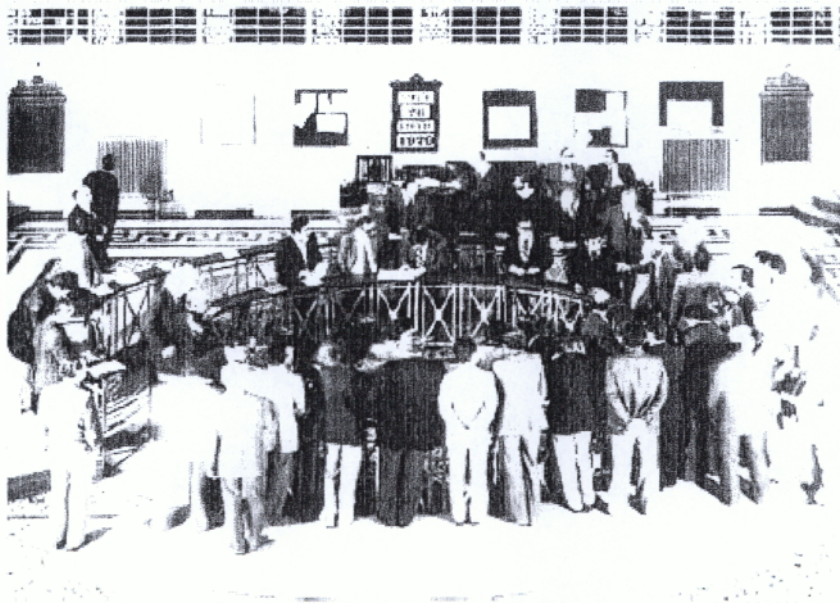
Το Ελληνικό χρηματιστήριο συγκεκριμένα ιδρύθηκε το 1873 και στην αρχή το αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας, ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιρειών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αεριοφωτός Αθηνών». Στη συνέχεια, με την έξαρση της εξόρυξης και εκμετάλλευσης μεταλλευμάτων και την συνακόλουθη ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος». Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν ήταν τόσο αναπτυγμένη για να δικαιολογήσει τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκτός από την ανάπτυξη μεταλλευτικών

¹ Αναστάσιος Γ. Σιαφάκας, Χρηματιστήριο Αξιών, εκδόσεις Κ. Σμπύλιας

δραστηριοτήτων, παρατηρείται και το φαινόμενο της ώθησης τραπεζικών εργασιών. Αυτό εκδηλώνεται με την ίδρυση νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Οι τράπεζες αυτές ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η ίδρυση του ΧΑΑ (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών), ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών.



Εικόνα 1: Πρώιμη μορφή του Χρηματιστηρίου

Μέσα στην διάρκεια του χρόνου το Ελληνικό χρηματιστήριο πέρασε από πολλές φάσεις. Μέχρι πρόσφατα βρισκόταν στην κατηγορία των αναδυόμενων αγορών. Παρόλα αυτά το σημαντικότερο σημείο καμπής στις ιστορίας του χρηματιστηρίου Αθηνών τοποθετείται το έτος 2001. Στις 30 Μαΐου του 2001 μια επενδυτική τράπεζα

από τις μεγαλύτερες του κλάδου παγκοσμίως η Morgan Stanley Capital International αναβάθμισε την Ελληνική αγορά σε ώριμη αλλά αυτό δεν είχε την αναμενόμενη εισροή κεφαλαίων από ξένους θεσμικούς επενδυτές. Σε αυτό συνέβαλε σύμφωνα με έκθεση της ΔΙΑΣ ΑΧΕΠΕΥ η προηγούμενη μεγάλη άνοδος του Ελληνικού χρηματιστηρίου κατά την περίοδο 1999-2000 στην οποία, οι τράπεζες μαζί με τον κλάδο της πληροφορικής και της κλωστοϋφαντουργίας, είχαν οδηγήσει, η μεγάλη καθυστέρηση έργων υποδομής στον κλάδο της πληροφορικής και των ιδιωτικοποιήσεων. Επίσης Το 2001 ήταν μια χρονιά σημαντικής επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας με αρνητικές επιπτώσεις στα περισσότερα ξένα χρηματιστήρια, που κορυφώθηκαν με τη τρομοκρατική επίθεση στους δίδυμους πύργους του World Trade Center της Νέας Υόρκης.

1.3 Σκοποί του Χρηματιστηρίου²

- i. Να παρέχει την δυνατότητα στις Εταιρείες να αναπτυχθούν αντλώντας κεφάλαια από τους επενδυτές.
- ii. Να προστατεύσει το επενδυτικό κοινό μέσω της νομοθεσίας και να διασφαλίσει την εύρυθμη και ομαλή λειτουργία της Χρηματιστηριακής αγοράς
- iii. Να ενθαρρύνει και να προωθήσει της επενδύσεις, να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για την ανάπτυξη της αγοράς αξιών καθώς και τον έλεγχο και ρύθμιση των συναλλαγών για κινητές αξίες.
- iv. Να διασφαλίσει πλήρη και ίση πληροφόρηση για όλους τους επενδυτές, η αποφυγή δημιουργίας παραπλανητικής αγοράς και η καταστολή των δόλιων και ανάρμοστων μεθόδων χρηματιστηριακής συναλλαγής.
- v. Η κατάρτιση και υποβολή για έγκριση των αναγκαίων για την επίτευξη των σκοπών των χρηματιστηριακών Κανονισμών και η εκτέλεση κάθε άλλης αναγκαίας για το σκοπό αυτό ενέργειας.
- vi. Να διευρύνει την Χρηματιστηριακή αγορά με την εισαγωγή νέων εταιρειών από την Κύπρο αλλά και από το εξωτερικό.
- vii. Εισαγωγή νέων χρηματιστηριακών προϊόντων.

1.4 Πλεονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

- i. Άντληση των αναγκαίων κεφαλαίων που χρειάζονται με χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης για ανάπτυξη και επέκταση των δραστηριοτήτων τους.
- ii. Περιορίζει την εξάρτησή τους από παραδοσιακούς μηχανισμούς χρηματοδότησης.
- iii. Ενδυνάμωση και διεύρυνση της κεφαλαιουχικής και μετοχικής βάσης για καλύτερη αντιμετώπιση του ανταγωνισμού.
- iv. Βελτίωση των μεθόδων διοίκησης και στρατηγικής αφού ο έλεγχος μετατοπίζεται από το οικογενειακό περιβάλλον σε ένα μεγάλο αριθμό μετόχων με πίεση για θετικά αποτελέσματα και βελτιωμένες επενδυτικές κινήσεις.
- v. Ευχέρεια για εισαγωγή των τίτλων τους σε άλλα χρηματιστήρια. Με αποτέλεσμα την περαιτέρω διεύρυνση του μετοχικού τους κεφαλαίου και των δραστηριοτήτων τους σε άλλες αγορές.
- vi. Καλύτερη προβολή και περισσότερο κύρος διότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο θεωρείται ως καταξίωση.
- vii. Καλύτερη δυνατότητα για επενδύσεις στο εξωτερικό με καλύτερη απόδοση.
- viii. Η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της και δείχνει πόσο εύρωστη είναι. Οι μέτοχοι της έχουν την ευχέρεια οποτεδήποτε θέλουν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, κάτι που είναι πιο δύσκολο για επενδύσεις σε μετοχές ιδιωτικών εταιρειών ή ακόμα και σε κτηματική περιουσία.

1.5 Μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

- i. Μείωση του βαθμού ελέγχου από τους ιδιοκτήτες.
- ii. Εποπτικός έλεγχος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς και τις αρχές του Χρηματιστηρίου.
- iii. Συνεχής υποχρέωση των Εταιρειών για πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Εξαμηνιαίες, Προκαταρκτικές και ετήσιες εκθέσεις.

- iv. Δήλωση για κάθε συναλλαγή μεγαλομετόχου, αξιωματούχου ή διοικητικού συμβούλου.
- v. Αυξημένα έξοδα που αφορούν την δημοσιοποίηση της εταιρείας.

1.6 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση του Χρηματιστηρίου

- i. Η κατάσταση της οικονομίας, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, τα επιτόκια, οι μακροοικονομικοί δείκτες (πληθωρισμός), ο τουρισμός κ.α.
- ii. Η πολιτική σταθερότητα της εκάστοτε χώρας.
- iii. Προοπτικές και εξελίξεις εισηγμένων εταιρειών όπως εξαγορές, συγχωνεύσεις και παραχώρηση σημαντικών οικονομικών ωφελημάτων από τις Εταιρείες προς τους μετόχους.
- iv. Η Πορεία άλλων μεγάλων χρηματιστηρίων λόγω της παγκοσμιοποίησης (ΗΠΑ, Κίνα, κ.α.).
- v. Οι διάφορες φήμες παίζουν σημαντικό ρόλο σε μία χρηματιστηριακή αγορά και οι επενδυτές πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί ούτως ώστε να μην παρασύρονται από τις φήμες που κυκλοφορούν αλλά να βασίζονται τις επενδυτικές τους επιλογές πάνω σε επίσημα και επιβεβαιωμένα δεδομένα και προοπτικές των εταιρειών. Η φημολογία είναι ο πιο εύκολος και επικίνδυνος τρόπος καταδολίευσης των επενδυτών. Η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών για προσωπικό όφελος είναι ποινικό αδίκημα το οποίο προνοεί φυλάκιση μέχρι δύο έτη ή/και με χρηματική ποινή.

1.7 Προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο

1.7.1 Μετοχές

Μετοχές είναι η συμμετοχή στην ιδιοκτησία κάποιας εταιρείας. Οι μετοχές είναι οι πλέον εμπορεύσιμες αξίες στο Χρηματιστήριο. Είναι η μονάδα που διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας, παρέχει στον κάτοχο της δικαίωμα ψήφου και

δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη που προκύπτουν από τις εργασίες της. Επίσης συμμετέχουν αναλογικά σε νέες εκδόσεις κεφαλαίου (rights issues).

Τα είδη και οι αξία των μετοχών παρατίθενται παρακάτω:

- Η **κοινή μετοχή** είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και συμμετοχής στη διαχείρισή της.
- Η **προνομιούχος μετοχή** προσφέρει απλά ένα προβάδισμα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερείται του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της επιχείρησης.
- Η **ονομαστική αξία** της μετοχής προκύπτει κατά την πρώτη έκδοση των μετοχών, διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με τον αριθμό μετοχών, που εξέδωσε αρχικά. Η ονομαστική αξία μπορεί να αλλάξει μετά από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της εταιρείας.
- Η **λογιστική αξία** της μετοχής αντικατοπτρίζει την πραγματική αξία της και προκύπτει διαιρώντας τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας με τον αριθμό μετοχών της εταιρείας σε κυκλοφορία.
- Η **χρηματιστηριακή αξία** της μετοχής, διαμορφώνεται καθημερινά στη συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου αξιών, μέσω της προσφοράς και της ζήτησης.

1.7.2 ΔΑΜ/Share Warrants

Τα ΔΑΜ (Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών) είναι ένας εναλλακτικός τρόπος για να αυξάνει μία εταιρεία το μετοχικό της κεφάλαιο. Ο κάτοχος του ΔΑΜ έχει το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει καθορισμένο αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης, exercise price), σε καθορισμένες ημερομηνίες μέχρι τη λήξη τους. Τα ΔΑΜ δεν παρέχουν οποιοδήποτε μέρισμα ή άλλο εισόδημα και αν αυτά δεν εξασκηθούν μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, τότε λήγουν και

χάνουν κάθε αξία τους. Η τιμή της εμπορίας τους συνδέεται άμεσα με την πορεία της μετοχής και συνήθως διακυμαίνονται σε πιο μεγάλα ποσοστιαία περιθώρια από τη μετοχή.

1.7.3 Δικαιώματα Προτίμησης(Rights)

Οι εισηγμένες εταιρείες επιλέγουν να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο εκδίδοντας Δικαιώματα Προτίμησης (rights issue) προς τους υφιστάμενους μετόχους (σε αναλογία) σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο. Τα Δικαιώματα Προτίμησης (Rights) εμπορεύονται στο Χρηματιστήριο για καθορισμένο χρονικό διάστημα.

1.7.4 Χρεόγραφα ή Ομολογιακά Δάνεια

Είναι μια εναλλακτική μορφή δανεισμού για τους εκδότες, οι οποίοι δεσμεύονται να επιστρέψουν στους κατόχους των χρεογράφων την ονομαστική τους αξία συν συγκεκριμένο ή κυμαινόμενο επιτόκιο σε τακτά χρονικά διαστήματα μέχρι τη λήξη τους. Υπάρχουν διάφορα είδη χρεογράφων τα οποία ποικίλουν ανάλογα με τους όρους αποπληρωμής τους. Τα μετατρέψιμα χρεόγραφα δίνουν επιπρόσθετα το δικαίωμα στον κάτοχο τους να τα μετατρέψει αν επιθυμεί σε μετοχές της εταιρείας με όρους που προσδιορίζονται κατά την έκδοσή τους. Τα χρεόγραφα εκδίδονται από την Κυβέρνηση, τις δημόσιες εταιρείες, τους Ημικρατικούς Οργανισμούς και τους οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης. Ο εκδότης των εταιρικών χρεογράφων κατά την λήξη τους έχει την υποχρέωση να καταβάλει πρώτα τις απαιτήσεις των κατόχων των χρεογράφων (επιστροφή αρχικού κεφαλαίου συν τους νόμιμους τόκους) ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών της Εταιρείας και μετά να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις των μετόχων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.

Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΔΗΓΙΑ MiFID

2.1 Οι κύριοι άξονες της MiFID

Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/39/ΕΚ «Markets in Financial Instruments Directive» ή "MiFID" όπως είναι η συνήθης χρησιμοποιούμενη σύντμηση είναι μία εκ των οδηγιών της Ε.Ε. Η MiFID έχει θεσπισθεί προς εναρμόνιση των νόμων και των κανονισμών που διέπουν τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, δηλαδή τις επενδυτικές υπηρεσίες σε κινητές αξίες, στην ενιαία αγορά του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, γνωστό ως «Ε.Ο.Χ.» (European Economic Area, the «EEA»). Ο Ε.Ο.Χ αποτελείται από τα κράτη μέλη της Ε.Ε. συν την Ισλανδία, τη Νορβηγία και το Λιχτενστάιν.

Τα κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν δεσμευθεί (από το Συμβούλιο της Λισσαβόνας το 2004), στη δημιουργία μίας αποτελεσματικότερης και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αποτέλεσμα της δέσμευσης αυτής είναι ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση υιοθέτησε την Οδηγία 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων. Η Οδηγία 2004/39 ΕΚ, υιοθετήθηκε από την Ελλάδα με το νόμο 3606/17.08.2007 με έναρξη ισχύος την 1η Νοεμβρίου 2007.

Η MiFID εφαρμόζεται στο σύνολο σχεδόν των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων, δηλαδή στις κοινοτικές επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες, (εν μέρει), στα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες ,(εν μέρει επίσης), στις κοινοτικές εταιρίες διαχείρισης εφόσον αυτές παρέχουν συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες, και στις ρυθμιζόμενες αγορές που λειτουργούν στα κράτη μέλη. Ειδικές διατάξεις ισχύουν επίσης για τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές μη κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη μέλη.

Η MiFID ήρθε να καλύψει, με καθυστέρηση, ένα κενό του θεσμικού πλαισίου. Η MiFID έχει λάβει υπόψη την επανάσταση που επήλθε στον χρηματοπιστωτικό τομέα

την τελευταία δεκαετία και γι' αυτό καλύπτει επαρκώς τις απαιτήσεις και των λιγότερο ενημερωμένων για τα σύνθετα τραπεζικά προϊόντα καταθετών. Βεβαίως, δεν έλαβε υπόψη τα μαθήματα από τη πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία έδωσε χρήσιμα διδάγματα ιδιαίτερα στις τράπεζες και τις εποπτικές αρχές.

Η νέα αυτή Οδηγία διευρύνει το φάσμα των βασικών επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που μπορούν να ενεργοποιηθούν σε ολόκληρη πλέον την Ευρωπαϊκή επικράτεια. Αυτή η διεύρυνση δημιούργησε έναν προ-ανταγωνισμό στις αγορές μετοχών και επηρέασε έντονα τις ήδη υπάρχουσες εργασίες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπου σε πολλές περιπτώσεις αναμένεται να παρατηρηθούν βαθιές τομές αλλαγών, τόσο στην νοοτροπία όσο και στα αποτελέσματα αυτών.

Τα τελευταία 20 χρόνια παρατηρείται μια αυξανόμενη συμμετοχή τοποθετήσεων σε διάφορες κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων, με σχετικά υψηλούς κινδύνους, τους οποίους δεν αξιολόγησαν επαρκώς, με αποτέλεσμα πολλοί επενδυτές, που είχαν παρασυρθεί από την προοπτική σχετικά μεγάλων κερδών, να υποστούν τελικά ζημιές. Τους κινδύνους αυτούς επιδιώκει να περιορίσει η κοινοτική οδηγία.

Η κοινοτική αυτή οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών προϊόντων, που ενσωματώθηκε και στο ελληνικό δίκαιο, θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές προς όφελος των καταναλωτών, αλλά και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα γενικότερα. Ενέχει, όμως, προκλήσεις κυρίως για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις εποπτικές αρχές.

2.2 Στόχοι της MiFID

Κύριοι στόχοι της Οδηγίας αποτελούν η μεγαλύτερη διαφάνεια, η αυξημένη προστασία των επενδυτών, η ενοποίηση των αγορών, η διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών και η ενίσχυση του ανταγωνισμού. Η Οδηγία εισάγει ένα πλήρες και ενοποιημένο εποπτικό ρυθμιστικό πλαίσιο εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το οποίο καλύπτει ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων όπως οι μετοχές, τα ομόλογα, τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα προϊόντα προστασίας αρχικού κεφαλαίου, τα μερίδια σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και άλλα προϊόντα ειδικού τύπου. Οι νέες διατάξεις εφαρμόζονται σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, στις Εταιρείες Παροχής

Επενδυτικών Υπηρεσιών, στις οργανωμένες αγορές, στους διαχειριστές αγοράς, και στις Εταιρείες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης.

Έχει σαν στόχο να προσφέρει στους επενδυτές αυξημένη προστασία ως αποτέλεσμα της κατηγοριοποίησης των πελατών ανάλογα με το επίπεδο γνώσης και εμπειρίας τους, της διασφάλισης ότι τα προϊόντα και οι υπηρεσίες ανταποκρίνονται στο προφίλ κινδύνου του πελάτη, της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών, των υψηλών προτύπων λήψης και διαβίβασης εντολών, των αυστηρών διατάξεων αναφορικά με τη διαφάνεια και την παρεχόμενη πληροφόρηση.

Η Οδηγία απαιτεί την κατηγοριοποίηση των πελατών βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Η εκάστοτε Τράπεζα συλλέγει την απαραίτητη πληροφόρηση για τους απαιτούμενους ελέγχους καταλληλότητας και συμβατότητας, υιοθετεί κανόνες βέλτιστης εκτέλεσης εντολών και πληροφορεί τους πελάτες της και τις αρμόδιες Αρχές σε συστηματική βάση.

Η MiFID είναι το αποτέλεσμα αφενός της αυξανόμενης ανισοκατανομής του πλούτου στις περισσότερες χώρες, με αποτέλεσμα μεγάλα ποσά να συγκεντρώνονται σε σχετικά λίγα άτομα ή λίγους διαχειριστές κεφαλαίων συλλογικών επενδύσεων καθώς και στη διεθνή υπερβάλλουσα ρευστότητα που οφείλεται και στις δημιουργικές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές (financial engineering), και αφετέρου του γεγονότος ότι η αναβαθμισμένη τεχνογνωσία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τους έδωσε τη δυνατότητα να προσφέρουν στην πελατεία τους όλο και πιο σύνθετα προϊόντα και υπηρεσίες.

Ο αντικειμενικός σκοπός της MiFID είναι :

- Η υψηλή προστασία των επενδυτών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση .
- Η βελτίωση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας των Ευρωπαϊκών Χρηματοοικονομικών Αγορών .
- Η ελευθερία στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές στην εκτέλεση εργασιών σε όλα τα κράτη -μέλη , βασισμένη στην εξουσιοδότηση του κράτους που υφίσταται η έδρα λειτουργίας .

- Η αύξηση του ανταγωνισμού μέσω της εξάλειψης του κανόνα «συγκέντρωσης»³.

Η εφαρμογή της MiFID οδήγησε σε μετάβαση σε ένα σύστημα όπου η προστασία του επενδυτή θα αποτελεί την κύρια προτεραιότητα τόσο των πιστωτικών ιδρυμάτων, όσο και των εποπτικών αρχών. Οι πελάτες κατατάσσονται σε κατηγορίες ανάλογα με τις γνώσεις και την ικανότητα να λάβουν αποφάσεις για πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Σύμφωνα με την Οδηγία η Τράπεζα αξιολογεί τη γνώση και την εμπειρία που διαθέτουν οι πελάτες της, σχετικά με τα προσφερόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα, τις επενδυτικές και/ή παρεπόμενες υπηρεσίες, την οικονομική τους κατάσταση και τους επενδυτικούς τους στόχους, ώστε να μπορεί να τους συστήσει τις κατάλληλες επενδυτικές και/ή παρεπόμενες υπηρεσίες και τα κατάλληλα χρηματοπιστωτικά μέσα.

2.3 Επενδυτές/Πελάτες

2.3.1 Κατάταξη πελατών βάσει της οδηγίας

Βάσει της MiFID, οι πελάτες κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες:

- Ιδιώτης πελάτης: Είναι Φυσικό ή και Νομικό Πρόσωπο, το οποίο δεν έχει κατηγοριοποιηθεί ως επαγγελματίας ή επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος όπου θα απολαμβάνει της μεγαλύτερης δυνατής προστασίας των επενδυτών.
- Επαγγελματίας πελάτης: Θεωρείται ο πελάτης ο οποίος διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται. (Πιστωτικά Ιδρύματα, Ε.Π.Ε.Υ., Ασφαλιστικές Εταιρείες, Άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, Συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρείες διαχείρισής τους, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες, Ιδιωτικά συμμετοχικά κεφάλαια, Μεγάλες Επιχειρήσεις).
- Επιλέξιμος Αντισυμβαλλόμενος: Θεσμικοί Επενδυτές όπως Πιστωτικά Ιδρύματα, Ασφαλιστικές επιχειρήσεις, Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Κεντρικές

³ Παραδείγματα είναι τα παράγωγα προϊόντα των εμπορευμάτων, τα πιστωτικά παράγωγα και η προσωπική συμβουλή.

Τράπεζες κ.λ.π. , οι οποίοι δεν επιθυμούν υψηλή προστασία έχοντας αυξημένη γνώση και εμπειρία.

2.3.2 Κίνδυνοι και Οφέλη κάθε Επενδυτή/Πελάτη

Η εκάστοτε Τράπεζα εξετάζει όλα τα κριτήρια για να διασφαλίσει ότι οι προσφερόμενες υπηρεσίες αντιστοιχούν στο προφίλ του πελάτη. Σε περίπτωση στην οποία η Τράπεζα δεν λάβει την απαιτούμενη πληροφόρηση από τον πελάτη στο πλαίσιο του ελέγχου συμβατότητας⁴, δεν προβαίνει στην εκτέλεση της συναλλαγής για λογαριασμό του εν λόγω πελάτη εκτός εάν ο πελάτης αποδεχθεί τον αντίστοιχο κίνδυνο και συναινέσει εγγράφως. Ακόμα σε περίπτωση μη επαρκών στοιχείων του ελέγχου καταλληλότητας⁵, δεν προβαίνει στη παροχή επενδυτικής συμβουλής ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Η κατάταξη των επενδυτών σε τέτοιες κατηγορίες θα πρέπει να γίνεται με βάση αντικειμενικά κριτήρια όπου οι υποκειμενικές παρεμβάσεις θα διατηρούνται στο ελάχιστο. Με τον τρόπο αυτό θα περιορισθούν οι νομικές αμφισβητήσεις. Αλλά όχι μόνο νομικές αμφισβητήσεις, διότι δεν πρέπει να αγνοούμε και την ηθική διάσταση καθώς και θέματα δημοσίου συμφέροντος. Μπορεί ένας χρηματοπιστωτικός όμιλος να δικαιωθεί νομικά, αλλά εάν χιλιάδες πολίτες έχασαν σημαντικά ποσά υπάρχει ένα σημαντικό ηθικό πρόβλημα για το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, αλλά και ένα ουσιαστικό πρόβλημα επιβίωσης για τους ενδιαφερόμενους. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τράπεζες, χωρίς να είναι νομικά υποχρεωμένες, αποκατέστησαν μέρος ή το σύνολο των ζημιών που υπέστησαν οι πελάτες τους ή και κράτη, αλλά και κάλυψαν ζημιές για να μην δημιουργηθούν συστημικοί κίνδυνοι με δυσμενείς συνέπειες για την οικονομία. Έτσι δόθηκαν λύσεις σχετικά με θέματα που αφορούν στη:

4 Σχετικά με τα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα οι Τράπεζες και οι Ε.Π.Ε.Υ. είναι υποχρεωμένες να αξιολογούν την συμβατότητα των συναλλαγών του πελάτη σε απλά επενδυτικά προϊόντα μόνον όταν ο πελάτης επιλέξει να πραγματοποιήσει συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα για τα οποία ενημερώθηκε κατόπιν πρωτοβουλίας της Τράπεζας.

5 Η MiFID απαιτεί από τις επενδυτικές εταιρείες να διασφαλίζουν ότι οι επενδυτικές συμβουλές που παρέχουν είναι κατάλληλες για τους πελάτες τους. Οι εταιρείες πρέπει για να λαμβάνουν ορισμένες πληροφορίες από κάθε πελάτη, συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών στοιχείων, της προηγούμενης πείρας σε επενδυτικά προϊόντα, της ανοχής στον επενδυτικό κίνδυνο και των επενδυτικών στόχων των πελατών.

- i. Παροχή δυνατότητας στους Ευρωπαίους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε ευρύτερο φάσμα χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών χαμηλού κόστους.
- ii. Παροχή δυνατότητας στους επενδυτές μέσω των Ευρωπαϊκών ΕΠΕΥ να έχουν πρόσβαση στις αγορές άλλων κρατών-μελών, εντός ενιαίου και κοινού θεσμικού πλαισίου και να πραγματοποιούν διασυνοριακές συναλλαγές με αποτελεσματικό τρόπο, σε ένα ανταγωνιστικό πεδίο επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- iii. Μείωση του κόστους ενδο-ευρωπαϊκών διασυνοριακών συναλλαγών και η βελτίωση της δυνατότητας πρόσβασης και αποτελεσματικής ανακατανομής του κεφαλαίου σε όλη την Ευρωπαϊκή επικράτεια.
- iv. Αυξημένη διαφάνεια και προστασία του μικρό-επενδυτή (best execution).
- v. Ενίσχυση του ανταγωνισμού και αποτροπή εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων.

Οι τράπεζες κλήθηκαν να αναπροσαρμόσουν όλες τις προσφερόμενες υπηρεσίες στο νέο πλαίσιο και σε όλο το εύρος των προϊόντων που παρείχαν στους πελάτες. Καθώς τα προϊόντα που προσφέρονται έχουν σημαντική πολυπλοκότητα, οι τράπεζες εξέτασαν διεξοδικά την ικανότητα των πελατών να κατανοούν τη φύση αυτών. Είναι αυτονόητο και απαραίτητο να διασφαλίζεται η σωστή ενημέρωση των πελατών, η διαφάνεια των διαδικασιών και των χαρακτηριστικών που διέπουν τα προϊόντα αυτά. Γνωρίζουμε ότι καλύτερα πληροφορημένοι καταναλωτές νιώθουν πιο άνετα να ψάξουν για νέα προϊόντα ή να αλλάξουν τράπεζα και τελικά οδηγούν σε συμπίεση των τιμών.

Σε πρώτη φάση ενδέχεται η πλήρης ενημέρωση για τους πιθανούς κινδύνους να αποθαρρύνει κάποιους καταναλωτές από περίπλοκα προϊόντα υψηλού ή αδιευκρίνιστου κινδύνου. Σταδιακά όμως, και με απαραίτητη προϋπόθεση να εφαρμόζεται σωστά η MiFID, οι καταναλωτές θα αποκτήσουν και πάλι μεγαλύτερη εμπιστοσύνη, καθώς η παροχή πληροφόρησης θα βοηθήσει στην εκπαίδευσή τους. Η βεβαιότητα για τη βέλτιστη εκτέλεση εντολών θα απαλύνει τις ανησυχίες και τους προβληματισμούς. Σταδιακά θα δούμε μια αλλαγή στη συμπεριφορά των πελατών λιανικής. Θα αποκτήσουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση, θα μειωθούν οι αμφιβολίες τους

και θα μειωθούν οι πιθανότητες να παρασυρθούν από αβάσιμες φήμες και να ακολουθήσουν πρόσκαιρες μόδες. Στόχος ήταν η οδηγία να βοηθήσει στο να καταλήξουμε σε μια μεγαλύτερη συμμετοχή των ιδιωτών που κατά συνέπεια θα έφερνε αύξηση της ρευστότητας και μεγαλύτερη σταθερότητα στις αγορές.

Η MiFID και οι υποχρεώσεις που απορρέουν για τις τράπεζες προσπαθούν να πετύχουν απλοποίηση και τυποποίηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων και σε μεγαλύτερες προσπάθειες εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων να κατανοήσουν καλύτερα και σε κάθε λεπτομέρεια κάποια περίπλοκα προϊόντα και αντίστοιχα να παράσχουν καλύτερη πληροφόρηση στους πελάτες τους. Ακόμα, οι Τράπεζες βάσει της οδηγίας οφείλουν να εφαρμόζουν πολιτική «*Βέλτιστης Εκτέλεσης*» (Best Execution)⁶. Τέλος, το νέο θεσμικό πλαίσιο απαιτεί την θέσπιση Πολιτικής και τη λήψη διεξοδικών μέτρων για την «*πρόληψη και αποφυγή των συγκρούσεων συμφερόντων*», όταν ανακύπτουν είτε μεταξύ της επιχείρησης ή του πιστωτικού ιδρύματος και υφιστάμενου ή δυνητικού πελάτη, είτε μεταξύ υφιστάμενων ή δυνητικών πελατών. Η πολιτική που θεσπίζεται σχετικά με τις συγκρούσεις συμφερόντων πρέπει να προσδιορίζει τις περιστάσεις που συνιστούν ή μπορούν να προκαλέσουν σύγκρουση συμφερόντων προκαλώντας ουσιαστικό κίνδυνο ζημίας των συμφερόντων ενός ή περισσότερων πελατών, σε σχέση πάντοτε με τις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και τις παρεπόμενες υπηρεσίες που παρέχονται από ή για λογαριασμό της επιχείρησης ή του πιστωτικού ιδρύματος και πρέπει να καθορίζει τις διαδικασίες που πρέπει να ακολουθούνται και τις ενέργειες ή τα μέτρα που πρέπει να λαμβάνονται για τη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων.

⁶ Οι Τράπεζες και οι ΕΠΕΥ υποχρεούνται να λαμβάνουν όλα τα δυνατά μέτρα ώστε να επιτυγχάνουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα κατά την εκτέλεση μίας εντολής. Ενδεικτικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στην εκτέλεση μίας εντολής είναι η τιμή, τα έξοδα, η ταχύτητα και η δυνατότητα εκτέλεσής της. Η πολιτική που ακολουθεί μία Τράπεζα ή ΕΠΕΥ πρέπει να είναι καταγεγραμμένη και να επανεξετάζεται κατά διαστήματα.

2.4 Πως επηρέασε η MiFID τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης

2.4.1 Αλλαγές που επήλθαν στο ρυθμιστικό πλαίσιο των επιμέρους χωρών-μελών στη βάση της MiFID

Η οδηγία MiFID αλλάζει κατά πολύ το τοπίο στον επιχειρηματικό χώρο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, καθώς καταργεί σύνορα και απαιτεί αυστηρότερες διαδικασίες και ισχυρότερα και ολοκληρωμένα συστήματα από προμηθευτές με διεθνή εμπειρία και παρουσία, οι οποίοι θα μπορέσουν να συνεργαστούν σε στρατηγικό επίπεδο με τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, είτε αυτοί επιλέξουν να μείνουν στον άξονα της συμμόρφωσης, είτε αποφασίσουν να επεκταθούν εκμεταλλευόμενοι τις νέες επιχειρηματικές δυνατότητες που προσφέρει το νέο πλαίσιο. Το σίγουρο είναι πως το επενδυτικό τοπίο στη MiFID εποχή είναι διεθνές και ανήκει σε όσους κινηθούν με στρατηγική, ταχύτητα και ισχυρές συνεργασίες, παρέχοντας τις ζητούμενες ποιοτικές και διαφανείς υπηρεσίες στους επενδυτές.

Όλα τα κράτη μέλη αντιμετωπίζουν, εν πολλοίς, την ίδια πρόκληση όσον αφορά στην εφαρμογή της MiFID, ενέχει, όμως, διαφορετικές δυσκολίες για κάθε κράτος, λόγω του διαφορετικού βαθμού χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης ή διαφορών στο νομικό πλαίσιο. Η MiFID επιτρέπει κάποιο μικρό βαθμό ευελιξίας, τόσο ώστε να μη διακυβεύονται οι κανόνες του ενιαίου πλαισίου της αγοράς. Τα κράτη-μέλη μπορούν να επιβάλλουν πρόσθετες απαιτήσεις μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις για την προστασία των καταναλωτών και της ακεραιότητας της αγοράς.

Τα σύγχρονα πιστωτικά ιδρύματα παρέχουν υπηρεσίες και προϊόντα που αποκλίνουν αρκετά από την παραδοσιακή τραπεζική και εκτείνονται σε ένα φάσμα που εμπεριέχει όλα τα σύγχρονα προϊόντα που διαπραγματεύονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Επομένως, οι τράπεζες δραστηριοποιούνται ως τράπεζες και ως χρηματιστηριακές εταιρίες, ρόλοι που θέτουν θέματα εναρμονισμένης αντιμετώπισης και αποφυγής διπλών ελέγχων μεταξύ των εποπτικών αρχών. Στην Ελλάδα το πλαίσιο συνεργασίας της Τράπεζας της Ελλάδος με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προσπαθεί να περιορίσει στο ελάχιστο τέτοιου είδους προβλήματα που μπορεί να ανακύψουν με σκοπό να ελαφρύνει το κόστος για τις τράπεζες αλλά και το βάρος που φέρουν οι εποπτικές αρχές ενώ ταυτόχρονα επιδιώκει την ίση μεταχείριση μεταξύ των πελατών των AXE και των τραπεζών.

Εάν προσπαθήσουμε να ομαδοποιήσουμε όλες τις αλλαγές , που φαίνεται ότι επέφερε η οδηγία στη διαμόρφωση ενός νέου επενδυτικού τοπίου στην Ευρώπη , θα τις διακρίνουμε στις παρακάτω τρεις μεγάλες κατηγορίες :

- Προσανατολισμός στον Πελάτη
- Προσανατολισμός στην Εκτέλεση Συναλλαγών
- Οργάνωση και Αναδιάρθρωση

Με τη MiFID επήλθαν τέσσερις μείζονες αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη της Κοινότητας. Διευρύνθηκε το φάσμα τόσο των επενδυτικών υπηρεσιών και επενδυτικών δραστηριοτήτων που απολαμβάνουν αμοιβαίας αναγνώρισης, όσο και των χρηματοπιστωτικών μέσων, η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών επί των οποίων, επιτρέπει την αμοιβαία αναγνώριση. Ειδικότερα, καθιερώθηκαν δύο νέες επενδυτικές υπηρεσίες, επιπροσθέτως των ήδη υφιστάμενων, της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της εκμετάλλευσης Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης. Ταυτόχρονα, στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εντάχθηκαν τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων και τα παράγωγα μέσα για τη μετακύλιση πιστωτικού κινδύνου. Καταργήθηκε ο κανόνας της συγκέντρωσης των συναλλαγών σε οργανωμένη αγορά και καθιερώθηκαν κανόνες αναφορικά με τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και τη συστηματική εσωτερικοποίηση που λαμβάνει χώρα μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή επιχείρησης επενδύσεων.

Όπως επισημαίνεται από την Επιτροπή, ένας από τους στόχους της MiFID ήταν η θέσπιση ενός συνολικού ρυθμιστικού καθεστώτος που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων ώστε να εξασφαλιστεί υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

Για τα χρηματιστήρια, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης συνεπάγεται ιδίως την είσοδο νέων παικτών και την ενεργοποίηση ευρύτερων συνεργασιών, την μείωση των τιμών, και την ενοποίηση αγορών για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Σημαντική αναμένεται ότι θα είναι επίσης η επίπτωση, εφόσον για τα πιστωτικά ιδρύματα, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης, μεταξύ άλλων δίνει τη δυνατότητα παροχής της

υπηρεσίας Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης και ευρείας χρήσης της συστηματικής ή μη εσωτερικοποίησης, και παρέχει τη δυνατότητα διεύρυνσης των προσφερόμενων υπηρεσιών (π.χ. συμβουλευτικών και άλλων).

Με τη MiFID επιβλήθηκαν, επίσης, επιπρόσθετες υποχρεώσεις αναφορικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που πρέπει τηρούνται κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένης της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών πελατών, και τις απαιτήσεις διαφάνειας των συναλλαγών που διενεργούνται.

Η απαίτηση για δημοσιοποίηση όλων των χρεώσεων, προμηθειών, παροχών και περιθωρίων κέρδους ανά προϊόν έχει σοβαρές επιπτώσεις (όπως και αναμενόταν) στην πώληση επενδυτικών προϊόντων. Η ανάγκη για διαχωρισμό των αμοιβών για αναλύσεις από τις προμήθειες για την εκτέλεση εντολών οδήγησε στο παρελθόν τους διαχειριστές κεφαλαίων στη Μεγάλη Βρετανία να δώσουν ιδιαίτερη έμφαση στη μείωση του κόστους διενέργειας συναλλαγών (trading). Αυτό αναμένεται να ενταθεί στο μέλλον, όταν οι εταιρείες θα πρέπει να συναλλάσσονται ταυτόχρονα σε πολλές αγορές (οργανωμένες και μη), σε σχέση με τον περιορισμένο αριθμό αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται σήμερα. Ταυτόχρονα, η ανάγκη διασφάλισης της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών των πελατών θα αυξήσει σημαντικά τις απαιτήσεις προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Ήταν αναμενόμενη η διεθνής τροποποίηση του μοντέλου λήψης και εκτέλεσης εντολών, καθώς και του τρόπου λειτουργίας των αγορών. Το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (Wall Street) υιοθετεί ήδη τη χρήση μοντέρνων, εξειδικευμένων πληροφοριακών συστημάτων που χρησιμοποιούν εξελιγμένους αλγόριθμους οι οποίοι επιτρέπουν την ταυτόχρονη παρακολούθηση χιλιάδων τίτλων, τον εντοπισμό και την εκτέλεση εντολών σε χιλιοστά του δευτερολέπτου, ανεξάρτητα από ανθρώπινη παρέμβαση. Παρόμοια συστήματα υιοθετήθηκαν και στην Ευρωζώνη, ώστε να υποστηριχθούν οι αυξημένες απαιτήσεις της Οδηγίας.

Η ανάγκη αυτή ενισχύεται από την ανάγκη λειτουργίας σε ένα περιβάλλον με αυξανόμενη πολυπλοκότητα, όπου πλέον οι παραδοσιακές οργανωμένες αγορές

(χρηματιστήρια) θα αντιμετωπίζουν τον ανταγωνισμό των μη οργανωμένων αγορών (Μηχανισμοί Πολυμερούς Διαπραγμάτευσης και Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές)⁷.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι οι επιδράσεις της Οδηγίας είναι πολλαπλές και αφορούν το σύνολο της λειτουργίας των αγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επηρεάστηκε η στρατηγική και το λειτουργικό μοντέλο τους, οδηγώντας σε αναδιοργάνωση και αναμόρφωση των πολιτικών και των διαδικασιών τους και θα απαιτήσουν τη χρήση πρόσθετων, εξειδικευμένων συστημάτων. Επιπλέον, η αποτελεσματική εφαρμογή της οδηγίας απαιτεί τη συστηματική και ενδελεχή ενημέρωση και εκπαίδευση του προσωπικού με τελικό στόχο την αλλαγή κουλτούρας και νοοτροπίας, όσον αφορά τη σχέση με τους πελάτες και την παροχή επενδυτικών συμβουλευτικών υπηρεσιών.

2.4.2 Αλλαγές που επέφερε η οδηγία στην Ελληνική πραγματικότητα

Στην Ελλάδα η ανάγκη να προσφέρεται στους επενδυτές πλήρης και αναλυτική πληροφόρηση από τις τράπεζες είναι εντονότερη λόγω μιας σειράς ιδιαιτεροτήτων της Ελληνικής αγοράς. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν μακρά εμπειρία. Τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα δεν είχε γνωρίσει ύφεση ή σημαντική χειροτέρευση του οικονομικού κλίματος, έτσι λείπει η εμπειρία για την συμπεριφορά των επενδυτών κάτω από αντίξοες συνθήκες και για το λόγο αυτό είναι πολύ δύσκολο να προσαρμόσουν τις κινήσεις τους στην τρέχουσα κρίση.

Είναι διεθνώς γνωστό ότι οι αναλυτές συχνά έχουν μια τάση να ωραιοποιούν την κατάσταση. Έχει παρατηρηθεί για παράδειγμα ότι ο αριθμός των μετοχών που προτείνονται για αγορά είναι συνήθως πολλαπλάσιος αυτών που κρίνεται ότι πρέπει να πωληθούν. Στην Ελλάδα τα προβλήματα πολλαπλασιάζονται από την τάση για

⁷ Πολυμερές σύστημα υπό τη διαχείριση πιστωτικού ιδρύματος, επιχείρησης επενδύσεων ή διαχειριστή αγοράς, εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων και σύμφωνα με τους κανόνες του, κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σχετικής σύμβασης. Πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που έχει άδεια να συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ. Το πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ συμμετέχει στη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως απλός διαμεσολαβητής που παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

υπερβολή και δραματοποίηση που επηρεάζουν την ελληνική αγορά. Ο ρόλος των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, είναι σημαντικός και συνεχώς βελτιώνεται η πληροφόρηση που παρέχουν, καθώς αυξάνεται το ενδιαφέρον τους και για τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία, αλλά, βεβαίως, την τελική ευθύνη την έχουν οι χρηματοπιστωτικοί φορείς και γι' αυτό πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί στις συμβουλές που δίνουν.

Θα πρέπει όμως να υπάρξει ακόμα πιο ξεκάθαρος διαχωρισμός μεταξύ αυτών που διαχειρίζονται ιδιωτικά χαρτοφυλάκια ή προσφέρουν συμβουλές στην πελατεία των τραπεζών και αυτών που διαχειρίζονται το ίδιο το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών ή συμμετέχουν σε αποφάσεις για παροχή δανείων ή προσφέρουν υπηρεσίες αναδοχής ή διαχειρίζονται τα διαθέσιμα της τράπεζας κ.λ.π. Στο σημείο αυτό διαπιστώνεται ότι είναι αναγκαίο να οικοδομηθεί εμπιστοσύνη ανάμεσα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους πελάτες τους.

Προστασία των επενδυτών, διαφάνεια των συναλλαγών αλλά και ενίσχυση του ανταγωνισμού προσπαθεί να πετύχει η νέα κοινοτική οδηγία MiFID που αφορά τον τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Από την 1^η Νοεμβρίου 2007, οι ελληνικές τράπεζες, χρηματιστηριακές εταιρείες και εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών προσπαθούν να ενταχθούν πλήρως στην νέα κοινοτική οδηγία, που αγγίζει σε βάθος θέματα τα οποία βρίσκονται στη καρδιά της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, όπως είναι η διαχείριση και εκτέλεση εντολών, η παροχή πληροφόρησης στους επενδυτές, η σύγκρουση συμφερόντων και οι επενδυτικές συμβουλές. Η υιοθέτηση της οδηγίας υποεκτιμήθηκε όχι μόνο στη χώρα μας, αλλά και στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες με εξαίρεση τη Μ. Βρετανία. Έτσι, παρατηρήθηκαν μεγάλες καθυστερήσεις στην υλοποίηση του πλαισίου της **Mifid**.

Σύμφωνα με τη νέα οδηγία η εταιρεία που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες θα πρέπει να χαρακτηρίσει τον πελάτη, κατά πόσο δηλαδή είναι εξοικειωμένος και γνώστης γύρω από επενδυτικά προϊόντα που ενέχουν κινδύνους, όπως είναι οι μετοχές, ομόλογα, δομημένα, ή όχι. Στην δεύτερη περίπτωση, όταν δηλαδή ο πελάτης είναι "καινούριος" θα πρέπει να τον προστατεύσει από ενδεχόμενους κινδύνους και να του παρουσιάσει όλες τις παραμέτρους και τα πιθανά κακά "σενάρια" γύρω από το προϊόν που έχει επιλέξει. Και το κυριότερο να τον ενημερώσει χωρίς όμως να δώσει συμβουλές.

Τα τραπεζικά στελέχη είναι επιφυλακτικά, αφού όπως λένε "δεν είναι εύκολο", να υιοθετηθούν οι νέοι κανόνες, αυτό άλλωστε έγινε φανερό και με τις πρόσφατες επιπλοκές στο οικονομικό σύστημα. Επίσης σημειώνεται πως οι τράπεζες για παράδειγμα θα πρέπει να τηρούν αρχεία ώστε να μπορούν ανά πάσα στιγμή να αποδεικνύουν ότι έχουν κάνει σωστά τη δουλειά τους.

Συγκεκριμένα μέσω της νέας οδηγίας αυξάνεται κατακόρυφα και ομογενοποιείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο η προστασία των επενδυτών, ενώ παράλληλα προωθείται περαιτέρω η διαφάνεια στις αγορές και ενισχύεται σημαντικά ο ανταγωνισμός.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι με την οδηγία προέκυψε μία "κωδικοποίηση" της ελληνικής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, πλήρως προσαρμοσμένη στο ευρωπαϊκό δίκαιο. Η Mifid είναι οδηγία "μέγιστης εναρμόνισης", δηλαδή τα κράτη - μέλη δεν μπορούν να υιοθετήσουν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ρυθμίζει.

Οι νέες ρυθμίσεις και διαδικασίες που εισάγει η Mifid αναμένεται να επηρεάσουν θετικά τη λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα, αφού η οδηγία θέτει ίσους όρους ανταγωνισμού και προστατεύει καλύτερα τους επενδυτές και τις αγορές. Για παράδειγμα στην Ελλάδα οι ρυθμίσεις της Mifid εναρμονίζουν τον κώδικα δεοντολογίας των ΕΠΕΥ, ώστε να ισχύουν πανευρωπαϊκά οι ίδιοι κανόνες, που είναι μεν απλούστεροι, αλλά ταυτόχρονα και πιο αποτελεσματικοί σε θέματα προστασίας των επενδυτών, ενώ θα υπάρξουν και ρυθμίσεις για την κατηγοριοποίηση της πελατείας (κάτι που γίνεται για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο).

2.4.3 Εξουσίες των αρμόδιων αρχών εποπτείας των χωρών-μελών όπως καθορίζονται από την οδηγία

Κάθε κράτος μέλος ορίζει τις αρμόδιες αρχές που θα ασκούν τις αρμοδιότητες που προβλέπονται από τις διάφορες διατάξεις της παρούσας οδηγίας. Τα κράτη μέλη ανακοινώνουν στην Επιτροπή και στις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών την ταυτότητα των αρμοδίων αρχών που είναι υπεύθυνες για την άσκηση καθημίας από τις αρμοδιότητες αυτές, καθώς και κάθε κατανομή των αρμοδιοτήτων αυτών.

Οι αρμόδιες αρχές είναι ουσιαστικά οι δημόσιες αρχές, με την επιφύλαξη της μεταβίβασης των καθηκόντων τους σε άλλες οντότητες στις περιπτώσεις στις οποίες

αυτό προβλέπεται ρητά από την οδηγία. Κάθε ανάθεση καθηκόντων σε οντότητες, πλην των δημοσίων αρχών, δεν πρέπει να συνεπάγεται ούτε την άσκηση δημόσιας εξουσίας, ούτε τη χρήση διακριτικής ευχέρειας εκτίμησης. Τα κράτη μέλη απαιτούν, πριν από τη μεταβίβαση, οι αρμόδιες αρχές να λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα ώστε να εξασφαλίζουν ότι η οντότητα στην οποία θα ανατεθούν τα καθήκοντα έχει τις αναγκαίες ικανότητες και τα κατάλληλα μέσα για την αποτελεσματική εκπλήρωση όλων των καθηκόντων της και ότι η ανάθεση χωρεί μόνον εφόσον έχει θεσπιστεί ένα σαφώς ορισμένο και τεκμηριωμένο πλαίσιο για την άσκηση των μεταβιβαζόμενων καθηκόντων, το οποίο ορίζει τις πρωτοβουλίες που πρέπει να αναληφθούν και τους όρους υπό τους οποίους πρόκειται να εκπληρωθούν. Στους όρους αυτούς περιλαμβάνεται ρήτρα με την οποία η οντότητα αυτή υποχρεούται να ενεργεί και να οργανώνεται κατά τρόπον ώστε να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων και οι πληροφορίες που λαμβάνονται κατά την εκπλήρωση των μεταβιβαζόμενων καθηκόντων να μην χρησιμοποιούνται κατά τρόπο αθέμιτο ή που παρεμποδίζει τον ανταγωνισμό. Έτσι την τελική ευθύνη για την επίβλεψη της συμμόρφωσης προς την παρούσα οδηγία και τα μέτρα της εφαρμογής, φέρει η αρμόδια δημόσια αρχή.

Τα κράτη μέλη ενημερώνουν την Επιτροπή και τις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών σχετικά με τυχόν ρυθμίσεις τις οποίες έχουν υιοθετήσει όσον αφορά τη μεταβίβαση καθηκόντων, καθώς και τους ακριβείς όρους που διέπουν την εν λόγω μεταβίβαση. Η Επιτροπή δημοσιεύει τουλάχιστον άπαξ ετησίως στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατάλογο των αρμόδιων αρχών.

Εάν κράτος μέλος αναθέτει σε περισσότερες της μιας αρμόδιες αρχές την εφαρμογή μιας διάταξης της παρούσας οδηγίας, οι αντίστοιχοι ρόλοι των αρχών αυτών προσδιορίζονται σαφώς και αυτές να συνεργάζονται στενά.

Το καθεστώς που καθιερώθηκε με την οδηγία 2004/39/EK για τις απαιτήσεις γνωστοποίησης συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα αποσκοπεί να διασφαλίσει ότι οι οικείες αρμόδιες αρχές ενημερώνονται καταλλήλως για τις συναλλαγές που εμπίπτουν στην εποπτική τους αρμοδιότητα. Για το σκοπό αυτό⁸, επιβάλλεται να

⁸ Βλ. Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1287/2006 της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση

διασφαλισθεί η συγκέντρωση ενιαίου συνόλου δεδομένων προερχόμενων από το σύνολο των επιχειρήσεων επενδύσεων με ελάχιστες αποκλίσεις μεταξύ κρατών μελών, ούτως ώστε, αφενός, να ελαχιστοποιηθεί ο βαθμός στον οποίο επιχειρήσεις με διασυννοριακή δραστηριότητα υπόκεινται σε διαφορετικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης και, αφετέρου, να μεγιστοποιηθεί η αναλογία των δεδομένων που κατέχονται από μια αρμόδια αρχή και μπορούν να τεθούν στη διάθεση άλλων αρμόδιων αρχών. Οι ρυθμίσεις έχουν επίσης σχεδιαστεί με στόχο να διασφαλισθεί ότι οι αρμόδιες αρχές είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις που έχουν δύναμη της εν λόγω οδηγίας όσο το δυνατόν ταχύτερα και αποτελεσματικότερα.

Κάθε κράτος μέλος απαιτεί να υπάρχει επίσης στενή συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών που ευθύνονται σε αυτό το κράτος μέλος για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, των συνταξιοδοτικών ταμείων, των ΟΣΕΚΑ⁹, των ασφαλιστικών και αντiasφαλιστικών διαμεσολαβητών και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Τα κράτη μέλη απαιτούν από τις αρμόδιες αρχές να ανταλλάσσουν κάθε πληροφορία ιδιαίτερης σημασίας ή σχετική με την άσκηση των λειτουργιών και των καθηκόντων τους.

Οι αρμόδιες αρχές πρέπει να συντονίζουν το σχεδιασμό και τη θέσπιση ρυθμίσεων για την μεταξύ τους ανταλλαγή πληροφοριών σχετικά με συναλλαγές. Οι αρμόδιες αρχές δύνανται, κατά περίπτωση, να συζητήσουν και τα θέματα αυτά στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών. Οι αρμόδιες αρχές πρέπει να υποβάλουν έκθεση σχετικά στην Επιτροπή, η οποία ενημερώνει στη συνέχεια την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών για τις εν λόγω ρυθμίσεις. Στο πλαίσιο αυτού του συντονισμού, οι αρμόδιες αρχές πρέπει να εξετάζουν την ανάγκη αποτελεσματικής παρακολούθησης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων επενδύσεων ώστε να διασφαλίζεται ότι αυτές ενεργούν με έντιμο, δίκαιο και επαγγελματικό τρόπο για την ενίσχυση της ακεραιότητας της αγοράς στην Κοινότητα, την ανάγκη να λαμβάνονται οι αποφάσεις μετά από διεξοδική ανάλυση κόστους-ωφέλειας, την ανάγκη να διασφαλίζεται ότι οι πληροφορίες σχετικά με συναλλαγές

συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής. Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 241 της 02-09-2006. σελ. 0001 - 0025.

⁹ Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων επί Κινητών Αξιών. Βλ. άρθρο 2 του Νόμου 3283/2004

χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για την προσήκουσα εκτέλεση των καθηκόντων των αρμόδιων αρχών και, τέλος, την ανάγκη να υπάρχουν ρυθμίσεις για την αποτελεσματική και υπεύθυνη διακυβέρνηση του κοινού συστήματος που θα κριθεί ενδεχομένως αναγκαίο.

Στις αρμόδιες αρχές παρέχονται όλες οι εξουσίες εποπτείας και διερεύνησης που είναι αναγκαίες για την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους. Εντός των ορίων που θέτουν τα εθνικά τους νομικά πλαίσια, οι αρμόδιες αρχές ασκούν τις εξουσίες αυτές:

- άμεσα, ή
- σε συνεργασία με άλλες αρχές, ή
- υπό την ευθύνη τους αλλά με ανάθεση σε οντότητες στις οποίες έχουν μεταβιβαστεί αρμοδιότητες βάσει του άρθρου 48 παράγραφος 2 της οδηγίας, ή
- κατόπιν αιτήσεως προς τις αρμόδιες δικαστικές αρχές.

Οι εξουσίες που αναφέρονται στην προηγούμενη παράγραφο ασκούνται σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, και περιλαμβάνουν τουλάχιστον τα δικαιώματα:

- να έχουν πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο υπό οποιαδήποτε μορφή και να λαμβάνουν αντίγραφο του,
- να ζητούν πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο και, εφόσον είναι απαραίτητο, να καλούν και να ανακρίνουν οποιοδήποτε πρόσωπο για τη συγκέντρωση πληροφοριών,
- να διενεργούν επιτόπιους ελέγχους,
- να απαιτούν κάθε υπάρχουσα καταγραφή τηλεφωνικής συνδιάλεξης ή ανταλλαγής δεδομένων,
- να απαιτούν τη διακοπή κάθε πρακτικής που είναι αντίθετη με τις διατάξεις που θεσπίζονται κατ' εφαρμογή της παρούσας οδηγίας,
- να ζητούν τη δέσμευση και/ή την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων,

- να ζητούν την προσωρινή απαγόρευση άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας,
- να απαιτούν πληροφορίες από τους ελεγκτές λογαριασμών των επιχειρήσεων επενδύσεων και των ρυθμιζόμενων αγορών που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας,
- να λαμβάνουν κάθε μέτρο που μπορεί να εξασφαλίσει ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι ρυθμιζόμενες αγορές συνεχίζουν να συμμορφώνονται με τις εκ του νόμου απαιτήσεις,
- να ζητούν την αναστολή της διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικού μέσου,
- να ζητούν την απόσυρση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου από τη διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε οποιοδήποτε άλλο πλαίσιο συναλλαγών,
- να ζητούν την άσκηση ποινικής δίωξης,
- να επιτρέπουν εξακριβώσεις ή έρευνες από ορκωτούς λογιστές ή εμπειρογνώμονες.

Άξιο μνείας είναι το γεγονός ότι με την επιφύλαξη των διαδικασιών για την ανάκληση της άδειας λειτουργίας ή του δικαιώματος των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις, τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν, σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, ότι μπορούν να ληφθούν τα κατάλληλα διοικητικά μέτρα ή να επιβληθούν κατάλληλες διοικητικές κυρώσεις κατά των υπευθύνων σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τις διατάξεις που θεσπίζονται για την εφαρμογή της παρούσας οδηγίας. Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι τα μέτρα αυτά είναι αποτελεσματικά, αναλογικά και αποτρεπτικά.

Τα κράτη μέλη προβλέπουν ότι η αρμόδια αρχή μπορεί να ανακοινώνει δημόσια οποιαδήποτε μέτρα ή κυρώσεις επιβάλλονται σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων που θεσπίζονται για την εφαρμογή της παρούσας οδηγίας, εκτός εάν η ανακοίνωση αυτή ενδέχεται να διαταράξει σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές ή να προκαλέσει δυσανάλογη ζημία στα ενδιαφερόμενα μέρη.

Επιπλέον, τα κράτη μέλη μεριμνούν ώστε κάθε απόφαση που λαμβάνεται σύμφωνα με τις νομοθετικές, κανονιστικές ή διοικητικές διατάξεις που θεσπίζονται κατ' εφαρμογή της παρούσας οδηγίας να είναι δεόντως αιτιολογημένη και να υπόκειται σε προσφυγή ενώπιον δικαστηρίου. Το δικαίωμα προσφυγής ενώπιον δικαστηρίου ισχύει επίσης εάν δεν ληφθεί απόφαση, σχετικά με αίτηση χορήγησης άδειας λειτουργίας που περιλαμβάνει όλες τις απαιτούμενες πληροφορίες, εντός έξι μηνών από την υποβολή της.

Τα κράτη μέλη προβλέπουν ότι ένας ή περισσότεροι από τους ακόλουθους φορείς, όπως ορίζεται από την εθνική νομοθεσία, μπορούν, προς το συμφέρον των καταναλωτών και σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, να προσφύγουν στα δικαστήρια ή στους αρμόδιους διοικητικούς φορείς για να εξασφαλίσουν την εφαρμογή των εθνικών διατάξεων για την υλοποίηση της παρούσας οδηγίας:

- δημόσιοι φορείς ή εκπρόσωποί τους,
- οργανώσεις καταναλωτών που έχουν έννομο συμφέρον στην προστασία των καταναλωτών,
- επαγγελματικές οργανώσεις που έχουν έννομο συμφέρον να ενεργούν για την προστασία των μελών τους.

2.4.4 Συνεργασίες κρατών και κίνδυνοι από την εφαρμογή της οδηγίας

Οι αρμόδιες αρχές διαφορετικών κρατών μελών συνεργάζονται μεταξύ τους, εφόσον αυτό είναι αναγκαίο για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που προβλέπονται από την παρούσα οδηγία, χρησιμοποιώντας τις εξουσίες τους, είτε αυτές προβλέπονται από την οδηγία είτε από την εθνική νομοθεσία. Οι αρμόδιες αρχές κάθε κράτους μέλους επικουρούν τις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών, ιδίως με την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία σε δραστηριότητες έρευνας ή εποπτείας.

Για τη διευκόλυνση και την επιτάχυνση της συνεργασίας, και ιδίως της ανταλλαγής πληροφοριών τα κράτη μέλη καθορίζουν μία μόνο αρμόδια αρχή ως σημείο επικοινωνίας για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας. Τα κράτη μέλη ανακοινώνουν στην Επιτροπή και στα άλλα κράτη μέλη τα ονόματα των αρχών που έχουν οριστεί να

λαμβάνουν αιτήσεις ανταλλαγής πληροφοριών ή συνεργασίας βάσει των διατάξεων της οδηγίας.

Ως πλεονεκτήματα του νέου πλαισίου για τα κράτη μέλη θα μπορούσαν ειδικά να αναφερθούν καταρχήν η επίτευξη μεγαλύτερου βαθμού εναρμόνισης σε ότι αφορά το καθεστώς που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και ειδικότερα: τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που πρέπει τηρούνται κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένης της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών πελατών, τις απαιτήσεις διαφάνειας των συναλλαγών που διενεργούνται.

Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι παρά την επιβολή ιδιαίτερα διεξοδικών κανόνων στα ως άνω πεδία, μεγάλος αριθμός διατάξεων περιέχει αόριστες έννοιες, με αποτέλεσμα την έλλειψη συχνά σαφήνειας ως προς την ακριβή υποχρέωση που πρέπει να τηρήσει η επιχείρηση. Παράλληλα, σε ό,τι αφορά ειδικά τις απαιτήσεις διαφάνειας, το νέο πλαίσιο παρέχει σημαντικές διακριτικές ευχέρειες στα κράτη μέλη με αποτέλεσμα τον κίνδυνο διαφοροποιημένης τελικά εφαρμογής τους. Εν προκειμένω, ιδιαίτερα κρίσιμος θα αποδειχθεί ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών των Κινητών Αξιών, η οποία αναμένεται να επιδιώξει τη διασφάλιση κατά το δυνατόν ομοιόμορφης εφαρμογής από τα κράτη μέλη των εν λόγω κανόνων.

Πέρα όμως από τις δυσκολίες που θα κληθεί να αντιμετωπίσει η Επιτροπή κατά τον έλεγχο του τρόπου εφαρμογής της οδηγίας, μερίδα οικονομικών αναλυτών εκτιμά ότι η Θεμελιώδης Οδηγία θα οδηγήσει μέχρι το 2011 στη συγκέντρωση του μέγιστου όγκου συναλλαγών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε 10 μόλις τράπεζες. Επισημαίνεται ότι σήμερα το 80% της αγοράς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εκπροσωπείται από τις 300 μεγαλύτερες τράπεζες¹⁰. Το γεγονός αυτό επιτείνει την ανάγκη ισχυρής προστασίας του κατά κανόνα μη πλήρως ενημερωμένου επενδυτή.

Μόνη η ενσωμάτωση της Οδηγίας με το Ν. 3606/2007 δεν εκπληρώνει το σκοπό της. Η Ελλάδα, ως Κράτος - Μέλος, έχει την ελευθερία επιλογής του τύπου και των

¹⁰ Βλ. στην εφ. « Ο Κόσμος του Επενδυτή » άρθρο υπό τον τίτλο « Στο скаμνί οι χώρες που καθυστερούν την εφαρμογή της MiFID », 10-11 Νοεμβρίου 2007, 20.

κατάλληλων μέσων για την επίτευξη του αποτελέσματος της Οδηγίας [άρθρο 249 τρίτο εδ. ΣυνΘΕΚ]. Αλλά, στα πλαίσια της ελευθερίας αυτής, έχει την υποχρέωση επιλογής τύπου και μέσων, που είναι τα πλέον κατάλληλα για τη διασφάλιση της πρακτικής αποτελεσματικότητας της Οδηγίας¹¹. Συνεπώς η ενσωμάτωση της Θεμελιώδους Οδηγίας πρέπει να συνοδεύεται από ειδική νομοθέτηση ειδικών διατάξεων αστικής και δικονομικής προστασίας. Αλλά περαιτέρω : Μία σε βάθος προστασία των επενδυτών απαιτεί ενοποίηση των αστικών διατάξεων. Απαιτεί έναν *Ευρωπαϊκό Αστικό Κώδικα* [ΕυρΑΚ], απαιτεί έναν *Ευρωπαϊκό Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας* [ΕυρΚΠολΔ]. Εφόσον με την οικονομία παγκοσμιοποιείται και το δίκαιο, οι κοινοί κώδικες στην ΕΕ είναι η φυσική κατάληξη. Με το να βασίζεται κάθε Κράτος - Μέλος στον εθνικό του ΑΚ και ΚΠολΔ, ελλοχεύει ο κίνδυνος αποκλίσεων στο επίπεδο προστασίας. Για παράδειγμα : Σε ένα Κράτος - Μέλος μπορεί να προβλέπεται ομαδική αγωγή αποζημίωσης λόγω παραβίασης της υποχρέωσης αντικειμενικής παροχής. Σε άλλο ατομική. Σε ένα Κράτος - Μέλος μπορεί να προβλέπεται αρμοδιότητα εκδίκασης αγωγών αποζημίωσης σε πρώτο βαθμό από το Πρωτοδικείο. Σε άλλο από το Εφετείο. Παρά ταύτα, στην παρούσα φάση, η ισχυροποίηση της προστασίας, είναι ότι θετικότερο για το αδύναμο συμβαλλόμενο μέρος. Είναι δε βέβαιο ότι η προστασία αυτή θα εξελιχθεί στο ανώτατο νομολογιακό επίπεδο του ΔΕΚ κατά τέτοιο τρόπο, που θα οδηγήσει σταδιακά στην καθιέρωση ενιαίων αστικών κανόνων.

¹¹ Βλ. ΠΡΕΚ Τ 374/04, 7 Νοεμβρίου 2007.



Εικόνα 2: Σύγχρονη μορφή του χρηματιστηρίου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

3.1 Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες)

Οι ΟΣΕΚΑ αποτελούν μια κατηγορία χαρτοφυλακίων συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την επένδυση κεφαλαίων που συγκεντρώνουν από επενδυτές, σε κινητές αξίες και ρευστά χρηματοοικονομικά στοιχεία. Ουσιαστικά οι ΟΣΕΚΑ είναι μια κοινή περιουσία η οποία σχηματίζεται από κεφάλαια που συγκεντρώνονται από τους επενδυτές. Η κοινή αυτή περιουσία τελεί υπό τη διαχείριση Εταιρία Διαχείρισεως και κατατίθεται προς φύλαξη σε Θεματοφύλακα. Η περιουσία (ενεργητικό) ενός ΟΣΕΚΑ διαιρείται σε ισάξια μερίδια τα οποία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου στους μεριδιούχους ανάλογα με τα μερίδια που κατέχει ο καθένας. Οι μεριδιούχοι συμμετέχουν τόσο στα κέρδη, έσοδα όσο και στις ζημιές και έξοδα που προκύπτουν κατά τη διαχείριση και επένδυση του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ.

3.2 Νομοθεσία περί ΟΣΕΚΑ

Ο περί των Ανοικτού Τύπου Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και περί συναφών θεμάτων Νόμος του 2004 (Ν200(Ι)/2004) ως αυτός εκάστοτε ισχύει, αποτελεί τη Νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία των ΟΣΕΚΑ. Η ετοιμασία του εν λόγω Νόμου έχει βασιστεί στην Ευρωπαϊκή Οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ η οποία ρυθμίζει τη λειτουργία των ΟΣΕΚΑ για τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

3.3 Ημεδαποί ΟΣΕΚΑ

1. Ημεδαποί ΟΣΕΚΑ είναι ΟΣΕΚΑ με έδρα την Ελλάδα οι οποίοι λαμβάνουν άδεια σύστασης και λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ελλάδας βάσει των προβλέψεων του Νόμου 200 (Ι)/2004.

2. Ένας ημεδαπός ΟΣΕΚΑ δύναται να λαμβάνει τη συμβατική μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή την καταστατική μορφή Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου.
3. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο στερείται νομικής προσωπικότητας και οι μεριδιούχοι του εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του.
4. Η Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου είναι εταιρία η οποία έχει συσταθεί κατά τις διατάξεις του Νόμου 200 (Ι)/2004 και του περί Εταιρειών Νόμου.
5. Η Εταιρία Διαχείρισης είναι εταιρία που έχει συσταθεί κατά τις διατάξεις του περί Εταιρειών Νόμου, έχει ως κύριο σκοπό να διαχειρίζεται ένα ή περισσότερους ΟΣΕΚΑ.

3.4 Αλλοδαποί ΟΣΕΚΑ

Οι αλλοδαποί ΟΣΕΚΑ διακρίνονται σε:

1. ΟΣΕΚΑ με έδρα κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής ένωσης, οι οποίοι υιοθετούν την Ευρωπαϊκή Οδηγία 85/611/ΕΟΚ και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος μέλος, μπορούν πλέον μετά από σχετική κοινοποίηση, να προσφέρουν τα μερίδια τους στο κράτος αυτό.
2. ΟΣΕΚΑ με έδρα κράτος μέλος οι οποίοι δεν υιοθετούν την Ευρωπαϊκή Οδηγία 85/611/ΕΟΚ ή ΟΣΕΚΑ με έδρα τρίτη χώρα, δεν μπορούν να διαθέσουν τα μερίδια τους στο κράτος μέλος αυτό χωρίς προηγουμένως να έχουν εξασφαλίσει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγορά.
3. Ένας αλλοδαπός ΟΣΕΚΑ δύναται να λαμβάνει την μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου ή Εμπιστεύματος (unit trust).

3.5 Καθαρή αξία, τιμή διάθεσης και τιμή εξαγοράς μεριδίου ΟΣΕΚΑ

1. Η καθαρή αξία μεριδίου ΟΣΕΚΑ υπολογίζεται βάσει της αξίας του ενεργητικού (περιουσία) του ΟΣΕΚΑ μείων των υποχρεώσεων του δια τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων του ΟΣΕΚΑ. Οι υποχρεώσεις του ΟΣΕΚΑ περιλαμβάνουν ενδεικτικά την αμοιβή της Εταιρίας Διαχειρίσεως, την αμοιβή του θεματοφύλακα¹² και άλλα έξοδα και δαπάνες που αφορούν τη διαχείριση και λειτουργία ενός ΟΣΕΚΑ.
2. Η τιμή στην οποία ο επενδυτής θα αγοράσει ένα μερίδιο ΟΣΕΚΑ είναι η τιμή διάθεσης μεριδίου (τιμή διάθεσης = καθαρή αξία μεριδίου + ποσοστό προμήθεια διάθεσης).
3. Η τιμή στην οποία ο επενδυτής θα εξαγοράσει τα μερίδια του είναι η τιμή εξαγοράς μεριδίου (τιμή εξαγοράς= καθαρή αξία μεριδίου ΟΣΕΚΑ – ποσοστό προμήθειας εξαγοράς).
4. Η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς μεριδίου ΟΣΕΚΑ δύναται να υπερβαίνει ή να υπολείπεται, αντίστοιχα, της καθαρής αξίας μεριδίου κατά το ποσοστό της προμήθειας διάθεσης και εξαγοράς, αντίστοιχα, σύμφωνα με τον Κανονισμό ή το Καταστατικό ή το Ιδρυτικό έγγραφο του ΟΣΕΚΑ.

3.6 Αντιπρόσωποι ΟΣΕΚΑ

Ως Αντιπρόσωποι ΟΣΕΚΑ δύνανται να ενεργούν μόνο, τράπεζες, Ε.Π.Ε.Υ, και συνεργατικά πιστωτικά ιδρύματα.

3.7 Πώς μπορούν οι επενδυτές να αποκτήσουν μερίδια ΟΣΕΚΑ

1. Για την απόκτηση μεριδίων ΟΣΕΚΑ απαιτείται:

¹¹ Ο θεματοφύλακας έχει ενεργό ρόλο στη διαδικασία διακανονισμού των συναλλαγών που εκτελούνται για πελάτες του, ως επίσης και για το άνοιγμα λογαριασμών εκ μέρους τους. Θεματοφύλακας βάσει του Νόμου μπορεί να είναι τα Πιστωτικά Ιδρύματα, ή ΕΠΕΥ (Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) νοουμένου εξασφαλίσει κατόπιν αίτησης έγκριση από το εκάστοτε Χρηματιστήριο.

- Γραπτή αίτηση προς την Εταιρία Διαχείρισης ή τον διορισμένο από αυτήν Αντιπρόσωπο διάθεσης μεριδίων κατά την οποία η Εταιρία Διαχείρισεως ή ο εν λόγω Αντιπρόσωπος της υποχρεούνται να παραδώσουν στον ενδιαφερόμενο, το πλήρες Ενημερωτικό Δελτίο (στο οποίο προσαρτάται ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή το Ιδρυτικό και Καταστατικό Έγγραφο στην περίπτωση Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου καθώς και το Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο) και την τελευταία δημοσιευθείσα έκθεση του ΟΣΕΚΑ.
 - Γραπτή αποδοχή του Κανονισμού προκειμένου περί Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή του Ιδρυτικού και Καταστατικού Εγγράφου προκειμένου περί Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου
 - Ολοσχερής καταβολή του ποσού που επιθυμεί ο επενδυτής να επενδύσει στον ΟΣΕΚΑ, το οποίο ποσό, μπορεί να αποτελείται από μετρητά, κινητές αξίες, ή ρευστά χρηματοοικονομικά στοιχεία.
2. Η κτήση μεριδίων ισχύει από την καταχώρηση τους στο Μητρώο Μεριδιούχων από την Εταιρία Διαχείρισης και προϋποθέτει την ολοσχερή καταβολή στο Θεματοφύλακα της αξίας τους.
 3. Πέραν του Θεματοφύλακα, το ποσό που επιθυμεί επενδύσει ο επενδυτής μπορεί να καταβάλλεται και στην Εταιρία Διαχείρισης η οποία έχει την υποχρέωση το βραδύτερο εντός της επόμενης εργάσιμης μέρας να καταθέσει το ποσό στο Θεματοφύλακα.

3.8 Πώς μπορούν οι επενδυτές να εξαγοράσουν μερίδια ΟΣΕΚΑ

1. Ο μεριδιούχος δικαιούται ανά πάσα στιγμή να ζητήσει μέσω της υποβολής αίτησης εξαγοράς προς την Εταιρία Διαχείρισεως ή τον οριζόμενο Αντιπρόσωπο της Εταιρίας Διαχείρισεως, την μερική ή ολική εξαγορά των μεριδίων που κατέχει.

2. Με βάση την τιμή εξαγοράς μεριδίου ΟΣΕΚΑ και σε συνάρτηση με τον αριθμό των μεριδίων που επιθυμεί ο επενδυτής να εξαγοράσει, ο επενδυτής θα λάβει το ανάλογο ποσό χρημάτων.
3. Η εξαγορά μεριδίων ΟΣΕΚΑ καταχωρείται στο Μητρώο Μεριδιούχων που τηρεί ο ΟΣΕΚΑ.
4. Ως Αντιπρόσωποι ΟΣΕΚΑ δύνανται να ενεργούν μόνο, τράπεζες, Ε.Π.Ε.Υ, και συνεργατικά πιστωτικά ιδρύματα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (Ε.Π.Ε.Υ.)

4.1 Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.)

Η Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), σημαίνει φυσικό ή νομικό πρόσωπο, το οποίο λειτουργεί βάσει άδειας λειτουργίας που του χορηγεί η εποπτεύουσα αρχή και παρέχει κατ' επάγγελμα προς τρίτους μία ή περισσότερες επενδυτικές υπηρεσίες σχετικές με τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι Γενικοί Όροι των Συναλλαγών αυτών είναι συνημμένοι στην σύμβαση που έχει υπογραφή από την εταιρία και τον πελάτη. Οι συναλλακτικές σχέσεις μεταξύ των μερών, σε περίπτωση παροχής εκ μέρους της Εταιρίας άλλων κύριων ή παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών τις οποίες η Εταιρία δικαιούται να παρέχει, διέπονται επί πλέον και από ιδιαίτερη γραπτή Σύμβαση ή από γραπτούς συμπληρωματικούς όρους στη Σύμβαση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, που δύναται να διαφοροποιούν ή/και να συμπληρώνουν τους παρόντες Γενικούς Όρους Συναλλαγών.

4.2 Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών

1. Η Εταιρία είναι μέλος του Χ.Α.Α. και έχει σύμφωνα με το νόμο, το καταστατικό της και τη σχετική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το δικαίωμα να παρέχει τις ακόλουθες επενδυτικές υπηρεσίες, σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας:

α) τη λήψη, αποδοχή και εκτέλεση των εντολών του πελάτη για την κατάρτιση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα από τα χρηματιστηριακά μέσα.

β) τη λήψη, αποδοχή, εκτέλεση ή περαιτέρω διαβίβαση προς εκτέλεση εντολών (παραγγελιών) του πελάτη για την κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών για λογαριασμό του πελάτη σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως αυτά παρατίθενται παρακάτω:

- κινητές αξίες και μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.
- τίτλους χρηματαγοράς.
- τίτλους προθεσμιακών χρηματοπιστωτικών συμβάσεων (futures), συμπεριλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς.
- προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA).
- συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) υποχρεώσεων με αντικείμενο επιτόκιο ή συνάλλαγμα ή συμβάσεις ανταλλαγής συνδεόμενες με μετοχές ή με δείκτη μετοχών (equity swaps).
- δικαίωμα προαίρεσης (options) για την αγορά ή πώληση οποιουδήποτε από τους ανωτέρω τίτλους, συμπεριλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς και ιδίως των δικαιωμάτων προαίρεσεως επί συναλλαγής επιτοκίων

γ) την αγορά και την πώληση ομολόγων και εντόκων γραμματίων του Δημοσίου, καθώς και ομολογιών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, καθώς και των λοιπών ως άνω χρηματοπιστωτικών μέσων, όπου αυτό επιτρέπεται κατά τις διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας και σύμφωνα με τους όρους αυτής,

δ) τη διάθεση ή την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης μετοχών,

ε) την απόκτηση για λογαριασμό του πελάτη μετοχών ή ομολογιών με συμμετοχή σε διαδικασία δημόσιας εγγραφής ή με άλλο τρόπο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ανωνύμων εταιριών ή με χορήγηση δωρεάν μετοχών από εταιρία στην οποία είναι μέτοχος ο πελάτης και

στ) την απόκτηση και εξαγορά για λογαριασμό του πελάτη μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή ΟΣΕΚΑ (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) οποιουδήποτε νομικού τύπου.

2. Η εταιρία δεν παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες σχετικές με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου του πελάτη ή με την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σ'αυτόν. Οποιαδήποτε ενημέρωση του πελάτη ή παροχή πληροφοριών προς αυτόν σχετικά με τη διαμόρφωση των τιμών των διαπραγματευόμενων τίτλων (π.χ., στοιχεία εταιριών ή της εθνικής ή διεθνούς οικονομίας) έχει άτυπο χαρακτήρα και δεν συνιστά σε καμία περίπτωση εκπλήρωση συμβατικών υποχρεώσεων της Χ.Α.Ε. Ρητώς συνομολογείται ότι κάθε τέτοια ενημέρωση ή παροχή πληροφοριών προς τον πελάτη γίνεται χωρίς ευθύνη της Χ.Α.Ε. Οι επενδυτικές επιλογές του πελάτη αποτελούν προσωπικές του επιλογές και καμία αξίωση έχει ή θα έχει κατά της Χ.Α.Ε. για ζημίες που τυχόν θα υποστεί.
3. Η εταιρία υπόκειται στον έλεγχο και στην εποπτεία της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και κάθε άλλης αρμόδιας εποπτικής αρχής, καθώς και στην πειθαρχική δικαιοδοσία του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
4. Οι συναλλαγές που διενεργούνται από την Εταιρία με εντολές του πελάτη, καθώς και οι παρεχόμενες Επενδυτικές Υπηρεσίες διέπονται από τις γενικώς ισχύουσες διατάξεις της νομοθεσίας και από την ειδικότερη νομοθεσία, θεσπισθείσα είτε με νομοθετικές είτε με κανονιστικές διατάξεις, περί Χρηματιστηρίων και Κεφαλαιαγοράς. Υπάγονται επίσης στις διατάξεις που απαγορεύουν την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών με εκμετάλλευσή τους προς όφελος του ιδίου ή τρίτου, τη διενέργεια πράξεων ή παραλείψεων που επηρεάζουν ή νοθεύουν την αγορά του Χ.Α.Α. και τη νομιμοποίηση των προερχομένων από εγκληματικές δραστηριότητες εσόδων. Καλύπτονται τέλος από τις διατάξεις για την εμπιστευτικότητα των χρηματιστηριακών συναλλαγών και την προστασία των ατομικών δεδομένων των συναλλασσομένων με Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες, υπό οιαδήποτε μορφή και αν φυλάσσονται ή τηρούνται τα δεδομένα αυτά (έντυπη, ηλεκτρονική κ.λπ.).
5. Η Εταιρία είναι μέλος του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών και υπόκειται στις νομοθετικές και κανονιστικές διατάξεις και στις αποφάσεις του Δ.Σ. του Συνεγγυητικού, προκειμένου να καλύπτονται από αυτό οι

παρεχόμενες προς την Εταιρία επενδυτικές υπηρεσίες ως και το ύψος της κάλυψης, το οποίο ανέρχεται σήμερα στο ποσό των 20.000 ECU για το σύνολο των παρεχομένων προς κάθε πελάτη Επενδυτικών Υπηρεσιών.

6. Η Εταιρία ουδεμία ευθύνη φέρει για τις τυχόν ζημίες που ήθελε υποστεί ο πελάτης από συναλλαγές του μέσω αυτής, εφόσον η Εταιρία απλώς εκτελεί τις εντολές του πελάτη, του τελευταίου αναγνωρίζοντας και δηλώνοντας ρητώς και ανεπιφυλάκτως ότι έχει πλήρη γνώση του γεγονότος ότι οι συναπτόμενες στο Χ.Α.Α. χρηματιστηριακές συναλλαγές ενέχουν, ως εκ της φύσεως της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, κινδύνους μείωσης της αξίας τίτλων του ή του χαρτοφυλακίου του.

4.3 Στοιχεία Πελάτη, Νομιμοποίηση και Εκπροσώπησή του

1. Η εταιρία, για την απόδειξη της ταυτότητας του πελάτη και των αντιπροσώπων ή εκπροσώπων του, δύναται να αρκείται σε κάθε έγγραφο που κατά το νόμο θεωρείται ως απόδειξη της ταυτότητας φυσικού ή νομικού προσώπου και της αντιπροσώπευσης ή εκπροσώπησης αυτού. Η εταιρία δεν φέρει ευθύνη για το κύρος, τη νομική αρτιότητα ή τη γνησιότητα των εγγράφων αυτών.
2. Η εταιρία δικαιούται να λαμβάνει και να τηρεί δείγμα υπογραφής του πελάτη και των εκάστοτε αντιπροσώπων ή εκπροσώπων του.
3. Η ομαλή και τακτική διενέργεια των συναλλαγών επιβάλλει όπως ο πελάτης ανακοινώνει γραπτώς στην εταιρία αμελλητί κάθε μεταβολή του ονόματος ή της επωνυμίας του, της διεύθυνσης ή της έδρας του, καθώς και την ανάκληση ή μεταβολή της εξουσίας εκπροσώπησης του, που έχουν χορηγηθεί με δήλωσή του προς την εταιρία. Η υποχρέωση αυτή ανακοίνωσης ισχύει ακόμη και εάν η χορήγηση εξουσίας αντιπροσώπευσης ή εκπροσώπησης δημοσιεύεται ή καταχωρίζεται σε δημόσια μητρώα ή έντυπα και η ανάκληση ή μεταβολή υπόκειται και αυτή σε δημοσίευση ή καταχώριση.

4. Κάθε πράξη της εταιρίας προς τον αντιπρόσωπο ή εκπρόσωπο του πελάτη που της έχει γνωστοποιηθεί από τον τελευταίο λογίζεται έγκυρη μέχρι την ανακοίνωση της ανάκλησης ή μεταβολής της αντιπροσώπευσης ή εκπροσώπησης.
5. Η εταιρία εκπληρώνει έγκυρα την υποχρέωσή της από οιαδήποτε συναλλακτική σχέση με τον πελάτη, συμπεριλαμβανομένης και της εντολής για πληρωμή ή παράδοση τίτλων, εφόσον αυτή έγινε μετά από έλεγχο των νομιμοποιητικών εγγράφων του εισπράττοντας ή παραλαμβάνοντας ή λοιπών επιδειχθέντων στοιχείων, μη ευθυνόμενης της εταιρίας για τη γνησιότητα, το κύρος και τη νομική αρτιότητα των εγγράφων ή στοιχείων αυτών.
6. πελάτης υποχρεούται να δηλώσει στη Σύμβαση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών ειλικρινώς και με δική του ευθύνη, της Εταιρίας μη ευθυνόμενης για την ακρίβεια των στοιχείων που δηλώνει, και τα ακόλουθα στοιχεία:
 - a) Αν υπάγεται στα πρόσωπα που προσδιορίζει το άρθρο 81 του ν. 2533/1997 ή αν είναι σύζυγος ή συγγενής α βαθμού (δηλ. ανιών ή κατιών) ενός εκ των προσώπων αυτών. Τα πρόσωπα του άρθρου 81 είναι τα εξής:
 - i. Τα μέλη του Δ.Σ., οι κατέχοντες διευθυντική θέση και κάθε απασχολούμενος με σχέση εξηρημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής των ακόλουθων φορέων:

της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή

του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή

της Ανώνυμης Εταιρίας Αποθετηρίων Τίτλων.
 - i. Τα μέλη του Δ.Σ. και τα διευθυντικά στελέχη των ΕΠΕΥ, των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Ανωνύμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
 - ii. Δ/ντής της Δ/νσης Πιστωτικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

- iii. Τα μέλη των οργάνων διοίκησης σωματείων ή άλλων ενώσεων, προσώπων που εκπροσωπούν μέλη του Χρηματιστηρίου, θεσμικούς επενδυτές, μετόχους ή άλλους συντελεστές της χρηματιστηριακής αγοράς.
- iv. Δημοσιογράφοι ή προσφέροντες δημοσιογραφικές υπηρεσίες σε οποιοδήποτε μέσο (έντυπα, ΜΜΕ), οι οποίοι πληροφορούν ή σχολιάζουν σε τακτική βάση επί θεμάτων των αγορών κεφαλαίων. Οι υποχρεώσεις των ανωτέρω προσώπων και των προαναφερθέντων συγγενικών τους προσώπων ορίζονται στο αναφερθέν άρθρο 81 του ν. 2533/79 και στην Απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας υπ' αριθμών. 7834/13/424/9.3.1998. Οι κυριότερες εξ αυτών είναι:
- η υποχρέωση διενέργειας χρηματιστηριακών συναλλαγών από ένα μόνο μέλος του Χ.Α.Α. με ένα μόνο κωδικό αριθμό κοινοποιούμενο στους αναφερόμενους στην ανωτέρω Υπουργική Απόφαση φορείς,
 - η υποχρέωση γνωστοποίησης των συναλλαγών τους σε εισηγμένες στο Χ.Α.Α. κινητές αξίες εάν και όταν το ύψος τους υπερβεί κάποιου συγκεκριμένου ποσού. Σημειώνεται ότι το άρθρο 81, παρ. 3 προβλέπει κυρώσεις (φυλάκιση, χρηματική ποινή) κατά των παραβατών των ανωτέρω διατάξεων.

β) Αν ο/η σύζυγος ή συγγενείς α' βαθμού του πελάτη διενεργούν χρηματιστηριακές συναλλαγές μέσω της Εταιρίας, και ποια είναι τυχόν τα πρόσωπα αυτά.

γ) Αν είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου, γενικός διευθυντής ή μέτοχος με ποσοστό τουλάχιστον 5% του μετοχικού κεφαλαίου εταιρίας εισηγμένης στο Χ.Α.Α.

δ) Αν είναι μόνιμος κάτοικος Ελλάδας ή μη (η πληροφορία αυτή χρησιμοποιείται μόνο από την Τράπεζα της Ελλάδος αποκλειστικώς για στατιστικούς σκοπούς).

ε) Αν δύναται να θεωρηθεί ως «συνδεδεμένο» πρόσωπο κατά την έννοια του άρθρου 2.2.4 του Κώδικα Δεοντολογίας Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, που ορίζει ότι:

Συνδεδεμένα πρόσωπα νοούνται τα φυσικά πρόσωπα που είναι συγγενικά μέχρι δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας, τα νομικά πρόσωπα με τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συμμετέχουν σ'αυτά ή τα οποία έχουν κοινούς μετόχους ή εταίρους ή που συνδέονται με πάσης φύσεως συμφωνίες, προφορικές ή γραπτές. Δεν λαμβάνονται υπόψη σχέσεις ή συμφωνίες που δεν είναι δυνατό ή πιθανό να επηρεάσουν τη συμπεριφορά ή τις επιλογές των προσώπων που αφορούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΑ Χ.Α ΜΕΣΩ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ

5.1 Εισαγωγή

Το διαδίκτυο, είναι ένα τηλεπικοινωνιακό μέσο που προκαλεί εκ της φύσης του μεγαλύτερη ανασφάλεια στους συναλλασσομένους δεδομένου ότι πρόκειται για ένα ανοικτό δίκτυο που λειτουργεί βάσει των τεχνικών εφαρμογών της πληροφορικής και παρέχει στον οποιονδήποτε την δυνατότητα άμεσης πρόσβασης σε ένα περιβάλλον μη ελέγξιμο που δεν γνωρίζει φυσικά σύνορα. Για τους λόγους αυτούς, αποκτούν ιδιαίτερη σημασία η διασφάλιση του απορρήτου των συναλλαγών, οι τεχνικές ταυτοποίησης του χρήστη και της προστασίας των προσωπικών του δεδομένων.

Κατωτέρω, παρουσιάζεται, συνοπτικά, το θεσμικό πλαίσιο των συναλλαγών μέσω διαδικτύου, όπως έχει διαμορφωθεί με την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο των σχετικών κοινοτικών οδηγιών, εν συνεχεία, επισημαίνονται οι κίνδυνοι που υπάρχουν για τους επενδυτές από την χρήση του διαδικτύου στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών και ειδικότερα στην περίπτωση της διαβίβασης εντολών μέσω του διαδικτύου σε ΕΠΕΥ προκειμένου να πραγματοποιηθούν συναλλαγές στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Αξιολογείται επίσης, εάν το νέο θεσμικό πλαίσιο διευκολύνει τις ΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών μέσω διαδικτύου ή, εάν, αντίθετα, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικά εμπόδια για τις ΕΠΕΥ.

5.2 Χρήσεις του διαδικτύου στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, ιδίως για την πραγματοποίηση χρηματιστηριακών συναλλαγών (e-trading)

Ως «ηλεκτρονικό εμπόριο» (e-commerce) μπορεί να ορισθεί το εμπόριο που πραγματοποιείται με την ηλεκτρονική μετάδοση δεδομένων, που περιλαμβάνουν κείμενα, ήχο και εικόνα. Οι σχετικές συναλλαγές μπορεί να συνίστανται στο εμπόριο αγαθών ή υπηρεσιών, στην ηλεκτρονική μεταφορά κεφαλαίων, στη διαφήμιση και σε λοιπές μεθόδους εμπορικών επικοινωνιών, στην παραχώρηση βάσεων δεδομένων,

στην πρόσβαση σε αρχεία κ.α.¹³. Ο πλέον σύγχρονος τρόπος πραγματοποίησης συμβάσεων από απόσταση είναι οι συμβάσεις μέσω διαδικτύου που προσδιορίζονται με τον όρο «ηλεκτρονικό εμπόριο».

Ανάλογα με τον τομέα της οικονομίας στον οποίο επιδρά, το ηλεκτρονικό εμπόριο θα μπορούσε να διακριθεί αφενός, σε ηλεκτρονικό εμπόριο *stricto sensu*, το οποίο συνίσταται στην ηλεκτρονική επεξεργασία και μεταβίβαση δεδομένων με σκοπό την προώθηση προϊόντων και υπηρεσιών και, γενικότερα, τη διενέργεια συναλλαγών εμπορικού χαρακτήρα, πλην των χρηματοπιστωτικών και, αφετέρου, στο ηλεκτρονικό εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (*e-finance*), στο οποίο εμπίπτουν η ηλεκτρονική παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και ειδικότερα η πραγματοποίηση συναλλαγών σε κινητές αξίες και χρηματοπιστωτικά μέσα (*e-trading*), η ηλεκτρονική τραπεζική (*e-banking*) και η ηλεκτρονική παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών (*e-insurance*)¹⁴.

Στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, οι παρέχοντες επενδυτικές υπηρεσίες (ΕΠΕΥ, πιστωτικά ιδρύματα) χρησιμοποιούν ευρέως το διαδίκτυο τα τελευταία χρόνια, καταρχήν, για σκοπούς προώθησης και διαφήμισης των προϊόντων και υπηρεσιών τους. Η διαφήμιση των επενδυτικών υπηρεσιών μέσω Internet πραγματοποιείται συνήθως μέσω της αναζήτησης λέξεων-κλειδιών (*keyword searches*) που παρέχονται στις ιστοσελίδες των εταιριών και, σπανιότερα πλέον, με διαφημιστικά «πανό» (*banner ads*), ή με «αναδυόμενες» διαφημίσεις (*pop-up ads*) που εμφανίζονται ξαφνικά σε ιστοσελίδες. Περαιτέρω, οι παρέχοντες επενδυτή υπηρεσίες μέσω του διαδικτύου καθιστούν προσιτές σε πελάτες ή ενδεχόμενους πελάτες τους ποικίλες πληροφορίες, χωρίς να χρειάζεται να χρησιμοποιήσουν τα παραδοσιακά μέσα επικοινωνίας (π.χ. μέσω αλληλογραφίας, εντύπων, ή άμεσης επικοινωνίας) μειώνοντας έτσι το κόστος και προωθώντας, παράλληλα, με εύληπτο τρόπο τις προσφερόμενες υπηρεσίες. Οι περισσότερες ΕΠΕΥ έχουν ιστοσελίδες που περιέχουν πληροφορίες που ποικίλουν μεταξύ γενικών πληροφοριών σχετικά με την ΕΠΕΥ μέχρι εγγράφων για τον άνοιγμα επενδυτικών λογαριασμών. Ορισμένες εταιρίες επενδύσεων παρέχουν αναλύσεις για

¹³ βλ. *Καράκωστας*, Δίκαιο και Internet. Νομικά ζητήματα του διαδικτύου, εκδ. 2η, 2003, σ.165, Ε.Αλεξανδρίδου, Το δίκαιο του ηλεκτρονικού εμπορίου. Ελληνικό και Κοινοτικό, Σακκ.2004,σ. 2.

¹⁴ Για τη διάκριση αυτή βλ. Γκόρσιος, Τασάκου, Το Ευρωπαϊκό Κοινοτικό Δίκαιο για την Ηλεκτρονική Τραπεζική, ΔΕΕΤ 34, 2003, 77-1.

μετοχές και εταιρίες στις ιστοσελίδες τους, οι οποίες είναι προσιτές μόνο σε πελάτες που έχουν ορισμένους κωδικούς. Άλλες εταιρίες κυκλοφορούν χρηματοοικονομικές ειδήσεις και χρεώνουν μια τιμή εγγραφής. Το Internet χρησιμοποιείται επίσης, από ορισμένες επιχειρήσεις επενδύσεων για την πραγματοποίηση αναδοχών εταιριών, μέσω της χρήσης των ιστοσελίδων τους για την προσφορά των κινητών αξιών για τις οποίες έχουν αναλάβει καθήκοντα αναδόχου.

Όσον αφορά ειδικά την χρήση του διαδικτύου για την διευκόλυνση της πραγματοποίησης χρηματιστηριακών συναλλαγών (e-trading), πολλές χρηματιστηριακές εταιρίες παρέχουν την δυνατότητα στους πελάτες τους να διαβιβάζουν μέσω του internet εντολές για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων οι οποίες εν συνεχεία τις διαβιβάζουν προς εκτέλεση στη σχετική χρηματιστηριακή αγορά. Η διαβίβαση εντολών μέσω διαδικτύου είτε αποτελεί έναν εναλλακτικό τρόπο παροχής υπηρεσιών για τις ΕΠΕΥ που είναι εγκαταστημένες σε ένα κράτος μέλος ή αποτελεί την βασική δραστηριότητα εταιριών που λειτουργούν αποκλειστικά μέσω του διαδικτύου (electronic broker-dealer)¹⁵.

Στην Ελλάδα, το διαδίκτυο χρησιμοποιείται συχνά για τις συναλλαγές στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά και εφόσον υπάρχει φυσική παρουσία του παρέχοντος την εν λόγω υπηρεσία στο κράτος όπου βρίσκεται ο επενδυτής. Προκειμένου για συναλλαγές σε ξένα χρηματιστήρια τα τελευταία χρόνια παρέχεται από πολλές χρηματιστηριακές εταιρίες η δυνατότητα της πραγματοποίησης συναλλαγών on-line όχι μόνο στο ελληνικό αλλά και σε ξένα χρηματιστήρια. Στην τελευταία περίπτωση, είθισται η ελληνική χρηματιστηριακή εταιρία να λαμβάνει την εντολή του επενδυτή, είτε on-line είτε μέσω τηλεφώνου, και στη συνέχεια να την διαβιβάζει προς εκτέλεση στη συνεργαζόμενη της αλλοδαπή χρηματιστηριακή εταιρία. Οι επενδυτές εξακολουθούν να διστάζουν να χρησιμοποιήσουν το διαδίκτυο για την λήψη επενδυτικών υπηρεσιών και την πραγματοποίηση συναλλαγών σε ξένα χρηματιστήρια από χρηματιστηριακές εταιρίες που βρίσκονται σε διαφορετικό κράτος από αυτούς.

¹⁵ Για την χρήση του Internet στον τομέα της κεφαλαιαγοράς βλ αναλυτικά IOSCO Report On Securities Activity On The Internet III, IOSCO Report, October, 2003.

Η έλλειψη του ανθρώπινου παράγοντα στη διαδικασία της προώθησης των εντολών μέσω διαδικτύου και η αυτοματοποίηση των συναλλαγών με μηχανισμούς STP (Straight Through Processing) ελαχιστοποιούν το ενδεχόμενο λάθους και διευκολύνουν την ολοκλήρωση των συναλλαγών με μεγαλύτερη ταχύτητα και χαμηλότερο κόστος¹⁶. Από την άλλη πλευρά, αυξάνουν την εξάρτηση των φορέων παροχής υπηρεσιών e-trading ή e-banking από την ασφαλή λειτουργία των τεχνικών συστημάτων που υποστηρίζουν τέτοιου είδους συναλλαγές και αντίστοιχα αυξάνουν το ενδεχόμενο του λειτουργικού κινδύνου που, όπως αναλύεται στη συνέχεια, μπορεί να επωμίζεται ο επενδυτής.

5.3 Το νομικό πλαίσιο για την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε «απευθείας σύνδεση» (on-line)

Το νομικό πλαίσιο για την πραγματοποίηση συναλλαγών και την κατάρτιση συμβάσεων μέσω διαδικτύου συντίθεται από τις εξής τρεις Οδηγίες: την Οδηγία για τις ηλεκτρονικές υπογραφές που αναγνωρίζει την νομική δεσμευτικότητα των ηλεκτρονικών υπογραφών, την Οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο που ρυθμίζει ορισμένα σημαντικά νομικά ζητήματα για την παροχή αγαθών και υπηρεσιών μέσω διαδικτύου και την οδηγία για την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από απόσταση, η οποία περιέχει διατάξεις για την προστασία του καταναλωτή κατά την πραγματοποίηση συμβάσεων από απόσταση με την χρήση τεχνικών μέσων επικοινωνίας.

Βασικό μέσο προστασίας του καταναλωτή κατά την πραγματοποίηση συναλλαγών μέσω του διαδικτύου, σύμφωνα με τις κοινοτικές οδηγίες, είναι η υποχρέωση παροχής πληροφόρησης από τον παρέχοντα χρηματοοικονομικές υπηρεσίες προς τον καταναλωτή προκειμένου να διασφαλίζεται η διαφάνεια και η δικαιοσύνη κατά την εκπλήρωση οικονομικών δραστηριοτήτων. Ένας επαρκώς ενημερωμένος καταναλωτής έχει όχι μόνο τη δυνατότητα να κατανοήσει την σημασία των πράξεων στις οποίες πρόκειται να προβεί ώστε να αποφεύγει τυχόν ανεπιθύμητες συμβατικές δεσμεύσεις αλλά είναι, επιπλέον, σε θέση να λαμβάνει καλύτερες αποφάσεις σχετικά με τις

¹⁶ Βλ. Π.Καρεκλή, Επιπτώσεις του Internet στη λειτουργία και κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οφέλη από τη χρήση υπηρεσιών ηλεκτρονία τραπεζικής, ΔΕΕΤ, 34, 2003, σ.41 και 46.

επενδύσεις που πρόκειται να πραγματοποιήσει. Η ανάγκη για πλήρη και επαρκή πληροφόρηση είναι ιδιαίτερα έντονη στις συναλλαγές μέσω διαδικτύου λόγω της έλλειψης προσωπικής επικοινωνίας μεταξύ παρέχοντα τις υπηρεσίες και καταναλωτή.

5.3.1 Η Οδηγία για τις ηλεκτρονικές υπογραφές και το Π.Δ. 150/2001

Στις 13ης Δεκεμβρίου 1999 υιοθετήθηκε η Οδηγία 1999/93/ΕΚ σχετικά με το κοινοτικό πλαίσιο για τις ηλεκτρονικές υπογραφές. Στόχος της Οδηγίας είναι να διευκολύνει την χρήση ηλεκτρονικών υπογραφών και να συμβάλει στη νομική αναγνώριση τους εντός της Κοινότητας, θεσπίζει νομικό πλαίσιο για τις ηλεκτρονικές υπογραφές και ορισμένες υπηρεσίες πιστοποίησης, ώστε να εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς (άρθρο 1 παρ.1). Οι υπηρεσίες πιστοποίησης παρέχουν τη δυνατότητα απόδειξης της γνησιότητας των δεδομένων μέσω της παροχής πιστοποιητικού, ήτοι ηλεκτρονικής βεβαίωσης η οποία συνδέει δεδομένα επαλήθευσης της υπογραφής με ένα άτομο που επιβεβαιώνει την ταυτότητα του. Η Οδηγία δεν καλύπτει τις πτυχές που αφορούν τη σύναψη και την ισχύ συμβάσεων ή άλλων νομικών υποχρεώσεων που διέπονται από απαιτήσεις ως προς τον τύπο δυνάμει του εθνικού ή κοινοτικού δικαίου και δεν θίγει κανόνες και περιορισμούς σχετικά με τη χρήση εγγράφων οι οποίοι περιέχονται στο εθνικό ή κοινοτικό δίκαιο, (άρθρο 1 παρ.2). Περαιτέρω, με την οδηγία εναρμονίζονται οι έννομες συνέπειες των ηλεκτρονικών υπογραφών ώστε να διασφαλισθεί ένα συνεκτικό νομικό πλαίσιο σε ολόκληρη την Κοινότητα.

Ο Έλληνας νομοθέτης ενσωμάτωσε την ανωτέρω οδηγία με το Π.Δ. 150/2001 και, υιοθετώντας τους ορισμούς της οδηγίας, διακρίνει μεταξύ της «ηλεκτρονικής υπογραφής» και της «προηγμένης ηλεκτρονικής υπογραφής» ή «ψηφιακής» υπογραφής (άρθρο 2). Ο νομοθέτης δεν κάνει αναφορά στο ηλεκτρονικό έγγραφο, αλλά μόνο στην έννοια της ηλεκτρονικής υπογραφής, δεδομένου ότι ειδοποιός διαφορά του παραδοσιακού εγγράφου από το ηλεκτρονικό είναι η υπογραφή, μέσω της οποίας βεβαιώνεται η αυθεντικότητα του. Κατά συνέπεια, με την έννοια αυτή ηλεκτρονικό

έγγραφο είναι εκείνο του οποίου η υπογραφή παράγεται (εξ'ολοκλήρου ή απλώς αποτυπώνεται) με τη βοήθεια της ηλεκτρονικής τεχνολογίας¹⁷.

Ο όρος ηλεκτρονική υπογραφή είναι έννοια γένους που περιλαμβάνει κάθε είδος υπογραφής από το πιο απλό-όπως την χρησιμοποίηση ενός κωδικού (password) μέχρι τις πιο περίπλοκες μεθόδους. Η ψηφιακή υπογραφή είναι ένας από τους τύπους των ηλεκτρονικών υπογραφών. Από όλους του τύπους ψηφιακών υπογραφών, αυτή που στηρίζεται σε κρυπτογραφικές μεθόδους με την χρήση της ασύμμετρης κρυπτογραφίας ή κρυπτογραφίας δημόσιου κλειδιού φαίνεται να ανταποκρίνεται καλύτερα στις λειτουργίες που εξυπηρετεί η ιδιόχειρη υπογραφή. Προκειμένου να υπάρχει η απαραίτητη ασφάλεια έναντι τρίτων των προσωπικών στοιχείων του θέτοντος την ψηφιακή υπογραφή αλλά και η διασφάλιση της νομικής δέσμευσης από την υπογραφή οι «παρέχοντες υπηρεσίες πιστοποίησης» πιστοποιούν ότι το δημόσιο κλειδί του υπογράφοντος ανήκει, πράγματι σ'αυτόν και συνδέεται μονοσήμαντα με το ιδιωτικό του κλειδί που παραμένει μυστικό¹⁸. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 1 «η προηγμένη ηλεκτρονική υπογραφή που βασίζεται σε αναγνωρισμένο πιστοποιητικό και δημιουργείται από ασφαλή διάταξη δημιουργίας υπογραφής επέχει θέση ιδιόχειρης υπογραφής τόσο στο ουσιαστικό όσο και στο δικονομικό δίκαιο». Με τον όρο ψηφιακό πιστοποιητικό από πάροχο υπηρεσιών πιστοποίησης¹⁹ νοείται η ηλεκτρονικής μορφής βεβαίωση, η οποία βασίζεται στην χρήση της ασύμμετρης κρυπτογραφίας ή κρυπτογραφίας δημόσιου κλειδιού. Η ψηφιακή υπογραφή συνδέει δεδομένα επαλήθευσης ηλεκτρονικής υπογραφής με ένα άτομο και επιβεβαιώνει κατ' αυτόν τον τρόπο την ταυτότητα του για τις ανάγκες των ηλεκτρονικά καταρτιζόμενων συναλλαγών. Η χορήγηση ψηφιακού πιστοποιητικού (digital certificate) δημιουργεί μαχητό τεκμήριο για τη γνησιότητα της ηλεκτρονικής υπογραφής και αναπτύσσει αποδεικτική ισχύ μεταξύ των συμβαλλομένων.

¹⁷ Βλ. Κουτσούλελος, Παρατηρήσεις στην απόφαση ΜΠρΑΘ 1963/2004 ΝοΒ 2005 σ.1641 με παραπομπή σε Χριστοδούλου, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και Ηλεκτρονική Δικαιοπραξία, 2001.

¹⁸ Αλεξανδρίδου, ο.π. σ. 110-1.

¹⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 2 περ.11 «Πάροχος υπηρεσιών πιστοποίησης»: είναι το φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή άλλος φορέας, που εκδίδει πιστοποιητικά ή παρέχει άλλες υπηρεσίες, συναφείς με τις ηλεκτρονικά υπογραφές

Η νέα ρύθμιση (άρθρο 3 παρ.1 πδ 150/2001) εξομοιώνει την «προηγμένη ηλεκτρονική υπογραφή» ή «ψηφιακή υπογραφή» με την ιδιόχειρη επιτρέποντας την ευθεία εφαρμογή των διατάξεων ΑΚ 160 και ΚΠολΔ 443, οι οποίες ρυθμίζουν το ιδιωτικό έγγραφο ως συστατικό τύπο της δήλωσης βούλησης στο Αστικό Δίκαιο και ως μέσο απόδειξης στην Πολιτική Δικονομία.

Από την άλλη πλευρά, από την διάταξη της παρ.2 του άρθρου 5 σχετικά με την αποδεικτική ισχύ της ηλεκτρονικής υπογραφής προκύπτει η επιδίωξη του εθνικού νομοθέτη να αποφευχθεί η συναγωγή επιχειρήματος εξ' αντιδιαστολής από την ρύθμιση της παρ.1 του οικείου άρθρου, που θα κατέληγε σε άρνηση οποιονδήποτε εννόμων αποτελεσμάτων στην ηλεκτρονική υπογραφή που δεν πληροί τις οριζόμενες προδιαγραφές. Η ηλεκτρονική υπογραφή, σε σύγκριση με την ψηφιακή παρέχει μειωμένη ασφάλεια ως προς τη διαπίστωση της γνησιότητας του εγγράφου. Από άποψη ουσιαστικού δικαίου, τούτο σημαίνει ότι η ηλεκτρονική υπογραφή που δεν πληροί τις απαιτούμενες προδιαγραφές-ώστε να αποτελεί ψηφιακή υπογραφή-δεν καλύπτει σε σχέση με τα δεδομένα σε ηλεκτρονική μορφή με τα οποία συνδέεται (ηλεκτρονικό έγγραφο) τις απαιτήσεις που θέτει η ΑΚ 160, η οποία δεν εφαρμόζεται αναλόγως κατά την κρατούσα άποψη²⁰. Κατά συνέπεια η μη πληρούσα τις οριζόμενες προδιαγραφές ηλεκτρονική υπογραφή δεν ταυτίζεται με την ιδιόχειρη υπογραφή και στις περιπτώσεις που απαιτείται ο έγγραφος τύπος ως συστατικός η σύμβαση θα είναι άκυρη. Για τις υπόλοιπες, όμως, συμβάσεις που δεν προβλέπεται συστατικός νόμιμος τύπος, λόγω της αρχής του άτυπου των δικαιπραξιών, θα είναι έγκυρη η ηλεκτρονική κατάρτιση τους, όπως ακριβώς συμβαίνει με τις προφορικές συμφωνίες. Από πλευράς δικονομικού δικαίου, θα θεωρούνται κατά ΚΠολΔ 443 παρ.3 ως «μηχανικές απεικονίσεις»-από την στιγμή που εκτυπώνονται.

Ιδιαίτερη σημασία αποκτά η αναγνώριση της κατάρτισης μιας ηλεκτρονικής σύμβασης μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (e-mail). Σύμφωνα με τη νομολογία, αναγνωρίζεται η αποδεικτική ισχύς ιδιωτικού εγγράφου σε μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, θεωρώντας λειτουργικά την ηλεκτρονική διεύθυνση του αποστολέα ως ηλεκτρονική υπογραφή, ώστε να εφαρμόζεται κατ' αναλογία το άρθρο 443 ΚΠολΔ που καθορίζει την αποδεικτική δύναμη του ιδιωτικού εγγράφου. Η δε εκτύπωση του

²⁰ ΒΑ. Λιναρίτη ΔΕΕ 2002, σ.263 με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

περιεχομένου του e-mail έχει την αποδεικτική δύναμη που αναγνωρίζεται στις «μηχανογραφικές απεικονίσεις» κατά 444 παρ.3²¹. Η απόδειξη της δήλωσης βούλησης ίων συμβαλλομένων είναι δυνατόν να συντελεστεί μέσω επικυρωμένων από πληρεξούσιο δικηγόρο αντιγράφων των μηνυμάτων των συμβαλλομένων που περιέχονται στο σκληρό δίσκο του ηλεκτρονικού υπολογιστή²².

5.3.2 Η Οδηγία 2000/31/ΕΚ για το ηλεκτρονικό εμπόριο και το Π.Δ. 131/2003

Η Οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο, η οποία ψηφίστηκε στις 4.5.2000 από το ΕΚ και τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο του 2000, επιδιώκει την εξασφάλιση της ελεύθερης κυκλοφορίας των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας μεταξύ των κρατών μελών (άρθρο 1 παρ.1), σύμφωνα με τους κανόνες της Συνθήκης για την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (άρθρο 49 ΣυνθΕΚ), ώστε να διευκολυνθεί ο στόχος της πραγμάτωσης της εσωτερικής αγοράς (άρθρο 14 ΣυνθΕΚ).

Με την Οδηγία πραγματώνεται η σύγκλιση των κανονιστικών και εποπτικών ρυθμίσεων των κρατών μελών όσον αφορά την παροχή υπηρεσιών μέσω του διαδικτύου προκειμένου να δημιουργηθεί η απαραίτητη ασφάλεια δικαίου για τους φορείς που παρέχουν υπηρεσίες on-line καθώς και για τους αποδέκτες των εν λόγω υπηρεσιών. Η Οδηγία επιφέρει ελάχιστη εναρμόνιση των εσωτερικών νομοθεσιών όσον αφορά τους τομείς της εγκατάστασης των φορέων παροχής υπηρεσιών, των εμπορικών επικοινωνιών, της on line κατάρτισης συμβάσεων, της ευθύνης των ενδιαμέσων φορέων παροχής υπηρεσιών και του διακανονισμού των διαφορών. Περαιτέρω, με την οδηγία αίρονται επίσης ορισμένα νομικά εμπόδια: παρέχει πλήρη νομική ισχύ στις ηλεκτρονικές συμβάσεις και υποχρεώνει τα κράτη μέλη να επιτρέπουν, στις νομοθεσίες τους, τη σύναψη συμβάσεων με ηλεκτρονικά μέσα, συμπληρώνοντας έτσι την οδηγία για τις ηλεκτρονικές υπογραφές.

²¹ Βλ. Απόφ ΜπρΑΘ 1327/2001 ΔΕΕ 2001,377, ΜΠρΑΘ 1963/2004 ΝοΒ 2005, σ.1638επ (με παρατηρήσει Κουτσουλέλου).

²² Βλ. Απόφ ΜπρΑΘ 1327/2001 ΔΕΕ 2001.

Η οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο αποτελεί μία οριζόντια οδηγία-πλαίσιο που εφαρμόζεται σε όλες τις υπηρεσίες της «κοινωνίας της πληροφορίας»²³ τις υπηρεσίες που παρέχονται εξ αποστάσεως και με ηλεκτρονικά μέσα (υπηρεσίες «on-line») από μία επιχείρηση- τον «φορέα παροχής υπηρεσιών»- σε μία άλλη επιχείρηση (B2B) ή στους καταναλωτές (B2(I))-στους «αποδέκτες των υπηρεσιών»²⁴. Οι δραστηριότητες offline δεν εμπίπτουν στο πεδίο της οδηγίας ακόμη και αν συνδέονται με μια «υπηρεσία on-line»²⁵. Συνεπώς, εφόσον οι υπηρεσίες παρέχονται εν μέρει off-line και εν μέρει online, κάθε μέρος υπάγεται σε διαφορετικό νομικό καθεστώς. Εφόσον η προώθηση μία υπηρεσίας γίνεται on-line, αλλά η υπηρεσία παρέχεται off-line, η οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο καλύπτει μόνο την προώθηση on-line.

Περαιτέρω, η οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο εφαρμόζεται μόνο στους φορείς παροχής υπηρεσιών που είναι εγκατεστημένοι σε ένα κράτος μέλος. Η έννοια της «εγκατάστασης», η οποία έχει διαμορφωθεί νομολογιακά από το ΔΕΚ, αποτελεί το μέρος όπου ένας φορέας παροχής υπηρεσιών διαδικτύου πραγματικά επιδιώκει οικονομικές δραστηριότητες για όχι περιορισμένο διάστημα. Διαφέρει δε από την γεωγραφική τοποθεσία στην οποία βρίσκεται ο διακομιστής, ο οποίος μπορεί να βρίσκεται και σε κράτος εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η οδηγία δεν καλύπτει τους φορείς παροχής υπηρεσιών από τρίτα κράτη ή τα υποκαταστήματα των φορέων τρίτων κρατών που ιδρύονται σε κράτος μέλος ούτε τους επιτρέπει να επωφεληθούν από την ελεύθερη κυκλοφορία των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας. Κάθε κράτος μέλος μπορεί να ακολουθεί δική του πολιτική όσον αφορά αυτούς τους φορείς παροχής υπηρεσιών από τρίτες χώρες, υπό την προϋπόθεση ότι η πολιτική αυτή είναι σύμφωνη με τις διεθνείς εμπορικές συμφωνίες. Η Ένωση μπορεί, ασφαλώς να κρίνει σκόπιμη μία

²⁴ Βλ. Ορισμός των εν λόγω υπηρεσιών δεν περιλαμβάνεται στην οδηγία, το δε άρθρο 2 στοιχ.α' παραπέμπει για την έννοια αυτή στον ορισμό που δίνει η οδηγία 98/34/ΕΟΚ στο άρθρο 1. Ο Έλληνας νομοθέτης προτίμησε να δώσει ορισμό της «υπηρεσίας της Κοινωνία της ανθρωπιάς» την οποία όρισε ως «οποιαδήποτε υπηρεσία της Κοινωνίας της πληροφορίας, ήτοι κάθε υπηρεσία που συνήθη παρέχεται έναντι αμοιβής, με ηλεκτρονικά μέσα εξ'αποστάσεως και κατόπιν προσωπικής επιλογής ενός αποδέκτη υπηρεσιών κατά την έννοια της παραγράφου 2 του άρθρου 2 του η.δ. 39/2001 (ΦΕΚ Α'28) για την καθιέρωση όποιιας διαδικασίας πληροφόρησης στον τομέα των τεχνικών προτύπων και προδιαγραφών και των κανόνων σχετικά με τις υπηρεσίες της κοινωνίας της πληροφορίας σε συμμόρφωση προς τις οδηγίες 98/34/ΕΚ και 98/48/ΕΚ».

²⁵ Βλ. σχετικού ορισμούς του άρθρου 2 στοιχ. β' και δ' της Οδηγίας.

²⁶ Βλ. προοίμιο αρ.18.

συντονισμένη προσέγγιση έναντι των φορέων παροχής υπηρεσιών από τις τρίτες χώρες.

Ο έλληνας νομοθέτης ενσωμάτωσε την εν λόγω Οδηγία με το Π.Δ. 131/2003. Βασική αρχή του Π.Δ. και της οδηγίας αποτελεί η λεγόμενη «αρχή ελέγχου από το κράτος προέλευσης (ή καταγωγής)», η οποία επιτρέπει στους φορείς παροχής υπηρεσιών διαδικτύου να προσφέρουν τις υπηρεσίες αυτές σε όλη την Ένωση με βάση τους κανόνες του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένοι. Μόνο οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους της εγκατάστασης μπορούν να παρακολουθούν και να ελέγχουν τις δραστηριότητες του φορέα παροχής υπηρεσιών διαδικτύου και σύμφωνα με την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης, τα άλλα κράτη μέλη πρέπει να αναγνωρίζουν και να εμπιστεύονται αυτές τις αρχές.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 2 Π.Δ. 131/2003 (και το αντίστοιχο άρθρο 3 της Οδηγίας) «1. Κατά την παροχή στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος - μέλος των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας από φορέα εγκατεστημένο στην Ελλάδα, πρέπει να τηρούνται οι σχετικές διατάξεις του εθνικού δικαίου, που εμπίπτουν στο συντονισμένο τομέα 2. Δεν επιτρέπεται να περιορίζεται η ελεύθερη κυκλοφορία των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας που προέρχονται από άλλο κράτος μέλος, για λόγους που αφορούν το συντονισμένο τομέα». Ο «συντονισμένος τομέας» καλύπτει τους κανόνες που ισχύουν στα νομικά συστήματα των κρατών μελών και εφαρμόζονται σε φορείς παροχής υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας ή σε υπηρεσίες της κοινωνίας της πληροφορίας, ανεξαρτήτως αν πρόκειται για γενικές διατάξεις ή για διατάξεις που τέθηκαν ειδικά για τους φορείς ή τις υπηρεσίες αυτές (άρθρο 1 περ. (η) του ΠΔ). Ειδικότερα, ο συντονισμένος τομέας αφορά:

- τους κανόνες που πρέπει να τηρεί ο φορέας παροχής υπηρεσιών σχετικά με την ανάληψη δραστηριότητας παροχής υπηρεσίας της κοινωνίας της πληροφορίας, όπως κανόνες σχετικά με τα προσόντα, την έγκριση ή την κοινοποίηση,
- την άσκηση δραστηριότητας υπηρεσίας της κοινωνίας της πληροφορίας, όπως κανόνες σχετικά με τη συμπεριφορά του φορέα παροχής υπηρεσιών, σχετικά με την ποιότητα ή το περιεχόμενο της υπηρεσίας, συμπεριλαμβανομένων των διατάξεων για τη διαφήμιση και τη σύναψη συμβάσεων, ή κανόνες σχετικά με την ευθύνη του φορέα παροχής υπηρεσιών.

Ο συντονισμένος τομέας δεν καλύπτει κανόνες σχετικούς με:

- τα αγαθά, αυτά καθαυτά,
- την παράδοση αγαθών,
- τις υπηρεσίες που δεν παρέχονται με ηλεκτρονικά μέσα.

Συνεπώς, ο «συντονισμένος τομέας» καλύπτει τόσο τους κανόνες σχετικά με τις υπηρεσίες και τους φορείς που παρέχουν τις υπηρεσίες αυτές, όσο και τυχόν ειδικούς κανόνες που διέπουν την παροχή των υπηρεσιών σε απευθείας σύνδεση (on-line). Ο ορισμός είναι ευρύς και καλύπτει υπηρεσίες, οι περισσότερες από αυτές ηλεκτρονικής φύσης, όπως η διαφήμιση, το διαδικτυακό marketing και το διαδικτυακό εμπόριο που παρέχονται σε απευθείας σύνδεση (στο διαδίκτυο, με ηλεκτρονικό ταχυδρομείο ή με κινητό τηλέφωνο). Το γεγονός ότι αυτός ο ορισμός καλύπτει κάθε είδους δραστηριότητα που λαμβάνει χώρα στο διαδίκτυο καθιστά την Οδηγία οριζόντιας φύσης²⁶. Για παράδειγμα για τις ΕΠΕΥ, ισχύουν οι διατάξεις του ν.2396/96 και της χρηματιστηριακής νομοθεσίας εν γένει καθώς και οι κανόνες που διέπουν ειδικά την παροχή υπηρεσιών on-line, όπως οι κανόνες ίου εν λόγω ΠΔ, οι κανόνες για τις ηλεκτρονικές υπογραφές και την παροχή υπηρεσιών από απόσταση²⁷.

Οι παρ. 3 και 4 του άρθρου 2 του ΠΔ 131/2003 προβλέπουν τις περιπτώσεις που παρεκκλίνουν από την «αρχή της χώρας προέλευσης». Οι παρεκκλίσεις αυτές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: στις γενικές εξαιρέσεις που απαριθμούνται στην παρ.3 (βλ. αντίστοιχο Παράρτημα Οδηγίας) οι οποίες αντιστοιχούν στις διαφορετικές νομικές λύσεις που δίνονται από άλλες νομοθετικές πράξεις γενικού περιεχομένου, όπως για παράδειγμα, τη σύμβαση της Ρώμης για το εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές ενοχές, και ορισμένες διατάξεις της ισχύουσας κοινοτικής νομοθεσίας που αφορούν ειδικά τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και εισάγουν παρέκκλιση από την αρχή του κράτους προέλευσης (π.χ. όσον αφορά την διαφήμιση των ΟΣΕΚΑ). Η δεύτερη κατηγορία παρεκκλίσεων που αναφέρονται στην παρ.4 επιτρέπει στα κράτη μέλη να εφαρμόζουν,

²⁶ βλ. Χ. Σκορδάκης, Ηλεκτρονικό Εμπόριο και Προστασία του Καταναλωτή στο Ιδιωτικό Διεθνές Δίκαιο της

Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΔΙΜΕΕ 1/2006, σ.42.

²⁷ βλ αναλυτικά στη συνέχεια υπό 4.

κατά περίπτωση, περιορισμούς όσον αφορά μια υπηρεσία της κοινωνίας της πληροφορίας που παρέχεται από άλλο κράτος μέλος, υπό τους όρους που αναφέρονται στο εν λόγω άρθρο (βλ. αντίστοιχο άρθρο 3, παράγραφοι 4 έως 6 της οδηγίας), το οποίο επιτρέπει στα κράτη μέλη να λαμβάνουν μέτρα για την προστασία στόχων «γενικού συμφέροντος», ιδίως για την προστασία των καταναλωτών και επενδυτών. Η παρέκκλιση αυτή εφαρμόζεται σύμφωνα με μία ειδική κοινοτική διαδικασία η οποία απαιτεί, μεταξύ άλλων, γνωστοποίηση του σχεδιαζόμενου μέτρου στην Επιτροπή προς εξέταση, ιδίως για την αποφυγή περιπτώσεων δυσανάλογων και αδικαιολόγητων περιορισμών στην ελεύθερη κυκλοφορία των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας.

Μια σειρά διατάξεων του ΠΔ 131/2003 περιέχουν ρυθμίσεις που αφορούν την προστασία κάθε φυσικού και νομικού προσώπου που είναι «αποδέκτης» των υπηρεσιών της κοινωνίας της πληροφορίας. Η υποχρέωση πληροφόρησης, ως βασικό μέσο προστασίας, εξειδικεύεται από το άρθρο 4 και το άρθρο 9 του Π.Δ. 131/2003. Το άρθρο 4 του Π.Δ.131/2003 προβλέπει τις γενικές πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται υποχρεωτικά στους αποδέκτες των υπηρεσιών με τρόπο που να επιτρέπει την άμεση και συνεχή πρόσβαση, δηλαδή μέσω της ιστοσελίδας του. Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να παρέχονται στην ιστοσελίδα του φορέα παροχής της υπηρεσίας. Κατά το προσυμβατικό στάδιο, θα πρέπει, επιπλέον, να παρέχονται ειδικές πληροφορίες στον αποδέκτη των υπηρεσιών, σύμφωνα με το άρθρο 9 Π.Δ 131/2003. Οι ειδικές αυτές πληροφορίες θα πρέπει να παρέχονται κατά τρόπο σαφή, κατανοητό και αδιαφιλονίκητο, πριν από την ανάθεση της παραγγελίας από τον αποδέκτη της υπηρεσίας και αφορούν:

- τα διάφορα τεχνικά στάδια έως τη σύναψη της σύμβασης,
- εάν ο φορέας παροχής υπηρεσιών θα αρχειοθετήσει ή όχι τη σύμβαση μετά τη σύναψη της καθώς και εάν προβλέπεται δυνατότητα πρόσβασης σε αυτήν,
- τα τεχνικά μέσα που θα επιτρέπουν τον εντοπισμό και τη διόρθωση σφαλμάτων ηλεκτρονικού χειρισμού πριν από την ανάθεση της παραγγελίας,
- τις γλώσσες στις οποίες μπορεί να συναφθεί η σύμβαση,

- τους σχετικούς κώδικες δεοντολογίας στους οποίους υπόκειται, καθώς και τα στοιχεία που επιτρέπουν την πρόσβαση στους εν λόγω κώδικες με ηλεκτρονικά μέσα.

Περαιτέρω, η παρ.2 του άρθρου 9 ορίζει ότι οι ατομικοί όροι της σύμβασης και γενικοί όροι συναλλαγών που παρέχονται στον αποδέκτη πρέπει να διατίθενται κατά τρόπο επιτρέποντα την αποθήκευση και την αναπαραγωγή τους. Εξαιρετικά, οι ειδικές πληροφορίες της παραγράφου 1 δεν χρειάζεται να παρέχονται στην περίπτωση συμβάσεων που συνάπτονται αποκλειστικά μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου ή άλλων ισοδύναμων ατομικών μέσων επικοινωνίας (παρ.3 άρθρου 9)²⁸.

Όσον αφορά την κατάρτιση σύμβασης on-line εξαιρετικά σημαντική είναι η διάταξη του άρθρου 8, σύμφωνα με το οποίο επιτρέπεται η κατάρτιση συμβάσεων με ηλεκτρονικά μέσα, με την επιφύλαξη των διατάξεων του ΠΔ 150/2001 (Α' 125) για τις «ηλεκτρόνια υπογραφές». Σύμφωνα με αυτήν την διάταξη, αναγνωρίζεται η νομική ισχύς των συμβάσεων που καταρτίζονται on-line (παρ.1). Η διάταξη αυτή θα πρέπει να ερμηνευθεί σε συνάρτηση με το Π.Δ. 150/2001 καθώς και με τις διατάξεις της εθνικής νομοθεσίας που προβλέπουν τον έγγραφο τύπο, ως συστατικό. Στις περιπτώσεις δηλαδή που η εθνική νομοθεσία προβλέπει συστατικό έγγραφο τύπο²⁹ τότε προκειμένου να καταρτίζεται έγκυρα η σύμβαση θα πρέπει να χρησιμοποιείται ψηφιακή ή προηγμένη ηλεκτρονική υπογραφή, η οποία εξομοιώνεται από πλευράς εννόμων συνεπειών με την ιδιόχειρη, και όχι απλώς ηλεκτρονική περιγραφή. Εξαιρέση από τον κανόνα προβλέπεται:

1. για τις συμβάσεις που θεμελιώνουν ή μεταβιβάζουν εμπράγματα δικαιώματα επί ακινήτων,
2. τις συμβάσεις οι οποίες απαιτούν έκτου νόμου την προσφυγή σε δικαστήρια, δημόσιες αρχές ή επαγγέλματα που ασκούν δημόσια εξουσία,

²⁸ Για ανάλυση των διατάξεων Βλ. Σ. Μακρή, ο.π. σ.889 επ.

²⁹ όπως π.χ. στις συμβάσεις από απόσταση του ν.2251/94 όπου προβλέπεται μονομερής εγγράφως συστατικός τύπος για την ανακοίνωση των συμβατικών όρων από την πλευρά του προμηθευτή.

3. τις συμβάσεις οι οποίες εμπίπτουν στο οικογενειακό ή κληρονομικό δίκαιο» (παρ.2 του άρθρου 8).

Επιπλέον, για την ηλεκτρονική κατάρτιση των συμβάσεων σημαντική είναι και η διάταξη του άρθρου 10 παρ.1 του ΠΔ131/2003, σύμφωνα με την οποία «όταν ένας καταναλωτής προβαίνει σε παραγγελία με τεχνολογικά μέσα ισχύουν οι ακόλουθες αρχές, ο φορέας παροχής υπηρεσιών οφείλει να αποστείλει αποδεικτικό παραλαβής της παραγγελιάς του αποδέκτη χωρίς περιττή καθυστέρηση και με ηλεκτρονικά μέσα, η παραγγελία και το αποδεικτικό παραλαβής θεωρείται ότι έχουν παραληφθεί όταν τα μέρη στα οποία απευθύνονται έχουν πρόσβαση σ' αυτά, ο φορέας παροχής οφείλει να θέτει στη διάθεση του αποδέκτη της υπηρεσίας κατάλληλα, αποτελεσματικά και προσιτά μέσα που θα επιτρέψουν να επισημάνει και να διορθώσει τα λάθη του κατά τον ηλεκτρονικό χειρισμό πριν από την ανάθεση της παραγγελιάς». Η «παραγγελία» του καταναλωτή αποτελεί ηλεκτρονικά διαβιβαζόμενη δήλωση βούλησης και, σύμφωνα με την ακολουθούμενη στο ελληνικό δίκαιο «θεωρία της λήψεως», έχει νομική ενέργεια μόνο αφότου περιέλθει στον αποδέκτη (167 ΑΚ)³⁰. Σχετικά με το αποδεικτικό παραλαβής της παραγγελιάς, ωστόσο, δεν θεωρείται ότι συνιστά αποδοχή της πρότασης του καταναλωτή για κατάρτιση της σύμβασης. Αν λοιπόν, το αποδεικτικό παραλαβής δεν συνοδεύεται από δήλωση βούλησης του προμηθευτή ότι αποδέχεται την πρόταση του καταναλωτή, η σύναψη της σύμβασης με ηλεκτρονικά μέσα δεν έχει ολοκληρωθεί.³¹ Εξαιρετικά, «η παράγραφος 1, πρώτη και τρίτη περίπτωση δεν εφαρμόζεται σε συμβάσεις που συνάπτονται αποκλειστικά μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου ή μέσω άλλων ισοδύναμων ατομικών μέσων επικοινωνίας» (παρ.2. του άρθρου 10).

Τέλος, για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών όσον αφορά την παροχή υπηρεσιών on-line προβλέπεται ρητώς στην οδηγία (άρθρο 17) η δυνατότητα στους καταναλωτές να προσφεύγουν στη χρήση των μηχανισμών εξώδικης επίλυσης διαφορών που υφίστανται βάσει του εθνικού δικαίου. Το Π.Δ. 131/2003 στο άρθρο 16 προβλέπει ότι οι διαφορές που ανακύπτουν στο ηλεκτρονικό εμπόριο επιλύονται σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπεται στις διατάξεις του άρθρου 11 του Ν.

³¹ Βλ. σ. Μακρής, ο.π. σ.891 υποσημείωση 69 όπου παραπέμπει σε περαιτέρω βιβλιογραφία.

³² Βλ. Μακρής, ο.π. σ.892.

2251/94 (Α 191), ως ισχύει, για την προστασία των καταναλωτών. Περαιτέρω, το άρθρο 17 προβλέπει τη δυνατότητα λήψης ασφαλιστικών μέτρων για την πρόληψη της περαιτέρω ζημίας των συμφερόντων του καταναλωτή, ενώ το άρθρο 18 προβλέπει ως αρμόδιο όργανο για την επίβλεψη της εφαρμογής των διατάξεων του Π.Δ το Υπουργείο Ανάπτυξης, το οποίο είναι, επιπλέον, αρμόδιο να συνεργάζεται με τις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πολλές φορές στο παρελθόν οι κυβερνήσεις των κρατών προσπάθησαν να βρουν ποια είναι η κατάλληλη μεθοδολογία για να μπορέσουν να ρυθμίσουν τις Αγορές έτσι ώστε το οικονομικό περιβάλλον να είναι τέτοιο που να ενθαρρύνει τις επενδύσεις, οδηγώντας έτσι τη χώρα σε ανώτερα επίπεδα ανάπτυξης και ευημερίας. Παρά τις όποιες προσπάθειες όμως είτε το ρυθμιστικό πλαίσιο που επέβαλλαν είτε ο τρόπος ελέγχου του , είτε ο τρόπος εφαρμογής του δεν ήταν ο αναμενόμενος και επιθυμητός. Πολλές φορές το ρυθμιστικό πλαίσιο των Αγορών δέχθηκε κριτική από τους εμπλεκόμενους κι αυτό διότι προέβαλλαν ως δικαιολογία ότι το κόστος εφαρμογής των κανόνων και των οδηγιών ήταν μεγαλύτερο από το κόστος που θα επέφερε η μη εφαρμογή τους, αν και η αλήθεια ήταν ότι «βολεύονταν» με την ελευθερία που τους πρόσφερε ένα μη ολοκληρωμένο θεσμικό πλαίσιο.

Η κρίση στην οποία έφτασε κάποια στιγμή το όλο σύστημα τόνισε το ανεπαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο τόσο σε εγχώριο, όσο και σε ευρωπαϊκό αλλά και διεθνές επίπεδο.

Το ρυθμιστικό πλαίσιο δεν θα έπρεπε να φαντάζει ως περιορισμός ή ακόμα και ως ποινή για τον χώρο των επενδύσεων. Αντιθέτως αποτελεί σύμμαχο για τον επενδυτή που δεν επιθυμεί το κέρδος «πυροτέχνημα» που βασίζεται σε τεχνικές που οδήγησαν σε «τοξικά» τραπεζικά προϊόντα . Τα τελευταία χρόνια αποδείχθηκε περίτρανα πως μόνο η μακροπρόθεσμη προστασία και καλή λειτουργία της οικονομίας θα αποδώσει καρπούς στην πραγματική οικονομία.

Το θέμα του ρυθμιστικού πλαισίου που πραγματεύεται η παρούσα μελέτη είναι ένα δυναμικό θέμα το οποίο αν και έχει πάντα τους ίδιους αντικειμενικούς στόχους, ο τρόπος που θα πρέπει να δομηθεί εξελίσσεται διαρκώς, κι αυτό διότι η οικονομία σαν σύνολο εξελίσσεται διαρκώς. Για το λόγο αυτό κρίνουμε πως στη μελλοντική ατζέντα θα πρέπει -εκτός άλλων, ενδεχομένως :

- Να δοθεί έμφαση κυρίως στην λογική που διαχρονικά επιδεικνύουν οι κρατικοί αρμόδιοι φορείς στην χρησιμότητα και στην δομή του ρυθμιστικού πλαισίου.

- Να αναδειχθεί ένα «πλουσιότερο» ρυθμιστικό πλαίσιο στη νέα χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική που αναπτύσσεται λόγω της αύξησης των διασυνοριακών συναλλαγών.
- Να περιοριστούν και να επανασχεδιαστούν οι δυνατότητες και οι χρήσεις των αγορών και των προϊόντων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- Να προσαρμοστούν οι μηχανισμοί παρακολούθησης και ελέγχου της χρηματοπιστωτικής καινοτομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- > Αρτίκης Γεώργιος Π., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων» , Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002
- > Γαβριηλίδης Αναστάσιος, «Η συμβολή του νέου δικαίου της κεφαλαιαγοράς», 10 Δεκεμβρίου 2007
- > Γκόρτσος Χρήστος Βλ., «Θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας Κεφαλαιαγοράς», Αθήνα 14 Φεβρουαρίου 2007
- > Θερίου Ν. και Σπυρίδης Θ., «Το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων και η υπόθεση αποτελεσματικότητας της αγοράς», Ελληνικό Στατιστικό Ινστιτούτο, πρακτικά 18^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Στατιστικής (2005)
- > Θωμαδάκης Σ., «Η προστασία του επενδυτή στην Ελλάδα», Κέντρο Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα Αθήνα Κομοτηνή 2001
- > Καραθανάσης Γεώργιος Α., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Γ' Έκδοση, Εκδόσεις Ευγ.Μπένου, Αθήνα 1999
- > Ορφανίδης Δημήτριος Θ., «Η ΟΔΗΓΙΑ 2004/39/ΕΚ (MiFID) - ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΕΝΝΟΜΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ», (2007),
- > Συριόπουλος Κώστας Π., «Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Τόμος Ι - Θεωρία & Ανάλυση», Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη 1999
- > Συριόπουλος Κώστας Π., «Εποπτεία και Ρύθμιση Κεφαλαιαγοράς: Προσδιορισμός και Διαχείριση Κινδύνου», Αθήνα 8 Δεκεμβρίου 2000

- > Συριόπουλος Κώστας Π., «Η οδηγία 2004/39/EK για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, MiFID», Αθήνα 25 Νοεμβρίου 2006
- > Φιλάρετος Σπύρος, «Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, MiFID, και οι επιπτώσεις του στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα»,
- > Εφημερίδα «ΤΑ ΝΕΑ» , ένθετο MBA, « Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΕ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΝΑΙ ΑΝΑΠΟΦΕΥΚΤΗ», Συνέντευξη του Γκόρτσου Χρήστου Βλ. στους Μιχάλη Στάγκο και Αλεξία Βλάμη, Δευτέρα 21 Ιουλίου 2008
- > Αναστάσιος Γ. Σιαφάκας, Χρηματιτήριο Αξιών, εκδόσεις Κ. Σμπίλιας
- > Γιάννης Κ. Χολέμπας, Σύγχρονη τεχνική των συναλλαγών, εκδόσεις INTERBOOKS
- > Νικόλαος Θ. Ντελμπεντέρης Χρηματιστηριακή Διοίκηση, Λειτουργία, εκδόσεις INTERBOOKS

ΔΙΕΘΝΗΣ

- > Griffith-Jones Stephany and Ocampo Jose' Antonio, "What progress on international financial reform? Why so limited?", May 2003
- > Report by New Europe's London, Frankfurt and Brussels correspondents, "Eurozone urgently needs a capital market watchdog", New Europe, issue 612, 13 February 2005
- > Monetary Dialogue of CEPR , "Financial stability and optimal supervision in the EU 15", Briefing paper to the Committee on Economic and Monetary Affairs of European Parliament, June 2007

Επίσημες ιστοσελίδες :

- Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ.,

- Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς,
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή,
- CNN Money Magazine,
- Journal of Political Economy,
- Ναυτεμπορική,
- Journal of Political Economy,
- www.ase.gr
- www.euroday.gr.
- www.capital.gr
- www.reuters.com.
- www.bloomberg.com
- www.nbg.com.