



Β' ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΗΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ  
ΣΧΕΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΝΟΜΩΝ

### **Έκθεση στο νομοσχέδιο**

#### **«Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις»**

##### **I. Γενικές παρατηρήσεις.**

Με το Πρώτο Μέρος του φερόμενου για ψήφιση Νοχ (άρθρα 1-71) επιδιώκεται η ενσωμάτωση, στο εσωτερικό δίκαιο, της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων». Η ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39 ακολουθεί και συμπληρώνει το νομοθετικό πλαίσιο που θέσπισαν οι Οδηγίες 2006/48 και 2006/49, οι οποίες, πρόσφατα επίσης, ενσωματώθηκαν στην ελληνική έννομη τάξη και αφορούν στην επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Όπως παρατηρείται στις αιτιολογικές σκέψεις της Οδηγίας 2004/39, οι εισαγόμενες ρυθμίσεις καθίστανται αναγκαίες εκ του γεγονότος ότι τόσο ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές όσο και το φάσμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και μέσων που προσφέρονται πλέον στους επενδυτές αυτούς διευρύνθηκαν σημαντικά κατά τα τελευταία χρόνια (βλ. την υπ' αριθ. 2 αιτιολογική σκέψη στην Οδηγία 2004/39). Παράλληλα, η αύξηση του αριθμού των αποτελούντων αντικείμενο διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων και η ποικιλία των σύγχρονων μορφών διαπραγμάτευσης κατέστησαν αναγκαία την εισαγωγή ενός συνολικού ρυθμιστικού καθεστώτος για την εκτέλεση των συναλλαγών επί των χρηματοπιστωτικών μέσων, ανεξάρτητα από τις μεθόδους διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιούνται για τον σκοπό αυτό (βλ. την υπ' αριθ. 5 αιτιολογική σκέψη στην αυτή Οδηγία).

## 2

Σκοπός της υπό ενσωμάτωση Οδηγίας είναι επίσης να παράσχει στις επιχειρήσεις επενδύσεων, που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στο κράτος μέλος καταγωγής τους, το δικαίωμα να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή να ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες σε όλη την Κοινότητα, χωρίς περαιτέρω γραφειοκρατικά εμπόδια (βλ. την υπ' αριθ. 23 αιτιολογική σκέψη στην αυτή Οδηγία). Εντούτοις, η ευχέρεια αυτή επενδυτικής δράσης είναι δυνατόν να δημιουργεί κινδύνους για τους επενδυτές. Ως εκ τούτου, η Οδηγία περιλαμβάνει πληθώρα διατάξεων οι οποίες αποβλέπουν στην προστασία των επενδυτών, κυρίως μέσω της θεσπίσεως κανόνων που διασφαλίζουν τη διαφάνεια των συναλλαγών, την ενημέρωση των επενδυτών και την αποφυγή καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων όσον αφορά τις επιχειρήσεις επενδύσεων.

Από νομοτεχνικής απόψεως σημειώνεται ότι, λόγω του λεπτομερειακού και τεχνικού χαρακτήρα των απαιτούμενων ρυθμίσεων, η υπό ενσωμάτωση Οδηγία, παρά την έκτασή της, περιορίζεται στη θέσπιση γενικών κατευθυντήριων αρχών και κανόνων, επιτρέποντας, με την εξουσιοδοτική διάταξη του άρθρου της 64 παρ. 2, τη θέσπιση περαιτέρω λεπτομερειακών «μέτρων εφαρμογής» σύμφωνα με την προβλεπόμενη από αυτό διαδικασία.

Την ίδια νομοτεχνική λογική ακολουθεί και το φερόμενο προς ψήφιση Νοσχ, το οποίο περιέχει πληθώρα εξουσιοδοτικών διατάξεων προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για την έκδοση κανονιστικών πράξεων οι οποίες θα εξειδικεύουν τις ρυθμίσεις του νομοσχεδίου, επί τη βάσει και των εκάστοτε θεσπιζόμενων σε ευρωπαϊκό επίπεδο μέτρων εφαρμογής.

Στο Δεύτερο Μέρος του Νοσχ (άρθρ. 72 επ.) ρυθμίζονται θέματα σχετικά με την αδειοδότηση και λειτουργία των συστημάτων κεντρικού αντισυμβαλλομένου καθώς και θέματα εκκαθάρισης ή διακανονισμού συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων. Όπως παρατηρείται και στην επί του Νοσχ αιτιολογική έκθεση, οι διατάξεις αυτές δεν είναι μεν κοινοτικής προέλευσης, πλην όμως παρίστανται ως αναγκαίες για τη συμπλήρωση και την ασφαλή εφαρμογή του πλαισίου λειτουργίας των οργανωμένων αγορών και, για τον λόγο αυτό, παρόμοιες διατάξεις έχουν θεσπισθεί και από άλλα κράτη μέλη της ΕΕ επ' ευκαιρία της ενσωμάτωσης της Οδηγίας 2004/39.

## II. Παρατηρήσεις επί των επιμέρους άρθρων του Νοσχ

### 1. Στο άρθρο 5

Με το άρθρο 5 του Νοσχ ορίζεται η έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία, σύμφωνα με το άρθρο 4 του Νοσχ, είναι δυνατόν να αποτελέσουν

αντικείμενο των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι εξεταζόμενες διατάξεις ακολουθούν τους ορισμούς και τις διακρίσεις του Τμήματος Γ' του Παραρτήματος Ι' της υπό ενσωμάτωση Οδηγίας 2004/39.

Σημειώνεται ότι με τις διατάξεις αυτές διευρύνεται η έννοια των παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία πλέον συμπεριλαμβάνονται και τα παράγωγα επί εμπορευμάτων, καθώς και ορισμένα άλλα παράγωγα που σχετίζονται, π.χ., με κλιματικές μεταβολές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού.

Χαρακτηριστικό του παράγωγου δικαιώματος είναι ότι αυτό «συνίσταται στην εκτέλεση υποχρεώσεων που απορρέουν από άλλη οικονομική σχέση, όχι όμως στην εκτέλεση αυτής της υποκείμενης σχέσης. Η υποκείμενη σχέση αποτελεί το μέτρο καθορισμού των απαιτήσεων των μερών» (Αλεξάνδρα Πέτσα, Το Δίκαιο των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών, Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, σελ.162). Ακριβώς για τον λόγο αυτό, τα παράγωγα αποτελούν εξαρτημένες απαιτήσεις, γεννούν διαρκείς ενοχές, ενώ οι συμβάσεις επί παραγώγων μπορεί να προβλέπουν ότι η παροχή θα καταβληθεί σε είδος ή χρήμα (βλ., όπ. παρ., σελ. 161-162). Στα πλέον γνωστά παράγωγα συγκαταλέγονται οι συμβάσεις προαίρεσης (options), οι οποίες παρέχουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει υπό προθεσμία την υποκείμενη αξία σε προκαθορισμένη τιμή (βλ. αυτόθι, σελ. 162), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα οποία είναι συμβάσεις δυνάμει των οποίων ο ένας συμβαλλόμενος συμφωνεί να αγοράσει σε μελλοντική στιγμή ένα αγαθό από τον αντισυμβαλλόμενο του, ενώ ο τελευταίος αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση να πωλήσει (όπ. παρ., σελ. 166 – διακρινόμενα, περαιτέρω, αναλόγως του αν καταρτίζονται σε οργανωμένες αγορές ή όχι, σε «futures» και σε «forwards»), οι συμβάσεις δανεισμού τίτλων με τη μορφή συμβάσεων πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς, γνωστές ως *repos* (αυτόθι, 170 επ.) και οι συμφωνίες *swaps*, οι οποίες είναι συμφωνίες ανταλλαγής χρηματικών ροών μεταξύ των συμβαλλομένων σε ορισμένες χρονικές στιγμές και υπό προκαθορισμένους όρους (όπ. παρ., σελ. 172 επ.).

## 2. Στο άρθρο 12

Με το άρθρο 12 του Νσχ θεσπίζονται, σε επίπεδο γενικών κατευθύνσεων και αρχών, οι οργανωτικές απαιτήσεις στις οποίες οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να συμμορφώνονται καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους.

Με την παρ. 12 του άρθρ. 12 του Νσχ παρέχεται νομοθετική εξουσιοδότη-

ση στο Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή στον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος προκειμένου με αποφάσεις τους να εξειδικεύουν τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στις παραγράφους 2 έως 9 του άρθρου 12 του Νσχ, σύμφωνα με τα εκτελεστικά μέτρα της παρ. 10 του άρθρου 13 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

Σημειώνεται ότι, κατ' εφαρμογή των εκτελεστικών αυτών μέτρων, έχει ήδη εκδοθεί η Οδηγία 2006/73/ΕΚ της Επιτροπής «για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39 ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας». Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 53 της Οδηγίας 2006/73, η μεταφορά των εν λόγω λεπτομερών ρυθμίσεων στα εθνικά δίκαια όφειλε να έχει ολοκληρωθεί μέχρι την 31η Ιανουαρίου 2007, με προβλεπόμενη έναρξη εφαρμογή τους την 1η Νοεμβρίου 2007.

### **3. Στο Κεφάλαιο Γ' (άρθρ. 25-30)**

Με τις διατάξεις του Κεφαλαίου Γ' του Νσχ θεσπίζεται πλαίσιο διατάξεων για τη λυσιτελέστερη προστασία των επενδυτών, όπως είναι η υποχρέωση επαγγελματικής συμπεριφοράς των ανώνυμων εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κατά την παροχή των υπηρεσιών αυτών στους πελάτες τους (άρθρ. 25 Νσχ), και η υποχρέωση εκτέλεσης των εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τον πελάτη όρους (άρθρ. 27 Νσχ).

Συναφείς είναι και οι καινοτόμες διατάξεις των άρθρων 6 και 7 του Νσχ, οι οποίες διακρίνουν τους πιθανούς πελάτες-λήπτες επενδυτικών υπηρεσιών σε «επαγγελματίες πελάτες» και σε μη επαγγελματίες ή «ιδιώτες πελάτες», θεσπίζοντας καταρχάς διαφορετικό επίπεδο προστασίας για κάθε μία από αυτές τις κατηγορίες.

### **4. Στο Κεφάλαιο Θ' (άρθρ. 65-70)**

Με τις διατάξεις του Κεφαλαίου Θ' του Νσχ θεσπίζεται υποχρέωση συνεργασίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τις εκάστοτε αρμόδιες αρχές των κρατών μελών της ΕΕ για τις ανάγκες της εκπλήρωσης των καθηκόντων που θεσπίζει το φερόμενο προς ψήφιση Νσχ. Η θεσπιζόμενη υποχρέωση συνεργασίας καθιστά απαραίτητη την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων αρχών. Σημειώνεται ότι η ανταλλαγή των πληροφοριών αυτών είναι δυνατόν να εγείρει ζητήματα προστασίας των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα καθώς και ζητήματα προστασίας της ιδιωτικής ζωής των φυσικών προσώπων στα οποία αναφέρονται οι ανταλλασσόμενες πληροφορίες.

Στο προοίμιο της Οδηγίας 2004/39 γίνεται ρητή αναφορά στην ανάγκη προστασίας των δικαιωμάτων αυτών, σύμφωνα με τις επιταγές της Οδηγίας 95/46/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την προστασία των φυσικών προσώπων έναντι της επεξεργασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα για την ελεύθερη κυκλοφορία των δεδομένων αυτών» (βλ. την 43η αιτιολογική σκέψη του Προοιμίου της εν λόγω Οδηγίας). Η Οδηγία 95/46 έχει ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με τον ν. 2472/1997, οι διατάξεις του οποίου διέπουν, μεταξύ άλλων, και τη διασυνοριακή ροή των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9 ν. 2472/1977, όπως ισχύει, η διαβίβαση δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα είναι ελεύθερη (α) προς χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και (β) προς χώρες μη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μετά από άδεια της Αρχής Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων, η οποία παρέχεται εάν η Αρχή αυτή κρίνει ότι οι εν λόγω χώρες εξασφαλίζουν ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας (άρθρ. 9 παρ. 1 ν. 2472/1977). Σημειώνεται, πάντως, ότι σύμφωνα με το τελευταίο εδάφιο της ίδιας διάταξης, όπως ισχύει, δεν απαιτείται άδεια της Αρχής αν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει αποφανθεί, με τη διαδικασία του άρθρου 31 παρ. 2 της Οδηγίας 95/46/ΕΚ, ότι η χώρα αυτή εξασφαλίζει ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας, κατά την έννοια της παρ. 2 του άρθρου 25 της ίδιας Οδηγίας).

Αντίθετα, η διαβίβαση δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα προς χώρα που δεν ανήκει στην Ευρωπαϊκή Ένωση και η οποία δεν εξασφαλίζει ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας, επιτρέπεται μόνο κατ' εξαίρεση και ύστερα από άδεια της Αρχής Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων, εφόσον συντρέχει τουλάχιστον μία από τις προϋποθέσεις της παρ. 2 του άρθρ. 9 ν. 2472/1977.

Σημειώνεται ότι, στις εξεταζόμενες διατάξεις του νομοσχεδίου, η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων αρχών των κρατών μελών της ΕΕ ρυθμίζεται από τις διατάξεις του άρθρου 67 του Νσχ και, καταρχήν, όπως προκύπτει από τις διατάξεις του άρθρου 9 ν. 2472/1977, δεν παρουσιάζει προβλήματα προστασίας των προσωπικών δεδομένων των φυσικών προσώπων στα οποία τα δεδομένα αυτά αναφέρονται. Αντίθετα, η ανταλλαγή πληροφοριών με τις αρμόδιες αρχές τρίτων, εκτός ΕΕ κρατών, είναι δυνατόν να θέτει ζητήματα προστασίας των προσωπικών δεδομένων των φυσικών προσώπων στα οποία τα δεδομένα αυτά αναφέρονται. Σημειώνεται πάντως ότι σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 70 παρ. 1 του Νσχ, στην περίπτωση αυτή τυγχάνουν εφαρμογής οι διατάξεις του άρθρου 9 του ν. 2472/1997. Συνεπώς, προκειμένου περί ανταλλαγής πληροφοριών με τις αρμόδιες αρχές κρατών εκτός ΕΕ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να τηρεί τις ουσιαστι-

κές και διαδικαστικές προϋποθέσεις των διατάξεων του άρθρου 9 του ν. 2472/1997.

Αθήνα, 1η Αυγούστου 2007

Ο εισηγητής  
Ξενοφών Παπαρρηγόπουλος  
προϊστάμενος του Β΄ Τμήματος  
Νομοτεχνικής Επεξεργασίας  
Επ. Καθηγητής του Πανεπιστημίου  
Θεσσαλίας

Ο προϊστάμενος της Β΄ Διεύθυνσης  
Επιστημονικών Μελετών  
Αστέρης Πλιάκος  
Αν. Καθηγητής του Οικονομικού  
Πανεπιστημίου Αθηνών

Ο Πρόεδρος του Επιστημονικού Συμβουλίου  
Κώστας Μαυριάς  
Καθηγητής της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών