

Αποχαιρετώντας το χρηματιστηριακό δίκαιο

Οι επιπτώσεις της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς*

ΔΗΜΗΤΡΗ Γ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗ, Δ.Ν., Δικηγόρου

Με την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ στο ελληνικό δίκαιο δεν υφίσταται πλέον πεδίο για το παραδοσιακό χρηματιστηριακό δίκαιο, με την έννοια του δικαίου που ρυθμίζει ειδικώς τα του Χρηματιστηρίου Αθηνών (π.χ. δίκαιο χρηματιστηριακών συναλλαγών, εκκαθάρισης τους κ.λπ.), το οποίο και θα πρέπει να καταργηθεί εξ ολοκλήρου. Η λειτουργία του ΧΑ θα διέπεται πλέον από τους ενιαίους δικαιοκούς κανόνες που θα θέτουν το πλαίσιο λειτουργίας των ελληνικών «οργανωμένων αγορών», δηλαδή των χρηματιστηρίων που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο, και οι οποίοι εντάσσονται στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Κατά τα λοιπά, θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του ΧΑ θα αποτελούν αντικείμενο των συμβατικών σχέσεων του ίδιου του ΧΑ, ως ιδιωτικής επιχείρησης, με τα μέλη και τους εν γένει συμβαλλομένους μαζί του.

A. Η παραδοσιακή έννοια του χρηματιστηριακού δικαίου στην ελληνική έννομη τάξη

Στο βιβλίο του «Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο» ο καθηγητής Λεωνίδας Γεωργακόπουλος δίνει τον ακόλουθο ορισμό του χρηματιστηριακού δικαίου: «Χρηματιστηριακό δίκαιο είναι το σύνολο των διατάξεων του ιδιωτικού και – σε ορισμένες χώρες, όπως και η Ελλάδα – δημοσίου δικαίου, οι οποίες ρυθμίζουν τις προϋποθέσεις, το περιεχόμενο και τις συνέπειες των χρηματιστηριακών πράξεων και το προσωπικό καθεστώς των χρηματιστηριακών επαγγελματιών».¹

Ήταν αυτονόητο ότι το χρηματιστηριακό δίκαιο του κάθε κράτους ρυθμίζει τα του χρηματιστηρίου ή των χρηματιστηρίων που λειτουργούσαν στην επικράτεια ή του. Υπ' αυτήν την έννοια, το ελληνικό χρηματιστηριακό δίκαιο διείπε την οργάνωση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών:² τις προϋποθέσεις απόκτησης της ιδιότητας του μέλους του ΧΑ, τις προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σ' αυτό, τους όρους διαγραφής τους, καθώς και τους κανόνες διαπραγμάτευσης κινητών αξιών και κατάρτισης χρηματιστηριακών συναλλαγών σ' αυτό.³

Μέχρι το 1996, που το ελληνικό δίκαιο εναρμονίστηκε με την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες,⁴ δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και χρηματιστηριακό δίκαιο ήταν σχεδόν συνώνυμες έννοιες. Οι υφιστάμενοι ως το 1996 κανόνες του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς ήταν ως επί το πλείστον ταυτισμένοι με το δίκαιο του ΧΑ, αφού είχαν ως αντικείμενο τη λειτουργία του, τους επαγγελματίες που δραστηριοποιούνταν σ' αυτό κατάρτιζοντας συναλλαγές, δηλαδή τα μέλη του (τους χρηματιστές και τις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες), καθώς και τις εταιρίες, των

οποίων οι αξίες αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σ' αυτό.

Η χρηματιστηριοκεντρική ανάπτυξη του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, με άξονα το Χρηματιστήριο Αθηνών, αντανακλούσε τη γενικότερη πολιτικο-οικονομική θεώρηση της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα, που γινόταν από μία περιορισμένη οπτική γωνία, αποκομμένα από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Δεν πρέπει να λησμονείται ότι μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 εξακολουθούσαν να υπάρχουν περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι μάλιστα, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, ήταν εξαιρετικά αυστηροί.⁵ Υπ' αυτές τις συνθήκες, ήταν απολύτως λογικός αυτός ο προσανατολισμός του ελληνικού χρηματιστηριακού δικαίου, που συνήδε με την κατάσταση και τον κατακερματισμό των εθνικών αγορών κεφαλαίου στην ΕΟΚ.

B. Η συνάρθρωση των εννοιών «χρηματιστηριακό δίκαιο» και «δίκαιο κεφαλαιαγοράς/δίκαιο επενδυτικών υπηρεσιών»

1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Το χρηματιστήριο συνδέεται στενά με την κεφαλαιαγορά. Αποτελεί, όμως, έννοια υπάλληλο της δεύτερης, αφού

1. Βλ. Λ. Γεωργακόπουλο, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο (1999), σελ. 1.

2. Τότε Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

3. Βλ. τη δομή και τους κανόνες των Ν 3632/1928 και 1806/1988. Πρβλ. επίσης D. Tsibanoulis, Die Reform des griechischen Börsenrechts, Die Aktiengesellschaft (1989), σελ. 123 επ.

4. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών.

5. Πρβλ. Ν. Θέμελη, Η κίνηση κεφαλαίων στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες (1988), σελ. 28 επ.

* Η παρούσα μελέτη αποτελεί εμπλουτισμένη με βιβλιογραφία και λίγες προσθήκες εκδοχή της ομιλίας του συγγραφέα στη συνεδρία της 16ης Φεβρουαρίου 2006 της Ελληνικής Ένωσης Ευρωπαϊκού Δικαίου.

η κεφαλαιαγορά καταλαμβάνει, πέραν της δευτερογενούς αγοράς κεφαλαίων – έννοια στην οποία υπάγεται το χρηματιστήριο –, και την πρωτογενή αγορά κεφαλαίων, η οποία δεν εμπίπτει απαραίτητως και κατά κανόνα στη λειτουργία ενός χρηματιστηρίου,⁶ το οποίο συνιστά την οργανωμένη δευτερογενή αγορά κεφαλαίων.⁷ Η κεφαλαιαγορά εκτείνεται πολύ πέραν ενός χρηματιστηρίου και δη ενός τοπικού χρηματιστηρίου. Τούτο ισχύει ιδιαίτερώς στην Ευρωπαϊκή Ένωση, στην οποία κυριαρχεί η επιδίωξη της ενιαίας ανοικτής ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος και κεφαλαίων, που θα πρέπει να λειτουργεί σύμφωνα με την αρχή του υγιούς και ανόθετου ελεύθερου ανταγωνισμού (άρθρο 4 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα).⁸

Παρά τη σημαντική πρόοδο που επιτεύχθηκε στο ευρωπαϊκό δίκαιο με τις Οδηγίες 93/22/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ, ως προς την προώθηση και διασφάλιση της ελευθερίας εγκατάστασης και της ελευθερίας παροχής υπηρεσιών στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 είχαν εντοπισθεί εναπομένοντα εμπόδια στη διασυνοριακή παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Έτσι, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ανταποκρινόμενη σε σχετική πρόσκληση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Cardiff⁹ και με κατεύθυνση την προοπτική του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίματος, εντόπισε και ανακίνησε το 1998 κατάλογο θεμάτων που έρχονταν άμεσως αντιμετώπισης με σκοπό τη διασφάλιση της άριστης λειτουργίας της ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος και κεφαλαίων.¹⁰ Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βιέννης ζήτησε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να δημοσιεύσει συγκεκριμένο πρόγραμμα δράσης, ενόψει της σημασίας του τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για την ανάπτυξη και την αγορά εργασίας.¹¹ Έτσι, τον Μάιο του 1999 δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το «Πρόγραμμα Δράσης στον Τομέα των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών» (Financial Services Action Plan/FSAP), που παρουσίαζε τα προς υιοθέτηση μέτρα για την προώθηση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.^{12,13} Το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο εκαλείτο, λοιπόν, να διασφαλίσει την αρχή του άρθρου 2 της Συνθήκης για την Ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, η οποία διακηρύσσει ως αποστολή της Κοινότητας τη δημιουργία κοινής αγοράς, οικονομικής και νομισματικής ένωσης, σε συνδυασμό με το άρθρο 3 παρ. 1 στοιχ. γ' της Συνθήκης, που κάνει λόγο για εσωτερική αγορά που θα την χαρακτηρίζει η εξάλειψη των εμποδίων στην ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων μεταξύ των κρατών μελών.

Η βελτίωση των κοινοτικών ρυθμίσεων ως προς θέματα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και η καλύτερη αφομοίωσή τους από τα εθνικά δίκαια αποτελούσε έναν από τους βασικούς στόχους του FSAP. Ένας από τους κυρίους σκοπούς του ήταν να παύσουν οι εθνικές ευρωπαϊκές αγορές χρήματος και κεφαλαίου να είναι κατακερματισμένες και να δημιουργηθεί μια πραγματικά ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Με την ολοκλήρωση του FSAP, από τα 42 μέτρα που περιελάμβανε το εν λόγω Πρόγραμμα Δράσης, είχαν υιοθετηθεί

από την Ευρωπαϊκή Ένωση ως τον Μάιο του 2004, πέντε χρόνια μετά την εξαγγελία του, τα τριάντα εννέα.¹⁴ Εντός του 2005 υιοθετήθηκαν άλλα δύο από τα εναπομένοντα τρία. Από τα υιοθετηθέντα μέτρα, τα 22 είναι Οδηγίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.¹⁵

Η δημιουργία θεσμικού πλαισίου, μέσω του παράγωγου κοινοτικού δικαίου, στην κατεύθυνση της άρσης των νομικού χαρακτήρα εμποδίων ως προς τη λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς υπηρεσιών και κεφαλαίων δεν είναι συμβατή με την ύπαρξη, σε εθνικό επίπεδο, δικαικών συστημάτων κεφαλαιαγοράς, στα οποία άξονα περιστροφής αποτελεί το εθνικό χρηματιστηριακό δίκαιο, το δίκαιο δηλαδή που ρυθμίζει τα της λειτουργίας του εθνικού χρηματιστηρίου, όπως συνέβαινε – και εξακολουθεί, ως ένα βαθμό, να συμβαίνει – και στην Ελλάδα.

2. Η εξέλιξη του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών εξελίξεων

Ο Ν 2396/1996, με τον οποίο το ελληνικό δίκαιο εναρμονίστηκε προς την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, άλλαξε την τροχιά του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Η επίδραση του κοινοτικού δικαίου στην εξέλιξη αυτή ήταν καταλυτική: Η ελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και η επέκταση της ελευθερίας εγκατάστασης και της ελευθερίας παροχής υπηρεσιών διασυνοριακώς και στις επιχειρήσεις

6. Βλ. Δ. Τσιμπανούλη, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο (έκδοση Κυπριακής Δημοκρατίας, Λευκωσία 2001), σελ. 1 επ.

7. Πρβλ. Τσιμπανούλη (υποο. 6), σελ. 327 επ.

8. Βλ. σκέψεις υπ' αρ. 1, 3 και 6 Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ. Από τη θεωρία βλ. μεταξύ άλλων G. Ferrari, Common Market Law Review (1994), σελ. 1285-1286, Em. Avgouleas, European Law Journal (2000), σελ. 78-79, W. Jentsch, Die EG – Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, Entstehung und Inhalt in: Wertpapiermitteilungen (1993), σελ. 2190-2191, M. Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, σελ. 451, Walter, Global Competition in Financial Services, σελ. 103 επ.

9. Presidency Conclusions from Cardiff European Council (15/16 June 1998), σμ. 17.

10. European Commission, Financial Services: Building a Framework for Action COM (1998) 625 final, 28.10.1998.

11. Presidency conclusions from Vienna European Council (11/12 December 1998), σμ. 51.

12. COM (1999) 232, 11.5.99.

13. Για αναλυτική παρουσίαση των στόχων του FSAP βλ. Υ. Avgertinos, Regulating and Supervising Investment Services in the European Union (2003), σελ. 45 επ.

14. European Commission, Turning the Corner Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration, 10th Report, 2 June 2004. Βλ. επίσης Evaluation of the Financial Services Action Plan, 7.11.2005, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/051028_fsap_evaluation_part_i_en.pdf.

15. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/transposition_en.pdf.

που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, μέσω της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ,¹⁶ δημιούργησαν νέα δεδομένα στην ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίων και, κατ' επέκταση, και στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Ο Ν 2396/1996 εισήγαγε το ενιαίο ευρωπαϊκό διαβατήριο ως προς την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και έδωσε ευρωπαϊκή και διεθνή διάσταση στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.¹⁷ Μετέθεσε τον άξονα κίνησής του έξω από το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), ενώ τα προϋπάρχοντα αυτού του νόμου νομοθετήματα στρέφονταν περί τον άξονα του ΧΑ.

Αντικείμενο ρύθμισης του νόμου δεν είναι πλέον τα μέλη του ΧΑ, αλλά οι εταιρίες που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες. Οι Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ),¹⁸ όπως και οι τράπεζες, διέπονται από το δίκαιο του κράτους μέλους καταγωγής και, όταν εδρεύουν στην Ελλάδα, εποπτεύονται από τις ελληνικές εποπτικές αρχές οπουδήποτε και αν δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση βάσει του ενιαίου ευρωπαϊκού διαβατηρίου.¹⁹ Δημιουργείται κατ' αυτόν τον τρόπο νέος άξονας στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, με επίκεντρο τις επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες.²⁰

Μετά το Ν 2396/1996 το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ολοένα και αποστασιοποιείται από το χρηματιστηριακό δίκαιο, το δίκαιο του ΧΑ, αφού έχει δημιουργηθεί το δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, που κινείται αυτόνομα από το χρηματιστηριακό δίκαιο.

3. Η νέα κοινοτική Οδηγία 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων ως εξελικτικός σταθμός στη δημιουργία του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς: Περιεχόμενο και καινοτομίες της

3.1. Εισαγωγή του κοινοτικού διαβατηρίου για τις οργανωμένες αγορές

Η μετάλλαξη του χρηματιστηριακού δικαίου δεν σταμάτησε στο Ν 2396/1996. Όπως εκτέθηκε ήδη,²¹ το αίτημα της προώθησης και της εμβάθυνσης της ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς δημιούργησε νέες εναρμονιστικές ανάγκες σε ευρωπαϊκό επίπεδο στον τομέα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ²² για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων αντικατέστησε την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες. Τα κράτη μέλη σφείλουν να έχουν εναρμονίσει το εθνικό τους δίκαιο με τη νέα αυτή Οδηγία μέχρι τα τέλη Οκτωβρίου του τρέχοντος έτους 2006.

Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ περιέχει την εξής σημαντική καινοτομία: Εισάγει κοινοτικό διαβατήριο για τις οργανωμένες αγορές, τα χρηματιστήρια, που θα διέπονται – οπουδήποτε και αν λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση – από το δίκαιο του κράτους μέλους καταγωγής.²³ Οι οργανωμένες αγορές θα

δύνανται να δραστηριοποιούνται ελεύθερα στα άλλα κράτη μέλη, μέσω συστημάτων (παράρτημάτων τους) που θα εγκαταστήσουν σ' αυτά, και θα επιτρέπεται σε πρόσωπα που είναι εγκατεστημένα στα κράτη μέλη υποδοχής να έχουν ελεύθερη πρόσβαση στις εν λόγω οργανωμένες αγορές, υπό την ιδιότητα του εξ αποστάσεως μέλους είτε υπό άλλη ιδιότητα που θα τους δίδει δικαίωμα κατάρτισης συναλλαγών, σύμφωνα με τους κανόνες των εν λόγω αγορών. Η κατάπτωση και το περιεχόμενο των εναρμονιστικών διατάξεων της νέας Οδηγίας ως προς τη χορήγηση άδειας λειτουργίας και την εποπτεία των οργανωμένων αγορών είναι παρεμφερής με τις διατάξεις των Οδηγιών για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό τομέα, δηλαδή τις τράπεζες, τις ΕΠΕΥ και τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις,²⁴ λαμβανομένων, βεβαίως, υπόψη των ιδιομορφιών των φορέων και διαχειριστών των οργανωμένων αγορών.

Κατά συνέπεια, το ελληνικό δίκαιο, ενόψει της εναρμόνισής του με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, βρίσκεται ενώπιον αλλαγών, που θα μεταβάλλουν πλήρως τη μορφή και τη φυσιογνωμία του γνωστού μας χρηματιστηριακού δικαίου. Ο Έλληνας νομοθέτης θα θέσει το πλαίσιο των εποπτικών κανόνων ως προς την οργάνωση και τη λειτουργία των χρηματιστηρίων, τα οποία ως νομικά πρόσωπα θα έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα.²⁵ Οι ελληνικές εποπτικές αρχές θα είναι αρμόδιες για την εποπτεία της τήρησης των κανόνων δημοσίας τάξεως που διέπουν τα ελληνικά χρηματιστήρια («οργανωμένες αγορές»), οπουδήποτε της Ευρώπης και αν αυτά δραστηριοποιούνται.²⁶ Η παροχή από τις ελληνικές εποπτικές αρχές άδειας για τη λειτουργία οργανωμένης αγοράς θα έχει ισχύ ευρωπαϊκού διαβατηρίου.²⁷ Αντίστοιχα,

16. Βλ. σκέψεις 3 και 4 Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ.

17. Βλ. σχετικώς άρθρα 12-16 Ν 2396/1996.

18. Για την έννοια των ΕΠΕΥ και την ορολογική οριοθέτησή τους σε σχέση με τα Πιστωτικά Ιδρύματα, τις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών και τις Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών στο ελληνικό δίκαιο, βλ. *Τσιμπανούλη*, Η ανώνυμη εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ΔικΑΕ (2005), τόμος 7, αρ. 228 επ., σελ. 318 επ.

19. Βλ. σχετικώς τα άρθρα 8 παρ. 3 και 14 Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ.

20. Πρβλ. *Τσιμπανούλη* (υποσ. 6), σελ. 13 επ.

21. Βλ. παραπάνω, υπό Β.Ι.

22. Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου».

23. Βλ. σχετικώς τα άρθρα 36 παρ. 4, 42 παρ. 6 και 4 παρ. 1 περ. 14 («ρυθμιζόμενη αγορά») Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

24. Βλ. σχετικώς *Τσιμπανούλη*, Ειδικές Διατάξεις περί εποπτείας των επιχειρήσεων του χρηματοοικονομικού τομέα, ΔικΑΕ (2005), τόμος 7, αρ. 34 επ. και αρ. 39 επ., σελ. 264-267.

25. Βλ. σχετικώς άρθρο 50 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

26. Βλ. σκέψη υπ' αρ. 2 και άρθρα 31, 32 και 36 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

27. Πρβλ. *Avgouleas*, The new EC Financial Markets Legislation and the Emerging Regime for Capital Markets, εις Eeckhout/

οι κοινοτικές μη ελληνικές οργανωμένες αγορές θα δικαιούνται να δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα βάσει του κοινοτικού διαβατηρίου μέσω συστημάτων (παράρτημάτων) τους που θα ιδρυσθούν στην Ελλάδα, τα οποία θα υπόκεινται στους κανόνες προληπτικής εποπτείας του κράτους μέλους καταγωγής.

Δεν πρέπει εξάλλου να διαφύγει της προσοχής μας ότι ως προς την Οδηγία 2004/39/ΕΚ εφαρμόζεται η διαδικασία Lamfalussy για τη ρύθμιση σε κοινοτικό επίπεδο των ειδικών και τεχνικών θεμάτων της Οδηγίας. Ανατίθεται, δηλαδή, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ύστερα από διαδικασίες διαβουλεύσεων, η εξειδίκευση με κανονιστικές πράξεις των αόριστων νομικών εννοιών της Οδηγίας που διαλαμβάνουν ειδικά και τεχνικά θέματα.²⁸ Έτσι περιορίζεται ουσιαστικά και η έκταση των κανόνων δημοσίου και ιδιωτικού αναγκαστικού δικαίου που δύναται να θεσπίσει ένα κράτος μέλος ως προς θέματα λειτουργίας και οργάνωσης των εθνικών του χρηματιστηρίων. Συρρικνώνονται, επομένως, οι δυνατότητες ανάπτυξης σημαίων ευκαιρίας (forum shopping), με διαφοροποιήσεις εις βάρος της ποιότητας και της αυστηρότητας, αλλά και ανάπτυξης αυστηρών εθνικών κανόνων (gold plating).

Οι παραπάνω εξελίξεις συνεπάγονται μία έτι περαιτέρω απίσχναση του χρηματιστηριακού δικαίου, ως προς το ρυθμιστικό του περιεχόμενο και το πεδίο εφαρμογής του (deregulation). Η εξέλιξη αυτή υπείκει στη λογική του περιορισμού των αναγκαστικού δικαίου κανόνων σε θέματα κεφαλαιαγοράς, που ήταν συχνά παρεμβατικοί και ενείχαν στοιχεία διοικητικού καθορισμού της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Τους κανόνες αυτούς τους υποκαθιστούν κανόνες ιδιωτικού δικαίου. Τα χρηματιστήρια ρυθμίζουν μόνα τους, με συμβάσεις, τα του οίκου τους. Έτσι ενισχύεται η προοπτική ανάπτυξης της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας.

Αυτοί οι κανόνες δημοσίας τάξεως έχουν κυρίως την έννοια των κανόνων προληπτικής εποπτείας και σκοπούν στην πρόληψη του συστημικού κινδύνου και στη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, με τη δημιουργία συνθηκών διαφάνειας και όρων υγιούς και ανόθευτου ανταγωνισμού (level playing field).

Με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ επέρχεται, δηλαδή, αναπροσανατολισμός των δικαιοπολιτικών στόχων, στον οποίο σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η αλλαγή της μεθοδολογίας που χρησιμοποιείται για την επίτευξή τους. Επιβάλλει, επομένως, η Οδηγία και σε εθνικό επίπεδο αλλαγή των χρησιμοποιούμενων εποπτικών μηχανισμών, κανόνων και διαδικασιών (re-regulation).

3.2 Διεύρυνση της δυνατότητας κατάρτισης συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων

Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ διευρύνει κατά πολύ τις δυνατότητες κατάρτισης συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων από επαγγελματίες και εκτός χρηματιστηρίου, που ήταν πε-

ριορισμένη μέχρι τώρα στην Ελλάδα. Δύο σημαντικές καινοτομίες της Οδηγίας αυτής συνίστανται στη δημιουργία των Συστημάτων Πολυμερούς Διαπραγμάτευσης (Multilateral Trading Facilities systems/MTFs)²⁹ και στην επίσημη θεσμοθέτηση των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω τραπεζών και ΕΠΕΥ.³⁰

Ειδικότερα, η Οδηγία αναγνωρίζει και ρυθμίζει μια νέα γενιά οργανωμένων συστημάτων διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων και θεσπίζει κανόνες για τη διασφάλιση της αποτελεσματικής και εύρυθμης λειτουργίας τους. Ο κατάλογος των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων, που περιέχεται στην Οδηγία, εμπλουτίζεται με τη νέα δραστηριότητα της λειτουργίας συστημάτων κατάρτισης συναλλαγών, των MTFs.³¹ Πρόκειται για αγορές τις οποίες οργανώνουν ΕΠΕΥ ή τράπεζες, οι οποίες δίδουν τη δυνατότητα συγκέντρωσης και ταύτισης δηλώσεων βουλήσεως για αγορά και πώληση τίτλων, δηλαδή για την κατάρτιση συναλλαγών. Τα MTFs πρέπει να λειτουργούν βάσει διαφανών και αντικειμενικών κανόνων και διαδικασιών, που δεν επιτρέπουν διακριτική μεταχείριση. Οι κανόνες αυτοί είναι προϋπόθεση της ιδιωτικής αυτονομίας και πρέπει απλώς να είναι συμβατοί με τους εποπτικούς κανόνες του κράτους μέλους καταγωγής του συστήματος.

Το κύριο χαρακτηριστικό των MTFs είναι ότι παρέχουν τη δυνατότητα της αυτόνομης, χωρίς δηλαδή την παρέμβαση του φορέα του συστήματος, κατάρτισης συναλλαγών μεταξύ των χρηστών του. Οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία των MTFs προσομοιάζουν σε αρκετά σημεία με τους κανόνες οργάνωσης και λειτουργίας των χρηματιστηρίων, δεν καλύπτουν όμως όλο το φάσμα των προς ρύθμιση θεμάτων των τελευταίων. Μάλιστα υπάρχει - έστω και χαλαρή - πρόβλεψη στην Οδηγία για τη διευκόλυνση των MTFs να καταρτίζουν συμφωνίες με συστήματα εκκαθάρισης συναλλαγών και με κεντρικούς αντισυμβαλλομένους.³²

Η άλλη καινοτομία της Οδηγίας είναι η αναγνώριση της κατ' επάγγελμα διενέργειας από τις ΕΠΕΥ συναλλαγών που καταρτίζονται εκτός χρηματιστηρίου. Οι κατ' επάγγελμα καταρτιζόμενες εκτός χρηματιστηρίου συναλλαγές είχαν εισαχθεί στην Ελλάδα, σε υβριδική μορφή, με το άρθρο 23 του Ν 1806/1988, χαρακτηρισθείσες τότε από το νομοθέ-

Tridimas (εκδ.), *Yearbook of European Law* 23 (2004), σελ. 321 επ. (341).

28. Βλ. *Ferrarini*, *Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFiD). An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture*, *European Review of Contract Law* (2005), σελ. 19 επ., *Ferrarini/Recine*, *Testing the Lamfalussy Regulatory Structure: The MiFiD and Internalisation*, συνέδριο Μιλάνου για την προστασία του επενδυτή και την κεφαλαιαγορά (11-12.11.2004), *Avgerinos* (υποσ. 13), σελ. 95 επ. και σελ. 166 επ.

29. Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 περίπτ. 15 σε συνδυασμό με το Παράρτημα Ι Τμήμα Α. 8 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

30. Βλ. άρθρο 24 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

31. Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 περ. 1 και περ. 15 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

32. Βλ. άρθρο 35 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

τη ως «εκτός κύκλου συναλλαγές».³³ Το ελληνικό κείμενο της Οδηγίας, αναφερόμενο στην ΕΠΕΥ που διενεργεί κατ'επάγγελμα εκτός χρηματιστηρίου συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών πραγμάτων εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά, κάνει λόγο για «ουστηματικό εσωτερικοποιητή», αποδίδοντας κατά λέξη στα ελληνικά, νεολογίζοντας, τον αγγλικό όρο systematic internaliser.³⁴ «Συστηματικός εσωτερικοποιητής» (δηλαδή, σε ενδογλωσσική μεταφορά, ιδίω ονόματι συναλλασσόμενος εκτός οργανωμένης αγοράς έμπορος τίτλων) είναι η ΕΠΕΥ, που συναλλάσσεται οργανωμένα, τακτικά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό απ' ευθείας με πελάτες της εξωχρηματιστηριακά, υποκείμενη όμως σε υποχρεώσεις διαφάνειας.³⁵

Οι εκτεθείσες εξελίξεις προοιωνίζουν δύο ακόμη πηγές εκροής συναλλαγών με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα από το χρηματιστήριο, αφού στο μέλλον συναλλαγές με αντικείμενο τίτλους εισηγμένους στο χρηματιστήριο θα μπορούν να καταρτίζονται από επαγγελματίες και εκτός χρηματιστηρίου είτε μέσω των ΜΤFs είτε μέσω των εκτός χρηματιστηρίου (με την έννοια ενός συγκεκριμένου χρηματιστηρίου ή και, γενικώς, των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών μιας επικράτειας).

Επομένως, το δίκαιο που ρυθμίζει τα ζητήματα των υποχρεώσεων των ΕΠΕΥ που οργανώνουν τα ΜΤFs ή λειτουργούν ως έμποροι τίτλων/συστηματικοί εσωτερικοποιητές δεν θα μπορεί πλέον να είναι το χρηματιστηριακό δίκαιο, δηλαδή το δίκαιο που ρυθμίζει τα της λειτουργίας του χρηματιστηρίου (με την έννοια ενός συγκεκριμένου χρηματιστηρίου ή και, γενικώς, των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών μιας επικράτειας).

4. Η μετάλλαξη του χρηματιστηριακού δικαίου σε δίκαιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

4.1. Ιστορική αναδρομή - Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η διαδικασία μετάλλαξης³⁶ του χρηματιστηριακού δικαίου σε δίκαιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς έχει αρχίσει ήδη από το 1996, χωρίς να έχουν γίνει ακόμη επαρκώς συνειδητές οι πρακτικές συνέπειές της. Κορύφωση αυτής της μεταβατικής πορείας επέρεται με την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

Η διαπίστωση αυτή δεν έχει θεωρητική μόνον αξία. Το ότι οι υφιστάμενες διατάξεις της ελληνικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας προέρχονται από νομοθετήματα δύο διαφορετικών εποχών, ως προς τη δικαιοπολιτική αντίληψη και το πεδίο ρύθμισης, της εποχής δηλαδή του χρηματιστηριακού δικαίου και της εποχής του δικαίου των επενδυτικών υπηρεσιών, καθιστά επιβεβλημένη την κριτική τους θεώρηση. Η ανάγνωση και κατανόηση των διατάξεων υπό το φως και το πνεύμα του ισχύοντος συστήματος του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και, ιδίως, μέσα από το πρίσμα των κοινοτικής

προελεύσεως διατάξεων του Ν 2396/1996, με ιδιαίτερη έμφαση στη συστηματική και τεολογική ερμηνεία και αποφυγή της εμμονής στο γράμμα τους, αποτελούν προϋπόθεση της σύμφωνης με το κοινοτικό δίκαιο ερμηνείας τους.³⁷

Τοσούτω μάλλον, όταν και μετά το Ν 2396/1996 ο Έλληνας νομοθέτης έδειξε συχνά ότι δεν έχει αφομοιώσει τις δομικές αλλαγές που έχουν ήδη επέλθει στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, συνεπεία και κατ'επιταγήν του κοινοτικού δικαίου. Έτσι, αρκετές φορές αποδείχθηκε δέσμιος αγκυλώσεων σε παρωχημένες δικαιοπολιτικές αντιλήψεις, διατηρώντας διατάξεις απολιθώματα και εισάγοντας ρυθμίσεις που διαπνέονται από το παλαιό, προ του Ν 2396/1996, νομοθετικό πνεύμα: πράγματι, και μετά το 1996, όχι μόνον δεν είχε το θάρρος να καταργήσει ή να τροποποιήσει παρωχημένες διατάξεις που ταλανίζουν και σήμερα την πράξη, δημιουργώντας αφόρητη ανασφάλεια δικαίου, αλλά και επέτεινε τη σύγχυση αυτή θεσπίζοντας νέες διατάξεις, οι οποίες εμφορούνται από το ξεπερασμένο παρεμβατικό ρυθμιστικό πνεύμα. Έτσι, εξακολουθεί να επικρατεί στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αμφισβήτηση ως προς πολλές διατάξεις, αν δηλαδή αυτές περιέχουν κανόνες διοικητικού

33. Για τις εκτός κύκλου συναλλαγές βλ. *Τσιμπανούδη*, Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και κοινοτικό δίκαιο - ιδίως επί χρηματιστηριακών συναλλαγών (1989), σελ. 112-135, και του *ιδίου*, Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία, ΔικΑΕ ΙΙ (1991), αρ. 10-16, σελ. 280-282. Μιλούσε τότε ο νόμος παραστατικά για «εκτός κύκλου συναλλαγές», επειδή οι άλλες κατ'επάγγελμα καταρτιζόμενες συναλλαγές, οι χρηματιστηριακές, καταρτιζόνταν στον κύκλο του χρηματιστηρίου, για την ακρίβεια γύρω από το κάγκελο που οριοθετούσε χωροταξικά τον κύκλο των συνεδριάσεων. Ο θεσμός του εμπόρου τίτλων εκτός κύκλου δεν λειτουργούσε ποτέ στις εκτός κύκλου συναλλαγές. Λειτουργούσε όμως ο θεσμός του «εσωτερικού διαπραγματευτή», που εισήχθη με το άρθρο 95 του Ν 2533/1997, που τροποποίησε τα άρθρα 21 και 23 του Ν 1806/1988. Ο εσωτερικός διαπραγματευτής αποτελεί ειδική περίπτωση εμπόρου τίτλων που καταρτίζει κατ'επάγγελμα συναλλαγές στο χρηματιστήριο και η λειτουργία του διέπεται από το άρθρο 22Α του Ν 1806/1988, το οποίο προστέθηκε με το άρθρο 9 παρ. 3 του Ν 2843/2000 και τροποποιήθηκε διαδοχικά με το άρθρο 5 παρ. 27 του Ν 2892/2001 και με το άρθρο 51 παρ. 2 του Ν 3371/2005.

34. Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 περίπτ. 7 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ. Ας σημειωθεί, πάντως, ότι η απόδοση του όρου στα γαλλικά είναι *internalisateur systematique* και στα γερμανικά *systematischer internalisierer*.

35. Άρθρο 28 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

36. Πρβλ. *Τσιμπανούδη* (υπόσ. 6), σελ. 13 επ. Είναι χαρακτηριστικό ότι στο γερμανικό δίκαιο το κλασικό *Börsengesetzkommentar* του καθηγητή *E. Schwark* μετονομάστηκε στην τρίτη του έκδοση σε *Kapitalmarktrechtskommentar*.

37. Για την εναρμονισμένη προς το κοινοτικό δίκαιο ερμηνεία των εθνικών κανόνων δικαίου, βλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου (1997), σελ. 65 επ., *Π. Παπανικολάου*, Μεθοδολογία του ιδιωτικού δικαίου και ερμηνεία των δικαιопραξιών (2000), σελ. 193 επ., *Αθ. Μεταίτηνου*, Η σύμφωνη με το κοινοτικό δίκαιο ερμηνεία, εις: *Ενθύμημα Άλκη Αργυριάδη* (1996), σελ. 607 επ., *Χ. Συνοδινού*, Εκδηλώσεις της αρχής της υπεροχής του κοινοτικού δικαίου ιδίως σε περίπτωση έλλειψης οριζώντιου άμεσου αποτελέσματος διατάξεων της Οδηγίας, *ΕΕμπΔ* 1997, 624 επ.

ή ιδιωτικού ουσιαστικού δικαίου και δη δημοσίας τάξεως, και την εντεύθεν διαφοροποίηση των εννόμων συνεπειών τους.³⁸

Για να γίνει κατανοητή με πρακτικά παραδείγματα η επίδραση του κοινοτικού δικαίου και των, συνεπεία αυτού, νέων διαστάσεων του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, θα ακολουθήσει σύντομη παρουσίαση τριών ζητημάτων, ίσως των πιο πολυσυζητημένων στη χρηματιστηριακή δικαστική πρακτική των τελευταίων ετών:

α) Πρώτα του θέματος της ενιαίας παραγραφής των απαιτήσεων από χρηματιστηριακές συναλλαγές, κατόπιν

β) της παροχής πιστώσεων από τα μέλη του χρηματιστηρίου στους πελάτες τους και, τέλος,

γ) της προβληματικής του τύπου της εντολής του χρηματιστηριακού παραγγελέα στο μέλος του χρηματιστηρίου, τον χρηματιστηριακό παραγγελιοδόχο.

Και στα τρία αυτά θέματα αναδεικνύεται η σημασία του ευρωπαϊκού κοινοτικού δικαίου ως καταλύτη για τη νομική τους αντιμετώπιση και καταφαίνεται ότι η μετάλλαξη του χρηματιστηριακού δικαίου σε δίκαιο της κεφαλαιαγοράς δεν έχει απλώς θεωρητικό και ακαδημαϊκό χαρακτήρα, αλλά και σημαντικές επιπτώσεις στην ακολουθητέα ερμηνεία των διατάξεων και στη συναλλακτική πρακτική.

4.2. Ζητήματα από την πρακτική

α) Ενιαία παραγραφή των απαιτήσεων από χρηματιστηριακές συναλλαγές

Το άρθρο 15 παρ. 6 του Ν 3632/1928 ορίζει ότι «*πάσα αξιώσεις πηγάζουσα εκ χρηματιστηριακής συναλλαγής παραγράφεται μετά πάροδον έτους από της ηήξεως του έτους καθ' ό συνήθη η συναλλαγής*». Εδώ η νομολογία έχει διασθεθεί. Αρκετές αποφάσεις – πρωτοβαθμίων δικαστηρίων και εφετειακές – δέχονται, ορθώς κατά τη γνώμη του γράφοντος, ότι η διάταξη αυτή αφορά τις σχέσεις των μελών του χρηματιστηρίου μεταξύ τους, από τις κατά κυριολεξία χρηματιστηριακές συναλλαγές, αποτελούσα απολίθωμα του παλαιού χρηματιστηριακού δικαίου, χωρίς πρακτικό πλέον αντίκρουσμα.³⁹ Άλλες, πάλι, δέχονται ότι το πεδίο εφαρμογής της εκτείνεται και στη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας/εντολής, στις σχέσεις δηλαδή του μέλους του χρηματιστηρίου με τον πελάτη του.⁴⁰

Ερωτάται, αν ήθελε γίνει δεκτή η άποψη της ενιαίας παραγραφής, τί θα ισχύει ως προς την παραγραφή, αν αντικείμενο της χρηματιστηριακής παραγγελίας είναι η αγορά κινητών αξιών εισηγμένων σε άλλο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο είτε με κατάρτιση χρηματιστηριακής συναλλαγής από χρηματιστηριακό παραγγελιοδόχο που είναι κοινοτική, μη ελληνική ΕΠΕΥ, κατόπιν εντολής που της διαβιβάζει ελληνική ΕΠΕΥ, είτε χωρίς καν την κατάρτιση χρηματιστηριακής συναλλαγής, με απ' ευθείας αγορά των κινητών αξιών, μέσω της ελληνικής ΕΠΕΥ, από ξένη τράπεζα ή ΕΠΕΥ, όπως επιβάλλεται πλέον ρητώς, και χωρίς τη δυνατότητα

επιβολής περιορισμών από το εθνικό δίκαιο, από τη νέα Οδηγία 2004/39/ΕΚ, επιτρέπεται όμως τούτο ήδη και από την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ; Η τι θα συμβεί αν έλληνες επενδυτές συναλλάσσεται με κοινοτική ή και ελληνική ΕΠΕΥ, που του πουλάει απ' ευθείας, χωρίς να καταρτίζει χρηματιστηριακή συναλλαγή, κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑ, πράγμα το οποίο σήμερα είναι υπό όρους επιτρεπτό, μετά όμως την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2004/39 θα επιτρέπεται χωρίς περιορισμούς;

Η διάταξη περί ενιαίας παραγραφής, ακόμη και αν ήθελε γίνει δεκτή – εσφαλμένως, κατά την άποψή μας – ότι επεκτείνεται και στις αξιώσεις που απορρέουν από τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας μεταξύ χρηματιστηριακού παραγγελέως και χρηματιστηριακού παραγγελιοδόχου, δεν εφαρμόζεται, μετά βεβαιότητα, στην περίπτωση που αντικείμενο της σύμβασης χρηματιστηριακής παραγγελίας δεν είναι κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑ, αλλά σε άλλο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο. Αν, λοιπόν, επενδυτής που κατοικεί στην Ελλάδα συμβληθεί με ΕΠΕΥ ή τράπεζα, που είναι μέλη του ΧΑ, με αντικείμενο την αγορά για λογαριασμό του μετοχών εισηγμένων στο ΧΑ και μετοχών εισηγμένων σε άλλο

38. Πρβλ. *Φ. Καραζένη*, Υποχρεώσεις παροχής ενημέρωσης προς τους επενδυτές, εις Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών (2001), σελ. 141, *Th. Katsas*, Conduct of business rules for Wertpapierdienstleistungsunternehmen (2002), *Χρ. Λιβαδά*, Κώδικες δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα (2005), σελ. 406-408, *Assmann/Schneider/Köller*, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) (2006), Vor par. 31 WpHG, αρ. 16, *J. Köndgen*, Rules of Conduct: Further Harmonisation?, εις Ferrarini (εκδ.), European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond, σελ. 117, *M. Tison*, Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States, εις Ferrarini/Hopt/Wymeersch (εκδ.), Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-border Transactions, Listed Companies and Regulation, σελ. 76, *Schwark*, Kapitalmarktrechtskommentar, 3 Aufl. (2004), Vor par. 31 WpHG, αρ. 7, *Schwintowski/Schäfer*, Bankrecht, 2 Aufl. (2003), Vor par. 11, αρ. 60.

39. Βλ. μεταξύ άλλων ΕφΑθ 3338/2004, ΕΕμπΔ 2005, 100, ΕφΑθ 3337/2004, ΔΕΕ 2004, 1166, ΕφΑθ 8809/2003, ΕλλΔνη 2005, 610, ΕφΑθ 2645/2005 (αδην.), ΕφΑθ 1497/2005 (αδην.), ΕφΑθ 5064/2005 (αδην.), ΕφΑθ 4985/2005, ΔΕΕ 2006, 65. Από τη θεωρία, βλ. *Επ. Σκαρίδη*, Η ετήσια παραγραφή αξιώσεων από χρηματιστηριακή συναλλαγή του άρθρου 15 παρ. 6 του Ν 3632/1928, ΕΤρΑΕΧρΔ 2000, 372 επ., στην ίδια κατεύθυνση Δ. Αγγελίδη, Η εμπορική ιδιότητα του παραγγελέα χρηματιστηριακής συναλλαγής, ΕΕμπΔ 1998, 241 επ.

40. Επ' αυτού βλ. ΕφΑθ 1481/2005, ΕλλΔνη 2005, 927, ΕφΑθ 6244/2004, ΔΕΕ 2005, 186, ΕφΘεο 2855/2004, ΔΕΕ 2004, 1278 επ., ΕφΘεο 2853/2004, Αρμ. 2004, 1661, ΕφΘεο 2852/2004, (ΝΟΜΟΣ), ΕφΘεο 2850/2004, ΕΤρΑΕΧρΔ 2004, 787, ΕφΑθ 8418/2003, ΕΤρΑΕΧρΔ 2004, 450 (εμμέσως). Από τη θεωρία βλ. μεταξύ άλλων *Τουντόπουλου*, Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας (2005), σελ. 397 επ., *Παράζη*, Η ετήσια χρηματιστηριακή παραγραφή, Αρμ. 2003, 1052, *Απ. Πέτσα*, Το δίκαιο των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (2005), σελ. 104 και 184, *Π. Χριστόπουλου*, Η ενιαία παραγραφή στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, ΔΕΕ 2005, 183-185. Αναλυτικό κατάλογο δικαστικών αποφάσεων βλ. εις *Τουντόπουλου* (ό.π.), σελ. 399 επ. και *Πέτσα* (ό.π.), σελ. 104.

χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τότε θα έπρεπε – κατά την άποψη αυτή – να ισχύει διαφορετική σε κάθε περίπτωση παραγραφή ως προς τις σχετικές αξιώσεις. Επίσης, αν επενδυτής κάτοικος Ελλάδος συναλλάγεται με τράπεζα που είναι μέλος του ΧΑ με αντικείμενο ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, τότε η παραγραφή των σχετικών αξιών θα διαφέρει, ανάλογα με το αν η σχετική συναλλαγή καταρτισθεί χρηματιστηριακά ή εξωχρηματιστηριακά.

Τέτοια προσέγγιση θα συνιστούσε αδικαιολόγητη διάκριση μεταξύ των επενδύσεων σε κινητές αξίες που είναι εισηγμένες στο ΧΑ και των επενδύσεων σε κινητές αξίες που είναι εισηγμένες σε άλλες ευρωπαϊκές αγορές, εκτός Ελλάδος.

Το ζήτημα της παραγραφής των αξιώσεων που γεννώνται από τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας μεταξύ ΕΠΕΥ και εντολέα της (χρηματιστηριακού παραγγελέα) με αντικείμενο την πώληση ή αγορά κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δεν είναι, λοιπόν, θέμα χρηματιστηριακού δικαίου, αλλά εντάσσεται στη γενικότερη προβληματική της παραγραφής αξιώσεων στις σχέσεις παρόχου επενδυτικών υπηρεσιών με τους πελάτες του, με έντονα στοιχεία ιδιωτικού διεθνούς δικαίου. Δεν είναι, δηλαδή, επιτρεπτό ο νομοθέτης να διαφοροποιεί την παραγραφή των αξιώσεων που γεννώνται στις σχέσεις ΕΠΕΥ ή τράπεζας και πελάτη τους/επενδυτή, με αντικείμενο την αγορά ή πώληση κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήριο ή την παραγγελία αγοράς ή πώλησης τέτοιων κινητών αξιών, ανάλογα με α) την αγορά στην οποία είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες ή β) το αν η σχετική συναλλαγή θα καταρτισθεί ή όχι χρηματιστηριακά ή γ) το πού εδρεύει το χρηματιστήριο, στο οποίο θα εκτελεσθεί η σχετική συναλλαγή. Θα ήταν, εξάλλου, παράλογο, σε περίπτωση που οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δύο (ή και περισσότερα) χρηματιστήρια, που εδρεύουν σε διαφορετικά κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, να υπόκειται σε διαφορετική παραγραφή η σχετική αξίωση μεταξύ των ιδίων συμβαλλομένων, ανάλογα με το αν η κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή καταρτισθεί στο ένα ή στο άλλο χρηματιστήριο.

Συνάγεται, επομένως, ότι η διάταξη του άρθρου 15 παρ. 6 του Ν 3632/1928 αποτελεί απολίθωμα του παλαιού χρηματιστηριακού δικαίου, χωρίς πρακτικό, πλέον, αντίκρουσμα και – πέραν των άλλων επιχειρημάτων – επιβάλλεται να θεωρηθεί ως καταργημένη υπό το φως του κοινοτικού δικαίου.

β) Παροχή πιστώσεων από ΕΠΕΥ

Η δεύτερη θεματική είναι αυτή της παροχής πιστώσεων από τις ΕΠΕΥ. Αποφάσεις δικαστηρίων απεφάνθησαν – έστω και υπό το προαχούσαν του Ν 2843/2000 καθεστώς – ότι απαγορεύεται στα μέλη του ΧΑ να χορηγούν πιστώσεις ή δάνεια σε επενδυτές προς διενέργεια συναλλαγών σε τίτλους, επειδή η παροχή πιστώσεων δεν περιλαμβάνεται στις απαριθμούμενες στο νόμο χρηματιστηριακές συναλλαγές και, κατά συνέπεια, είναι απαγορευμένη βάσει των

χρηματιστηριακού δικαίου διατάξεων.⁴¹ Και τούτο, παρά το γεγονός ότι ο Ν 2396/1996, με τον οποίο το ελληνικό δίκαιο εναρμονίστηκε στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ, απαριθμεί την παροχή πιστώσεων ως παρεπόμενη υπηρεσία που επιτρέπεται να παρέχουν οι ΕΠΕΥ στους πελάτες τους για την μέσω αυτών κατάρτιση συναλλαγών.

Με το Ν 2843/2000 θεσμοθετήθηκε η απαγόρευση παροχής πιστώσεων από τα μέλη του χρηματιστηρίου εκτός από τις περιπτώσεις που καθορίζονται ειδικώς στο νόμο αυτό. Ρυθμίστηκε, επίσης, ο τρόπος εξόφλησης του τιμήματος από τους χρηματιστηριακούς παραγγελίες επί συμβάσεως χρηματιστηριακής παραγγελίας με αντικείμενο την αγορά κινητών αξιών εισηγμένων στο ΧΑ. Πάσχει το κύρος της συναλλαγής, αν μέλος του Χρηματιστηρίου παράσχει πίστωση σε πελάτη του κατά παράβαση των διατάξεων αυτού του νόμου:

Η απαγόρευση του Ν 2843/2000 δεν αποτελεί – κατά την άποψη του γράφοντος – απαγορευτική διάταξη νόμου κατά την έννοια του άρθρου 174 ΑΚ.⁴² Οι εν λόγω ρυθμίσεις συνιστούν διοικητικής φύσεως κανόνες προληπτικής εποπτείας και καλύπτουν τις σχέσεις των μελών του ΧΑ έναντι των πελατών τους, ως προς τις μέσω αυτών διενεργούμενες συναλλαγές. Θα μπορούσαν, μάλιστα, να κριθούν αντίθετες στο κοινοτικό δίκαιο, αφού απαγορεύουν την παροχή πιστώσεων από μέλη του ΧΑ σε πελάτες τους για τη διενέργεια, μέσω αυτών, συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων που δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΑ και, κατά συνέπεια, εισάγουν διακριτική μεταχείριση εις βάρος των μη εισηγμένων στο ΧΑ χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλες οργανωμένες ευρωπαϊκές αγορές. Διακωλύουν, εξάλλου, και την κίνηση κεφαλαίων, κατά παράβαση του παράγωγου κοινοτικού δικαίου, αλλά και του άρθρου 56 της Συνθήκης για την Ύδρευση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

41. Κατά τις ΕφΑθ 4985/2005, ΔΕΕ 2006, 65, ΕφΑθ 4496/2004, ΔΕΕ 2004, 1021, ΕφΑθ 6972/2003, ΔΕΕ 2004, 290 είναι άκυρη η παροχή δανείων και πιστώσεων από χρηματιστηριακές εταιρίες Πάντως, οι δύο τελευταίες αποφάσεις καταλήγουν σε ορθό αποτέλεσμα, με ελλιπή όμως, κατά την άποψη μας, αιτιολογία, αφού ερμηνεύουν ορθώς το άρθρο 20 παρ. 1 του Ν 3632/1928, παραγνωρίζουν όμως το άρθρο 2 στοιχ. 2γ του Ν 2396/1996. Το επιτρεπτό της παροχής πιστώσεων δέχονται οι ΕφΑθ 2679/2003, ΕΕμπΔ 2004, 374 επ., ΕφΑθ 7554/2003 (σδημ.), ΠΠρΑθ 156/2004, ΕΕμπΔ 2004, 595 επ., ΜΠρΑθ 3927/2002, Χρ1Δ 2003, 455-457, ΜΠρΑθ 1567/2002, ΕΕμπΔ 2004, 803 και, τέλος, η ΑΠ 1490/2005, ΔΕΕ 2006, 185. Εκτενή παράθεση νομολογίας βλ. εις *Πέτσα* (υποσ. 40), σελ. 121 επ. Υπέρ του συννόμου της παροχής πιστώσεων από τις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες *Τοιμανούλης*, Η υποχρεωτική εκκαθάριση χρηματιστηριακής συναλλαγής... ΔΕΕ 1997, 29-30 και του *ιδίου*, Χορήγηση πιστώσεων από τα μέλη του Χρηματιστηρίου..., ΔΕΕ 1996, 917-923.

42. Υπέρ της άποψης ότι η κατά παράβαση του νόμου χορήγηση πιστώσεων από χρηματιστηριακές εταιρίες δεν συνιστά παράβαση απαγορευτικού κανόνα και, κατά τούτο, δεν οδηγεί σε ακυρότητα της συναλλαγής και ο *Τουνιόπουλος* (υποσ. 40), σελ. 285.

Περαιτέρω, οι διατάξεις αυτές δεν ισχύουν έναντι κοινοτικών μη ελληνικών ΕΠΕΥ, οι οποίες αποκτούν την ιδιότητα του μέλους του ΧΑ. Και τούτο διότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 παρ. 3 της Οδηγίας του Συμβουλίου 93/22/ΕΟΚ, ισχύει η αρχή της αρμοδιότητας της εποπτικής αρχής του κράτους μέλους καταγωγής για τη θέσπιση κανόνων προληπτικής εποπτείας στις ΕΠΕΥ. Αφού λοιπόν η θέσπιση κανόνων για τη χορήγηση πιστώσεων από ΕΠΕΥ σε πελάτες τους δεν μπορεί παρά να αποτελεί αρμοδιότητα των εποπτικών αρχών του κράτους μέλους καταγωγής, οι επίμαχες διατάξεις, ως εισάγουσες κανόνες προληπτικής εποπτείας των ΕΠΕΥ, δεν καταλαμβάνουν τις μη ελληνικές κοινοτικές ΕΠΕΥ που είναι μέλη του ΧΑ. Οι επίμαχες ρυθμίσεις του Ν 2843/2000 συνιστούν, λοιπόν, αντίστροφη διακριτική μεταχείριση εις βάρος των ελληνικών ΕΠΕΥ.⁴³

Οι διατάξεις του Ν 2843/2000, με τις οποίες τίθενται όροι για την παροχή πιστώσεων από τα μέλη του ΧΑ, είναι αντίθετες στις αρχές της ανάπτυξης της οικονομικής ελευθερίας και του ελεύθερου ανταγωνισμού και θυμίζουν έντονα τις παλαιές διατάξεις διοικητικού καθορισμού της άσκησης της τραπεζικής δραστηριότητας (old regulation), που έχουν καταργηθεί ως προς τις τράπεζες εδώ και 15 περίπου χρόνια, με την απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Επιβάλλεται, πάντως, να σημειωθεί ότι το ζήτημα της συζητούμενης ακυρότητας πιστώσεων που παρέχονται από χρηματοπιστωτικές εταιρίες και ΕΠΕΥ σε πελάτες τους για τη διενέργεια μέσω αυτών χρηματοπιστωτικών συναλλαγών έχει τεθεί στις σωστές του διαστάσεις από την ΑΠ 1490/2005 (υποσ. 41). Η απόφαση αυτή καταλήγει, με δογματική καθαρότητα, στο συμπέρασμα ότι η – κατά παράβαση της διάταξης του άρθρου 4 του Ν 2076/1992 – παροχή δανείων από ανώνυμες χρηματοπιστωτικές εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών προς τους πελάτες τους δεν δημιουργεί ακυρότητα των εν λόγω δανείων.

Και πέραν, όμως, αυτού, το όλο θέμα της παροχής πιστώσεων από ΕΠΕΥ σε πελάτες τους, ως προς συναλλαγές καταρτιζόμενες στο χρηματιστήριο, δεν είναι πλέον ζήτημα του χρηματοπιστωτικού δικαίου, αλλά του δικαίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, που εστιάζει στις επιχειρήσεις που παρέχουν τις επενδυτικές υπηρεσίες. Ο νόμος δεν επιτρέπεται, δηλαδή, να ρυθμίζει θέματα παροχής πιστώσεων από μέλη του ΧΑ στους πελάτες τους, αλλά τις προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων από ελληνικές ΕΠΕΥ στους πελάτες τους, ανεξαρτήτως του αν αυτοί επενδύουν, μέσω των ΕΠΕΥ, στο ΧΑ ή σε οποιοδήποτε άλλο χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Και παραπέρα, οι ίδιοι κανόνες θα πρέπει να ισχύουν ακόμη και αν οι ΕΠΕΥ διενεργούν για λογαριασμό των πελατών τους συναλλαγές εξωχρηματοπιστωτικές, δραστηριότητα που παρέχεται πλέον σε ευρεία έκταση με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ. Είναι, επομένως, αντίθετες στο κοινοτικό δίκαιο διατάξεις που καθορίζουν τους όρους παροχής πιστώσεων εστιάζοντας στο χρηματιστήριο στο οποίο καταρτίζονται οι συναλλαγές, ως προς τις οποίες

παρέχεται η πίστωση από τις ΕΠΕΥ. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, οι διατάξεις αυτές δεν καταλαμβάνουν την παροχή πιστώσεων από μέλη του ΧΑ που είναι μη ελληνικές κοινοτικές ΕΠΕΥ, όπως εκτέθηκε παραπάνω.

γ) Τύπος εντολής - χρηματοπιστωτικής παραγγελίας

Το τρίτο θέμα, που και αυτό έχει απασχολήσει έντονα τα ελληνικά δικαστήρια, αφορά την τήρηση έγγραφου τύπου ως προς την εντολή που δίδεται από τον χρηματοπιστωτικό παραγγελέα στον χρηματοπιστωτικό παραγγελιοδόχο για την κατάρτιση χρηματοπιστωτικής συναλλαγής με αντικείμενο κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑ. Η έρις προκύπτει επειδή η Απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας 6280/Β.508/17.5.1989 «Βιβλία και παραστατικά που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών»⁴⁴ προέβλεπε ότι τα μέλη του ΧΑ τηρούν τριπλότυπα βιβλιάρια εντολών, στα οποία καταχωρούν τις εντολές που δέχονται από τους πελάτες τους και ότι το πρώτο απόκομμα του τριπλότυπου βιβλιαρίου εντολών το αποδίδουν στον εντολέα, το δεύτερο το ρίπτουν σε ειδικά σφραγισμένες κάλπες στο ΧΑ, για να καθίσταται δυνατή η ταυτοποίηση των εντολών με τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, και το τρίτο παραμένει στο στέλεχος του βιβλιαρίου. Η νομολογία έχει ασχοληθεί εκτενώς με το ζήτημα αν η μη τήρηση έγγραφου τύπου από το μέλος του ΧΑ σημαίνει αδυναμία του να ανταποκριθεί στο βάρος αποδείξεως που έχει για την εντολή που του δόθηκε προς εκτέλεση χρηματοπιστωτικής συναλλαγής για λογαριασμό του παραγγελέα.⁴⁵ Αρκετές δικαστικές αποφάσεις θεωρούν απαραίτητη την τήρηση έγγραφου τύπου.⁴⁶ Αντιθέτως, άλλες αποφάσεις δέχονται, ορθώς, ότι η μη τήρηση εγγράφου τύπου από το μέλος του χρηματιστηρίου δεν αποκλείει την απόδειξη της εντολής σύμφωνα με τους γενικούς δικονομικούς κανόνες για την απόδειξη.⁴⁷

43. Ως προς την αντίστροφη διακριτική μεταχείριση, βλ. αντί πολλών *S. Arndt*, *Europarecht* (2003), σελ. 118.

44. Η Απόφαση αυτή καταργήθηκε με το άρθρο 8 της Απόφασης 3/356/26.10.2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Τήρηση βιβλίων και στοιχείων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών», εκδοθείσα κατ' εξουσιοδότηση του άρθρου 8 παρ. 3 σε συνδυασμό με το άρθρο 27 παρ. 1 του Ν 2396/1996.

45. Βλ. σχετικώς *Πέισα* (υποσ. 40), σελ. 105 επ., *Τουντόπουλου* (υποσ. 40), σελ. 134 επ., *Τσιμπανούδη*, Παρέμβαση στο 8ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών Λόγων «Η διαφήμιση και οι Κώδικες Δεοντολογίας» (1999), σελ. 352-353. Υπό το προϋπόθεση δίκαιο βλ. *Γεωργιάδη*, Η ευθύνη του χρηματιστή..., ΕΕμπΔ 1991, 559, *Κ. Περιφανάκη*, Σύσταση και απόδειξη των χρηματοπιστωτικών συμβάσεων επί αξιών, Θ. ΜΗ, σελ. 395.

46. Βλ. ΠΠρΘεσ 18431/2003, Χρ1Δ 2004, 549, ΠΠρΑθ 2115/2002, ΕΕμπΔ 2003, 125, ΜΠρΘεσ 12490/2004, ΔΕΕ 2004, 786, ΜΠρΚαστ 18/2004, ΕΤρΑΕΧρΔ 2004, 500, ΜΠρΘεσ 18561/2001, Αρμ. 2002, 1799, ΜΠρΛαμ 9779/2001, ΕΤρΑΕΧρΔ 2004, 196, ΕιρΑθ 2401/2003, ΕΤρΑΕΧρΔ 2004, 760.

47. Βλ. π.χ. ΕφΑθ 219/2004, ΕΕμπΔ 2004, 360, ΕφΑθ 338/2004, ΕΕμπΔ 2005, 100, ΕφΑθ 3337/2004, ΔΕΕ 2004, 1166, ΕφΑθ 6298/2004 (αδμ.) και ΕφΑθ 4985/2005, ΔΕΕ 2006, 65. Εκτενή παράθεση νομολογίας βλ. *Τουντόπουλου* (υποσ. 40), σελ. 134 επ., 438 επ. και *Πέισα* (υποσ. 40), σελ. 105 επ.

Κατ' ορθή γνώμη, η διάταξη της πρώτης ενότητας⁴⁸ της Απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας 6280/Β.508/17.5.1989 έχει καταργηθεί εθιμικά από το 1992, όταν εισήχθη το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών στο ΧΑ, όποτε και εξέλιπε η ratio που είχε οδηγήσει το νομοθέτη στη θέσπιση των τριπλοτύπων βιβλιαρίων εντολών και έπαψε να υπάρχει στο χώρο του Χρηματιστηρίου η κάλη που δεχόταν τις εντολές.⁴⁹ Όμως, σε κάθε περίπτωση, η διάταξη αυτή καταργήθηκε – έστω και εμμέσως – από το άρθρο 8 παρ. 2 του Ν 2396/1996, που εισήγε την υποχρέωση των ΕΠΕΥ να «καταγράφουν με πλήρη στοιχεία τις εντολές που δέχονται και τις συναλλαγές που καταρτίζουν σε σχέση με τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχουν». Με την τελευταία αυτή διάταξη ο νομοθέτης, λαμβάνοντας υπόψη τη ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη και τη συνακόλουθη μεταβολή των διαδικασιών σύναψης των χρηματιστηριακών συμβάσεων, επιβάλλει με την υποχρέωση στις ΕΠΕΥ να καταγράφουν τις εντολές που δέχονται από τους επενδυτές, χωρίς όμως να εξειδικεύει περαιτέρω τον τρόπο καταγραφής τους, αφήνοντας στις ΕΠΕΥ σημαντικό πεδίο διακριτικής ευχέρειας.

- Η παραπάνω διάταξη δεν διαφοροποιεί – ορθώς – την υποχρέωση καταγραφής από τις ΕΠΕΥ εντολών που αφορούν συναλλαγές στο ΧΑ και εντολών που αφορούν κινητές αξίες που δεν είναι εισηγμένες στο ΧΑ, εξουσιοδοτώντας τις εποπτικές αρχές να εξειδικεύσουν τα ζητήματα αυτά. Σε όλες, λοιπόν, τις περιπτώσεις κάθε νόμιμο αποδεικτικό μέσο είναι επιτρεπτό για την απόδειξη του ότι δόθηκε εντολή. Αλλιώς, θα είχαμε διαφοροποιημένη προστασία του επενδυτή στην περίπτωση των εντολών με αντικείμενο κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑ από την περίπτωση που οι εντολές αφορούν κινητές αξίες εισηγμένες σε άλλο χρηματιστήριο της Ε.Ε. Βεβαίως, η διάταξη της παραγράφου 3 του άρθρου 8 του Ν 2396/1996, που διατήρησε σε ισχύ τις εξουσιοδοτικές διατάξεις, βάσει των οποίων είχε εκδοθεί η μνησθείσα Απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, αφήνει περιθώριο και για αντίθετη ερμηνευτική εκδοχή. Στο σημείο, λοιπόν, αυτό καταφαίνεται η ανάγκη της τελεολογικής, σύμφωνης με το κοινοτικό δίκαιο ερμηνείας των σχετικών διατάξεων.

Αναζητώντας την τελεολογία της διάταξης του στοιχείου Α.1 της παραπάνω Απόφασης του ΥΠΕΘΟ, πρέπει να τεθεί το εξής ερώτημα: Αποβλέπει αυτή στη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου ή συνιστά κανόνα προληπτικής εποπτείας των ΕΠΕΥ; Η απάντηση είναι ότι αυτή εισήχθη ως κανόνας προληπτικής εποπτείας των μελών του ΧΑ, ειδικώς προσαρμοσμένος στα, κατά την έκδοσή του, δεδομένα κατάρτισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Υπ' αυτήν την έννοια, ο χρηματιστηριακός δικαίος χαρακτήρας της ήταν αποφασιστικής φύσεως.

Η αλλαγή των δεδομένων κατάρτισης συναλλαγών στο ΧΑ - κατάργηση της κάλης και εισαγωγή του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών - στέρνετο από τη διάταξη αυτή κάθε λόγο ύπαρξης και, σε κάθε περίπτωση, της αφαίρεσε τον χαρακτήρα της χρηματιστηριακού ουσια-

στικού δικαίου διάταξης, εφόσον τα θέματα της εποπτείας των ΕΠΕΥ, ως προς τα στοιχεία και βιβλία που αυτές υποχρεούνται να εκδίδουν και να τηρούν ως προς τις συναλλαγές που καταρτίζουν, δεν επιτρέπεται να ρυθμίζονται, διοικητικώς και εποπτικώς, σε επίπεδο χρηματιστηρίου, παρά γενικότερα και ανεξαρτήτως του χρηματιστηρίου, στο οποίο αυτές δραστηριοποιούνται. Αποψιλωμένη, λοιπόν, η διάταξη αυτή στερείται περιεχομένου και δεν έχει θέση στο νέο σύστημα του δικαίου των επενδυτικών υπηρεσιών. Διαφορετικά, ως κανόνας προληπτικής εποπτείας που εισάγει υποχρέωση των ελληνικών ΕΠΕΥ μόνον ως προς συναλλαγές που αυτές καταρτίζουν στο ΧΑ, θα στερούσε αδικαιολογήτως τους πελάτες τους από την οφειλόμενη σ' αυτούς ισοδύναμη προστασία, όταν εντέλλονται την κατάρτιση συναλλαγών επί τίτλων μη εισηγμένων στο ΧΑ. Αντιστρόφως, πάλι, δεν θα ίσχυε ως προς τις κοινοτικές μη ελληνικές ΕΠΕΥ, που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, λόγω του ότι οι ΕΠΕΥ υπόκεινται στους κανόνες προληπτικής εποπτείας του κράτους μέλους καταγωγής.

Πάντως, και η Απόφαση 3/356/26.10.2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁵⁰ εξακολουθεί να εμφορείται, σε ένα τουλάχιστον σημείο, από χρηματιστηριοκεντρική αντίληψη. Ειδικότερα, στο άρθρο 4 ρυθμίζονται τα στοιχεία που εκδίδουν οι ΕΠΕΥ όταν εκτελούν συναλλαγές στο ΧΑ, παραλείπεται όμως οποιαδήποτε ρύθμιση για τα στοιχεία που αυτές οφείλουν να εκδίδουν, όταν εκτελούν συναλλαγές σε άλλες οργανωμένες αγορές εκτός του ΧΑ, δείγμα της χρηματιστηριοκεντρικής της προσέγγισης. Ορθώς, βεβαίως, ρυθμίζονται με την Απόφαση αυτή θέματα σε σχέση με τις οργανωμένες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα,⁵¹ παραλείπονται όμως ρυθμίσεις με αντικείμενο αντίστοιχες υποχρεώσεις των ελληνικών ΕΠΕΥ, όταν αυτές δραστηριοποιούνται ως μέλη άλλων, εκτός Ελλάδος, αγορών.⁵² Επισημαίνεται, εξάλλου, ότι, ενώ έχει εκδοθεί η Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τα βιβλία και στοιχεία των ΑΧΕ και ΑΕΠΕΥ των άρθρων 23 και 27 παρ. 2 του Ν 2396/1996, δεν έχει εκδοθεί αντίστοιχη Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για τα πιστωτικά ιδρύματα, πράγμα που δημιουργεί εποπτικές ασυμμετρίες.

4.3. Διαπιστώσεις και ερμηνευτικές κατευθυντήριες

Τα προβλήματα που αναπτύχθηκαν είναι ενδεικτικά του ότι στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς εξακολουθούν να

48. Στοιχείο Α.1, με τίτλο «Τριπλότυπο βιβλιάριο εντολών προς σύναψη εντός κύκλου συναλλαγών».

49. Έτσι και *Τουντόπουλος* (υποσ. 40), σελ. 136 επ. με περαιτέρω βιβλιογραφικές αναφορές, καθώς και *Τσιμμανούλης* (υποσ. 45), σελ. 352-353.

50. Βλ. υποσ. 44.

51. Βλ. την εξουσιοδότηση του άρθρου 27 παρ. 1 του Ν 1806/1988.

52. Η ρύθμιση αυτή επιβάλλεται χάριν πληρότητας, ουσιαστικής συνοχής και συνέπειας, αλλά και προς αποφυγή διακριτικής μεταχείρισης, κατ' εξουσιοδότηση του άρθρου 8 παρ. 3 του Ν 2396/1996.

υπάρχουν διάσπαρτες διατάξεις χρηματοπιστωκεντρικής σύλληψης. Επιβάλλεται, επομένως, η ερμηνεία τους σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο και το πνεύμα των κοινοτικής προελεύσεως αρχών του Ν 2396/1996, οι οποίες, ουσιαστικά, μεταμορφώνουν το ελληνικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο σε δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών και της κεφαλαιαγοράς. Η προηγηθείσα σύντομη ανάλυση του νομικού προβληματισμού των ζητημάτων αυτών καταδεικνύει ότι το ευρωπαϊκό κοινοτικό δίκαιο αποτελεί καταλύτη για την ορθή τους επίλυση.

Ο ερμηνευτής του δικαίου πρέπει, λοιπόν, να λαμβάνει υπόψη του ότι αρκετές νομικές έννοιες που περιέχονται σε διατάξεις του χρηματοπιστωτικού δικαίου έχουν σήμερα αποκτήσει διαφορετικό περιεχόμενο - και, επομένως, πρέπει να ερμηνεύονται διαφορετικά - απ' αυτό που είχαν κατά το χρόνο θέσπισής τους. Είναι χαρακτηριστικό ότι στο Ν 1806/1988 η έννοια «μέλος του χρηματοπιστωτικού» δεν περιελάμβανε πιστωτικά ιδρύματα ούτε λοιπές κοινοτικές ΕΠΕΥ και ταυτιζόταν με τις ανώνυμες χρηματοπιστωτικές εταιρίες και τους χρηματιστές-φυσικά πρόσωπα. Τούτο δεν ισχύει μετά το Ν 2396/1996. Ήταν, επομένως, λογικό και συνεπές με τη δομή και τη φιλοσοφία του Ν 1806/1988 οι διατάξεις του με αντικείμενο τις ανώνυμες χρηματοπιστωτικές εταιρίες να εναλλάσσονται με εκείνες που ρύθμιζαν θέματα λειτουργίας του ΧΑ. Σήμερα, όμως, επιβάλλεται η διάκριση των διατάξεων που αφορούν τις ανώνυμες χρηματοπιστωτικές εταιρίες αυτές καθ' εαυτές, ως επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, από εκείνες που ρυθμίζουν τη λειτουργία του ΧΑ.

5. Αναμόρφωση του ελληνικού δικαίου που διέπει τις χρηματοπιστωτικές αγορές προς προσαρμογή στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ

5.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Μέχρι το 1996 κύριο αντικείμενο της νομοθετικής ρύθμισης σε θέματα κεφαλαιαγοράς ήταν το ΧΑ. Υπ' αυτήν την έννοια, το δημόσιο (διοικητικό) και το ουσιαστικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είχαν ως σημείο αναφοράς το ΧΑ. Με το Ν 2396/1996 το κέντρο βάρους της νομοθετικής ρύθμισης άρχισε να μετατοπίζεται προς τους παρόχους των επενδυτικών υπηρεσιών, τις τράπεζες και τις ΕΠΕΥ.⁵³ Η εξελικτική αυτή πορεία συνεχίζεται και επιτείνεται με τη νέα Οδηγία 2004/39/ΕΚ, μετά την οποία μόνον κατ' οικονομία και μετωνομικώς θα μπορεί να γίνεται λόγος για χρηματοπιστωτικό δίκαιο, όπως αυτό ήταν γνωστό μέχρι και πριν από λίγα χρόνια.

5.2. Η νέα δικαιοπολιτική φιλοσοφία του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ως προς θέματα λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών

Με την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, τα χρηματιστήρια, οι οργανωμένες αγορές

κατά την ορολογία της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, θα δύνανται να λειτουργούν και να δραστηριοποιούνται σε οποιοδήποτε κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και παντού θα υπόκεινται στους κανόνες προληπτικής εποπτείας του κράτους μέλους καταγωγής, ως προς τα θέματα οργάνωσης και λειτουργίας τους. Οι επιχειρηματικές αποφάσεις ως προς θέματα λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού - αυτές δηλαδή που κείνται εκτός του ρυθμιστικού πλαισίου - θα λαμβάνονται από το ίδιο το χρηματιστήριο, από τον φορέα του, βάσει των αρχών του ιδιωτικού δικαίου και της ελευθερίας των συμβάσεων, εντός, βεβαίως, του πλαισίου που θέτουν οι αναγκαστικού δικαίου κανόνες που διέπουν θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του. Η αρχή αυτή προσομοιάζει προς εκείνες που διέπουν τη λειτουργία των τραπεζών και των ΕΠΕΥ.

Εκλείπει, επομένως, ο μέχρι τώρα νομοθετικός (συμπεριλαμβανομένου του κανονιστικού) καθορισμός πληθώρας θεμάτων ως προς τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού - πολλά εκ των οποίων ήταν και καθαρώς επιχειρηματικής φύσεως - και διευρύνονται αποφασιστικώς η διοικητική, επιχειρησιακή και επιχειρηματική του αυτονομία, περιοριζόμενου σημαντικώς του περιεχομένου του ρυθμιστικού του πλαισίου (deregulation).

Το νέο θεσμικό πλαίσιο δεν αφήνει περιθώρια για εθνικό «ειδικό ενοχικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο», δηλαδή για κανόνες ουσιαστικού, αστικού ή εμπορικού δικαίου, που θα ρυθμίζουν θέματα εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των συναλλασσομένων ειδικώς σε ένα χρηματιστήριο⁵⁴ και δη διαφοροποιώντας μεταξύ των οργανωμένων αγορών του κράτους μέλους. Τα ζητήματα αυτά θα αποτελούν αντικείμενο ελεύθερης διάπλασης από τα μέρη, κατά τους συμβατικούς κανόνες που διέπουν τη λειτουργία του κάθε χρηματοπιστωτικού, στο πλαίσιο των κανόνων του εθνικού ιδιωτικού δικαίου. Τούτο δεν παραβιάζει, βεβαίως, τη δυνατότητα θέσπισης διοικητικού δικαίου κανόνων προληπτικής εποπτείας και ουσιαστικών κανόνων αναγκαστικού δικαίου (public law, κατά το άρθρο 36 παρ. 4 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ) από το κράτος καταγωγής ως προς θέματα οργάνωσης και λειτουργίας της αγοράς. Λαμβανομένου, όμως, υπόψη και του γεγονότος ότι η Οδηγία 2004/39/ΕΚ, ως προς τα πλείστα θέματα που εμπνέονται στο ρυθμιστικό της πεδίο, δεν αφήνει περιθώριο στα κράτη μέλη να θέτουν κανόνες αυστηρότερους εκείνων που καθορίζει η ίδια (maximum harmonization), συνάγονται περιορισμοί από τις διατάξεις της ως προς το περιεχόμενο των κανόνων αυτών και, ιδίως, από τις διατάξεις των άρθρων 39 επ. της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ. Επομένως, οι εθνικοί κανόνες θα είναι, πρωτίτως, κανόνες προληπτικής εποπτείας και θα έχουν ως σκοπό την αντιμετώπιση θεμάτων συστημικού κινδύνου, χωρίς να υπεισέρχονται σε θέματα συναλλακτικής ελευθερίας.

53. Βλ. σχετικώς *Τσιμπανούλη* (υποσ. 6), σελ. 13 επ.

54. Βλ. π.χ. τα άρθρα 15, 19, 26 και 27 του Ν 3632/1928 και τα άρθρα 20-24 του Ν 1806/1988.

Εξάλλου, ο Κανονισμός της Επιτροπής 1287/2006⁵⁵ και η Οδηγία 2006/73/ΕΚ της Επιτροπής,⁵⁶ που αποτελούν εκτελεστικά μέτρα της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (επίπεδο 2 της διαδικασίας Lamfalussy), εξαντλούν, σε μεγάλο βαθμό, τους κανόνες που θα διέπουν τη λειτουργία και οργάνωση των ΕΠΕΥ και των οργανωμένων αγορών.

Βεβαίως, τα κράτη μέλη έχουν τη δυνατότητα, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, να επιβάλλουν στις ΕΠΕΥ, καθώς και – σε μεγαλύτερη, ίσως, έκταση, ελλείψει εκτενούς ρύθμισης μέσω εκτελεστικών μέτρων επιπέδου 2 – στις οργανωμένες αγορές, κανόνες επιπλέον εκείνων που περιέχονται στους μνημονευθέντες Κανονισμούς και Οδηγία της Επιτροπής.⁵⁷ Τούτο είναι, όμως, επιτρεπτό μόνον εφόσον η κοινοτική νομοθεσία δεν έχει αντιμετωπίσει επαρκώς δεδομένους κινδύνους για την προστασία του επενδυτή ή τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και πάντοτε τρωμένης της αρχής της αναλογικότητας.⁵⁸

Με την εναρμόνιση, επομένως, του ελληνικού δικαίου με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, οι διατάξεις της υφιστάμενης νομοθεσίας για το ΧΑ θα πρέπει να αναθεωρηθούν, στην κατεύθυνση της αντικατάστασης του ειδικού ρυθμιστικού περιεχομένου τους από κανόνες που εισάγουν γενικό πλαίσιο ρύθμισης των οργανωμένων αγορών, όπως επιβάλλει η Οδηγία 2004/39/ΕΚ. Τούτο σημαίνει αλλαγή της δικαιολογικής προσέγγισης των διατάξεων αυτών, σημαντική συρρίκνωση του ρυθμιστικού τους πεδίου και εξοβελισμό εκείνων που αφορούν θέματα λειτουργίας των ΑΧΕ και καλύπτονται από ισοδύναμες – ως προς το ρυθμιστικό στόχο – διατάξεις νομοθετημάτων νεότερης γενιάς, σύγχρονης δικαιοπολιτικής σύλληψης.

5.3. Κατάργηση του διφυούς χαρακτήρα του Χρηματιστηρίου Αθηνών και λειτουργία του ως ιδιωτικής επιχειρήσεως (Ν 3152/2003)

Ο Έλληνας νομοθέτης έχει ήδη κινηθεί στην κατεύθυνση της απελευθέρωσης του δικαίου σύστασης, οργάνωσης και λειτουργίας των ελληνικών χρηματιστηριακών αγορών και, κατ' αποτέλεσμα, της προσαρμογής του ελληνικού δικαίου προς τις αρχές που εμπεριέχει η Οδηγία 2004/39/ΕΚ, πριν ακόμη αυτή οριστικοποιηθεί και εκδοθεί. Με το Ν 3152/2003, ο καθορισμός των ιδιαιτεροτήτων των οργανωμένων αγορών, ως προς τους όρους εισαγωγής κινητών αξιών και τις υποχρεώσεις των εκδοτών, των οποίων κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σ' αυτές, γίνεται πλέον από τις ίδιες τις οργανωμένες αγορές, μέσω του Κανονισμού τους.

Στο πνεύμα αυτό, καταργήθηκε η αρμοδιότητα του ΧΑ να εκδίδει κανονιστικές πράξεις και να επιβάλει διοικητικές κυρώσεις. Το ΧΑ λειτουργεί πλέον ως ιδιωτική επιχείρηση, που εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του ΧΑ αποτελούν πλέον – από τον Ιούνιο του 2004 – αντικείμενο συμβα-

τικών διατάξεων, αυτών δηλαδή του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, και οι σχέσεις του ΧΑ – όπως και οποιουδήποτε άλλου χρηματιστηρίου που θα λειτουργεί στην Ελλάδα – διαμορφώνονται συμβατικά και κινούνται στο χώρο του ιδιωτικού δικαίου.⁵⁹ Η έγκριση του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν τον περιβάλλει με κανονιστικό κύρος και ισχύ. Πρόκειται, απλώς, για προληπτικό έλεγχο νομιμότητας, ενόψει της σημασίας του Κανονισμού για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.⁶⁰ Ο νομοθέτης περιορίζεται στη θέσπιση του βασικού πλαισίου και έχουν καταργηθεί οι νομοθετικές ρυθμίσεις υπό μορφή διατάξεων ουσιαστικού δικαίου. Το Χρηματιστήριο έχει τη δυνατότητα θέσπισης πρόσθετων ρυθμίσεων, οι οποίες αποτελούν συμβατικούς κανόνες που διέπουν τις σχέσεις του με τα μέλη του. Κατ' αυτόν τον τρόπο, τα πάλοι ποτέ δυσδιάκριτα όρια κανονιστικών και εποπτικών αρμοδιοτήτων μεταξύ Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ΧΑ έχουν καταστεί σαφή, αφού τις κανονιστικές και εποπτικές αρμοδιότητες τις έχει αναλάβει εξ ολοκλήρου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Αυτή η αλλαγή της λειτουργίας του ΧΑ, που αποτελεί έκφανση της – θεωρητικής τουλάχιστον προς το παρόν – κατάρνησης του μονοπωλίου του ΧΑ, αποτελεί προάγγελο και πρόδρομο σημαντικών εξελίξεων, αφού μεταβάλλει τη νομική βάση των σχέσεων του ΧΑ με τα μέλη του και τις εταιρίες των οποίων κινητές αξίες έχουν εισαχθεί σ' αυτό. Όσο το ΧΑ ήταν περιβεβλημένο με δημόσια εξουσία, οι σχέσεις του με τα μέλη του και τις εισηγμένες εταιρίες ως προς θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του εκινούντο στο χώρο του διοικητικού δικαίου και ήταν, ως επί το πλείστον, σχέσεις διοίκησης και διοικουμένου. Η κατάργηση της διφυούς υπόστασης του ΧΑ και η διατήρηση απ' αυτό

55. Εφαρμογή της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου ως προς τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις ΕΠΕΥ, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της Οδηγίας αυτής.

56. Εφαρμογή της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, ως προς τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των ΕΠΕΥ, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω Οδηγίας.

57. Οι κανόνες αυτοί θα είχαν την έννοια των ελάχιστων υποχρεωτικών ρυθμιστικών ορίων (π.χ. μέγιστος χρόνος εκκαθάρισης των συναλλαγών στις οργανωμένες αγορές μεταξύ των μελών τους, προς πρόληψη συστημικού κινδύνου), εντός των οποίων θα διαπλάσθουν συμβατικά οι σχετικές διατάξεις του Κανονισμού της οργανωμένης αγοράς για την κατάρτιση συναλλαγών και την εκκαθάρισή τους.

58. Πρβλ. σκέψη 8 προοιμίου Οδηγίας 2006/73/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

59. *Πέτσα* (υποσ. 40), σελ. 188, *Τσιμpanούλη*, Ασφαλιστικά μέτρα στις σχέσεις του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τα μέλη του και τις εισηγμένες εταιρίες, εις: Τα ασφαλιστικά μέτρα στο εμπορικό δίκαιο (2005), σελ. 121-122.

60. Βλ. *Πέτσα* (υποσ. 40), σελ. 189-190, *Τσιμpanούλη*, Ασφαλιστικά μέτρα... (υποσ. 59), σελ. 123.

μόνον της ιδιότητας της εποπτευόμενης επιχειρήσεως, που λειτουργεί και ως προς το θέμα της οργάνωσης και λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς με κανόνες ιδιωτικού δικαίου – πράγμα που επιβάλλεται πλέον από την Οδηγία 2004/39/ΕΚ – αποκτά ιδιαίτερη σημασία για τη διαμόρφωση των σχέσεων του Χρηματιστηρίου με τα πρόσωπα που εμπλέκονται και συμμετέχουν άμεσα στον πυρήνα των δραστηριοτήτων του, δηλαδή:

α) τα μέλη του και

β) τις εισηγμένες σ' αυτό εταιρίες.

Με το νομοθετικό πλαίσιο που αναμένεται ενόψει της ενσωμάτωσης στο εθνικό δίκαιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, θα πρέπει να ολοκληρωθεί ο απογαλακτισμός του ΧΑ από τη δημόσια εξουσία και να επιτευχθεί η πλήρης χειραφέτησή του, με την εμπέδωση της ιδέας της λειτουργίας του ως ιδιωτικής επιχείρησης, όπως επιβάλλεται και από το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο. Το νέο αναμενόμενο θεσμικό πλαίσιο οφείλει να διασφαλίσει ότι το ΧΑ λειτουργεί υπό συνθήκες ανταγωνισμού με τις άλλες οργανωμένες αγορές και τα ΜΤFs, τα οποία – ιδίως μετά την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ – αναμένεται να αναπτυχθούν στην Ελλάδα.

5.4. Αναμενόμενες νομοθετικές μεταρρυθμίσεις στο δίκαιο των χρηματιστηριακών αγορών

Πέραν των νομοθετικών αλλαγών που έχουν ήδη επέλθει, αναγκαία είναι, ενόψει της εναρμόνισης με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, η περαιτέρω νομοθετική παρέμβαση σε θέματα οργάνωσης και λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών, που θα ολοκληρώσει τη μεταρρυθμιστική μεταμόρφωση του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Ειδικότερα, θα πρέπει να καταργηθούν οι εναπομένουσες διατάξεις του Ν 3632/1928 και του Ν 1806/1988, καθώς και οι λοιπές εμφορούμενες από το χρηματιστηριοκεντρικό πνεύμα.

Συγκεκριμένα, τα άρθρα 15 του Ν 3632/1928 και 20-25 (κεφάλαιο Ε') του Ν 1806/1988 δεν έχουν, πλέον, θέση σε νόμο. Θέματα που αφορούν την τυποποίηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών θα αποτελούν αντικείμενο συμβατικής ρύθμισης στον Κανονισμό των οικείων χρηματιστηρίων – οργανωμένων αγορών. Το δίκαιο θα αρκείται στη ρύθμιση του πλαισίου κανόνων που θα ισχύουν για όλες τις οργανωμένες αγορές, συμπεριλαμβανομένων των διατάξεων για την πρόληψη του συστημικού κινδύνου κατά την εκκαθάριση των συναλλαγών στις οργανωμένες αγορές και την ομαλή διεξαγωγή τους. Υπ' αυτήν την έννοια θα πρέπει να αναθεωρηθεί και η – ορθή στη δικαιοπολιτική της σύλληψη και συνιστώσα πρόοδο σε σχέση με το προϊσχύον καθεστώς – Απόφαση 1/392/26.7.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, «Λειτουργία του Επικουρικού Κεφαλαίου Εκκαθάρισης Συναλλαγών και όρια εντολών των μελών της αγοράς Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών», αφού η ρύθμιση των θεμάτων αυτών θα αποτελεί πλέον εσωτερική υπόθεση του ΧΑ και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μόνον επο-

πική αρμοδιότητα θα έχει ως προς τη νομιμότητα αυτών των ιδιωτικού δικαίου αποφάσεων του Χρηματιστηρίου, ως προς το αν αυτές λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα για την πρόληψη του συστημικού κινδύνου,⁶¹ εγκρίνοντας – εφόσον το ορίσει ο νόμος –, κατόπιν ελέγχου νομιμότητας, σχετικό Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ομοίως θα πρέπει να καταργηθούν τα άρθρα 20 και 26 του Ν 3632/1928, καθώς και ο Ν 2843/2000, καθόσον – όπως εκτέθηκε και υπό 4.2. (β) – τα θέματα της αναγκαστικής εκποίησης των τίτλων δεν επιτρέπεται, πλέον, να ρυθμίζονται σε επίπεδο χρηματιστηριακού δικαίου, όπως και τα θέματα παροχής πιστώσεων, αφού υπάγονται συστηματικά στους κανόνες προληπτικής εποπτείας των ΕΠΕΥ. Κατά τούτο, οι διατάξεις αυτές δεν συνιστούν προστατευτικούς κανόνες των επενδυτών, καθόσον η επίδραση της μη εκποίησης από το μέλος του χρηματιστηρίου των μετοχών, των οποίων το τμήμα δεν έχει εξοφλήσει ο παραγγελέας–επενδυτής, στα συμφέροντα του επενδυτή εξαρτάται από την πορεία της τιμής των μετοχών.⁶² Η οφειλόμενη, επομένως, συμπεριφορά της ΕΠΕΥ αποτελεί θέμα της συμβατικής της σχέσης με τον πελάτη της.

Περαιτέρω, θα πρέπει να καταργηθεί το κεφάλαιο Β' του Ν 1806/1988 με τίτλο «Μέλη του χρηματιστηρίου», καθώς και οι εναπομένουσες διατάξεις των κεφαλαίων Γ' και Δ' του Ν 1806/1988. Πιο συγκεκριμένα, ως προς τα μέλη των χρηματιστηρίων και, γενικώς, τα πρόσωπα που θα δικαιούνται να καταρτίζουν συναλλαγές σ' αυτά, θα πρέπει να καταργηθούν ή να τροποποιηθούν ουσιαστικώς σειρά διατάξεων της νομοθεσίας, όπως οι διατάξεις του Ν 2396/1996 που ρυθμίζουν τις προϋποθέσεις απόκτησης της ιδιότητας του μέλους στο ΧΑ (άρθρο 18). Ο νόμος θα περιορισθεί στον καθορισμό, σύμφωνα και με το άρθρο 42 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, των γενικών κανόνων για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους των οργανωμένων αγορών που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο ή, ακριβέστερα, τις προϋποθέσεις διενέργειας συναλλαγών (πρόσβασης) στις οργανωμένες αγορές. Υπ' αυτήν την έννοια θα πρέπει να αντικατασταθούν και οι διατάξεις του κεφαλαίου Ζ' του Ν 1806/1988 για τη διαφάνεια των συναλλαγών από νέες διατάξεις, στο πνεύμα των άρθρων 44 και 45 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

Για τους ίδιους λόγους θα πρέπει να καταργηθούν οι διατάξεις του Μέρους Α' του Ν 2533/1997 (άρθρα 2-31) για την Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ο έλληνας νομοθέτης, κατά την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, οφείλει επίσης να λάβει μέριμνα για την προσαρμογή του ελληνικού δικαίου στις διατάξεις των άρθρων 34 και 35 της Οδηγίας. Οι διατάξεις αυτές, αν και σύντομες, σκοπό έχουν να διασφαλίσουν την πρόσβαση των μελών των οργανωμένων αγορών, των

61. Βλ. σχετικώς άρθρο 39 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

62. Εκτενής ανάλυση εις *Τουνιόπουλο* (υπόσ. 40), σελ. 270 επ., ιδίως σελ. 282.

ΕΠΕΥ και των διαχειριστών συστημάτων πολυμερών συναλλαγών στον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο ή το φορέα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών των κρατών μελών, έτσι ώστε να μπορεί να υλοποιηθεί και πρακτικά η ελευθερία εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών των οργανωμένων αγορών και των συστημάτων πολυμερών συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το ζήτημα αυτό, ιδίως όσον αφορά τη λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, είναι όμως εξόχως πολύπλοκο και αντιμετωπίζεται στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ μόνον εν σπέρματι, συζητείται δε σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής το αν θα πρέπει να αποτελέσει αντικείμενο ρύθμισης μέσω νέας κοινοτικής Οδηγίας.

5.5. Επίμετρο

Όπως ήδη εκτέθηκε, με το Ν 2396/1996, υπό την επίδραση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, άρχισε η μεγάλη μεταμόρφωση του ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, στην κατεύθυνση των εξελίξεων που επέβαλε το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο. Από το Ν 2396/1996, οι πάροχοι επενδυτικών υπηρεσιών - οι τράπεζες και οι ΕΠΕΥ - διέπονται ως προς θέματα προληπτικής εποπτείας, όπως είναι οι κανόνες οργάνωσης και λειτουργίας τους, από το δίκαιο του κράτους μέλους καταγωγής.

Αντίστοιχα θα ισχύουν και ως προς τη λειτουργία των χρηματιστηρίων μετά την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο - αλλά και στα δίκαια των λοιπών κρατών μελών - της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ: Με την επιφύλαξη των κανόνων προληπτικής εποπτείας που περιέχει η εν λόγω Οδηγία, τις σχέσεις των τραπεζών και των ΕΠΕΥ μεταξύ τους, με τα χρηματιστήρια, καθώς και με τους πελάτες τους, θα τις διέπουν συμβατικοί κανόνες ιδιωτικού δικαίου. Δεν θα υφίσταται, εξάλλου, περιθώριο ρύθμισης, μέσω διατάξεων του χρηματιστηριακού δικαίου, θεμάτων των μελών του χρηματιστηρίου, αυτών καθ' εαυτά, με τους επενδυτές ως προς τις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις τους. Και τούτο διότι, οι σχέσεις των επενδυτών δημιουργούνται κατά κανόνα με τα μέλη του χρηματιστηρίου, υπό την ιδιότητα των τελευταίων ως ΕΠΕΥ, και όχι με το ίδιο το χρηματιστήριο.

Όπως ήδη αναφέρθηκε αμέσως παραπάνω, περιεχόμενο της δικαιοκτικής ρύθμισης δεν είναι πλέον τα μέλη του χρηματιστηρίου, αυτά καθ' εαυτά, ως εκ της ιδιότητος που έχουν σε σχέση με το χρηματιστήριο, αλλά οι παρέχοντες επενδυτικές υπηρεσίες. Και ως προς το θέμα αυτό το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο επιβάλλει την αρχή της ρυθμιστικής αρμοδιότητας του κράτους μέλους καταγωγής ως προς τη θέσπιση των «δημοσίου» δικαίου κανόνων (δηλαδή των κανόνων προληπτικής εποπτείας, αλλά, ως ένα βαθμό, και αναγκαστικού ουσιαστικού δικαίου) που διέπουν την οργάνωση και λειτουργία των παρεχόντων επενδυτικές υπηρεσίες, δηλαδή των τραπεζών και των ΕΠΕΥ, στο μέλλον δε - βάσει της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ - και των χρηματιστηρίων. Εξάλλου,

οι ιδιωτικού δικαίου σχέσεις των επενδυτών με τους παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών δεν αποτελούν αντικείμενο ρύθμισης του χρηματιστηριακού δικαίου, αλλά, στο μέτρο που επηρεάζονται από προστατευτικές των επενδυτών διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, οι σχετικές διατάξεις πρέπει να αναζητηθούν στους κανόνες προληπτικής εποπτείας και επαγγελματικής συμπεριφοράς που διέπουν τους παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών.

Τέλος, ικανός αριθμός συναλλαγών επί επενδυτικών αξιόγραφων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο, θα μεταφερθεί εκτός χρηματιστηρίου, πάλι μέσω επαγγελματιών, μέσω των ΜΤFs και μέσω των «Συστηματικών Εσωτερικοποιήτων». Οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία των ΕΠΕΥ και τις υποχρεώσεις τους έναντι των επενδυτών θα ισχύουν και στις περιπτώσεις αυτές, χωρίς όμως να μπορούμε να μιλούμε για δίκαιο χρηματιστηριακών συναλλαγών ή για χρηματιστηριακό δίκαιο.

Γ. Συμπεράσματα και επισημάνσεις

1. Μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ στο ελληνικό δίκαιο λίγα πράγματα θα μείνουν από το παλιό χρηματιστηριακό δίκαιο με την έννοια του δικαίου που ρυθμίζει ειδικώς τα του Χρηματιστηρίου Αθηνών: οι προϋποθέσεις, το περιεχόμενο και οι συνέπειες των χρηματιστηριακών πράξεων θα είναι αντικείμενο συμβατικών ρυθμίσεων και μόνον το πλαίσιο λειτουργίας τους θα αποτελεί αντικείμενο ρύθμισης δικαιοκτικών κανόνων. Και αυτό με τη μορφή κανόνων εποπτείας, που έχουν ως αντικείμενο το ίδιο το Χρηματιστήριο. Αντίστοιχα ισχύουν και ως προς το καθεστώς των χρηματιστηριακών επαγγελματιών, τα οποία ήδη ρυθμίζονται από το δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών.

2. Το παραδοσιακό χρηματιστηριακό δίκαιο γονιμοποιείται με τον σπόρο του ευρωπαϊκού δικαίου και μεταλλάσσεται σε δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Αλλάζει, επομένως, το επίπεδο θεώρησης των πραγμάτων και χρειαζόμαστε όχι μόνον νέες ρυθμίσεις, αλλά και μετα-γλώσσα για την κατανόηση και ερμηνεία υφισταμένων διατάξεων. Η πρόκληση για το νομοθέτη, τις εποπτικές αρχές και τους εφαρμοστές του δικαίου είναι μεγάλη. Ανοίγει, συνεπώς, το πεδίο για περισσότερα και βαθύτερα νομικά στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Κανόνες ιδιωτικού δικαίου, η Σύμβαση της Ρώμης για το εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές εννοχές, αποκτούν ιδιαίτερη σημασία. Και οι ερμηνευτές και εφαρμοστές του δικαίου (θεωρητικοί, δικηγόροι, επόπτες και δικαστές) έχουν σαφώς δυσχερέστερο έργο.

3. Αυτή είναι, όμως, και η γοητεία του νέου δικαίου της κεφαλαιαγοράς, που απαιτεί από τον ερμηνευτή την κατανόηση των οικονομικών, τεχνικών και δικαιιοπολιτικών παραμέτρων του και καταδικάζει σε αποτυχία τη στείρα δογματική και προσπλωμένη στο γράμμα του νόμου ερμηνεία των διατάξεων. Η πρόκληση αυτή είναι σημαντική,

αν αναλογισθούμε τη σημασία της ασφάλειας δικαίου για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ενός τόπου. Αυτό ισχύει ιδιαίτερωσ μετά την εναρμόνιση του εθνικού δικαίου με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, οπότε και η ανάπτυξη των χρηματιστηρίων θα είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την καταξίωσή

τους υπό συνθήκες ελεύθερου ανταγωνισμού, αφού οι τράπεζες, οι ΕΠΕΥ και οι εισηγμένες εταιρίες θα είναι συνειδητοί και όχι κατ' ανάγκην - λόγω του χρηματιστηριακού μονοπωλίου - εταίροι των χρηματιστηρίων.



NΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ ΑΕΒΕ

ΑΘΗΝΑ Μουρομικάλη 23, Τηλ.: 210 3678800 (30 γραμμές), ΑΘΗΝΑ Μουρομικάλη 2, Τηλ.: 210 3607521,
ΠΕΙΡΑΙΑΣ Φιλωνος 107-109, Τηλ.: 80 111 70 111, ΘΕΣ/ΝΙΚΗ Φράγκων 1, Τηλ.: 2310 532134,
ΠΑΤΡΑ Κανάρη 28-30, Τηλ.: 2610 361600

www.nb.org • e-mail: info@nb.org