

Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης

Χριστίνα Λιβαδά

ΛΕΚΤΟΡΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΕΙΔΙΚΗ ΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΕΤ

Άννα Βασίλα

ΔΙΔΑΚΤΩΡ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟΣ ΣΥΝΕΡΓΑΤΗΣ ΕΕΤ

Περίληψη

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων που θα διασφαλίσουν την ενίσχυση της σταθερότητας, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Προς τον σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των ήδη αναληφθέντων ή υπό εκπόνηση μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, τα οποία διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες: (α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, και (β) τις νομικές πράξεις η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, επηρεάστηκε όμως σαφώς από αυτήν στον βαθμό που ελήφθησαν υπόψη οι νέες πτυχές στη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, που αναδείχτηκαν από την κρίση.

Θερμότατες ευχαριστίες στον κ. Χρ. Γκόρτσο, Αναπληρωτή Καθηγητή Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου, Πάντειο Πανεπιστήμιο Αθηνών και στον κ. Π. Σταϊκούρα, Επίκουρο Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, για τις πολύτιμες υποδείξεις και παρατηρήσεις τους.

1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, (η οποία ξεκίνησε ήδη τον Αύγουστο του 2007, κορυφώθηκε ωστόσο τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers),¹ ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων που θα διασφαλίσουν σε ό,τι αφορά τις κεφαλαιαγορές, την ενίσχυση της σταθερότητάς τους, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας τους, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.² Προς τον σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών υιοθετήθηκαν ή, σε κάθε περίπτωση, αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο.³

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των ήδη αναληφθέντων ή υπό εκπόνηση μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών.⁴ Τα εν λόγω μέτρα διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες:

- (α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης (υπό 2), και
- (β) τις νομικές πράξεις η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, επηρεάστηκε όμως σαφώς από αυτήν στον βαθμό που ελήφθησαν υπόψη οι νέες πτυχές στη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, που αναδείχτηκαν από την κρίση (υπό 3). Οι νομικές πράξεις που εντάσσονται στην ενότητα αυτή επηρεάστηκαν συνεπώς έμμεσα από την κρίση.

2. Τα μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης που υπήρξαν άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης

2.1 Διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων

Στις 30 Απριλίου 2009 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας αναφορικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (εφεξής ΔΟΕΕ),⁵ πεδίο το οποίο, μέχρι τότε, δεν αποτελούσε αντικείμενο ρύθμισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στόχος της πρότασης Οδηγίας είναι η καθιέρωση ενός εναρμονισμένου πλαισίου υποχρεώσεων για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται στη διαχείριση και τη διοίκηση των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, δηλαδή των κεφαλαίων που δεν εμπίπτουν στις δια-

¹ Βλ. ενδεικτικά, *Γκ. Χαρδούβελη*, Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, 2009 και *Ν. Καραμούζη*, Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, 2009.

² European Commission (2010): *Regulating financial services for sustainable growth*, Communication, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf.

³ Βλ., αντί άλλων, *Χρ. Βλ. Γκόρτσο*, Το μέτρο της αναγκαστικής αναπροσαρμογής του δημόσιου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, 2/2009, σελ. 215 επ., *του ίδιου*, Η πορεία προς την «αναπροσαρμογή» του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, *Ευρωπαϊκών Πολιτεί*, 1/2009, σελ. 43 επ. και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία.

⁴ Οι θεσμικές εξελίξεις στον τομέα των κεφαλαιαγορών σε ό,τι αφορά την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού πλαισίου άσκησης εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν εξετάζονται στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας. Βλ., ενδεικτικά, *Chr. Gortsos*, The Proposals of the Larosière Group on the Future of Financial Supervision in the European Union, in *International Monetary and Financial Law* (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010, σελ. 127 επ., *J.-V. Louis*, The Implementation of the Larosière Report: A Progress Report, in *International Monetary and Financial Law* (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010, σελ. 146 επ.

Δεν εξετάζονται επίσης νομικές πράξεις που εκδόθηκαν κατά το χρονικό αυτό διάστημα, αλλά δεν επηρεάστηκαν από την κρίση, όπως για παράδειγμα η Οδηγία 2009/65/EK.

⁵ Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2004/39/EK και 2009/.../EK» (COM 2009, 207 τελικό).

τάξεις της Οδηγίας για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες,⁶ όπως τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια (private equity funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην κτηματαγορά (real estate funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην αγορά εμπορευμάτων (commodity funds) και τα κεφάλαια που επενδύουν σε έργα υποδομής (infrastructure funds).

Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, σε σχέση με τα εναλλακτικά αυτά επενδυτικά κεφάλαια, διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης ότι εκτίθενται σε πολλούς κινδύνους, οι οποίοι αφορούν άμεσα όχι μόνον τους επενδυτές, αλλά και τη σταθερότητα και ακεραιότητα των κεφαλαιαγορών. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι ποικίλης φύσεως και περιλαμβάνουν τον συστημικό κίνδυνο, στον βαθμό στον οποίο συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα επενδύουν σε μεγάλη έκταση σε αυτά, μικροοικονομικούς προληπτικούς κινδύνους, κίνδυνο για την προστασία των επενδυτών είτε λόγω ανεπαρκούς πληροφόρησής τους σχετικά με την επενδυτική πολιτική που ακολουθείται από τα κεφάλαια αυτά και τη διαχείριση κινδύνων είτε λόγω σύγκρουσης συμφερόντων, αλλά και κινδύνους για την ακεραιότητα της αγοράς λόγω ενδεχόμενης κατάχρησης αγοράς και έλλειψης διαφάνειας.⁷ Παρά το γεγονός ότι η λειτουργία των εναλλακτικών αυτών επενδυτικών κεφαλαίων δεν σχετίζεται άμεσα με τα αίτια που οδήγησαν στη χρηματοπιστωτική κρίση, οι κίνδυνοι οι οποίοι συνδέονται με τη δραστηριότητά τους μπορεί να θεωρηθεί ότι σε ορισμένες τουλάχιστον περιπτώσεις συνέβαλαν στην αναταραχή που δημιουργήθηκε ιδίως, αλλά όχι μόνο, σε ό,τι αφορά τα προβλήματα ρευστότητας που αναδείχτηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης.⁸

Η πρόταση Οδηγίας καθορίζει:

- ▼ τους κανόνες χορήγησης άδειας λειτουργίας των ΔΟΕΕ (προϋποθέσεις και διαδικασία αδειοδότησης και προϋποθέσεις ανάκλησης της άδειας λειτουργίας τους),
- ▼ τις προϋποθέσεις που πρέπει να διέπουν την άσκηση της δραστηριότητάς τους με την καθιέρωση, μεταξύ άλλων, κανόνων για τις συγκρούσεις συμφερόντων, τη διαχείριση κινδύνων, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, και τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν, και
- ▼ τις απαιτήσεις διαφάνειας που πρέπει να τηρούν έναντι των επενδυτών και των αρμόδιων εποπτικών αρχών.

Η επίτευξη συμφωνίας για την υιοθέτηση της Οδηγίας, στην οποία επήλθαν περισσότερες από 1.600 τροποποιήσεις κατά τη νομοπαραγωγική διαδικασία, κατέστη εφικτή μόλις στις 19 Οκτωβρίου 2010.⁹ Οι κύριοι προβληματισμοί που διατυπώθηκαν σχετικά, συνοψίζονται στην πιθανότητα ανάδειξης φαινομένων προστατευτισμού έναντι των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων τρίτων χωρών, τη μείωση της ανταγωνιστικότητας των αντίστοιχων ευρωπαϊκών και την απουσία ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου σε διεθνές επίπεδο.

2.2 Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Στις 17 Νοεμβρίου 2009 εκδόθηκε ο Κανονισμός 1060/2009/ΕΚ για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (εφεξής ΟΑΠΙ).¹⁰ Σκοπός του Κανονισμού ήταν η συνολική ρύθμιση της λειτουργίας και της εποπτείας των ΟΑΠΙ σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η έκδοση του Κανονισμού κρίθηκε αναγκαία στο μέτρο που αναγνωρίστηκε ότι οι ΟΑΠΙ συνέβαλαν σημαντικά στη χρηματοπιστωτική κρίση για δύο κυρίως λόγους:

⁶ Βλ. Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13ης Ιουλίου 2009 «για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (αναδιτύπωση)».

⁷ Βλ. αιτιολογική έκθεση πρότασης Οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, σελ. 3.

⁸ *Ibid*, σελ. 3-4.

⁹ Βλ. ανακοίνωση του Επιτρόπου Μ. Barnier στο Συμβούλιο EcoFin στις 19 Οκτωβρίου 2010, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20101019/statement_en.pdf.

¹⁰ Βλ. Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (ΕΕ L 302, 17.11.2009, σελ. 1-31).

αφενός μεν δεν αξιολογούσαν ορθά ορισμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και αφετέρου δεν προσαρμόσαν έγκαιρα τις αξιολογήσεις τους ακόμη και όταν εκδηλώθηκαν προβλήματα στην αγορά. Ο Κανονισμός εφαρμόζεται σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίες:

- ▼ προορίζονται να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς ή άλλους σκοπούς από πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΟΣΕΚΑ ή ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών που είναι εγκατεστημένα σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- ▼ κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής.

Για να είναι δυνατή η χρήση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τα ως άνω ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, θα πρέπει:

- ▼ αφενός μεν οι αξιολογήσεις αυτές να εκδίδονται από ΟΑΠΙ που είναι εγκατεστημένος σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- ▼ αφετέρου οι ΟΑΠΙ αυτοί να είναι εγγεγραμμένοι σε μητρώο, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού.

Οι διατάξεις του Κανονισμού ρυθμίζουν, μεταξύ άλλων:

- ▼ τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται από τους ΟΑΠΙ για την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας,
- ▼ την εποπτεία των δραστηριοτήτων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας,
- ▼ τις αρμοδιότητες της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών¹¹ και των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών σχετικά με τη λειτουργία των ΟΑΠΙ, και
- ▼ τις αρχές που πρέπει να διέπουν τη συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών και αυτών με τις αρμόδιες εποπτικές αρχές τρίτων χωρών.

Από τις 7 Δεκεμβρίου 2010, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές και οι αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, που είναι εγκατεστημένες στην ΕΕ, καθώς και οι ΟΣΕΚΑ δύνανται να χρησιμοποιούν για κανονιστικούς σκοπούς μόνον τις αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί από ΟΑΠΙ, ο οποίος είναι εγκατεστημένος στην Κοινότητα και έχει εγγραφεί σε μητρώο, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό.¹² Οι ως άνω ΟΑΠΙ δύνανται επίσης να προσυπογράφουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, αναλαμβάνοντας ωστόσο πλήρως την ευθύνη για την αξιολόγηση αυτή και υπό την προϋπόθεση ότι τηρούνται οι όροι που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό.¹³ Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που σχετίζονται με επιχειρήσεις εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες ή με χρηματοπιστωτικά μέσα εκδοθέντα σε τρίτες χώρες και εκδίδονται από ΟΑΠΙ εγκατεστημένο σε τρίτη χώρα μπορούν να χρησιμοποιούνται στην Κοινότητα για κανονιστικούς σκοπούς, χωρίς να έχουν προσυπογραφεί σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό, εκ των οποίων η μία είναι η Επιτροπή να έχει αναγνωρίσει το νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο της τρίτης χώρας ως ισοδύναμο με τις απαιτήσεις του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.¹⁴

¹¹ Για την εν λόγω Αρχή, η οποία διαδέχτηκε, σύμφωνα με την Έκθεση de Larosière, τη CESR, βλ. ενδεικτικά τη βιβλιογραφία που αναφέρεται ανωτέρω στην υποσημείωση 4.

¹² Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, άρθρο 4, παρ. 1 και άρθρο 41.

¹³ *Ibid*, άρθρο 4, παρ. 2-6.

¹⁴ *Ibid*, άρθρο 5. Στο πλαίσιο αυτό, εκδόθηκε ήδη στις 21 Μαΐου 2010 Συμβουλή της CESR προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως προς την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και των ΗΠΑ (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/ropup2.php?id=6642>). Περαιτέρω, στις 9 Ιουνίου 2010 η CESR δημοσίευσε τη Συμβουλή της σχετικά με την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και της Ιαπωνίας (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/ropup2.php?id=6927>).

Επιπροσθέτως, με τον ως άνω Κανονισμό προβλέπεται η δημιουργία, υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών κεντρικού αρχείου, προσβάσιμου στο κοινό, στο οποίο οι ΟΑΠΙ θα παρέχουν πληροφορίες με τυποποιημένη μορφή σχετικά με τα ιστορικά δεδομένα των επιδόσεών τους, καθώς και σχετικά με παλαιότερες αξιολογήσεις τους και τις αλλαγές που έχουν επέλθει σε αυτές.¹⁵

Ήδη στις 2 Ιουνίου 2010, υποβλήθηκε πρόταση τροποποίησης του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009/ΕΚ,¹⁶ με την οποία προτείνεται η ανάθεση της διασφάλισης της τήρησης των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών – με την εξαίρεση του άρθρου 4, παρ. 1, την ευθύνη τήρησης του οποίου θα έχουν οι εθνικές αρμόδιες αρχές. Προς τον σκοπό αυτό προτείνεται η εν λόγω Αρχή να μπορεί, μεταξύ άλλων, να ζητήσει από ΟΑΠΙ, πρόσωπα που συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αξιολογούμενες επιχειρήσεις και σχετιζόμενους με αυτές τρίτους, καθώς και από άλλα πρόσωπα που σχετίζονται ή συνδέονται άλλως με τους ΟΑΠΙ ή με δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, να της παρέχουν όλες τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκτέλεση των καθηκόντων της, καθώς επίσης και να διενεργεί έρευνες και επιτόπιες επιθεωρήσεις σε ό,τι αφορά την τήρηση των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

2.3 Εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα

Η ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων αναδείχθηκε ιδιαίτερα έντονα κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η παρ' ολίγον κατάρρευση της Bear Stearns, η πτώχευση της Lehman Brothers και η διάσωση μέσω δημόσιας στήριξης της AIG αφενός μεν ανέδειξαν κενά στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και αφετέρου δημιούργησαν προβληματισμό σε σχέση με τον ρόλο των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η αντίδραση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν άμεση. Συγκεκριμένα, στις 3 Ιουλίου 2009 δημοσίευσε Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων,¹⁷ στην οποία αναφερόταν στον ρόλο που διαδραμάτισαν τα παράγωγα προϊόντα στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά και στα οφέλη και τους κινδύνους των αγορών αυτών.¹⁸ Επίσης, από την 31η Ιουλίου 2009 ξεκίνησε με πρωτοβουλία των συμμετεχόντων της αγοράς η διαδικασία εκκαθάρισης των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων.¹⁹

Στη συνέχεια, στις 20 Οκτωβρίου 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε δεύτερη Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων,²⁰ στην οποία

¹⁵ Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, άρθρο 11.

¹⁶ Βλ. πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (COM 2010, 289 τελικό).

¹⁷ European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Communication, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/communication_en.pdf.

¹⁸ European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Commission Staff Working Paper, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf. Βλ. επίσης European Commission (2009): *Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets*, Consultation document, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/derivatives/derivatives_consultation.pdf.

¹⁹ Από την ημερομηνία αυτή και εφεξής, αποφασίστηκε –μέσω αυτορρύθμισης– οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου που αφορούν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και δείκτες διαπραγμάτευσης, οι οποίοι βασίζονται στις εν λόγω επιχειρήσεις, να εκκαθαρίζονται μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, το ICE Clear και το Eurex Clearing. Στόχος του εγχειρήματος ήταν η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της διασφάλισης της αποτελεσματικότερης διαχείρισης του κινδύνου για τις ευρωπαϊκές συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου.

²⁰ European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, Communication, October, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:EN:PDF>.

αναφέρονταν τα μέτρα που προτίθετο να υιοθετήσει εντός του 2010 προκειμένου να ικανοποιήσει το αίτημα για μεγαλύτερη σταθερότητα και διαφάνεια στην αγορά παραγώγων.

Τέλος, στις αρχές Σεπτεμβρίου 2010, υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Κανονισμού για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών (trade repositories), με την οποία επιδιώκεται η εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο των κανόνων που διέπουν τα συμβόλαια εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και η ενίσχυση της ασφάλειας και της διαφάνειας στην αγορά αυτή.²¹

Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται οι συμβάσεις παραγώγων σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εξω-χρηματιστηριακά.²² Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Κανονισμού συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- ▼ Καθιέρωση της υποχρέωσης κοινοποίησης σε κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών όλων των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και να καθίσταται δυνατός ο εντοπισμός πιθανών συστημικών κινδύνων. Αρμόδια για την εποπτεία των κεντρικών αυτών αρχείων και για την έγκριση της εγγραφής ή τη διαγραφή των εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων από αυτά θα είναι η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.
- ▼ Καθιέρωση υποχρέωσης εκκαθάρισης μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που πληρούν τα οριζόμενα στην πρόταση Κανονισμού κριτήρια επιλεξιμότητας, όπως, ενδεικτικά, υψηλό επίπεδο ρευστότητας. Για τις συμβάσεις εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που δεν πληρούν τα προαναφερθέντα κριτήρια επιλεξιμότητας, θα πρέπει να διασφαλίζεται η ύπαρξη άλλων κατάλληλων διαδικασιών μείωσης και ελέγχου, σε κάθε περίπτωση, του λειτουργικού και του πιστωτικού κινδύνου, όπως, ενδεικτικά, η επιβολή υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων.
- ▼ Καθιέρωση διεξοδικών υποχρεώσεων αναφορικά με τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους σε σχέση με την αδειοδότησή τους, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που πρέπει να πληρούν, και τις υποχρεώσεις οργανωτικών απαιτήσεων, επαγγελματικής συμπεριφοράς και προληπτικών απαιτήσεων που πρέπει να τηρούν.

2.4 Ανοικτές πωλήσεις (short selling)

Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης –και ιδίως από τον Σεπτέμβριο του 2008– οι αρμόδιες εποπτικές αρχές σε αρκετά κράτη μέλη της ΕΕ έλαβαν έκτακτα μέτρα για τον περιορισμό ή την απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων σε ορισμένες ή σε όλες τις κατηγορίες κινητών αξιών.²³ Σε ορισμένα κράτη μέλη τέθηκαν επίσης περιορισμοί σε ό,τι αφορά τις συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου.²⁴ Λόγω της απουσίας νομοθετικού πλαισίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι προσεγγίσεις που ακολουθήθηκαν σχετικά ήταν αρκετά διαφοροποιημένες μεταξύ τους.

²¹ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών» (COM 2010, 484/5).

²² Βλ. Παράρτημα Ι, Τμήμα Γ, σημεία 4 έως 10 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

²³ Βλ. European Securities and Markets Authority (2011): *Measures adopted by competent authorities on short selling – Updated February 2011*, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5237>.

²⁴ Βλ. δελτίο τύπου της BaFin, της 18ης Μαΐου 2010: *Bafin prohibits naked short-selling transactions and naked CDS in government bonds of euro zone*, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.bafin.de/cln_179/nn_721140/SharedDocs/Mitteilungen/EN/2010/pm_100518_cds_leerverkauf_allgemeinverfuegungen_en.html.

Με γνώμονα την εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε τον Σεπτέμβριο του 2010 πρόταση Κανονισμού,²⁵ σύμφωνα με την οποία, ως ανοικτή πώληση μετοχών ή ομολόγων ορίζεται η πώληση των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη στιγμή της σύναψης της σύμβασης πώλησης. Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται:

- ▼ όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ, αλλά και εξω-χρηματιστηριακά,
- ▼ τα παράγωγα προϊόντα,²⁶ τα οποία σχετίζονται με χρηματοπιστωτικό μέσο ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ και εξω-χρηματιστηριακά, και
- ▼ οι χρεωστικοί τίτλοι (debt instruments), οι οποίοι εκδίδονται από κράτος μέλος της ΕΕ ή από την ΕΕ, καθώς και παράγωγα προϊόντα²⁷ που συνδέονται με χρεωστικούς τίτλους κρατους μελών ή της ΕΕ.

Σημαντικά σημεία της πρότασης Κανονισμού αποτελούν μεταξύ άλλων:

- ▼ Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές ή στο κοινό, κατά περίπτωση, σημαντικών ανοικτών θέσεων σε μετοχές. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που προβαίνουν σε πράξεις ανοικτών πωλήσεων οφείλουν να γνωστοποιούν στις αρμόδιες αρχές την καθαρή ανοικτή θέση που διατηρούν, όταν αυτή ξεπερνά το 0,2% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%. Επιπλέον, όταν η καθαρή ανοικτή θέση ξεπερνά το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%, τα πρόσωπα που διατηρούν την εν λόγω ανοικτή θέση υποχρεούνται να τη δημοσιοποιήσουν στο επενδυτικό κοινό.
- ▼ Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές σημαντικών ανοικτών θέσεων σε χρεωστικούς τίτλους κρατους μελών και ακάλυπτων θέσεων σε συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου, όταν οι ανωτέρω θέσεις υπερβούν ένα συγκεκριμένο όριο το οποίο θα καθοριστεί από την Επιτροπή, ανάλογα με το ύψος των εκδόσεων των χρεωστικών τίτλων χρέους για κάθε κράτος μέλος και της ΕΕ, καθώς και ανάλογα με το μέγεθος των θέσεων που κατέχουν οι συμμετέχοντες της αγοράς σε χρεωστικούς τίτλους κρατους μελών ή της ΕΕ.
- ▼ Η καθιέρωση περιορισμών σε ό,τι αφορά τη διενέργεια ακάλυπτων ανοικτών πωλήσεων, όταν δηλαδή ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη σύναψη της σύμβασης πώλησης τους τίτλους. Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρόταση Κανονισμού κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο απαιτείται πριν προβεί σε πράξη ανοικτής πώλησης τίτλων είτε να έχει δανειστεί τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, είτε να έχει συνάψει συμφωνία για να τα δανειστεί, είτε να έχει προβεί σε σύναψη συμφωνίας με τρίτο μέρος, δυνάμει της οποίας το τρίτο μέρος έχει επιβεβαιώσει ότι έχει εξασφαλίσει τους τίτλους προκειμένου να τους δανείσει στο ανωτέρω (φυσικό ή νομικό) πρόσωπο.
- ▼ Η καθιέρωση διαδικασιών buy-in και επιβολής προστίμων σε περίπτωση καθυστερήσεων στον διακανονισμό.
- ▼ Η καθιέρωση δυνατότητας παρέμβασης των αρμόδιων αρχών, περιλαμβανομένης της δυνατότητάς τους σε περίπτωση ακραίων εξελίξεων στις αγορές να απαγορεύουν τις ανοικτές πωλήσεις ή τις συναλλαγές με συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και ο καθορισμός των σχετικών αρμοδιοτήτων της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών.

²⁵ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις ανοικτές πωλήσεις και ορισμένες πιυχές των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου» (COM 2010, 482).

²⁶ Βλ. Οδηγία 2004/39/ΕΚ, Παράρτημα Ι, τμήμα Γ, σημεία 4-10.

²⁷ *Ibid.*

- ▼ Η καθιέρωση εξαιρέσεων από τις ως άνω υποχρεώσεις εφόσον ο κύριος τόπος διαπραγμάτευσης είναι εκτός της ΕΕ ή στις περιπτώσεις ειδικής διαπραγμάτευσης, οι οποίες γίνεται δεκτό ότι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την παροχή ρευστότητας.

2.5 Συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών

Στις 12 Ιουλίου 2010 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας σε ό,τι αφορά την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ για τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών.²⁸ Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, αν και δεν υπάρχουν απτές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση συνέβαλε στην αύξηση των απαιτήσεων αποζημίωσης από τα συστήματα που διέπονται από την Οδηγία 97/9/ΕΚ, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, η Επιτροπή έχει λάβει πολλές καταγγελίες επενδυτών σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας, οι οποίες κατά κύριο λόγο αφορούσαν το επίπεδο κάλυψης και τον τρόπο χρηματοδότησης των συστημάτων αυτών, καθώς και καθυστερήσεις στη χορήγηση της αποζημίωσης. Στο πλαίσιο αυτό, κρίθηκε αναγκαία η αναθεώρηση της εν λόγω Οδηγίας με σκοπό:

- ▼ την ευθυγράμμιση της με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID) τόσο σε ό,τι αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες που υπόκεινται στο πεδίο εφαρμογής της, όσο και σε σχέση με την κατηγοριοποίηση των πελατών (ιδιώτες και επαγγελματίες),
- ▼ την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και της εμπιστοσύνης τους στις κεφαλαιαγορές,
- ▼ τη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού όσον αφορά την κάλυψη διαφορετικών κατηγοριών χρηματοπιστωτικών προϊόντων,
- ▼ τη διασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης των συστημάτων, και
- ▼ την εξασφάλιση ταχείας αποζημίωσης των επενδυτών.

Η παροχή αποζημίωσης στους επενδυτές από το σύστημα αφορά είτε την απόδοση στους επενδυτές κεφαλαίων, τα οποία διακρατά η επιχείρηση επενδύσεων για λογαριασμό τους σε σχέση με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είτε την επιστροφή σε αυτούς τίτλων οι οποίοι τους ανήκουν και τους οποίους διακρατά, διοικεί ή διαχειρίζεται για λογαριασμό τους η επιχείρηση επενδύσεων. Η παροχή αποζημίωσης ενεργοποιείται σύμφωνα με την Οδηγία 97/9/ΕΚ όταν πληρούνται μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- οι αρμόδιες αρχές έχουν διαπιστώσει ότι, κατά τη γνώμη τους, μια επιχείρηση επενδύσεων δεν φαίνεται προς το παρόν ικανή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από απαιτήσεις επενδυτών, για λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική της κατάσταση, και δεν προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανή στο προσεχές μέλλον, ή όταν
- δικαστική αρχή, βασισόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης επενδύσεων, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας των επενδυτών να επιδιώξουν την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους έναντι της εν λόγω επιχείρησης επενδύσεων.

Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Οδηγίας είναι τα ακόλουθα:

- ▼ αύξηση του ύψους αποζημίωσης ανά επενδυτή από είκοσι χιλιάδες σε πενήντα χιλιάδες ευρώ,
- ▼ επέκταση της παροχής κάλυψης και σε κατόχους μεριδίων ΟΣΕΚΑ, εφόσον (α) η αρμόδια αρχή έχει διαπιστώσει ότι ένας θεματοφύλακας ή τρίτος στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ αδυνατεί, προς το παρόν, να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς τον ΟΣΕΚΑ, για λόγους που

²⁸ Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών» (COM 2010, 371 τελικό).

έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή του τρίτου, ούτε προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανός στο προσεχές μέλλον, ή (β) δικαστική αρχή, βασισμένη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή τρίτου στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας του ΟΣΕΚΑ να επιδιώξει την ικανοποίηση των απαιτήσεών του έναντι του θεματοφύλακα ή του εν λόγω τρίτου,

- ▼ καθιέρωση υποχρέωσης αποζημίωσης των επενδυτών το αργότερο εντός τριών μηνών αφότου αποδειχθεί το βάσιμο της απαίτησης και προσδιοριστεί το ύψος της (με δυνατότητα παράτασης που ζητείται σε έκτακτες περιστάσεις από τις αρμόδιες αρχές),
- ▼ καθιέρωση κανόνων που αφορούν τη χρηματοδότηση των συστημάτων αποζημίωσης επενδύσεων,
- ▼ βελτίωση της παρεχόμενης πληροφόρησης προς τους επενδυτές αναφορικά με το βαθμό κάλυψης των περιουσιακών τους στοιχείων, και
- ▼ καθιέρωση δυνατότητας για ένα σύστημα αποζημίωσης επενδυτών κράτους μέλους να μπορεί να λαμβάνει δάνειο από συστήματα αποζημίωσης επενδυτών που λειτουργούν στα λοιπά κράτη μέλη της ΕΕ, εφόσον τα κεφάλαιά του δεν επαρκούν για την κάλυψη των αποζημιώσεων και πληρούνται οι προβλεπόμενες σχετικά στην Οδηγία προϋποθέσεις.

3. Τα μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης που επηρεάστηκαν έμμεσα από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση

3.1 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

Στο πλαίσιο της αναθεώρησης της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και σε συνέχεια των σχετικών διαβουλεύσεων που έλαβαν χώρα την άνοιξη του 2010, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (εφεξής CESR) δημοσίευσε στις 29 Ιουλίου 2010 τη Συμβουλή της προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,²⁹ εστιάζοντας, σε συνέχεια της κρίσης, αφενός μεν στην ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών σε μετοχές και αφετέρου στην καθιέρωση υποχρεώσεων διαφάνειας στις αγορές μη μετοχικών τίτλων, τόσο σε προ-συναλλακτικό όσο και σε μετα-συναλλακτικό επίπεδο. Σύμφωνα με τη CESR, η διαφάνεια στις συναλλαγές διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ των διαφορετικών τρόπων διαπραγμάτευσης, την ορθή διαμόρφωση των τιμών και την αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων βέλτιστης εκτέλεσης.³⁰

Λαμβάνοντας υπόψη την ανωτέρω Συμβουλή της CESR, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε στις 8 Δεκεμβρίου 2010 κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με την αναθεώρηση της Οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID).³¹ Το κείμενο της διαβούλευσης αφορά την τροποποίηση των διατάξεων της MiFID επί των ακόλουθων θεματικών:

²⁹ Committee of European Securities Regulators (2010): *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets*, Report, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7004>.

³⁰ *Ibid*, σελ. 6-7.

³¹ European Commission (2010): *Public Consultation on the review of the markets in financial instruments directive (MiFID)*, Consultation paper, December, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

- ▼ (μικρο)-δομή των αγορών,
- ▼ ενίσχυση της προ-συναλλακτικής και μετα-συναλλακτικής διαφάνειας στις αγορές μετοχών της ΕΕ και υιοθέτηση νέων κανόνων διαφάνειας στις αγορές μη μετοχικών τίτλων,
- ▼ βελτιώσεις σε ό,τι αφορά την ενιαία καταγραφή και παροχή στοιχείων (market data consolidation),
- ▼ υιοθέτηση κανόνων για την αγορά παραγώγων επί εμπορευμάτων,
- ▼ παροχή διευκρινίσεων και διεύρυνση του καθεστώτος γνωστοποίησης συναλλαγών,
- ▼ ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και βελτιώσεις στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών,
- ▼ περαιτέρω σύγκλιση του ρυθμιστικού πλαισίου και των εποπτικών πρακτικών, και
- ▼ ενίσχυση των εποπτικών εξουσιών.

Η πρόταση Οδηγίας για την αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ αναμένεται να υποβληθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το δεύτερο τρίμηνο του 2011.

3.2 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση αγοράς

Στις 25 Ιουνίου 2010 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε σχέδιο κειμένου διαβούλευσης αναφορικά με την αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση αγοράς.³² Αν και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν φαίνεται να συνετέλεσε στην αύξηση των περιστατικών κατάχρησης αγοράς σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ωστόσο ανέδειξε την ταχύτητα με την οποία αντιδρούν οι αγορές στην πληροφόρηση και την τεράστια σημασία της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές. Επίσης, η εμφάνιση υψηλής μεταβλητότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων προκάλεσε συζητήσεις σχετικά με τον ρόλο που διαδραμάτισαν οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου προς αυτή την κατεύθυνση.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ επιθυμεί να επιτύχει τους ακόλουθους στόχους:

- ▼ να ενισχυθούν η ακεραιότητα της αγοράς και η προστασία του επενδυτή,
- ▼ να ενισχυθεί η αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων αποφυγής και αντιμετώπισης περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς,
- ▼ να αυξηθεί σε όρους κόστους η αποτελεσματικότητα του νομοθετικού πλαισίου μέσα από τη μείωση των διακριτικών ευχερειών και της εισαγωγής εναρμονισμένων προτύπων,
- ▼ να βελτιωθεί η διαφάνεια, η εποπτεία, η ασφάλεια και η ακεραιότητα των αγορών παραγώγων, και τέλος,
- ▼ να ενισχυθεί ο συντονισμός μεταξύ των αρμόδιων εθνικών αρχών και να εξαλειφθούν κατά το δυνατόν οι περιπτώσεις ρυθμιστικού αρμπιτράζ. Ουσιαστικό ρόλο για την επίτευξη του στόχου αυτού αναμένεται να διαδραματίσει εν προκειμένω η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

Η πρόταση αναθεώρησης της Οδηγίας αναμένεται να υποβληθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το πρώτο τρίμηνο του 2011.

³² European Commission (2010): *Public consultation on a revision of the Market Abuse Directive (MAD)*, Consultation paper, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper.pdf.

3.3 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ για το ενημερωτικό δελτίο

Στις 11 Δεκεμβρίου 2010 εκδόθηκε η Οδηγία 2010/73/ΕΕ με την οποία αναθεωρείται αρκετά εκτεταμένα η Οδηγία 2003/71/ΕΚ για το ενημερωτικό δελτίο.³³ Τα βασικότερα σημεία της αναθεώρησης συνοψίζονται στα εξής:

i. Προσθήκη νέων ορισμών

(α) *Ειδικοί επενδυτές*: για τους σκοπούς των ιδιωτικών τοποθετήσεων κινητών αξιών (private placements), οι επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να θεωρούν ως ειδικούς επενδυτές τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, τα οποία οι εν λόγω εταιρείες θεωρούν ως επαγγελματίες πελάτες ή επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους σύμφωνα με το παράρτημα ΙΙ και το άρθρο 24 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

(β) *Βασική πληροφόρηση*: εισάγεται η έννοια της βασικής πληροφόρησης, δηλαδή της ουσιαστικής και κατάλληλης πληροφόρησης που πρέπει να παρέχεται στους επενδυτές προκειμένου να τους επιτρέψει να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους που διέπουν τις κινητές αξίες και να λαμβάνουν ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Η βασική πληροφόρηση θα πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα στοιχεία:

- ▼ σύντομη περιγραφή των κινδύνων και των βασικών χαρακτηριστικών του εκδότη ή του εγγυητή, περιλαμβανομένων των περιουσιακών του στοιχείων, των υποχρεώσεων και της χρηματοοικονομικής του θέσης,
- ▼ σύντομη περιγραφή των κινδύνων και των βασικών χαρακτηριστικών της επένδυσης στο συγκεκριμένο είδος κινητών αξιών, περιλαμβανομένων των δικαιωμάτων που εμπεριέχουν οι κινητές αξίες,
- ▼ τους γενικούς όρους της προσφοράς, περιλαμβανομένων εκτιμήσεων για τις χρεώσεις που επιβαρύνουν τον επενδυτή και προέρχονται από τον εκδότη ή τον εγγυητή,
- ▼ λεπτομερή στοιχεία για την αποδοχή προς διαπραγμάτευση, και
- ▼ τους σκοπούς που πρόκειται να ικανοποιηθούν μέσω της συγκεκριμένης προσφοράς και στοιχεία για τη χρήση των προσόδων που θα προέλθουν από αυτή.

ii. Αλλαγές σε ό,τι αφορά το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου

Με τη νέα Οδηγία ορίζεται ότι, μεταξύ άλλων, θα πρέπει να παρέχεται στον επενδυτή η ως άνω βασική πληροφόρηση [υπό ι(β)] μέσω του καλούμενου περιληπτικού σημειώματος.

iii. Τροποποιήσεις αναφορικά με την ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να διασφαλίζουν ότι δεν αποδίδεται αστική ευθύνη σε οποιοδήποτε πρόσωπο αποκλειστικά και μόνο βάσει του περιληπτικού σημειώματος, συμπεριλαμβανομένης οποιασδήποτε μετάφρασής του, εκτός αν το εν λόγω σημείωμα είναι παραπλανητικό, ανακριβές ή ασυνεπές, αναγινωσκόμενο μαζί με τα άλλα μέρη του ενημερωτικού δελτίου και δεν παρέχει βασικές πληροφορίες που βοηθούν τους επενδυτές στην απόφασή τους να επενδύσουν σε αυτές τις κινητές αξίες.

³³ Οδηγία 2010/73/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 «για τροποποίηση των Οδηγιών 2003/71/ΕΚ σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και 2004/109/ΕΚ για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά», ΕΕ L 327/11.12.2010, σελ. 1-12. Βλ. επίσης ESMA (2011): *Request for technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive (2003/71/EC) as amended by the Directive 2010/73/EU*, Call for evidence, January, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/roporp2.php?id=7450>.

iv. Τροποποιήσεις σε ό,τι αφορά τα συμπληρώματα του ενημερωτικού δελτίου

Σύμφωνα με τη νέα Οδηγία, κάθε σημαντικό νέο στοιχείο, τεχνικό σφάλμα ή ανακρίβεια στις πληροφορίες που περιέχει το ενημερωτικό δελτίο, το οποίο είναι ικανό να επηρεάσει την εκτίμηση για τις κινητές αξίες και το οποίο ανακύπτει ή διαπιστώνεται μεταξύ του χρόνου που μεσολαβεί από την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου έως την οριστική λήξη της δημόσιας προσφοράς, ή, ανάλογα με την περίπτωση, την έναρξη της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά (όποια από τις δύο προκύπτει αργότερα), αναφέρεται σε συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου. Το συμπλήρωμα αυτό εγκρίνεται εντός επτά εργάσιμων ημερών κατ' ανώτατο όριο και δημοσιεύεται σύμφωνα με όσα ισχύουν για τη δημοσίευση του αρχικού ενημερωτικού δελτίου. Το περιληπτικό σημείωμα και οι ενδεχόμενες μεταφράσεις του πρέπει επίσης να συμπληρώνονται, εφόσον αυτό απαιτείται, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι νέες πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο συμπλήρωμα.

Οι επενδυτές οι οποίοι έχουν ήδη συμφωνήσει να αγοράσουν κινητές αξίες ή να εγγραφούν πριν από τη δημοσίευση του συμπληρώματος, έχουν το δικαίωμα, εντός δύο εργάσιμων ημερών από τη δημοσίευση του συμπληρώματος, να αποσύρουν την προσφορά τους, υπό την προϋπόθεση ότι το σημαντικό νέο στοιχείο, τεχνικό σφάλμα ή ανακρίβεια προέκυψε πριν από την οριστική λήξη της δημόσιας προσφοράς και την παράδοση των κινητών αξιών. Η περίοδος αυτή μπορεί να παραταθεί από τον εκδότη ή τον προσφέροντα. Η τελική ημερομηνία για την άσκηση του δικαιώματος απόσυρσης θα πρέπει να αναφέρεται στο συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου.

3.4 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ για τη διαφάνεια

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε στις 27 Μαΐου 2010 έκθεση σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ «για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά», σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 33 της εν λόγω Οδηγίας.³⁴ Σκοπός της έκθεσης είναι να παρουσιαστούν οι επιπτώσεις και τα βασικά ζητήματα που εγείρει η εφαρμογή της Οδηγίας, προκειμένου να εντοπιστούν τα σημεία εκείνα που χρήζουν περαιτέρω επεξεργασίας και, ενδεχομένως, αναθεώρησης, ιδίως σε συνέχεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ανάγκης που δημιουργήθηκε, συνακόλουθα, για την ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή και της διαφάνειας στις αγορές. Είχε προηγηθεί, τον Φεβρουάριο του 2010 δημόσια διαβούλευση αναφορικά με την επέκταση της υποχρέωσης κοινοποίησης της απόκτησης σημαντικών συμμετοχών και σε χρηματοπιστωτικά μέσα άλλα εκτός των μετοχών.

Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τον Μάιο του 2010 ερωτηματολόγιο³⁵ σχετικά με την ανάγκη επικαιροποίησης και εκσυγχρονισμού της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ για θέματα που αφορούν:

³⁴ European Commission (2010): *Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, Report, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_en.pdf. Βλ. επίσης European Commission (2010): *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, Staff working document, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf.

³⁵ European Commission (2010): *Consultation document on the modernization of the Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are submitted to trading on a regulated market*, Consultation document, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf.

- ▼ την έλλειψη δημοσιοποίησης για παράγωγα προϊόντα που διακανονίζονται σε μετρητά (cash-settled derivatives), η οποία έχει οδηγήσει σε αυξημένο κίνδυνο ύπαρξης «κρυφής ιδιοκτησίας» ("hidden ownership"),
- ▼ τον πιθανό κίνδυνο από την ύπαρξη «κενής ψήφου» ("empty voting"),
- ▼ τη διευκόλυνση των εκδοτών μικρών επιχειρήσεων, και
- ▼ την ύπαρξη αποκλίσεων σε ό,τι αφορά τη συμμόρφωση με την Οδηγία σε εθνικό επίπεδο.

3.5 Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών

Στις 13 Ιανουαρίου 2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με την καθιέρωση ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών και την εναρμόνιση ορισμένων πτυχών του διακανονισμού των κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.³⁶ Το κείμενο διακρίνεται σε δύο μέρη εκ των οποίων:

Το πρώτο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εφαρμογής ενός εναρμονισμένου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Αποθετήρια και, ειδικότερα, αφορά τα ακόλουθα:

- ▼ το πεδίο εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου,
- ▼ διάφορα ζητήματα αδειοδότησης και εποπτείας των Αποθετηρίων,
- ▼ ζητήματα πρόσβασης και διαλειτουργικότητας, και
- ▼ διάφορα ζητήματα προληπτικής εποπτείας.

Το δεύτερο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εναρμόνισης ορισμένων πτυχών κατά τον διακανονισμό των κινητών αξιών στην ΕΕ, όπως:

- ▼ την εφαρμογή ενιαίων κανόνων κατά τον διακανονισμό (settlement discipline),
- ▼ την εναρμόνιση των κύκλων διακανονισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και
- ▼ την εφαρμογή ενός ενιαίου καθεστώτος για την επιβολή κυρώσεων.

Από το πεδίο εφαρμογής της επικείμενης νομικής πράξης εξαιρούνται:

- ▼ οι κεντρικές τράπεζες που παρέχουν υπηρεσίες αποθετηρίου, και
- ▼ οι οργανισμοί διαχείρισης δημόσιου χρέους.

Η ημερομηνία λήξης της διαβούλευσης ήταν η 1η Μαρτίου 2011, ενώ η νομοθετική πρόταση αναμένεται να οριστικοποιηθεί περί τον Ιούνιο του 2011.

³⁶ European Commission (2011): *Public consultation on Central Securities Depositories (CSDs) and on the harmonisation of certain aspects of securities settlement in the European Union*, Consultation paper, January, διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/csd/consultation_csd_en.pdf.

4. Συμπεράσματα

Όπως σαφώς προκύπτει από τα προαναφερθέντα, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε αφενός μεν την ανάγκη αντιμετώπισης των κενών που εντοπίστηκαν στην ευρωπαϊκή νομοθεσία σε σχέση με την άσκηση ρυθμιστικής παρέμβασης στις κεφαλαιαγορές σε συγκεκριμένες θεματικές, και αφετέρου την ανάγκη ενίσχυσης ή/και διεύρυνσης του πεδίου εφαρμογής υφιστάμενων ρυθμίσεων με γνώμονα τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης τους στις αγορές.

Οι προαναφερθείσες νομικές πράξεις, που είτε έχουν ήδη υιοθετηθεί είτε τελούν υπό εκπόνηση αποτελούν ένα μέρος μόνο των δράσεων που έχουν αναληφθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ως αποτέλεσμα (άμεσο ή έμμεσο) της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι προτάσεις και τα μέτρα που λαμβάνονται για τη διασφάλιση συνολικά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει είναι πολλά και εκτείνονται σε όλο το φάσμα των επιμέρους τομέων του. Τα ευρωπαϊκά όργανα και φορείς, αλλά και οι αρμόδιες ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές των κρατών μελών έχουν επιφορτιστεί με το ιδιαίτερος σημαντικό και σύνθετο έργο της κατά το δυνατόν ταχύτερης και ασφαλούς ανάκαμψης των οικονομιών των κρατών μελών και της επαναφοράς της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές, χωρίς ωστόσο να υπάρξουν αρνητικές επιπτώσεις στη λειτουργία των τελευταίων.

Πρωτοβουλίες υπό εξέλιξη όπως αυτές που αφορούν, μεταξύ άλλων, την επιβολή ειδικών κανόνων για τους συστημικά σημαντικούς φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, την εύρυθμη εξυγίανσή τους σε περίπτωση που αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας, την αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων, την επιβολή απαιτήσεων ρευστότητας, καθώς και την επιβολή ειδικής φορολόγησης των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με απώτερο στόχο την αποφυγή επιβάρυνσης των φορολογουμένων σε περίπτωση κρίσης, είναι μερικά μόνο από τα μέτρα που πρόκειται να ληφθούν σε ό,τι αφορά τη ρυθμιστική παρέμβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα, εκτός του τομέα των κεφαλαιαγορών.

Είναι σαφές ότι το ρυθμιστικό περιβάλλον τροποποιείται σημαντικά στον χρηματοπιστωτικό τομέα ως αποτέλεσμα της κρίσης. Μένει να αποδειχθεί κατά πόσο θα λειτουργήσει εξίσου αποτελεσματικά.³⁷

³⁷ Το παρόν άρθρο έχει επικαιροποιηθεί μέχρι τον Απρίλιο του 2011.