

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΓΝΩΜΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

της 12ης Ιουνίου 2003

κατόπιν αιτήματος του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις ρυθμιζόμενες αγορές, και για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου [COM(2002) 625 τελικό]

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Στις 16 Δεκεμβρίου 2002 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έλαβε αίτημα του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης να διατυπώσει τη γνώμη της σχετικά με πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις ρυθμιζόμενες αγορές, και για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου [COM(2002)625 τελικό, εφεξής καλούμενη «πρόταση οδηγίας»].
2. Η αρμοδιότητα της ΕΚΤ να διατυπώνει τη γνώμη της βασίζεται στο άρθρο 105 παράγραφος 4 πρώτη περίπτωση της συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (εφεξής καλούμενης «συνθήκη») και στο άρθρο 3.3 του καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (εφεξής καλούμενου «καταστατικό»), δεδομένου ότι η πρόταση οδηγίας περιέχει διατάξεις που επηρεάζουν την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και έχουν, ενδεχομένως, αντίκτυπο στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η παρούσα γνώμη εκδόθηκε από το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ σύμφωνα με το άρθρο 17.5 πρώτη πρόταση του εσωτερικού κανονισμού της ΕΚΤ.
3. Βασικός στόχος της πρότασης οδηγίας είναι η αναθεώρηση του ρυθμιστικού πλαισίου όσον αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι ουσιώδεις μεταβολές που έχουν σημειωθεί τα τελευταία χρόνια στις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι εξελίξεις που σημειώθηκαν στην τεχνολογία της πληροφορικής μετά την έκδοση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 10ης Μαΐου 1993, σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών⁽¹⁾ (ISD) είχαν ουσιώδη αντίκτυπο στη διάρθρωση και την αποτελεσματικότητα των αγορών κινητών αξιών. Παράλληλα, λόγω της εισαγωγής του ευρώ, η οποία επέσπευσε την ανάγκη για ύπαρξη μιας πραγματικά ενοποιημένης ευρωπαϊκής αγοράς κινητών αξιών, σημειώθηκε σημαντική αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών.
4. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η ΕΚΤ επιδοκιμάζει και εν γένει προωθεί τις ρυθμίσεις της πρότασης οδηγίας, με τις οποίες επιδιώκεται η ενίσχυση του βαθμού κανονιστικής εναρμόνισης και η επέκταση της τελευταίας προς την κατεύθυνση της υπαγωγής και νέων επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων σε αυτή. Η πρόταση οδηγίας πραγματοποιείται νέα ζητήματα τα οποία εγείρει ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων και των νέων συστημάτων εκτέλεσης εντολών, θεσπίζοντας κανόνες που διασφαλίζουν την υπαγωγή των διαφορετικών συστημάτων εκτέλεσης εντολών στην ίδια δέσμη κανόνων, και, ως εκ τούτου, τη δυνατότητα ανταγωνισμού μεταξύ τους, και που εγγυώνται την προστασία των επενδυτών, τη διαφάνεια και αποτελεσματικότητα λειτουργίας της αγοράς. Προς επίτευξη των παραπάνω στόχων, η πρόταση οδηγίας εισάγει μια ολοκληρωμένη δέσμη κανόνων για το σύνολο των συστημάτων διαπραγμάτευσης, ήτοι για τις ρυθμιζόμενες αγορές, τις πολυμερείς διευκολύνσεις συναλλαγών (ΠΔΣ) και τους διαμεσολαβητές που εκτελούν εντολές «εσωτερικά». Πάντως, η ΕΚΤ θεωρεί ότι η πρόταση οδηγίας θα μπορούσε να αποσαφηνίσει μια σειρά ζητημάτων, τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά στη συνέχεια.
5. Κατά πρώτον, το ζήτημα της εφαρμογής της νομοθετικής μεθοδολογίας την οποία συστήνει η επιτροπή σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών (επιτροπή σοφών). Κατ' αρχήν η ΕΚΤ επιδοκιμάζει τη χρήση της διαδικασίας των επιτροπών στο πλαίσιο της πρότασης οδηγίας, σύμφωνα και προς τις συστάσεις της επιτροπής σοφών. Η έκθεση της τελευταίας στόχο έχει να καταστήσει τη νομοθεσία περί κινητών αξιών της ΕΕ περισσότερο αποτελεσματική, ευέλικτη και διαφανή, επιτρέποντας την πρόσφορη και έγκαιρη ανταπόκριση στις δυναμικές εξελίξεις της αγοράς. Υπό το φως του παραπάνω στόχου αποτελεί μείζονος σημασίας ζήτημα η επιλογή του κατάλληλου νομοθετικού μέσου, και δη της οδηγίας ή του κανονισμού. Σύμφωνα με δήλωση της επιτροπής σοφών, οι οδηγίες αφήνουν στα κράτη μέλη μεγαλύτερα περιθώρια εφαρμογής του κοινοτικού δικαίου, αλλά, πολύ συχνά, οδηγούν σε άνιση μεταφορά και σε διαφορετική ερμηνεία του. Σύμφωνα με την ορολογία της επιτροπής σοφών, η προτεινόμενη ρύθμιση εμπίπτει στην κατηγορία νομοθεσίας «επίπεδου 1», ήτοι στις «αρχές-πλαίσιο», καθορίζοντας καίριες πολιτικές επιλογές στις οποίες θα πρέπει να προβεί το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο Υπουργών σε έναν τομέα που αποτελεί τον πυρήνα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Τις αρχές-πλαίσιο θα πρέπει να εφαρμόσει ο κοινοτικός νομοθέτης στο «επίπεδο 2» κι όχι τα κράτη μέλη, καθώς η εφαρμογή τους σε εθνικό επίπεδο είναι πιθανό

(¹) ΕΕ L 141 της 11.6.1993, σ. 27.

ότι θα οδηγήσει στη διαμόρφωση μιας ετερογενούς νομικής κατάστασης. Οι βασικές αρχές-πλαίσιο θα πρέπει να είναι οι ίδιες και να εφαρμόζονται ομοιόμορφα σε ολόκληρη την ΕΕ. Οι ρυθμίσεις της πρότασης οδηγίας άλλοτε δεν αφήνουν περιθώρια εφαρμογής τους από τα κράτη μέλη, οπότε η χρήση οδηγίας είναι απρόσφορη, κι άλλοτε παρέχουν διακριτική ευχέρεια – περίπτωση στην οποία η εφαρμογή των «αρχών-πλαίσιο» θα οδηγήσει στη δημιουργία διαφορών εντός της ΕΕ. Εάν οι νομικές πράξεις αμφοτέρων των επιπέδων 1 και 2 είναι οδηγίες συνεπαγόμενες την ανάγκη εφαρμογής τους σε εθνικό επίπεδο, το τελικό αποτέλεσμα δεν πρόκειται να προσφέρει λύση σε ένα από τα προβλήματα, ως προς τα οποία η επιτροπή σοφών έχει επισημάνει ότι αποτελούν τροχπέδη στην ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών και, συγκεκριμένα, στην απουσία σαφούς ρύθμισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Όσον αφορά, μάλιστα, τη «νομοθεσία-πλαίσιο» του επιπέδου 1, η επιτροπή σοφών επεσήμανε πως θα πρέπει να χρησιμοποιούνται μάλλον οι κανονισμοί, και όχι οι οδηγίες, και πως η ίδια θεωρεί ότι οι κανονισμοί θα πρέπει να χρησιμοποιούνται όποτε αυτό είναι δυνατό. Η ΕΚΤ στήριξε τα συμπεράσματα της επιτροπής σοφών, όπως άλλωστε και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης, τον Μάρτιο του 2001, το οποίο ενέκρινε την έκθεση της τελευταίας. Η ΕΚΤ σημειώνει ότι πράγματι –και σε αντίθεση με τις οδηγίες– οι κανονισμοί εξασφαλίζουν σημαντικά πλεονεκτήματα, καθότι είναι άμεσα εφαρμοστέοι στα κράτη μέλη, χωρίς να χρήζουν εφαρμογής τους μέσω της εθνικής νομοθεσίας. Η ομοιομορφία που προκύπτει στο επίπεδο των αρχών-πλαίσιο θα πρέπει να οδηγεί σε εφαρμογή τους μέσω κοινοτικής νομοθεσίας επιπέδου 2, λαμβανομένων αναλυτικά υπόψη των ιδιαίτερων εθνικών χαρακτηριστικών. Η ανάγκη λήψης υπόψη των τεχνικής φύσεως εθνικών ιδιαιτεροτήτων εμφανίζεται στο επίπεδο 2, το οποίο αφορά ειδικά μέτρα εφαρμογής, ενώ στο επίπεδο 1 τίθενται απλώς οι βασικές αρχές-πλαίσιο της οικείας νομοθετικής ρύθμισης. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ υποστηρίζει εν γένει ότι στο μέλλον οι κοινοτικές νομοθετικές πράξεις που εμπεριέχουν παρόμοιες αρχές-πλαίσιο θα πρέπει να λαμβάνουν τη μορφή κανονισμών, και όχι οδηγιών, και ότι η εφαρμογή των εν λόγω αρχών θα πρέπει να λαμβάνει χώρα βάσει της διαδικασίας των επιτροπών, μέσω νομοθετικών κειμένων επιπέδου 2 που θα λαμβάνουν υπόψη τις τεχνικής φύσεως εθνικές ανάγκες.

6. Η έκθεση της επιτροπής σοφών τονίζει ότι η χρηματοοικονομική νομοθεσία θα πρέπει να καταδεικνύει μια σαφή και αποτελεσματική γραμμή διαχωρισμού ανάμεσα στις αρχές-πλαίσιο («επίπεδο 1») και τους λεπτομερείς κανόνες εφαρμογής («επίπεδο 2»). Πάντως, η διαχωριστική αυτή γραμμή δεν είναι εμφανής στην πρόταση οδηγίας. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ορισμένες αρχές-πλαίσιο (π.χ. οι διατάξεις σχετικά με τους όρους και τις διαδικασίες παροχής άδειας λειτουργίας, κατά τα προβλεπόμενα στο κεφάλαιο I του τίτλου II) διατυπώνονται εξαρχής με πολύ λεπτομερή τρόπο. Σε άλλες περιπτώσεις, αντίθετως, η διατύπωση των αρχών-πλαίσιο (π.χ. των προϋποθέσεων λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, κατά τα προβλεπόμενα στο κεφάλαιο II του τίτλου II) είναι πολύ πιο αφηρημένη, καθιστώντας αναγκαίο τον ειδικότερο ορισμό ενός εκτενούς φάσματος διατάξεων μέσω νομοθεσίας επιπέδου 2. Η ΕΚΤ θεωρεί ότι οι ρυθμίσεις της πρότασης οδηγίας θα μπορούσαν να εξειδικευθούν περαιτέρω όσον αφορά τον καθορισμό της διαχωριστικής γραμμής ανάμεσα στις αρχές-πλαίσιο

του επιπέδου 1 και τους λεπτομερείς κανόνες εφαρμογής του επιπέδου 2. Είναι δυνατό να οριστεί, εν είδει κατευθυντήριας αρχής, ότι το φάσμα των κανόνων που πρόκειται να υιοθετούνται μέσω νομοθεσίας επιπέδου 2 θα μπορούσε να επεκταθεί όσο το δυνατό περισσότερο, προκειμένου να επιτευχθεί ένας υψηλός βαθμός εναρμόνισης και ευελιξίας στη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών. Εν είδει συγκεκριμένου παραδείγματος η ΕΚΤ σημειώνει ότι οι «βασικοί ορισμοί» του άρθρου 3 παράγραφος 1 της πρότασης οδηγίας είναι δυνατό να οδηγήσουν σε θέσπιση λεπτομερών κανόνων εφαρμογής στο επίπεδο 2, στο μέτρο που χρήζουν αποσαφήνιση (άρθρο 3 παράγραφος 2). Ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τον ορισμό των «χρηματοπιστωτικών μέσων», θα ήταν σκόπιμο να προβλεφθεί η δυνατότητα τροποποίησης του καταλόγου του τμήματος Γ του παραρτήματος I μέσω της εφαρμογής της διαδικασίας των επιτροπών στο επίπεδο 2, εφόσον αυτό κρίνεται απαραίτητο και εντός καθορισμένων εννοιολογικών ορίων, ούτως ώστε να μην αλλοιώνεται το ρυθμιστικό πεδίο της πρότασης οδηγίας. Με τη μέθοδο αυτή αναμένεται ότι θα διευκολυνθεί η ενσωμάτωση βασικών αρχών-πλαίσιο σε μία ενιαία πράξη του ευρωπαϊκού δικαίου η οποία θα είναι άμεσα εφαρμοστέα και θα χαρακτηρίζεται από την υπεροχή των ρυθμίσεών της σε ολόκληρη την ΕΕ. Στο πλαίσιο πρόσφατων συζητήσεων σε φόρα επιτροπών επισημάνθηκαν πιθανά γενικά κριτήρια όσον αφορά τη χρήση κανονισμών ή οδηγιών στο επίπεδο 2. Η ΕΚΤ υποστηρίζει την προοπτική χρήσης της οδηγίας στο πλαίσιο της «νομοθεσίας εφαρμογής επιπέδου 2», στις περιπτώσεις που παρίσταται ανάγκη να λαμβάνονται αναλυτικά υπόψη οι εθνικές ιδιαιτερότητες. Τέλος, η ΕΚΤ σημειώνει ότι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών (ΕθνΚΤ), εν γένει, θα πρέπει να εμπλακούν ενεργά στην προπαρασκευή των μέτρων εφαρμογής όσον αφορά τις οικείες αρμοδιότητες (π.χ. τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού: βλέπε και παραγράφους 18 έως 22 της παρούσας γνώμης).

7. Κατά δεύτερον, το ζήτημα των εξαιρέσεων από το ρυθμιστικό πεδίο της πρότασης οδηγίας. Η ΕΚΤ επισημαίνει ότι το άρθρο 2.1 (στοιχείο στ) και το άρθρο 2.2 εξαιρούν μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) από την εφαρμογή της πρότασης οδηγίας. Η ΕΚΤ αποδέχεται τους κανόνες αυτούς, οι οποίοι αναπαράγουν εξαιρέσεις που προβλέπονται ήδη στην ισχύουσα ISD, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη το νέο θεσμικό πλαίσιο που θέτει η συνθήκη, καθώς, σύμφωνα με το άρθρο 107 αυτής και με το άρθρο 1.2 του καταστατικού του ΕΣΚΤ/της ΕΚΤ, το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών. Ειδικότερα, με το άρθρο 2.2 της πρότασης οδηγίας επικαιροποιείται η διατύπωση του ισχύοντος άρθρου 2.4 της ISD. Η ΕΚΤ επικροτεί τον κανόνα αυτό, ο οποίος αναγνωρίζει ότι, σύμφωνα με την πρόταση οδηγίας, οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν καθίστανται αυτοδικαίως αντισυμβαλλόμενοι των ΕθνΚΤ. Μάλιστα, η ιδιαίτερη φύση των λειτουργιών που ασκούν οι ΕθνΚΤ εντός του Ευρωσυστήματος δικαιολογεί το ειδικό νομικό καθεστώς το οποίο θεσπίζουν η συνθήκη και το καταστατικό, από το οποίο δεν μπορεί να παρεκκλίνει το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο, και το οποίο τονίζει ιδίως η ανεξαρτησία τους. Θα πρέπει να υπομνησθεί ότι το άρθρο 105 της συνθήκης παραθέτει τα βασικά καθήκοντα, τα οποία αναλαμβάνει να διεκπεραιώσει το Ευρωσύστημα (ήτοι τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Κοινότητας, τη διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, την κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών

και την προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών), τηρώντας τις κατευθυντήριες γραμμές που υιοθετούν τα όργανα λήψης αποφάσεων του ΕΣΚΤ. Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ εντός του Ευρωσυστήματος έχουν ειδικά πρόσθετα καθήκοντα επιχειρηματικής φύσης, στα οποία συμπεριλαμβάνεται η διενέργεια κάθε είδους τραπεζικής συναλλαγής με χώρες εκτός του Ευρωσυστήματος και με διεθνείς οργανισμούς, σύμφωνα με το άρθρο 23 του καταστατικού και –στην περίπτωση της ΕΚΤ– της διαχείρισης του κεφαλαίου της ΕΚΤ, στο οποίο εγγράφονται οι ΕθνΚΤ κατά τους όρους των άρθρων 28 και 29 του καταστατικού. Όσον αφορά τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ επιθυμεί να τονίσει ότι η κατευθυντήρια γραμμή ΕΚΤ/2000/7, της 31ης Αυγούστου 2000, σχετικά με πράξεις και διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος⁽¹⁾, και ιδίως το παράρτημα Ι (Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος), ορίζει ότι οι αντισυμβαλλόμενοι σε πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος πρέπει να πληρούν ορισμένα κριτήρια επιλεξιμότητας τα οποία καθορίζονται με αντικειμενικό τρόπο. Η ρύθμιση αυτή επιδιώκει να εξασφαλίσει σε ένα ευρύ φάσμα πιστωτικών ιδρυμάτων πρόσβαση σε πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενισχύοντας την ίση μεταχείριση των ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ και διασφαλίζοντας, παράλληλα, ότι οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι του Ευρωσυστήματος πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις λειτουργικής και προληπτικής φύσης. Οι εξαιρέσεις που μνημονεύονται στα άρθρα 2.1 και 2.2 μειώνουν την όποια αβεβαιότητα σχετικά με την εμβέλεια των δικαιωμάτων που παρέχονται δυνάμει της πρότασης οδηγίας και αίρουν το ενδεχόμενο εσφαλμένης αντίληψης, σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις επενδύσεων αποκτούν αυτοδικαίως, κατ' εφαρμογή της ISD, το δικαίωμα να καθίστανται αντισυμβαλλόμενοι σε πράξεις κεντρικών τραπεζών.

8. Κατά τρίτον, το ζήτημα των κανόνων που αφορούν τους διαμεσολαβητές. Σύμφωνα με το άρθρο 1 παράγραφος 2 της πρότασης οδηγίας, τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες διέπονται από τις διατάξεις των άρθρων 12 και 13 (οργανωτικές απαιτήσεις, διαδικασία συναλλαγών και οριστικοποίησή τους σε μια ΠΔΣ) και στις διατάξεις των κεφαλαίων II και III του τίτλου II (όροι άσκησης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων επενδύσεων και δικαιώματα των επιχειρήσεων επενδύσεων). Η ΕΚΤ επιδοκιμάζει την εφαρμογή των εν λόγω διατάξεων στα πιστωτικά ιδρύματα, προκειμένου να διασφαλίζονται ισότιμοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά και μεταξύ των συστημάτων διαπραγμάτευσης, καθώς και ο κατάλληλος συντονισμός με τις διατάξεις της οδηγίας 2000/12/ΕΚ. Επιπλέον, η ΕΚΤ αντιλαμβάνεται ότι το κεφάλαιο II του τίτλου IV, το οποίο αφορά τη συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών διαφορετικών κρατών μελών, θα εφαρμόζεται, πάντως, στη διασυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από πιστωτικά ιδρύματα. Ουσιαστικά, με τις διατάξεις αυτές ρυθμίζεται η εποπτική συνεργασία κατά τρόπο που προσιδιάζει στη διασυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, είτε αυτές παρέχονται από πιστωτικά ιδρύματα είτε όχι, και λαμβάνονται υπόψη, μεταξύ άλλων, ζητήματα που

άπτονται της προστασίας των μικροεπενδυτών. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ αντιλαμβάνεται ότι το προαναφερθέν κεφάλαιο II του τίτλου IV θα καλύπτει οπωσδήποτε τα πιστωτικά ιδρύματα, όπως και κάθε άλλο τύπο φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η ΕΚΤ επισημαίνει ακόμη την ενδεχόμενη ανάγκη αναθεώρησης του παραρτήματος I της οδηγίας 2000/12/ΕΚ, το οποίο περιλαμβάνει κατάλογο δραστηριοτήτων υποκειμένων σε αμοιβαία αναγνώριση. Τα αρμόδια τραπεζικά φόρα θα μπορούσαν να εξακριβώσουν την απαιτούμενη έκταση της εν λόγω αναθεώρησης.

9. Η ΕΚΤ επισημαίνει επίσης ότι, σύμφωνα με το άρθρο 62 της πρότασης οδηγίας, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν μόνο την υπηρεσία επενδυτικών συμβουλών θα εξαιρούνται από την υποχρέωση πλήρωσης των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας που τάσσει η οδηγία 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 15ης Μαρτίου 1993, σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων⁽²⁾ (CAD). Ουσιαστικά, σύμφωνα και με τα οριζόμενα στο τμήμα III.1 της αιτιολογικής έκθεσης, οι επενδυτικές συμβουλές δεν αποτελούν πηγή κινδύνου αγοράς ή συστημικού κινδύνου, που αποτελούν αντικείμενο ρύθμισης της CAD. Αντιθέτως, οι επενδυτικές συμβουλές είναι δυνατό να αποτελέσουν πηγή λειτουργικού κινδύνου, δεδομένου ότι εταιρείες που αδυνατούν να συμμορφωθούν προς τις υποχρεώσεις προσηκούσας επαγγελματικής επιμέλειας («due diligence») ενδέχεται να υποχρεωθούν σε αποζημίωση μεμονωμένων πελατών, επηρεάζοντας δυνητικά τη σταθερότητα της επιχείρησης. Για να αντιμετωπιστεί το ενδεχόμενο δημιουργίας υποχρέωσης προς αποζημίωση των επενδυτών, το άρθρο 11 παράγραφος 2 της πρότασης οδηγίας επιβάλλει, ως ρύθμιση εναλλακτική σε σχέση με τις απαιτήσεις που προβλέπει η CAD όσον αφορά το αρχικό κεφάλαιο, υποχρέωση προς σύναψη ασφάλισης επαγγελματικής αποζημίωσης στις επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν μόνο επενδυτικές συμβουλές. Εν προκειμένω, η ΕΚΤ επιθυμεί να εστιάσει την προσοχή στο γεγονός ότι ο λειτουργικός κίνδυνος αναγνωρίζεται ολοένα και περισσότερο εντός του ρυθμιστικού πλαισίου, λόγω των επίσημων συνεπειών που ενδέχεται να έχει για τη σταθερότητα ορισμένου ιδρύματος. Ιδιαίτερα, προβλέπεται ότι ο λειτουργικός κίνδυνος, ο οποίος επίσης απορρέει από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, θα ενταχθεί στο αναθεωρημένο πλαίσιο της ΕΕ όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια τραπεζών και επιχειρήσεων επενδύσεων. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν αποκλειστικά επενδυτικές συμβουλές ενδέχεται στο μέλλον να υπόκεινται σε απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας συνδεδεμένες με το λειτουργικό κίνδυνο της οικείας δραστηριότητας. Για το λόγο αυτό, η ΕΚΤ προτείνει, ενόψει την επικείμενης αναθεώρησης του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας, την προσεκτική εξέταση και, μάλιστα, τον περιορισμό της εμβέλειας κάθε λύσης εναλλακτικής σε σχέση με τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που θεσπίζει η CAD.
10. Επιπλέον, η ΕΚΤ συμμαρτίζεται την ανησυχία που αντανακλάται στην πρόταση οδηγίας όσον αφορά την ανάγκη λήψης αποτελεσματικών μέτρων κατά πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων. Η πρόταση οδηγίας προβλέπει τη λήψη τέτοιων μέτρων σε δύο περιπτώσεις. Σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του άρθρου 16, θα απαιτείται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να εντοπίζουν

⁽¹⁾ ΕΕ L 310 της 11.12.2000, σ. 1· όπως τροποποιείται από την κατευθυντήρια γραμμή ΕΚΤ/2002/2 της 7ης Μαρτίου 2002 (ΕΕ L 185 της 15.7.2002, σ. 1).

⁽²⁾ ΕΕ L 141 της 11.6.1993, σ. 1· όπως τροποποιήθηκε τελευταία από την οδηγία 98/33/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ L 204 της 21.7.1998, σ. 29).

πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων στο πλαίσιο της εκτέλεσης των δραστηριοτήτων τους και να θεσπίζουν τις κατάλληλες λειτουργικές φύσης ρυθμίσεις για την πρόληψη ή τη διαχείριση των εν λόγω συγκρούσεων, με απώτερο σκοπό την αποφυγή πρόκλησης δυσμενών συνεπειών. Παρομοίως, σύμφωνα με το άρθρο 36 παράγραφος 1 στοιχείο α), θα απαιτείται από τις ρυθμιζόμενες αγορές να διαθέτουν μηχανισμούς εντοπισμού και διαχείρισης των δυνητικά δυσμενών συνεπειών των συγκρούσεων συμφερόντων, ιδίως εάν αυτές προκύπτουν από ρυθμιστικές λειτουργίες που η αρμόδια αρχή έχει αναθέσει στην αγορά. Η ΕΚΤ επιδοκιμάζει τις εν λόγω διατάξεις, καθώς συμφωνεί, ιδίως, με τη γενική εκτίμηση της Επιτροπής, όπως αυτή διατυπώνεται στην αιτιολογική έκθεση, ότι δηλαδή οι πιθανότητες εκδήλωσης συγκρούσεων συμφερόντων ενδέχεται να αυξηθούν στο πλαίσιο του αυξημένου ανταγωνισμού μεταξύ διαφορετικών μεθόδων εκτέλεσης συναλλαγών, καθώς και μεταξύ συστημάτων διαπραγμάτευσης του αυτού τύπου. Επιπλέον, η ΕΚΤ θεωρεί ότι η ύπαρξη κατάλληλων διατάξεων περί σύγκρουσης συμφερόντων στα συστήματα διαπραγμάτευσης θα μπορούσε επίσης να συμβάλει στη διασφάλιση ισότιμων όρων ανταγωνισμού μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά. Προς επίρρωση των συναφών διατάξεων περί σύγκρουσης συμφερόντων, η ΕΚΤ επιθυμεί να προβεί στα ακόλουθα σχόλια. Κατά πρώτον, το άρθρο 16 παράγραφος 2 απαιτεί από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να λαμβάνουν προληπτικά μέτρα κατά πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των ιδίων και των πελατών τους ή να θεσπίζουν και να εφαρμόζουν οργανωτικούς και διοικητικούς μηχανισμούς με σκοπό τη διαχείριση των εν λόγω συγκρούσεων. Πάντως, αν και η πρόταση οδηγίας φαίνεται να προβλέπει προληπτικές και προστατευτικές φύσεως απαιτήσεις ως εναλλακτικές ρυθμίσεις, αυτές θεωρούνται εν γένει, ακόμη και στα ακαδημαϊκά συγγράμματα, συμπληρωματικές του πλαισίου εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων και, ιδίως, προστασίας των επενδυτών. Για παράδειγμα, φαίνεται εύλογη η σε ορισμένο πελάτη γνωστοποίηση της ύπαρξης σύγκρουσης συμφερόντων πριν από την εκτέλεση μιας συναλλαγής και όχι όταν η εν λόγω σύγκρουση αναφύεται εκδηλώνοντας τα επιζήμια της αποτελέσματα. Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω, η ΕΚΤ θεωρεί ότι το προτεινόμενο άρθρο 16 παράγραφος 2 θα πρέπει να αντιμετωπίζει τα προληπτικά και προστατευτικά μέτρα κατά των περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων ως συμπληρωματικά κι όχι ως υποκατάστατα. Κάτι τέτοιο θα ήταν, άλλωστε, σύμφωνο και με την προτεινόμενη διατύπωση του άρθρου 36 παράγραφος 1 στοιχείο α). Κατά δεύτερον, η ΕΚΤ επιδοκιμάζει τη δυνατότητα ενίσχυσης της αποτελεσματικότητας της ρύθμισης του άρθρου 16 παράγραφος 2 μέσω νομοθεσίας επιπέδου 2. Πάντως, η ΕΚΤ επισημαίνει ότι η άλλη διάταξη της πρότασης οδηγίας, η οποία πραγματεύεται τις περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων (η προαναφερθείσα διάταξη 36 αφορά τις ρυθμιζόμενες αγορές), δεν προβλέπει, παρομοίως, την ύπαρξη λεπτομερών μέτρων εφαρμογής. Λαμβάνοντας υπόψη τη σημασία της ύπαρξης αποτελεσματικών μέτρων κατά πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων εντός του νέου ρυθμιστικού πλαισίου, η ΕΚΤ τίθεται υπέρ της συμπεριληφής διατάξεων υποκείμενων στη διαδικασία των επιτροπών όχι μόνο στο άρθρο 16 αλλά και στο άρθρο 36. Μια τέτοια προσέγγιση, βασισμένη εν γένει στη διαδικασία των επιτροπών, αναμένεται ότι όχι μόνο θα βοηθήσει στην αποτελεσματικότερη προσέγγιση της μεταβαλλόμενης φύσης των συγκρούσεων συμφερόντων και στη βελτίωση των διαδικασιών αντιμετώπισής τους, αλλά και ότι θα διευκολύνει, κατά περίπτωση, τη διαμόρφωση συγκρίσιμων προτύπων εργασίας μεταξύ των διαφόρων μορφών διαπραγμάτευσης.

ρεσία στο πλαίσιο της ISD, ενώ διατηρείται σε ισχύ η υφιστάμενη δυαδική ταξινόμηση σε ρυθμιζόμενες αγορές και επιχειρήσεις επενδύσεων. Με τον τρόπο αυτό οι επιχειρήσεις επενδύσεων που εφαρμόζουν παρόμοιες διευκολύνσεις λαμβάνουν άδεια λειτουργίας και υπάγονται σε ειδικό ρυθμιστικό καθεστώς. Οι ΠΔΣ, οι οποίες αντανάκλουν την ταχύτερη τεχνολογική πρόοδο των τελευταίων ετών, διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο κατά το ότι συνέβαλαν στην απομάκρυνση από τις εθνικές διαρθρωτικές ακαμψίες και στην προσέγγιση των διασυνοριακών συναλλαγών και των διασυνοριακών συμμαχιών, επιτρέποντας την αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της ενιαίας αγοράς. Συνεπώς, γίνεται ευνοϊκά δεκτή η πρόταση περί υπαγωγής και της λειτουργίας των ΠΔΣ στον κατάλογο των υπηρεσιών που αποτελούν τον πυρήνα της ISD, καθότι αναγνωρίζει τη μεταβαλλόμενη φύση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και καθιστά δυνατή την πρόσβαση των χρηστών, στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ, στις διευκολύνσεις και υπηρεσίες των ΠΔΣ. Επιπλέον, η πρόταση οδηγίας περιέχει κανόνες σχετικά με τους διαμεσολαβητές που εκτελούν εντολές των πελατών εσωτερικά. Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα συμφέροντα των πελατών δεν διακυβεύονται λόγω συγκρούσεων συμφερόντων, οι επιχειρήσεις επενδύσεων υπόκεινται σε υποχρεώσεις «βέλτιστης εκτέλεσης» και σε κανόνες επεξεργασίας των εντολών πελατών.

11. Κατά τέταρτον, το ζήτημα του νέου ρυθμιστικού πλαισίου εκτέλεσης των συναλλαγών. Με την πρόταση οδηγίας η λειτουργία των ΠΔΣ εισάγεται ως νέα, κεντρικής σημασίας υπη-

12. Στις συναλλαγές συνεκτιμώνται πάντοτε ο ανταγωνισμός και η συγκέντρωση. Η συγκέντρωση ενισχύει τη ρευστότητα των αγορών και την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού ανακίνησης των τιμών. Η ρευστότητα, με τη σειρά της, ελκύει περισσότερη ρευστότητα και, ως αποτέλεσμα αυτής της κυκλικής διαδικασίας, η πλέον επιτυχημένη αγορά καθίσταται φυσικό μονοπώλιο. Με την πάροδο των ετών αναδύθηκαν σε εθνικό επίπεδο αποτελεσματικά λειτουργούντα φυσικά μονοπώλια αυτού του τύπου. Υφίσταται, πάντως, ανησυχία ως προς το ότι τα εθνικά μονοπώλια ενδέχεται να αποτελέσουν προσκόμματα στην εισαγωγή καινοτομιών και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας εντός ενός νέου περιβάλλοντος όπου το ενιαίο νόμισμα επιτάσσει τη μετάβαση σε ενοποιημένες χρηματοπιστωτικές αγορές σε επίπεδο ΕΕ και ζώνης του ευρώ. Η προτεινόμενη κατάργηση του κανόνα σχετικά με τη συγκέντρωση των συναλλαγών στις ρυθμιζόμενες αγορές, ο οποίος περιέχεται στην ισχύουσα ISD, σε συνδυασμό με ένα νέο, εναρμονισμένο νομικό πλαίσιο που αναγνωρίζει τα νέα συστήματα διαπραγμάτευσης, θα βελτιώσει τον ανταγωνισμό επιτρέποντας στα τελευταία να αντανακλούν σε παγιωμένες θέσεις των ρυθμιζόμενων αγορών. Ο ενισχυμένος ανταγωνισμός που προκύπτει με αυτό τον τρόπο θα προωθήσει τη δημιουργία μιας αποτελεσματικής και ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς, προς το συμφέρον και της ΕΚΤ. Δεν μπορεί να αποκλειστεί εκ των προτέρων το ενδεχόμενο, ο ενισχυμένος ανταγωνισμός μεταξύ των συστημάτων διαπραγμάτευσης εντός του νέου αυτού περιβάλλοντος να οδηγήσει σε προσωρινό κατακερματισμό της αγοράς, επισύροντας ενδεχομένως αρνητικές συνέπειες στη διαμόρφωση των τιμών. Πάντως, η πρόταση οδηγίας αντιμετωπίζει αυτές τις ανησυχίες αποτελεσματικά, ενισχύοντας τη διαφάνεια στην αγορά. Στο πλαίσιο αυτό η ΕΚΤ σημειώνει ότι είναι κρίσιμης σημασίας η διασφάλιση της κατάλληλης διαφάνειας των τιμών όσον αφορά όλα τα συστήματα εκτέλεσης συναλλαγών, ούτως ώστε ο ανταγωνισμός να ενισχύσει εν γένει την αποτελεσματικότητα λειτουργίας της αγοράς. Επιπλέον, η πρόταση οδηγίας προβλέπει κανόνες «βέλτιστης εκτέλεσης» προκειμένου να διασφαλιστεί, μέσω της αυξανόμενης αποκάλυψης της ποιότητας εκτέλεσης των συναλλαγών, ότι οι διαμεσολαβητές διαθέτουν πρακτικές

δρομολόγησης των εντολών, οι οποίες επιτρέπουν στους επενδυτές να απολαύουν των καλύτερων κάθε φορά όρων που επικρατούν στα επιμέρους συστήματα της αγοράς.

13. Όπως επισημαίνεται και στο τμήμα II της αιτιολογικής έκθεσης, σημειώνεται όλο και μεγαλύτερη συναίνεση μεταξύ ρυθμιστικών αρχών και παρατηρητών των χρηματοπιστωτικών αγορών ως προς το ότι η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού πλαισίου διαφάνειας επιτρέπει τη μεγιστοποίηση των οφελών από τον ανταγωνισμό μεταξύ των συστημάτων εκτέλεσης συναλλαγών, περιορίζοντας κάθε δυσμενή επίπτωση στην αποτελεσματικότητα λειτουργίας της αγοράς εν γένει, π.χ. υπό μορφή κατακερματισμού της. Η διαφάνεια της αγοράς θεωρείται γενικά ότι επέχει κεντρικό ρόλο τόσο για το δίκαιο χαρακτήρα όσο και για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και, ιδίως, για τη ρευστότητά της και την ποιότητα της διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών. Ως εκ τούτου, κρίνεται επιθυμητή η ύπαρξη ενός συνεκτικού πλαισίου διαφάνειας για κάθε κατηγορία περιουσιακού στοιχείου που αποτελεί αντικείμενο συναλλαγής στο σύνολο των συστημάτων της αγοράς. Οποιοδήποτε πλαίσιο διαφάνειας περιορίζεται αποκλειστικά στις ρυθμιζόμενες αγορές, αγνοώντας την εξωχρηματιστηριακή εκτέλεση συναλλαγών, είναι πεπερασμένης εμβέλειας και δεν ευνοεί τη βελτιστοποίηση των αποτελεσμάτων, καθότι οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές ενδεχομένως περικλείουν κρίσιμες για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων πληροφορίες που αφορούν τις συναλλαγές. Δεδομένης της διαπίστωσης αυτής, επισημαίνεται πως όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει, ενόψει της λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων, να είναι σε θέση να λαμβάνουν υπόψη τις πληροφορίες που αφορούν τις εν λόγω συναλλαγές ή τα σχετικά με αυτές συμφέροντα, βελτιστοποιώντας κατ' αυτό τον τρόπο την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών. Προς αποφυγή των παραπάνω ανεπιθύμητων συνεπειών, η Επιτροπή προτείνει την ενίσχυση της διαφάνειας της αγοράς με την επιβολή, εις βάρος του συνόλου των συστημάτων διαπραγμάτευσης, υποχρέωσης προς δημοσιοποίηση των τιμών προσφοράς και ζήτησης στις οποίες η αγορά προτίθεται να συνάψει τις συναλλαγές (διαφάνεια πριν από τη διαπραγμάτευση). Επιπλέον, καθορίζει υποχρεώσεις παροχής στοιχείων σχετικά με τις τιμές και τους όγκους των συναλλαγών τις οποίες εκτελούν τα επιλέξιμα πρόσωπα (διαφάνεια μετά τη διαπραγμάτευση). Καταρχήν η ΕΚΤ επιδοκιμάζει τους κανόνες αυτούς, οι οποίοι προωθούν τον πρωταρχικό στόχο της παροχής στους επενδυτές της δυνατότητας επιλογής των πλέον αποτελεσματικών συστημάτων διαπραγμάτευσης. Έτσι θα υπάρξει τελικά κίνηση ρευστότητας προς τις αποτελεσματικότερες αγορές, με αντίστοιχη βελτίωση της διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών.

14. Πάντως, η ΕΚΤ σημειώνει ότι, προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος αυτός, είναι επίσης αναγκαία η εξασφάλιση των μέσων που θα επιτρέψουν την πλήρη σύγκριση των στοιχείων των τιμών που προσφέρουν τα επιμέρους συστήματα διαπραγμάτευσης για τα ίδια χρηματοπιστωτικά μέσα. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με ενοποίηση, στο μέτρο του δυνατού, των πληροφοριών σχετικά με τις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Πράγματι, δεδομένης της τεχνολογικής προόδου, ο κανόνας της «βέλτιστης εκτέλεσης» μπορεί να λειτουργήσει μόνο αν οι επενδυτές και οι διαμεσολαβητές διαθέτουν πληροφορίες σχετικά με τον καθορισμό των τιμών κάθε συστήματος διαπραγμάτευσης όπου λαμβάνει χώρα η διαπραγμάτευση κινητών αξιών. Σε μια πλήρως ενοποιημένη ευρωπαϊκή αγορά, η βέλτιστη εκτέλεση (καλύτερη τιμή ζήτησης/καλύτερη τιμή προσφοράς) είναι δυνατή μόνο σε επίπεδο ΕΕ και μόνο εφόσον βασίζεται σε τιμές που καθορίζονται σε

επίπεδο ΕΕ. Θα πρέπει να διασφαλιστεί πως η ενοποίηση των πληροφοριών θα αποτελέσει τη βάση για την «καλύτερη τιμή» που εφαρμόζεται στην οικεία συναλλαγή. Καθώς ο άλλος βασικός φραγμός σε μια τέτοια σύγκριση, ήτοι η ύπαρξη πλειόνων νομισμάτων, έχει εκλείψει στη ζώνη του ευρώ μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, ενδείκνυται, όντως, ευρέως η ενοποίηση των πληροφοριών όσον αφορά τις τιμές σε επίπεδο ΕΕ ή σε επίπεδο ζώνης ευρώ. Την ενοποίηση αυτή θα πρέπει κατά πρώτο και κύριο λόγο να επιδιώξει ο ιδιωτικός τομέας, διασφαλίζοντας την πλήρη πρόσβαση κάθε ενδιαφερόμενου μέρους στις εν λόγω πληροφορίες. Οι δημόσιες αρχές θα μπορούσαν να ενεργούν ως καταλύτες, ενισχύοντας τη συλλογική δράση στον ιδιωτικό τομέα, με σκοπό την επίλυση κάθε προβλήματος συντονισμού.

15. Επιπλέον, η ΕΚΤ σημειώνει ότι η πρόταση οδηγίας περιορίζει τις υποχρεώσεις διαφάνειας πριν από και μετά τη συναλλαγή στις συναλλαγές επί μετοχών εισηγμένων στις ρυθμιζόμενες αγορές, αποκλείοντας π.χ. τις συναλλαγές επί χρεογράφων εισηγμένων στις ρυθμιζόμενες αγορές. Εν προκειμένω αξίζει να σημειωθεί ότι, στο τέλος του 2002, το ονομαστικό ανεξόφλητο υπόλοιπο χρεογράφων, τα οποία ήταν εισηγμένα στις ρυθμιζόμενες αγορές και δυνητικά επιλέξιμα για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, υπερέβη την κεφαλαιοποίηση της αγοράς των χρηματιστηρίων αξιών της ΕΕ. Με άλλα λόγια, η πρόταση οδηγίας αφήνει μία πολύ σημαντική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων εκτός του πεδίου εφαρμογής των υποχρεώσεων διαφάνειας πριν από και μετά τη συναλλαγή. Επιπλέον, ούτε στην πρόταση οδηγίας ούτε στην αιτιολογική έκθεση εξηγούνται οι λόγοι της περιορισμένης αυτής εφαρμογής των υποχρεώσεων διαφάνειας πριν από και μετά τη συναλλαγή. Αντιθέτως, το τμήμα II της αιτιολογικής έκθεσης ορίζει ότι ο πυρήνας της πρότασης οδηγίας συνίσταται στην ύπαρξη ενός αποτελεσματικού πλαισίου διαφάνειας, διά του οποίου επιδιώκεται να διασφαλιστεί η σε επίπεδο ΕΕ πρόσβαση των συμμετεχόντων στην αγορά στις κατάλληλες πληροφορίες σχετικά με τους όρους των εκάστοτε πιο πρόσφατων συναλλαγών και με τις ευκαιρίες για σύναψη συναλλαγών σε οποιαδήποτε αγορά, τις διευκολύνσεις σύναψης συναλλαγών και άλλα θέματα αποτόμενα της εκτέλεσης συναλλαγών⁽¹⁾. Ευθυγραμμισμένο με τη διακήρυξη αυτή, το άρθρο 23 της πρότασης οδηγίας αναφέρεται σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που παρατίθενται στο παράρτημα I σε σχέση με τις υποχρεώσεις διαφάνειας. Πάντως, με τα άρθρα 25, 26, 27, 28, 41 και 42, το πεδίο εφαρμογής των υποχρεώσεων διαφάνειας πριν από και μετά τη συναλλαγή περιορίζεται απροσδόκητα στις συναλλαγές επί μετοχών.

16. Η ΕΚΤ τονίζει το γεγονός ότι η εφαρμογή των νέων κανόνων περί διαφάνειας στα χρεόγραφα και τις μετοχές πρόκειται να συμβάλει σημαντικά στη θέσπιση μιας αποτελεσματικότερης διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών όσον αφορά τους τίτλους αυτούς, καθώς και στη διαφύλαξη της ακεραιότητας της αγοράς. Όσον αφορά το πρώτο ζήτημα, η ΕΚΤ σημειώνει ότι η μεγάλη πλειοψηφία των επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων για τις πιστοδοτικές και πιστοληπτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος συνίσταται σε χρεόγραφα που είναι εισηγμένα ή οι τιμές των οποίων καθορίζονται σε ρυθμιζόμενη αγορά. Πάντως, τα περιουσιακά αυτά στοιχεία συχνά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε εναλλακτικά (δηλαδή μη ρυθμιζόμενα) συστήματα διαπραγμάτευσης. Στις περιπτώσεις αυτές η ρυθμιζόμενη αγορά στην οποία είναι εισηγμένο το περιουσιακό στοιχείο ενδέχεται να μην είναι η καλύτερη πηγή πληροφοριών όσον αφορά τις τιμές. Ο καθορισμός της κατάλληλης πηγής

(1) Βλέπε αιτιολογική έκθεση, σ. 13.

αναφοράς για τις τιμές των επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων έχει ύψιστη σημασία για το Ευρωσύστημα, καθότι η αποτίμηση των εν λόγω στοιχείων και η εφαρμογή μέτρων ελέγχου του κινδύνου επαφίενται σχεδόν αποκλειστικά στις τιμές της αγοράς. Για το λόγο αυτό είναι σημαντική για το Ευρωσύστημα η εφαρμογή των υποχρεώσεων διαφάνειας όχι μόνο στις ρυθμιζόμενες αγορές στις οποίες είναι εισηγμένα τα περιουσιακά στοιχεία αλλά και σε εναλλακτικά συστήματα διαπραγμάτευσης όπου λαμβάνει χώρα ένας σημαντικός αριθμός συναλλαγών. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται η κατάλληλη διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών. Όπως επίσης σημειώνει η Επιτροπή στην αιτιολογική της έκθεση, οι ΠΔΣ αποτελούν πλέον τα κύρια οργανωμένα συστήματα διαπραγμάτευσης όσον αφορά τη διενέργεια συναλλαγών επί ομολογιακών τίτλων, αντιπροσωπεύοντας, κατά τ' άλλα, μόνο 1 % του όγκου των συναλλαγών επί μετοχών στην ΕΕ⁽¹⁾. Συνεπώς, ο περιορισμός του πεδίου εφαρμογής των υποχρεώσεων διαφάνειας, πριν από και μετά τη συναλλαγή, στις συναλλαγές επί μετοχών σημαίνει αναγκαστικά ότι το προτεινόμενο πλαίσιο διαφάνειας καλύπτει τις ΠΔΣ κατά τρόπο πολύ περιορισμένο. Η ρύθμιση αυτή δεν ευθυγραμμίζεται πλήρως προς τους σκοπούς της πρότασης οδηγίας. Επιπλέον, αναγνωρίζεται ευρέως ότι η διαφάνεια των τιμών είναι ευεργετική για την ακεραιότητα της αγοράς. Εφόσον εκείνοι που επιθυμούν να συνάψουν ορισμένη συναλλαγή είναι σε θέση να βελτιστοποιήσουν την ποιότητα και ποσότητα των παρεχόμενων πληροφοριών σχετικά με τις τρέχουσες τιμές προσφοράς και ζήτησης και τις εκάστοτε πιο πρόσφατες συναλλαγές σε επίπεδο ενός εκτενούς φάσματος διευκολύνσεων, όπου λαμβάνει χώρα η διαπραγμάτευση ορισμένου περιουσιακού στοιχείου, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο πρότυπο 3 του συναφούς εγχειριδίου με τίτλο Standards for Alternative Trading Systems, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστών Κινητών Αξιών (CESR), ενισχύεται η διαφάνεια των τιμών. Συνεπώς, ο περιορισμός του πεδίου εφαρμογής των κανόνων περί διαφάνειας στις συναλλαγές επί μετοχών θα ισοδυναμούσε με άρση της δυνατότητας των αρχών που είναι επιφορτισμένες με τον εντοπισμό περιπτώσεων εφαρμογής καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά να εκπληρώσουν τα καθήκοντά τους σε σχέση με τις αγορές χρεογράφων.

17. Η ΕΚΤ σημειώνει ότι, σύμφωνα με το άρθρο 60 της πρότασης οδηγίας, η Επιτροπή γνωστοποιεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, το αργότερο εντός τεσσάρων ετών από την έναρξη της ισχύος της πρότασης οδηγίας, την πιθανή επέκταση του πεδίου εφαρμογής των διατάξεων σχετικά με τις υποχρεώσεις διαφάνειας πριν από και μετά τη συναλλαγή και στις συναλλαγές με αντικείμενο κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων εκτός των μετοχών. Πάντως, η ΕΚΤ συστήνει την επανεξέταση, από την Επιτροπή, του πεδίου εφαρμογής των κανόνων περί διαφάνειας και την επέκτασή του και στα χρεόγραφα ή σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο που είναι εισηγμένο σε ρυθμιζόμενες αγορές. Εφόσον αυτό δεν είναι δυνατό, το χρονικό διάστημα που αναφέρεται στο άρθρο 60 θα πρέπει να μειωθεί στα δύο έτη.
18. Κατά πέμπτον, το ζήτημα των κανόνων σχετικά με τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού. Η ΕΚΤ επικριμάζει την απόφαση της Επιτροπής να μη ρυθμίσει τα θέματα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού στο πλαίσιο της πρότασης οδηγίας και συμφωνεί με τους λόγους που υπαγορεύουν την αποχή από την ως άνω ρύθμιση, όπως εκφράζονται στο τμήμα V.1 της αιτιολογικής έκθεσης. Είναι γεγονός πως η αποτελεσματικότητα της εκκαθάρισης και του συμψηφισμού των

συναλλαγών επί κινητών αξιών είναι καθοριστική για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών κινητών αξιών, για την ομαλή διενέργεια των πράξεων νομισματικής πολιτικής και για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει. Λόγω της συστημικής σημασίας των φορέων παροχής παρόμοιων υπηρεσιών και των σχετικών, περίπλοκων τεχνικών παραγόντων και κριτηρίων δημόσιου συμφέροντος, η ρύθμιση των διακριτών αυτών τύπων λειτουργιών της αγοράς θα πρέπει να πραγματοποιηθεί χωριστά. Αφετέρου, η στενή σχέση μεταξύ της διαδικασίας διαπραγμάτευσης και της διαδικασίας μετά τη διαπραγμάτευση απαιτεί συντονισμένη ρύθμιση. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ συστήνει στην Επιτροπή να οριστικοποιήσει το κατάλληλο πλαίσιο για την εκκαθάριση και το διακανονισμό. Η ΕΚΤ επιδεικνύει μέγιστο ενδιαφέρον για την υπό εξέλιξη συζήτηση σχετικά με το περιεχόμενο κοινοτικού προγράμματος όσον αφορά την υποδομή ολοκλήρωσης της διαπραγμάτευσης και διαβεβαιώνει την Επιτροπή για τη στήριξή της προς αυτή όσον αφορά τον καθορισμό των βασικών γραμμών της στρατηγικής που διαπνέουν κάθε προτεινόμενη δράση.

19. Υπό το φως των προηγούμενων επιχειρημάτων, η πρόταση οδηγίας περιορίζει την αντιμετώπιση των ζητημάτων της εκκαθάρισης και του διακανονισμού σε μια αποσαφήνιση των δικαιωμάτων πρόσβασης των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και των μελών των ρυθμιζόμενων αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, κατ' επιλογήν τους, στις διευκολύνσεις εκκαθάρισης και διακανονισμού που υπάρχουν σε άλλα κράτη μέλη. Σύμφωνα με το άρθρο 32 παράγραφος 1, τα κράτη μέλη διασφαλίζουν ότι, για τους σκοπούς της οριστικοποίησης των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, οι επιχειρήσεις επενδύσεων άλλων κρατών μελών έχουν δυνατότητα άμεσης ή έμμεσης πρόσβασης σε συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης και διακανονισμού στην επικράτειά τους και ότι η πρόσβαση στις εν λόγω διευκολύνσεις υπόκειται στα ίδια κριτήρια διαφάνειας και αντικειμενικότητας με εκείνα που εφαρμόζονται στα κατά τόπους μέλη. Ειδικότερα, τα κράτη μέλη δεν μπορούν να περιορίζουν τη χρήση εκείνων των διευκολύνσεων στην εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίες λαμβάνουν χώρα σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ορισμένη ΠΔΣ εντός της οικείας επικράτειας. Παρομοίως, σύμφωνα με το άρθρο 32 παράγραφος 2, τα κράτη μέλη διασφαλίζουν ότι οι ρυθμιζόμενες αγορές στις οικείες επικράτειες προσφέρουν σε άμεσα, έμμεσα και εξ αποστάσεως μέλη ή συμμετέχοντες το δικαίωμα προσδιορισμού του συστήματος διακανονισμού των συναλλαγών επί των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίες λαμβάνουν χώρα στη συγκεκριμένη ρυθμιζόμενη αγορά. Η ΕΚΤ υποστηρίζει την άποψη ότι όλες οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να έχουν ίσες ευκαιρίες συμμετοχής ή πρόσβασης στις ρυθμιζόμενες αγορές εντός της Κοινότητας και συμμερίζεται την άποψη σύμφωνα με την οποία, ανεξάρτητα από τον κατά περίπτωση ισχύοντα τρόπο οργάνωσης των συναλλαγών στα κράτη μέλη, είναι σημαντική η κατάργηση των τεχνικών και νομικών περιορισμών της άμεσης, έμμεσης και εξ αποστάσεως πρόσβασης στις ρυθμιζόμενες αγορές. Προκειμένου να διευκολύνει την οριστικοποίηση των διασυνοριακών συναλλαγών, η ΕΚΤ συμμερίζεται επίσης την άποψη κατά την οποία κρίνεται σκόπιμη η θέσπιση ρυθμίσεων όσον αφορά την πρόσβαση των επιχειρήσεων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που διαθέτουν ΠΔΣ, σε συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού εντός της Κοινότητας, ανεξάρτητα από το αν η σύναψη των συναλλαγών έλαβε χώρα μέσω ρυθμιζόμενων αγορών εντός του οικείου κράτους μέλους. Όσον αφορά την πρόσβαση σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και την επιλογή αυτών, η ΕΚΤ δημοσιοποίησε ήδη τις απόψεις της σχετικά με την ανάγκη ανοικτής πρόσβασης προκειμένου να διασφαλίζονται ισότιμοι όροι για τους παροχείς υπηρεσιών.

(¹) Βλέπε πλαίσιο με επικεφαλίδα Νέες τάσεις της διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων στην ΕΕ, σ. 8 της αιτιολογικής έκθεσης.

20. Η ΕΚΤ συµµερίζεται την άποψη της Επιτροπής, η οποία διατυπώνεται στην αιτιολογική σκέψη 35 και σύµφωνα µε την οποία οι επιχειρήσεις επενδύσεων που επιθυµούν να συµµετέχουν άµεσα στα συστήµατα διακανονισµού χωρών εταίρων θα πρέπει να συµµορφώνονται προς τις σχετικές λειτουργικές και εµπορικές απαιτήσεις για την απόκτηση ιδιότητας µέλους και προς τα µέτρα προληπτικής εποπτείας που αποσκοπούν στη διασφάλιση της οµαλής και εύρυθµης λειτουργίας των χρηµατοπιστωτικών αγορών. Η ΕΚΤ αντιλαµβάνεται ότι ο όρος «µέτρα προληπτικής εποπτείας» δεν παραπέµπει στα εσωτερικά µέτρα κινδύνου και ελέγχου του παροχέα του συστήµατος, αλλά σε µέτρα που εφαρµόζουν οι δηµόσιες αρχές οι επιφορτισµένες µε την εύρυθµη λειτουργία των χρηµατοπιστωτικών αγορών. Ως εκ τούτου, η διαπίστωση αυτή θα πρέπει να αντανακλάται στη διατύπωση της πρότασης οδηγίας, η οποία θα πρέπει να συµπεριλάβει, πέραν των µέτρων προληπτικής εποπτείας, και µέτρα εποπτείας, δεδοµένου ότι η οµαλή και εύρυθµη λειτουργία των χρηµατοπιστωτικών αγορών είναι δυνατό να εξασφαλιστεί και µε άλλα ρυθµιστικά µέτρα τα οποία ενδέχεται να διαθέτουν τα κράτη µέλη.
21. Σύµφωνα µε το άρθρο 32 παράγραφος 2, το δικαίωµα των µελών ορισµένης ρυθµιζόµενης αγοράς ή συµµετεχόντων σε αυτή να επιλέγουν το σύστηµα διακανονισµού των διενεργούµενων στη συγκεκριµένη αγορά συναλλαγών επί χρηµατοπιστωτικών µέσων προϋποθέτει, µεταξύ άλλων, ότι «η αρµόδια αρχή που είναι υπεύθυνη για τη ρυθµιζόµενη αγορά αναγνωρίζει ότι οι τεχνικές προϋποθέσεις για το διακανονισµό των συναλλαγών που καταρτίζονται στη ρυθµιζόµενη αγορά µέσω ενός συστήµατος διακανονισµού άλλο από εκείνο που επιλέγει η ρυθµιζόµενη αγορά επιτρέπουν την οµαλή και εύρυθµη λειτουργία των χρηµατοπιστωτικών αγορών». Στο πνεύµα της προηγούµενης παρατήρησης θα πρέπει να σηµειωθεί ότι αρµόδιες για τη διασφάλιση της οµαλής και εύρυθµης λειτουργίας των χρηµατοπιστωτικών αγορών ενδέχεται να είναι αρχές άλλες από τις αρχές της αγοράς, π.χ. αρχές ειδικά επιφορτισµένες µε την αρµοδιότητα εκκαθάρισης ή/και διακανονισµού των συναλλαγών επί κινητών αξιών (σε ρυθµιζόµενες αγορές), σύµφωνα µε το ρυθµιστικό πλαίσιο κάθε κράτους µέλους. Στη διατύπωση του άρθρου 32 θα πρέπει να ληφθούν επίσης υπόψη οι εν λόγω αρχές και, δυνητικά, ο συντονισµός των ρόλων τους. Επιπλέον, αντί της εξάρτησης του ως άνω δικαιώµατος επιλογής από την ειδική αναγνώριση από την πλευρά της αρµόδιας (µίας ή περισσότερων) αρχής, θα ήταν σκόπιµη η επιβολή ελάχιστων εναρµονισµένων προϋποθέσεων. Εν προκειµένω θα πρέπει να γίνει δεκτό το ενδιαφέρον ή/και η αρµοδιότητα των κεντρικών τραπεζών όσον αφορά την οµαλή λειτουργία της εκκαθάρισης και του διακανονισµού των συναλλαγών επί κινητών αξιών. Η ΕΚΤ αντιλαµβάνεται ότι όταν η Επιτροπή ζητήσει τη συµβουλή της CESR, θα της αναθέσει επίσης την εντολή να συµβουλευτεί τις ΕθνΚΤ σχετικά µε την εφαρµογή των µέτρων του άρθρου 32 παράγραφος 4.
22. Η ΕΚΤ αντιλαµβάνεται ότι επιδίωξη του άρθρου 32 παράγραφος 4 είναι η καθιέρωση αντικειµενικών κριτηρίων για την αξιολόγηση, από τις αρµόδιες αρχές, της επιλογής ενός συγκεκριµένου συστήµατος από έµµεσα ή εξ αποστάσεως µέλη ορισµένης εγχώριας ρυθµιζόµενης αγοράς ή από συµµετέχοντες σε αυτή. Είναι πρωταρχικής σηµασίας η διασφάλιση του ότι οι συµµετέχοντες δεν θεωρούν τις αρµόδιες αρχές µεροληπτύσες υπέρ των εγχώριων συστηµάτων, στις περιπτώσεις που αυτές δεν συµφωνούν µε συγκεκριµένη επιλογή και εφόσον η απόφασή τους στηρίζεται σε αντικειµενικά και εναρµονισµένα κριτήρια. Μετά την έγκρισή τους από τα οικεία όργανα λήψης αποφάσεων, οι συστάσεις των ΕΣΚΤ-CESR θα µπορούσαν να καταστούν σηµεία αναφοράς για τις ΕθνΚΤ και άλλες αρµόδιες αρχές.
23. Έκτον, το ζήτηµα της ανταλλαγής πληροφοριών και των υποχρεώσεων αναφοράς. Η ΕΚΤ επικροτεί τη ρύθµιση του άρθρου 54 παράγραφος 6, το οποίο αίρει κάθε νοµικό πρόσκοµµα στην ανταλλαγή πληροφοριών µεταξύ των αρµοδίων αρχών και των µελών του ΕΣΚΤ, ήτοι των ΕθνΚΤ και της ΕΚΤ, για τους σκοπούς της εκτέλεσης των οικείων καθηκόντων. Ο αυξανόµενος βαθµός ενοποίησης των χρηµατοπιστωτικών αγορών εντός της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ επιτάσσει αδιαµφισβήτητα την εντατικοποίηση των προσπαθειών συντονισµού και ανταλλαγής συναφών πληροφοριών γρήγορα και αποτελεσµατικά. Εν προκειµένω θα πρέπει να συµµετέχουν, ιδίως, οι οικείες εποπτικές αρχές σε πολυεθνικό και πολυτοµεακό επίπεδο, καθώς και οι ΕθνΚΤ.
24. Τέλος, η ΕΚΤ σηµειώνει ότι, σύµφωνα µε το άρθρο 56 της πρότασης οδηγίας, τα κράτη µέλη υποδοχής µπορούν, για στατιστικούς λόγους, να απαιτούν από όλες τις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν εγκαταστήσει υποκαταστήµατα στο έδαφός τους, την υποβολή περιοδικών εκθέσεων σχετικά µε τις δραστηριότητες των εν λόγω υποκαταστηµάτων στις αρµόδιες αρχές τους. Η ΕΚΤ επιθυµεί να επισηµάνει ότι µια επιµέρους ομάδα επιχειρήσεων επενδύσεων και υποκαταστηµάτων αποτελεί µέρος του πληθυσµού αναφοράς της ΕΚΤ για τους σκοπούς της τήρησης των υποχρεώσεων παροχής στοιχείων κατά τους ορισµούς του άρθρου 1 του κανονισµού (ΕΚ) αριθ. 2533/98 του Συµβουλίου, της 23ης Νοεµβρίου 1998, σχετικά µε τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ⁽¹⁾. Προκειµένου να ελαχιστοποιηθεί ο φόρτος εργασίας τον οποίο συνεπάγεται η παροχή στοιχείων, η ΕΚΤ προτείνει ότι οι αρχές θα πρέπει να ελέγχουν τα ήδη διαθέσιµα στατιστικά στοιχεία, εφαρµόζοντας ενδεχοµένως πρόσθετες υποχρεώσεις συλλογής στατιστικών στοιχείων δυνάµει του άρθρου 56 της πρότασης οδηγίας. Επιπλέον, η ΕΚΤ επιδοκιµάζει την προοπτική ανταλλαγής πληροφοριών στις περιπτώσεις συλλογής στατιστικών στοιχείων βάσει του εν λόγω άρθρου.
25. Η παρούσα γνώµη δηµοσιεύεται στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*.

Φρανκφούρτη, 12 Ιουνίου 2003.

Ο πρόεδρος της ΕΚΤ

Willem F. DUISENBERG

⁽¹⁾ ΕΕ L 318 της 27.11.1998, σ. 8.