



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 14.11.2000  
COM(2000) 722 τελικό

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ**

**ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 11 ΤΗΣ  
ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (93/22/ΕΟΚ)**

## ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

### ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 11 ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (93/22/ΕΟΚ)

#### - ΠΕΡΙΛΗΨΗ -

Η ύπαρξη ενοποιημένων και αποτελεσματικών χρηματοπιστωτικών αγορών στην ΕΕ έχει πρωταρχική σημασία για την καλή λειτουργία της ευρωπαϊκής οικονομίας στο σύνολό της, και ιδίως για τη μετάβαση σε μια οικονομία που βασίζεται στη γνώση. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας συμπεριέλαβε στους τομείς προτεραιότητας «τη διευκόλυνση της επιτυχούς συμμετοχής όλων των επενδυτών σε μια ενοποιημένη αγορά». Η παρούσα ανακοίνωση συμβάλλει στην επίτευξη αυτού του στόχου. Στο πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες επισημαίνεται ότι ένα από τα δυνητικά εμπόδια στη συμμετοχή αυτή είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει όσον αφορά την εφαρμογή στην πράξη των διατάξεων του άρθρου 11 της οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες<sup>1</sup>. Η παρούσα ανακοίνωση εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο της ευρείας διαβούλευσης για τη φύση των ενδεχόμενων τροποποιήσεων που πρέπει να γίνουν στην ΟΕΥ<sup>2</sup>.

Το πλαίσιο στο οποίο εφαρμόζεται η διάταξη αυτή έχει υποστεί σημαντικές μεταβολές τα τελευταία χρόνια:

- νέες κατηγορίες επενδυτών δραστηριοποιούνται στις αγορές τίτλων·
- οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αναπτύσσουν νέες τεχνολογίες για να ικανοποιήσουν το αυξανόμενο ενδιαφέρον και την ολοένα μεγαλύτερη ζήτηση για ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτικών προϊόντων·
- η οδηγία για τις νομικές πτυχές του ηλεκτρονικού εμπορίου θα τεθεί σε εφαρμογή στα τέλη του 2001. Με τον τρόπο αυτό θα δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για την υιοθέτηση μιας προσέγγισης με βάση τη «χώρα καταγωγής» όσον αφορά τους κανόνες – περιλαμβανομένων των κανόνων δεοντολογίας – που εφαρμόζονται στην ηλεκτρονική παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε επαγγελματίες αντισυμβαλλομένους·
- η δημιουργία της Διάσκεψης Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (FESCO) παρέχει στις εθνικές εποπτικές αρχές νέες δυνατότητες συνεργασίας, γεγονός που οδηγεί σε προοδευτική ευθυγράμμιση των εποπτικών πρακτικών. Η συνεργασία αυτή οδήγησε ήδη στην επίτευξη άτυπης συναίνεσης όσον αφορά την κατηγοριοποίηση των επενδυτών για τους σκοπούς του άρθρου 11.

---

<sup>1</sup> Οδηγία αριθ. 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, ΕΕ αριθ. L 141 της 11 Ιουνίου 1993, σ. 27.

<sup>2</sup> Ανακοίνωση της Επιτροπής: Αναθεώρηση της ΟΕΥ (08.11.00).

Η παρούσα ανακοίνωση εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο το άρθρο 11 εφαρμόστηκε στα κράτη μέλη και παρέχει οδηγίες για την εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας κατά τρόπο που να διευκολύνει τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών.

#### Η σημερινή εφαρμογή του άρθρου 11:

- τα κράτη μέλη θέσπισαν στις νομοθεσίες τους κανόνες δεοντολογίας σύμφωνους με τις αρχές του άρθρου 11 παράγραφος 1. Οι βασικές νομοθετικές διατάξεις συμπληρώθηκαν από λεπτομερή μέτρα εφαρμογής των κανόνων δεοντολογίας. Παρόλο που το περιεχόμενο και η μορφή τους ποικίλλουν ανάλογα με το κράτος μέλος, τα εθνικά καθεστώτα επαγγελματικής δεοντολογίας παρέχουν ισοδύναμο επίπεδο προστασίας στους επαγγελματίες επενδυτές και τους επιτρέπουν να λαμβάνουν αποφάσεις έχοντας πλήρη γνώση των χαρακτηριστικών των προτεινόμενων υπηρεσιών·
- η γενική απαίτηση να γίνεται διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών αντικατοπτρίζεται στις περισσότερες πράξεις μεταφοράς της οδηγίας. Ωστόσο, η εφαρμογή στην πράξη της διάκρισης αυτής διαφέρει σημαντικά μεταξύ κρατών μελών, με αποτέλεσμα επιχειρήσεις επενδύσεων που διενεργούν τις ίδιες συναλλαγές να μην κατατάσσονται στις ίδιες κατηγορίες σε κάθε κράτος μέλος. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που ασκούν δραστηριότητες σε διασυνοριακή βάση μπορούν να υπόκεινται σε διαφορετικές απαιτήσεις επαγγελματικής δεοντολογίας·
- τα κράτη μέλη χρησιμοποιούν διαφορετικά κριτήρια για να προσδιορίσουν «τον τόπο παροχής της υπηρεσίας» σύμφωνα με το άρθρο 11 παράγραφος 2. Στην πράξη ωστόσο τα κριτήρια αυτά αγνοούνται και ακολουθείται μια προσέγγιση βάσει της οποίας οι εγχώριοι κανόνες δεοντολογίας εφαρμόζονται στις εισερχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες ακόμα και όταν η χώρα της επιχείρησης που παρέχει τις υπηρεσίες εξασφαλίζει η ίδια ισοδύναμο επίπεδο προστασίας.

Για τους λόγους αυτούς, η διασυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών καθίσταται περιττά πολύπλοκη, ενώ η έλλειψη ασφάλειας δικαίου και η επικάλυψη των ρυθμιστικών απαιτήσεων αυξάνει το κόστος της σε αδικαιολόγητα επίπεδα. Η επιτυχής ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, στην οποία έδωσαν προτεραιότητα οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων, προϋποθέτει την ενίσχυση της σύγκλισης στην εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας. Ειδικότερα, μια συνεπής και συστηματική προσέγγιση που λαμβάνει υπόψη την επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή μπορεί να συμβάλει σημαντικά στην υλοποίηση της ενιαίας αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών, εξασφαλίζοντας παράλληλα την προστασία των επενδυτών. Η παρούσα ανακοίνωση διευκρινίζει ότι:

- **όσον αφορά το άρθρο 1 παράγραφος 1**, δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι η υποχρέωση των κρατών μελών να λαμβάνουν υπόψη την επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή εξαρτάται από την προηγούμενη εναρμόνιση της προστασίας που παρέχουν οι κανόνες δεοντολογίας. Στο πλαίσιο της FESCO επιτεύχθηκε πρόσφατα συμφωνία για ένα σύστημα κατηγοριοποίησης των επενδυτών το οποίο παρέχει μια συναινετική βάση για την αναγνώριση και την εποπτεία των «επαγγελματιών επενδυτών»·
- **όσον αφορά το άρθρο 11 παράγραφος 2**, το γενικό συμφέρον επιβάλλει στις εθνικές εποπτικές αρχές την υποχρέωση να λαμβάνουν υπόψη την ιδιότητα των επενδυτών και την «ανάγκη τους για προστασία» προτού αποφασίσουν αν θα επιβάλουν τοπικούς κανόνες δεοντολογίας. Η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή μπορεί να διευκολύνει την εκτίμηση του βαθμού στον οποίο η επιβολή των κανόνων δεοντολογίας της χώρας υποδοχής αποτελεί κατάλληλη απάντηση στην «ανάγκη προστασίας» του επενδυτή.

Πρέπει επίσης να λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι τα καθεστώτα επαγγελματικής δεοντολογίας σε όλα τα κράτη μέλη προσφέρουν ήδη επαρκή και συγκρίσιμη προστασία στους επαγγελματίες επενδυτές. Κατά συνέπεια, οι επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες επενδυτές μπορούν να διέπονται αποκλειστικά από τους κανόνες δεοντολογίας που ισχύουν στη χώρα της επιχείρησης που παρέχει τις υπηρεσίες («χώρα καταγωγής») χωρίς προηγούμενη εναρμόνιση. Όσον αφορά τους μικροεπενδυτές, εξακολουθούν να υπάρχουν διαφορές μεταξύ των εθνικών κανόνων δεοντολογίας: οι αρχές της χώρας υποδοχής μπορούν επομένως να επιβάλουν τους τοπικούς κανόνες στους επενδυτές αυτούς σύμφωνα με τις αρχές της συνθήκης και του παράγωγου δικαίου.

Η ανακοίνωση εξετάζει επίσης την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας στα υποκαταστήματα των επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Το γεγονός ότι η εποπτική αρχή βρίσκεται πλησίον του τμήματος της επιχείρησης που διαχειρίζεται τις σχέσεις με τον πελάτη θα διευκολύνει την αποτελεσματική εποπτεία της εφαρμογής των κανόνων δεοντολογίας. Κατά συνέπεια, η εποπτική αρχή της χώρας εγκατάστασης του υποκαταστήματος είναι ίσως η πλέον αρμόδια να εποπτεύει τις σχέσεις μεταξύ υποκαταστήματος και πελατών του. Η άποψη αυτή βασίζεται στην αρχή του γενικού συμφέροντος και στις διατάξεις της ΟΕΥ. Το συμπέρασμα αυτό ισχύει για τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται από υποκαταστήματα τόσο σε επαγγελματίες επενδυτές όσο και σε μικροεπενδυτές.

Εάν εφαρμοστεί με συστηματικό τρόπο, η προσέγγιση που παρουσιάζει στις γενικές της γραμμές η παρούσα ανακοίνωση μπορεί να διευκολύνει τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών σε επαγγελματίες επενδυτές χωρίς τροποποίηση της ΟΕΥ. Ωστόσο, η κατάλληλη τροποποίηση του κειμένου της ΟΕΥ θα αυξήσει τη σαφήνεια και την ασφάλεια δικαίου. Μια ευρύτερη διαβούλευση για τον εκσυγχρονισμό σε βάθος της οδηγίας στο σύνολό της άρχισε με τη δημοσίευση της χωριστής ανακοίνωσης για την αναθεώρηση της ΟΕΥ. Η ανάλυση που περιέχεται στην παρούσα ανακοίνωση μπορεί να θεωρηθεί ως ένα πρώτο βήμα προς την ανάπτυξη μιας προσέγγισης την οποία η Επιτροπή θα επιδιώξει να ενσωματώσει στις μελλοντικές επίσημες αναθεωρήσεις της ΟΕΥ. Αποσκοπεί να ενημερώσει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, τις εθνικές αρχές, τις εποπτικές αρχές και τους φορείς της αγοράς σχετικά με την ενδεχόμενη φύση των επίσημων τροποποιήσεων που θα μπορούσαν να γίνουν στο άρθρο 11 και στις συναφείς διατάξεις. Η παρούσα ανακοίνωση δεν επιβάλλει καμία νέα υποχρέωση στα κράτη μέλη, ούτε προδικάζει την ερμηνεία που θα δώσει στο θέμα αυτό το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

## - ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ -

### I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα ανακοίνωση καταρτίστηκε στο πλαίσιο του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες<sup>3</sup>, το οποίο εγκρίθηκε από τα Ευρωπαϊκά Συμβούλια της Κολονίας και της Λισσαβώνας. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβώνας συμπεριέλαβε στους τομείς προτεραιότητας τη «διευκόλυνση της επιτυχούς συμμετοχής όλων των επενδυτών σε μια ενοποιημένη αγορά». Το παρόν σχέδιο ανακοίνωσης θα τονώσει τις διασυνοριακές πράξεις μεταξύ επαγγελματιών και θα συμβάλει έτσι στην επίτευξη του στόχου αυτού.

Η οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες<sup>4</sup> («ΟΕΥ») αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο του κοινοτικού νομοθετικού πλαισίου για τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι στόχοι της είναι πολλαπλοί. Ένας από αυτούς είναι η καθιέρωση ενιαίου διαβατηρίου για την άσκηση της δραστηριότητας επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Όλα τα κράτη μέλη έχουν θεσπίσει εθνικά μέτρα για τη μεταφορά της ΟΕΥ στο εσωτερικό τους δίκαιο. Ωστόσο, η εμπειρία που αποκτήθηκε μετά τη θέσπιση των μέτρων αυτών κατέδειξε την ύπαρξη σημαντικής αβεβαιότητας όσον αφορά την εφαρμογή του άρθρου 11, το οποίο περιέχει ορισμένες αρχές τις οποίες τα κράτη μέλη υποχρεούνται να τηρούν κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας.

Σημαντικές μεταβολές σημειώθηκαν επίσης στις αγορές στις οποίες εφαρμόζονται οι κανόνες αυτοί, τόσο λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων όσο και λόγω της αυξημένης συμμετοχής νέων κατηγοριών επενδυτών στις αγορές τίτλων. Η αύξηση του αριθμού των επενδυτών που επιθυμούν να πραγματοποιούν απευθείας επενδύσεις σε τίτλους δημιουργεί νέες προκλήσεις για τις εποπτικές αρχές, τόσο όσον αφορά τις παραδοσιακές πρακτικές τους όσο και τους πόρους που έχουν στη διάθεσή τους.

Εξάλλου, το νομοθετικό πλαίσιο της ηλεκτρονικής παροχής υπηρεσιών γίνεται πιο σαφές. Ειδικότερα, η οδηγία για τις νομικές πτυχές του ηλεκτρονικού εμπορίου<sup>5</sup> προβλέπει ότι η νομοθεσία που εφαρμόζεται στις μεταξύ επαγγελματιών επενδυτικές υπηρεσίες που εμπíπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας είναι εκείνη της χώρας καταγωγής. Η οδηγία αυτή θα αρχίσει να ισχύει την 17η Ιανουαρίου 2002.

Η παρούσα ανακοίνωση αναπτύσσει τις απόψεις της Επιτροπής για τον τρόπο με τον οποίο η εφαρμογή των υποχρεώσεων του άρθρου 11 της ΟΕΥ μπορεί να καταστεί πιο συνεπής με το στόχο της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών. Προτείνει ιδίως μια διαδικασία προσαρμογής της προστασίας που παρέχουν οι κανόνες δεοντολογίας στις πραγματικές συνθήκες της αγοράς και στις αναμενόμενες μεταβολές στο νομοθετικό περιβάλλον. Η παρούσα ανακοίνωση δεν επιβάλλει νέες υποχρεώσεις στα κράτη μέλη, ούτε προδικάζει την ερμηνεία που θα δώσει στα θέματα αυτά το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Παρουσιάζει ωστόσο τις γενικές γραμμές μιας προσέγγισης για την αντιμετώπιση ενός από τα κυριότερα εμπόδια στην εφαρμογή της ΟΕΥ. Οι μελλοντικές προσαρμογές της ΟΕΥ και της κοινοτικής πολιτικής στον τομέα αυτό θα επιδιώξουν να θεσμοθετήσουν πλήρως αυτή την

<sup>3</sup> COM(99)232, 11.05.99.

<sup>4</sup> Οδηγία 93/22/ΕΟΚ, ΕΕ αριθ. L 141 της 11ης Ιουνίου 1993, σ. 27.

<sup>5</sup> Θεσπίστηκε στις 6 Ιουλίου 2000.

προσέγγιση. Με τον τρόπο αυτό, η παρούσα ανακοίνωση προδιαγράφει μια δυνητικά σημαντική συμβολή στην ανάπτυξη, την απασχόληση και την αποτελεσματικότητα των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών.

## **II. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΑΡΘΡΟ 11 ΤΗΣ ΟΕΥ ΚΑΙ ΣΤΟΥΣ ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ**

Η ΟΕΥ επιτρέπει στις επιχειρήσεις επενδύσεων κράτους μέλους να παρέχουν το ίδιο φάσμα υπηρεσιών σε όλα τα κράτη μέλη εάν έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από τις εποπτικές αρχές της χώρας καταγωγής<sup>6</sup>. Οι επιχειρήσεις μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα αυτό είτε με την εγκατάσταση υποκαταστήματος είτε με τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών. Για την ενίσχυση του καθεστώτος του «ενιαίου διαβατηρίου» για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών, η ΟΕΥ και άλλες σχετικές νομοθετικές πράξεις περιέχουν κοινές διατάξεις που διέπουν τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων<sup>7</sup>. Το άρθρο 11, που αφορά τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας, αποτελεί από την άποψη αυτή μια από τις κεντρικές διατάξεις της οδηγίας.

### *Άρθρο 11(1): Κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας*

Το άρθρο 11 παράγραφος 1 απαιτεί από τα κράτη μέλη να εφαρμόζουν κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας τους οποίους οι επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει να τηρούν σε κάθε περίπτωση. Οι κανόνες δεοντολογίας:

- διέπουν τη σχέση μεταξύ επιχείρησης επενδυτικών υπηρεσιών και μεμονωμένου πελάτη, προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλαγές διενεργούνται με θεμιτούς όρους και ότι οι επενδυτές δεν καλούνται να πραγματοποιήσουν επενδύσεις που δεν αντιστοιχούν στις ανάγκες τους·
- αποσκοπούν να εξασφαλίσουν ότι η διαχείριση της επιχείρησης επενδυτικών υπηρεσιών γίνεται κατά τρόπο που διασφαλίζει την ακεραιότητα των αγορών.
- Το άρθρο 11 παράγραφος 1 δεν ορίζει λεπτομερώς ούτε το περιεχόμενο ούτε τη διάρθρωση των καθεστώτων επαγγελματικής δεοντολογίας στα κράτη μέλη. Περιορίζεται αντίθετα στη διακήρυξη των γενικών αρχών στις οποίες πρέπει να στηρίζονται τα καθεστώτα αυτά (βλέπει πλαίσιο 1).

---

<sup>6</sup> «Τα κράτη μέλη οφείλουν να μεριμνούν ώστε να ασκούνται ανεμπόδιστα και κατά τον ίδιο τρόπο, όπως στο κράτος μέλος καταγωγής, οι δραστηριότητες που καλύπτονται από την αμοιβαία αναγνώριση, εφόσον δεν αντίκεινται σε νομοθετικές και κανονιστικές διατάξεις γενικού συμφέροντος που ισχύουν στο κράτος μέλος υποδοχής.» (ΟΕΥ, 33η αιτιολογική σκέψη).

<sup>7</sup> Οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής ευθύνονται για την εποπτεία σε μόνιμη βάση της συμμόρφωσης των επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών με αυτούς τους προληπτικούς κανόνες (βλέπε άρθρο 8), καθώς και με τη συμμόρφωση της επιχείρησης επενδυτικών υπηρεσιών με τους όρους άσκησης των δραστηριοτήτων της (άρθρο 10).

### **Πλαίσιο 1: Επισκόπηση των κανόνων δεοντολογίας**

Οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας αποσκοπούν να εξασφαλίσουν τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και της ακεραιότητας των αγορών με τον καθορισμό προτύπων για την άσκηση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι διασφαλίσεις αυτές είναι αναγκαίες διότι ορισμένοι επενδυτές ενδέχεται να βρεθούν σε μειονεκτική θέση εάν δεν έχουν επαρκή πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές πληροφορίες ή εάν δεν είναι σε θέση να τις επεξεργαστούν ορθά.

Ειδικότερα, η επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει να:

- ενεργεί με τρόπο θεμιτό και δίκαιο, με την απαιτούμενη επιδεξιότητα, φροντίδα και επιμέλεια, ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των πελατών της και η ακεραιότητα της αγοράς. Αυτό συνεπάγεται ότι η επιχείρηση πρέπει να ενημερώνεται σχετικά με την οικονομική κατάσταση των πελατών, την επενδυτική εμπειρία τους και τους στόχους τους (δηλαδή υποχρεούται να «γνωρίζει τους πελάτες της»).
- να ανακοινώνει κατάλληλα κάθε χρήσιμη πληροφορία στις διαπραγματεύσεις με τους πελάτες της (π.χ. προειδοποίηση για τους αναλαμβανόμενους κινδύνους).
- να προσπαθεί να αποτρέπει τις συγκρούσεις συμφερόντων και, όταν αυτό δεν είναι δυνατό, να μεριμνά ώστε οι πελάτες της να τυγχάνουν δίκαιης μεταχείρισης.

Το άρθρο 11 απαιτεί επίσης από τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών «να συμμορφώνονται με όλες τις ρυθμίσεις [...] έτσι ώστε να προωθείται με τον καλύτερο τρόπο [...] η ακεραιότητα της αγοράς». Αυτή η κατηγορία κανόνων δεοντολογίας καλύπτει τα μέτρα που προορίζονται να καταπολεμήσουν τις προσπάθειες επηρεασμού της αγοράς και τις λοιπές αθέμιτες πρακτικές κατά τις συναλλαγές. Δεν εμπίπτουν στο πεδίο των κανόνων που διέπουν τις σχέσεις μεταξύ της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και του πελάτη, οι οποίες αποτελούν το επίκεντρο του παρόντος σχεδίου ανακοίνωσης.

### **Άρθρο 11 παράγραφος 1: ο επαγγελματίας επενδυτής**

Το άρθρο 11 παράγραφος 1 απαιτεί από τις εθνικές αρχές «να λαμβάνουν υπόψη την επαγγελματική ιδιότητα του προσώπου στο οποίο παρέχεται η υπηρεσία» κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας. Η 32η αιτιολογική σκέψη της ΟΕΥ διευκρινίζει σαφώς ότι τα μέτρα που θεσπίζονται για την επίτευξη του στόχου της προστασίας των επενδυτών πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις «ποικίλες ανάγκες προστασίας των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών και το επίπεδο της επαγγελματικής τους πείρας»<sup>8</sup>. Στο σύνολό τους, **οι διατάξεις αυτές διευκρινίζουν ότι κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι ορισμένοι επενδυτές έχουν ανάγκη λιγότερο προστατευτικών ρυθμίσεων λόγω της επαγγελματικής εμπειρογνομosύνης που έχουν αποκτήσει ή λόγω των πόρων που διαθέτουν.** Οι επενδυτές αυτοί είναι σε θέση να

<sup>8</sup> Οι αιτιολογικές σκέψεις μιας οδηγίας διευκολύνουν την ερμηνεία της στο βαθμό που διευκρινίζουν τη βούληση του κοινοτικού νομοθέτη. Βλέπε ΔΕΚ υπόθεση 76/72 *Michel* [1973] Συλλογή σ. 457 και υπόθεση C-238-94 *Garcia* [1996] Συλλογή I-1673.

διαμορφώσουν έγκυρη γνώμη για τις συναλλακτικές και νομικές πτυχές της προτεινόμενης επένδυσης.

### ***Άρθρο 11 παράγραφος 2: εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας***

Ελλείπει πλήρως εναρμονισμένων κανόνων δεοντολογίας, το άρθρο 11 παράγραφος 2 προβλέπει ότι την ευθύνη για την εφαρμογή και την εξασφάλιση της τήρησης των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας έχουν οι αρμόδιες αρχές του «κράτους μέλους στο οποίο παρέχεται η υπηρεσία».

### ***Άρθρο 11 παράγραφος 3: η επαγγελματική ιδιότητα του τελικού επενδυτή***

Το άρθρο 11 παράγραφος 3 προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων που εκτελούν εντολές άλλης επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών για λογαριασμό τρίτου μέρους πρέπει, για την εφαρμογή των κατάλληλων κανόνων δεοντολογίας, να αξιολογούν την επαγγελματική ιδιότητα του τελικού επενδυτή.

### ***Σχετικές διατάξεις της ΟΕΥ***

Η ΟΕΥ περιέχει επίσης ορισμένες άλλες διατάξεις που είτε σχετίζονται στενά είτε επικαλύπτουν εν μέρει τους κανόνες δεοντολογίας.

- Το άρθρο 10 ορίζει τους κανόνες προληπτικής εποπτείας τους οποίους το κράτος μέλος καταγωγής οφείλει να εφαρμόζει στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στις οποίες έχει χορηγήσει άδεια λειτουργίας. Οι κανόνες αυτοί απαριθμούν τα οργανωτικά μέτρα που πρέπει να εφαρμόζουν οι εγκεκριμένες επιχειρήσεις για να προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών. Οι απαιτήσεις αυτές αφορούν τις διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, τη διασφάλιση των δικαιωμάτων κυριότητας των επενδυτών, την αποτροπή της χρήσης κεφαλαίων των επενδυτών από την επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών για ίδιο λογαριασμό και την καταχώρηση των διενεργούμενων πράξεων. Οι διασφαλίσεις αυτές εξυπηρετούν τους ίδιους σκοπούς όπως και το άρθρο 11. Υπάρχει επομένως συμπληρωματικότητα και επικάλυψη στην εφαρμογή των άρθρων 10 και 11. Την αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο άρθρων καθιστά πιο πολύπλοκη η ανάθεση με βάση το άρθρο 10 εποπτικών ευθυνών στο κράτος μέλος καταγωγής<sup>9</sup>, ενώ οι διατάξεις του άρθρου 11 είναι λιγότερο σαφείς όσον αφορά την κατανομή των αρμοδιοτήτων.
- Το άρθρο 13 επιτρέπει στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών να διαφημίζουν τις υπηρεσίες τους με όλα τα διαθέσιμα μέσα επικοινωνίας στα άλλα κράτη μέλη, «τηρουμένων όμως των κανόνων που διέπουν τη μορφή και το περιεχόμενο αυτών των διαφημίσεων και οι οποίοι έχουν θεσπιστεί για λόγους γενικού συμφέροντος». Παρά την ύπαρξη αυτής της χωριστής διάταξης για τη διαφήμιση των επενδυτικών υπηρεσιών, πολλά κράτη μέλη περιέλαβαν στους κανόνες δεοντολογίας τους ρυθμίσεις για τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να γίνονται οι διαφημίσεις. Το γεγονός αυτό μπορεί επίσης να οδηγήσει στην

---

<sup>9</sup> Με την εξαίρεση της επιφύλαξης που προβλέπεται στο άρθρο 10, πέμπτη περίπτωση, όσον αφορά το δικαίωμα των αρχών της χώρας υποδοχής να επιβάλλουν απαιτήσεις σχετικά με την οργάνωση των εγκατεστημένων στο έδαφός τους υποκαταστημάτων για να περιορίσουν τις συγκρούσεις συμφερόντων.



υπαγωγή μιας δραστηριότητας σε επικαλυπτόμενες διατάξεις της ΟΕΥ που προβλέπουν διαφορετικές προσεγγίσεις στο θέμα αυτό<sup>10</sup>.

### III. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 11 ΑΠΟ ΤΑ ΚΡΑΤΗ ΜΕΛΗ<sup>11</sup>

- **Απαίτηση εφαρμογής κανόνων δεοντολογίας (άρθρο 11 παράγραφος 1)**

Τα κράτη μέλη έχουν θεσπίσει λεπτομερείς εθνικές διατάξεις για να εξασφαλίσουν την εφαρμογή των γενικών αρχών του άρθρου 11. Καθόρισαν έτσι κανόνες δεοντολογίας που αποσκοπούν στην προστασία των καταναλωτών και των επενδυτών και καλύπτουν:

- τη διαφήμιση των υπηρεσιών, την εμπορία τους και την προσέλκυση πελατών (συχνά σε συνδυασμό με γενικές διατάξεις για την προστασία των καταναλωτών).
- τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται στους πελάτες (όπως οι περιοδικές γνωστοποιήσεις και οι προειδοποιήσεις για τους αναλαμβανόμενους κινδύνους).
- τη συγκέντρωση πληροφοριών από τους πελάτες για την εξέταση της «καταλληλότητας» τους.
- τις εφαρμοζόμενες προμήθειες, επιβαρύνσεις και αμοιβές.
- τις απαιτήσεις θεμιτών συναλλακτικών πρακτικών, όπως η εκτέλεση με τους καλύτερους δυνατούς όρους.

Επιπλέον, τα περισσότερα κράτη μέλη εφαρμόζουν συγκρίσιμες διασφαλίσεις για το διαχωρισμό των δραστηριοτήτων προκειμένου να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων, καθώς και εσωτερικούς ελέγχους που εξασφαλίζουν την απαιτούμενη προσοχή και επιμέλεια κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων. Τέλος, όλα σχεδόν τα κράτη μέλη απαιτούν την κατάρτιση γραπτών συμφωνιών με τους πελάτες και τη χρήση τυποποιημένης τεκμηρίωσης. Ωστόσο, υπάρχουν διαφορές στη λεπτομερή

---

<sup>10</sup> Η αβεβαιότητα στον τομέα αυτό θα μπορούσε να αρθεί εν μέρει από την οδηγία για την εξ αποστάσεως εμπορία χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που βρίσκεται αυτή τη στιγμή υπό συζήτηση στο Συμβούλιο και στο Κοινοβούλιο. Η πρόταση αυτή θα μπορούσε να οδηγήσει στην εναρμόνιση των εθνικών κανόνων εμπορίας και διαφήμισης των επενδυτικών υπηρεσιών, καθώς και άλλων διατάξεων σχετικά με την προηγούμενη ενημέρωση και τις τεχνικές εμπορίας.

<sup>11</sup> Η ανάλυση αυτή βασίζεται στις απαντήσεις στη διεξοδική έρευνα των εθνικών πρακτικών όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας, την οποία συντόνισε η FESCO, καθώς και στην ανάλυση από την Επιτροπή των πράξεων μεταφοράς της οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών.

εφαρμογή στην πράξη των μέτρων για την προστασία των επενδυτών<sup>12</sup>.

- **Η απαίτηση να λαμβάνεται υπόψη η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή (άρθρο 11 παράγραφος 1)**

Οι εθνικές αρχές ακολούθησαν μέχρι τώρα πολύ διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά τη διάκριση μεταξύ επαγγελματιών και άλλων επενδυτών. Υπάρχουν ιδίως διαφορές στα ακριβή όρια που διαχωρίζουν τους επαγγελματίες επενδυτές από τους άλλους επενδυτές, στις διαδικασίες που εφαρμόζονται για την κατάταξη των επενδυτών στις δύο αυτές κατηγορίες, καθώς και στο περιεχόμενο της προστασίας που παρέχεται στα διάφορα είδη επενδυτών.

Λίγα κράτη μέλη έχουν εισάγει ρητά στις νομοθετικές ή διοικητικές τους διατάξεις τη διάκριση μεταξύ ειδικών κανόνων δεοντολογίας που εφαρμόζονται στους επαγγελματίες και κανόνων που προστατεύουν τους μικροεπενδυτές. Στις νομοθεσίες αυτών των κρατών μελών αναφέρονται γενικά (αλλά όχι συστηματικά) οι κανόνες που μπορούν να εφαρμόζονται με λιγότερο αυστηρό τρόπο ή να μην εφαρμόζονται καθόλου στις υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες επενδυτές. Ωστόσο, ακόμη και στα κράτη αυτά υπάρχει κάποια αβεβαιότητα εάν μια εταιρεία ή ένας εμπειρογνώμονας εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως επαγγελματίας ή ως μικροεπενδυτής. Τα περισσότερα άλλα κράτη μέλη προσφεύγουν κυρίως σε ρυθμίσεις γενικού περιεχομένου, νόμους ή διοικητικές εγκυκλίους για να επιβάλουν την υποχρέωση να λαμβάνεται υπόψη η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή.

Ο βαθμός επίσης στον οποίο επιτρέπεται στους επενδυτές να επιλέγουν να υπαχθούν σε λιγότερο αυστηρά καθεστώτα προστασίας διαφέρει μεταξύ κρατών μελών και πολλά κράτη μέλη έχουν προσαρμόσει την παρεχόμενη προστασία στο είδος της σχετικής χρηματοπιστωτικής υπηρεσίας ή μέσου<sup>13</sup>. Αυτή η λειτουργική ή κατά προϊόν προσέγγιση έχει επίσης ως αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση των πελατών, στο βαθμό που η φύση της προστασίας μεταβάλλεται για να λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι οι πράξεις σε ορισμένα ειδικά μέσα διενεργούνται από έμπειρους επενδυτές που υπόκεινται συχνά σε απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας.

***Η αρχή ότι κατά την εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας πρέπει να γίνεται διάκριση ανάμεσα στους επαγγελματίες επενδυτές και στους μικροεπενδυτές έχει επομένως ευρέως ενσωματωθεί στις εθνικές νομοθεσίες και διοικητικές πρακτικές. Ωστόσο, τα κράτη μέλη εφάρμοσαν τη διάκριση αυτή με διαφορετικό τρόπο το καθένα, με αποτέλεσμα ένας επενδυτής που πραγματοποιεί***

<sup>12</sup> Παρόλο που είναι γενικά δεκτό ότι η υποχρέωση «εκτέλεσης με τους καλύτερους δυνατούς όρους» είναι η υποχρέωση επίτευξης της καλύτερης δυνατής τιμής για τον πελάτη, υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ κρατών μελών όσον αφορά τις διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για το σκοπό αυτό. Για παράδειγμα, τα κράτη μέλη δίνουν διαφορετική έμφαση στην αποφυγή των συγκρούσεων συμφερόντων, στην απαγόρευση δραστηριοτήτων όπως η τεχνητή διενέργεια υπερβολικού αριθμού αγοραπωλησιών, οι περιορισμοί όσον αφορά τις εντολές και τη διάρκεια ισχύος τους, οι δυνατότητες εγγραφής σε νέες εκδόσεις και οι πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται. Ακολουθούν επίσης διαφορετικές προσεγγίσεις στο θέμα της υπαγωγής στο σύνολο των κανόνων δεοντολογίας της δραστηριότητας «μόνον εκτέλεση» («execution only»), για την οποία ορισμένα κράτη μέλη δέχονται χαμηλότερα επίπεδα προστασίας.

<sup>13</sup> Έτσι, σε ορισμένα κράτη μέλη εφαρμόζεται «κατά περίπτωση» προστασία για τις χρηματοπιστωτικές πράξεις των εταιρειών, τα παράγωγα μέσα, τα κρατικά ομόλογα και τους τίτλους επιλογής (warrants).

*συγκεκριμένη επένδυση να μπορεί να κατατάσσεται σε διαφορετικές κατηγορίες ανάλογα με το κράτος μέλος.*

- **Ευθύνη για την εφαρμογή των κανόνων και τον έλεγχο της (άρθρο 11 παράγραφος 2)**

Τα κράτη μέλη χρησιμοποιούν διάφορα κριτήρια για να προσδιορίσουν τον τόπο στον οποίο παρέχεται η υπηρεσία και, κατά συνέπεια, το εφαρμοστέο εθνικό καθεστώς κανόνων δεοντολογίας. Τα κριτήρια αυτά ποικίλλουν σημαντικά, από εκείνα που βασίζονται στη χώρα διαμονής του επενδυτή και τα κριτήρια πελατειακής βάσης, έως τα κριτήρια «χαρακτηριστικής δραστηριότητας» (τα οποία βασίζονται στον προσδιορισμό του τόπου στον οποίο η επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών κινητοποιεί τους αναγκαίους πόρους για την παροχή της υπηρεσίας). Άλλα κράτη μέλη εφαρμόζουν μια κατά περίπτωση προσέγγιση<sup>14</sup>.

Στην πράξη, τα περισσότερα κράτη μέλη εφαρμόζουν τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας τους στις εισερχόμενες διασυνοριακές επενδυτικές υπηρεσίες, χωρίς διάκριση ανάλογα με τη φύση της επενδυτικής υπηρεσίας ή την κατηγορία στην οποία ανήκει ο πελάτης. Το καθεστώς της χώρας υποδοχής εφαρμόζεται ανεξάρτητα από το εάν η υπηρεσία παρέχεται σε προσωρινή ή σε μόνιμη βάση. Μόνο δύο κράτη μέλη περιορίζουν την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας τους στις περιπτώσεις στις οποίες οι υπηρεσίες παρέχονται σε τακτική βάση.

Εκ των πραγμάτων, οι επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε διασυνοριακή βάση υπάγονται αυτόματα στους κανόνες δεοντολογίας της χώρας του επενδυτή (χώρα υποδοχής). Η εφαρμογή της προστασίας της χώρας υποδοχής προστίθεται στην πλήρη και αυτόματη εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας στη χώρα της επιχείρησης που παρέχει τις υπηρεσίες. Πράγματι, οι εποπτικές αρχές της χώρας καταγωγής συμμετέχουν στενά στον έλεγχο όλων των υπηρεσιών που παρέχονται από επιχειρήσεις εγκατεστημένες στο έδαφός τους – χωρίς διάκριση ανάμεσα σε εκείνες που παρέχονται στο εσωτερικό της χώρας και σε εκείνες που παρέχονται σε διασυνοριακή βάση. Αυτό ισχύει ιδίως για τις υποχρεώσεις που σχετίζονται με την επαλήθευση αμφισβητούμενων συναλλαγών (διαδρομή του ελέγχου) και την καταχώρηση των πράξεων.

***Η σημερινή κατάσταση συνεπάγεται τη συχνή εφαρμογή δύο συνόλων εθνικών κανόνων δεοντολογίας σε κάθε διασυνοριακή συναλλαγή, είτε αυτή είναι επαγγελματική είτε όχι.***

- **Εφαρμογή από την επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών της απαίτησης «γνώριζε τον πελάτη σου» (άρθρο 11 παράγραφος)**

Δύο κράτη μέλη εφαρμόζουν με αυστηρό τρόπο το άρθρο 11 παράγραφος 3 και απαιτούν από όλες τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών που συμμετέχουν σε μια συναλλαγή να λαμβάνουν υπόψη την ιδιότητα του τελικού επενδυτή. Επτά κράτη

<sup>14</sup>

Ηπολλαπλότητα των προσεγγίσεων θα μπορούσε να οδηγήσει σε καταστάσεις στις οποίες μια συγκεκριμένη συναλλαγή θα υπόκεινταν είτε σε δύο καθεστώτα προστασίας (π.χ. εάν η χώρα καταγωγής εφαρμόζει το κριτήριο της χαρακτηριστικής δραστηριότητας και η χώρα υποδοχής το κριτήριο του τόπου διαμονής του πελάτη), είτε σε κανένα (π.χ. εάν η χώρα καταγωγής του επενδυτή εφαρμόζει το κριτήριο της χαρακτηριστικής δραστηριότητας και η χώρα υποδοχής το κριτήριο του τόπου διαμονής της μεσολαβούσας επιχείρησης).

μέλη επιβάλλουν την υποχρέωση «γνώριζε τον πελάτη σου» μόνο στην επιχείρηση που έχει άμεση σχέση με τον πελάτη, εκτός εάν η επιχείρηση αυτή γνωστοποιεί την ταυτότητα του επενδυτή στον αντισυμβαλλόμενο. Τα άλλα κράτη μέλη δεν έχουν ακόμη θεσπίσει ειδικούς κανόνες στον τομέα αυτό.

Δεν είναι σαφές πως τηρείται η απαίτηση να λαμβάνεται υπόψη η ιδιότητα του επενδυτή όταν εφαρμόζονται περισσότερα του ενός καθεστώτα δεοντολογίας. Τρία κράτη μέλη απαιτούν τη συστηματική συγκέντρωση πληροφοριών για την ιδιότητα του τελικού επενδυτή από όλες τις μεσολαβούσες επιχειρήσεις, ανεξάρτητα από τη χώρα διαμονής του πελάτη. Σε άλλο κράτος μέλος η υποχρέωση «γνώριζε τον πελάτη σου» εφαρμόζεται με λιγότερο αυστηρό τρόπο, ώστε να δίνεται στην επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών η δυνατότητα να βασίζεται σε πληροφορίες για τον πελάτη που λαμβάνονται από άλλη μεσολαβούσα επιχείρηση ή από άλλη πηγή.

#### • **Εφαρμογή του άρθρου 11 - Συμπεράσματα**

Η ανάλυση από την Επιτροπή των σημερινών εθνικών πρακτικών όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας καταδεικνύει ότι:

- υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ κρατών μελών στα επίπεδα προστασίας που παρέχουν οι κανόνες δεοντολογίας στους μικροεπενδυτές. Φαίνεται ότι οι διαφορές αυτές είναι πιο έντονες στους ακόλουθους τομείς: εκτέλεση με τους καλύτερους δυνατούς όρους, σύγκρουση συμφερόντων και κανόνες δεοντολογίας για εντολές «μόνο εκτέλεση», τυπολογία των συμβατικών όρων και τεκμηρίωση. Ωστόσο, όσον αφορά τους επαγγελματίες επενδυτές, οι εθνικές νομοθεσίες εξασφαλίζουν συγκρίσιμη προστασία.
- οι περισσότερες εθνικές νομοθεσίες προβλέπουν μια γενική υποχρέωση να γίνεται διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και άλλων επενδυτών. Ωστόσο, ο τρόπος με τον οποίο εφαρμόζεται στην πράξη η διάκριση αυτή διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το κράτος μέλος.
- η διατύπωση του άρθρου 11 παράγραφος 2 οδήγησε τα κράτη μέλη στην υιοθέτηση διαφορετικών κριτηρίων για τον προσδιορισμό του τόπου στον οποίο παρέχεται η υπηρεσία. Στην πράξη ωστόσο, αντί των κριτηρίων αυτών ακολουθείται μια γενική προσέγγιση σύμφωνα με την οποία οι εθνικοί κανόνες δεοντολογίας εφαρμόζονται στις εισερχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Οι κανόνες αυτοί εφαρμόζονται ακόμα και εάν η χώρα της επιχείρησης που παρέχει την επενδυτική υπηρεσία εφαρμόζει άλλους συγκρίσιμους και ισοδύναμους κανόνες δεοντολογίας.

#### **IV. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΔΙΑΚΡΙΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΜΙΚΡΟΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΑΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Μια αποτελεσματική διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών θα συνεπαγόταν σημαντικά πλεονεκτήματα για τις χρηματοπιστωτικές αγορές:

- **ενοποιημένες και ρευστές αγορές και ανταγωνιστικές επενδυτικές υπηρεσίες.** Ο πρωταρχικός στόχος της κοινοτικής νομοθεσίας στον τομέα των κινητών αξιών είναι να επιτρέψει στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών να παρέχουν

υπηρεσίες σε όλη την ΕΕ χωρίς να προσκρούουν σε περιττά εμπόδια. Αυτό θα δώσει επίσης στους επενδυτές τη δυνατότητα να αναζητούν και να αξιοποιούν τις πλέον αποδοτικές επενδυτικές υπηρεσίες. Η δυναμική εφαρμογή δύο καθεστώτων επαγγελματικής δεοντολογίας κατά τις διασυνοριακές συναλλαγές δημιουργεί φραγμούς στην είσοδο στην αγορά που εμποδίζουν τους αντισυμβαλλομένους να συνάπτουν επωφελείς διασυνοριακές συναλλαγές και επομένως κατακερματίζει την αγορά, επηρεάζοντας έτσι αρνητικά τη ρευστότητά της.

- η εφαρμογή σε επαγγελματίες επενδυτές κανόνων δεοντολογίας που έχουν σχεδιαστεί για τις ανάγκες των μικροεπενδυτών **αυξάνει το κόστος** και μπορεί να περιορίσει τη χρήση καινοτόμων προϊόντων από τους επενδυτές αυτούς. Σημαντικό είναι επίσης το κόστος της έλλειψης ασφάλειας δικαίου όσον αφορά την κατάταξη των επενδυτών. Οι σημερινές ρυθμίσεις εντείνουν ακόμα περισσότερο αυτή την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο δικαστικών διαφορών, εφόσον απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών που χρησιμοποιούν το ενιαίο διαβατήριο να συμμορφώνονται έως και με 15 σύνολα κανόνων δεοντολογίας. Αυτό ευνοεί έμμεσα τις ισχυρότερες επιχειρήσεις που διαθέτουν περισσότερους πόρους για να διαχειριστούν την πολύπλοκη αυτή κατάσταση.

**πιο αποτελεσματική χρήση των πόρων που διατίθενται για την εποπτεία.** Οι πόροι που τίθενται στη διάθεση των εποπτικών αρχών είναι περιορισμένοι. Για να χρησιμοποιηθούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, οι πόροι αυτοί πρέπει να επικεντρώνονται στα τμήματα της αγοράς στα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν με τον καλύτερο τρόπο, δηλαδή στις επενδύσεις που πραγματοποιούν τα νοικοκυριά ή οι μικροεπενδυτές. Το απαιτούμενο επίπεδο προστασίας είναι χαμηλότερο για τους επαγγελματίες επενδυτές, οι οποίοι είναι επαρκώς εξοικειωμένοι με τη λειτουργία της αγοράς και μπορούν να διασφαλίσουν τα συμφέροντά τους ή να λάβουν κατάλληλες επενδυτικές συμβουλές για το σκοπό αυτό.

## V. **Η ΑΝΑΓΚΗ ΝΑ ΛΗΦΘΕΙ ΥΠΟΨΗ Η ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΜΙΚΡΟΕΠΕΝΔΥΤΩΝ (ΑΡΘΡΟ 11 ΠΑΡΑΓΡΑΦΟΣ 1).**

Το άρθρο 11 παράγραφος 1 προβλέπει μια σαφή και άνευ όρων υποχρέωση για τις εθνικές αρχές να διακρίνουν τους επαγγελματίες επενδυτές από τους άλλους επενδυτές κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας. ***Η υποχρέωση των κρατών μελών να λαμβάνουν υπόψη την επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή δεν εξαρτάται από την προηγούμενη εναρμόνιση του περιεχομένου των κανόνων δεοντολογίας.*** Οι εθνικές αρχές μπορούν στο παρόν στάδιο να λάβουν μέτρα για τη διαφοροποίηση των κανόνων δεοντολογίας που εφαρμόζονται στους επαγγελματίες επενδυτές.

Οι κανόνες δεοντολογίας που εφαρμόζονται σε όλα τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ήδη πλήρη προστασία, η οποία επιτρέπει στους επαγγελματίες επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Όσον αφορά τους

μικροεπενδυτές<sup>15</sup>, η εφαρμογή της αρχής του άρθρου 11 παράγραφος 1 απαιτεί πρόσθετες εργασίες διευκρίνισης και αποσαφήνισης. Το γεγονός ότι οι συζητήσεις για την κατάλληλη προστασία που πρέπει να παρέχεται στους μικροεπενδυτές συνεχίζονται δεν πρέπει να αποτελέσει εμπόδιο στην άμεση εφαρμογή της διάκρισης ανάμεσα στους επαγγελματίες επενδυτές και τους μικροεπενδυτές, λαμβάνοντας τα υφιστάμενα συστήματα ως αφετηρία για τη μεταχείριση των επαγγελματιών επενδυτών.

Η ΟΕΥ δεν περιέχει σαφή ορισμό της «επαγγελματικής ιδιότητας» των επενδυτών. Αυτό οδήγησε στην ανάπτυξη πολλών διαφορετικών εθνικών προσεγγίσεων στο θέμα της κατάταξης των επενδυτών. Ωστόσο, οι εθνικές εποπτικές αρχές συμφώνησαν πρόσφατα, στο πλαίσιο της Διάσκεψης των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (FESCO), έναν κοινό ορισμό για την κατηγοριοποίηση των επαγγελματιών επενδυτών<sup>16</sup> και ανέλαβαν τη δέσμευση να καταβάλουν κάθε προσπάθεια για να εξασφαλίσουν την εφαρμογή της κατάταξης αυτής σε όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται στην επικράτειά τους (εγχώριες και διασυνοριακές).

***Η Επιτροπή εκτιμά ότι οι εθνικές αρχές θα μπορούσαν να διερευνήσουν τη δυνατότητα λήψης άμεσων και αποτελεσματικών μέτρων για να θέσουν σε εφαρμογή τις ρυθμίσεις που συμφώνησαν οι εποπτικές τους αρχές στο πλαίσιο της FESCO.***

#### ***Πλαίσιο 2: Επισκόπηση της κατάταξης της FESCO***

***Κατηγορία 1. Επενδυτές που θεωρούνται επαγγελματίες χωρίς άλλη διατύπωση ή έλεγχο. Ο εξαντλητικός κατάλογος αυτών των επενδυτών καλύπτει τις επιχειρήσεις που υποχρεούνται να λάβουν άδεια και/ή να υπαχθούν σε ρυθμιστικά καθεστώτα για να ασκήσουν δραστηριότητες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και περιλαμβάνει:***

- τα πιστωτικά ιδρύματα (όπως ορίζονται στη δεύτερη τραπεζική οδηγία)·
- τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών·
- τα άλλα εγκεκριμένα ή υποκείμενα σε ρυθμίσεις χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (όπως ορίζονται στο άρθρο 1 παράγραφος 6 της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας)·
- τις ασφαλιστικές εταιρείες·
- του οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και τις εταιρείες διαχείρισής τους·
- τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τις εταιρείες διαχείρισής τους·

<sup>15</sup> Οι εθνικές εποπτικές αρχές που συμμετέχουν στην FESCO προέβησαν στη σύσταση ομάδας εργασίας για τα πρότυπα εναρμόνισης των κανόνων δεοντολογίας. Οι σημαντικές αυτές εργασίες αποσκοπούν στην επίτευξη συναίνεσης σχετικά με μια σειρά προτύπων, περιλαμβανομένων των απαιτήσεων όσον αφορά την εκτέλεση, τις πληροφορίες που πρέπει να λαμβάνονται από τους πελάτες και εκείνες που πρέπει να τους παρέχονται, τη χρήση των συμβάσεων που συνάπτονται με τους πελάτες και την τεκμηρίωση.

<sup>16</sup> «Κατηγοριοποίηση των επενδυτών για την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας», Μάρτιος 2000.

*Κρατικοί φορείς, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί:*

Διαδικαστικές πτυχές: κάθε επενδυτής στην κατηγορία αυτή μπορεί να ζητήσει την υπαγωγή του στο καθεστώς του μη επαγγελματία επενδυτή (δυνατότητα επιλογής μεγαλύτερης προστασίας).

**Κατηγορία 2: Επενδυτές που μπορούν να ζητήσουν να υπαχθούν στο καθεστώς του επαγγελματία επενδυτή**

*Μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές:*

- άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (που δεν εμπίπτουν στο πεδίο του άρθρου 1 παράγραφος 6 της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας)
- μεγάλες εταιρείες (βάσει ορισμένων ορίων)
- θεσμικοί επενδυτές άλλοι από εκείνους που είναι θεσμικοί επενδυτές με εταιρικό σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων σε χρηματοπιστωτικά μέσα
- διαπραγματευτές σε βασικά εμπορεύματα
- δημόσιοι φορείς
- εκδότες μέσω των οποίων είναι εισηγμένα σε χρηματιστηριακές αγορές.

Διαδικαστικές πτυχές: ο επενδυτής πρέπει να ενημερώνεται γραπτώς για την προστασία που του παρέχεται και να επιβεβαιώσει γραπτώς ότι έχει επίγνωση των συνεπειών που συνεπάγεται η απώλεια της προστασίας.

**Κατηγορία 3: άλλοι επενδυτές που μπορούν να ζητήσουν να υπαχθούν στο καθεστώς του επαγγελματία επενδυτή:**

Στους επενδυτές αυτούς μπορεί να επιτραπεί να παραιτηθούν από ορισμένα στοιχεία προστασίας που τους εγγυώνται οι κανόνες δεοντολογίας, μετά από λεπτομερή αξιολόγηση της εμπειρογνομosύνης και της πείρας τους (η FESCO συνιστά την εφαρμογή κριτηρίων καταλληλότητας χρηματοοικονομικής διαχείρισης). Το σύστημα αυτό έχει ως σκοπό να επιτρέψει στους έμπειρους ή τους εξειδικευμένους επενδυτές να υπαχθούν στο καθεστώς του επαγγελματία επενδυτή. Πρέπει ιδίως να πληρούνται δύο από τα ακόλουθα κριτήρια:

- 10 συναλλαγές σημαντικού όγκου ανά τρίμηνο τα τέσσερα προηγούμενα τρίμηνα
- χαρτοφυλάκιο μεγαλύτερο από 0,5 εκατ. ευρώ
- 1 έτος επαγγελματικής εμπειρίας στον τομέα.

Διαδικαστικές πτυχές: ο επενδυτής πρέπει

1. να δηλώσει γραπτώς ότι θέλει να υπαχθεί στο καθεστώς του επαγγελματία επενδυτή
2. να έχει ενημερωθεί από την επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών για την προστασία και τα δικαιώματα που θα απολέσει
3. να δηλώσει γραπτώς σε χωριστό έγγραφο ότι έχει επίγνωση των συνεπειών που συνεπάγεται η απώλεια της προστασίας.

Οι ορισμοί αυτοί θα πρέπει ενδεχομένως να αναθεωρηθούν στο μέλλον. Η πείρα από την εφαρμογή της συμφωνηθείσας κατάταξης θα καταδεικνύει τους τρόπους με τους οποίους μπορούν να προσαρμοστούν στις ανάγκες των νέων ηλεκτρονικών συστημάτων συναλλαγών μέσω των οποίων θα παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες, καθώς και στην αυξανόμενη εξειδίκευση των επενδυτών που θα αποκτούν όλο και μεγαλύτερη πείρα των συναλλαγών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά τη μελλοντική αναθεώρηση των ορισμών θα μπορούσε ενδεχομένως να διερευνηθεί η δυνατότητα διεύρυνσης της πρώτης κατηγορίας επενδυτών που όρισε η FESCO,

προκειμένου να περιληφθούν και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και μεγάλες εταιρείες που διαθέτουν τμήματα διαχείρισης χρηματικών διαθεσίμων. Οι μελλοντικές αναθεωρήσεις θα μπορούσαν επίσης να επεκταθούν στην απλούστευση των μηχανισμών επιλογής περισσότερης ή λιγότερης προστασίας.

## **VI. ΑΡΘΡΟ 11 ΠΑΡΑΓΡΑΦΟΣ 2: ΜΙΑ ΔΥΝΑΤΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΤΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΤΕΟΥ ΚΑΘΕΣΤΩΤΟΣ**

Το άρθρο 11 παράγραφος 2 προβλέπει ότι «υπό την επιφύλαξη των αποφάσεων που θα ληφθούν στα πλαίσια της εναρμόνισης των κανόνων δεοντολογίας, η εφαρμογή και ο έλεγχος της τήρησης των κανόνων αυτών εξακολουθούν να υπόκεινται στην αρμοδιότητα του κράτους μέλους όπου παρέχεται η υπηρεσία». Ελλείπει σαφών οδηγιών για τον προσδιορισμό του τόπου «όπου παρέχεται η υπηρεσία», οι εθνικές αρμόδιες αρχές έτειναν να εφαρμόζουν τους τοπικούς κανόνες δεοντολογίας στις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε επενδυτές εγκατεστημένους στο έδαφός τους. Οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών υποχρεούνται επομένως να συμμορφώνονται με την εφαρμογή δύο συνόλων κανόνων δεοντολογίας, των κανόνων της χώρας καταγωγής και εκείνων της χώρας υποδοχής.

Η κατάσταση αυτή μπορεί να εξεταστεί με βάση τις αρχές της συνθήκης που αφορούν την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (η οποία αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο της ΟΕΥ), τις ειδικές διατάξεις της ΟΕΥ που αναγνωρίζουν τη δυνατότητα εφαρμογής της αρχής του γενικού συμφέροντος και τη σχετική νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων<sup>17</sup>.

Το κείμενο της συνθήκης και η διατύπωση της ΟΕΥ εμπεριέχουν σαφώς την αρχή της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών με βάση την άδεια λειτουργίας που λαμβάνεται στη χώρα καταγωγής. Η 3η αιτιολογική σκέψη της ΟΕΥ διευκρινίζει ότι στόχος της ΟΕΥ είναι η «...επίτευξη της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών λειτουργίας και των συστημάτων προληπτικού ελέγχου, ώστε η εκδιδόμενη ενιαία άδεια λειτουργίας να ισχύει σε όλη την Κοινότητα και να εφαρμόζεται η αρχή του ελέγχου από το κράτος μέλος καταγωγής»<sup>18</sup>.

Ωστόσο, οι σχετικές διατάξεις της ΟΕΥ αναγνωρίζουν ρητά τη συμμετοχή των εποπτικών αρχών της χώρας υποδοχής για λόγους γενικού συμφέροντος. Η 33η αιτιολογική σκέψη προβλέπει ότι «τα κράτη μέλη οφείλουν να μεριμνούν ώστε να ασκούνται ανεμπόδιστα και κατά τον ίδιο τρόπο, όπως στο κράτος μέλος καταγωγής, οι δραστηριότητες που καλύπτονται από την αμοιβαία αναγνώριση, εφόσον δεν αντίκεινται σε νομοθετικές και κανονιστικές διατάξεις γενικότερου συμφέροντος που ισχύουν στο κράτος μέλος υποδοχής». Τα άρθρα 17 παράγραφος 4 και 18 παράγραφος 2 της ΟΕΥ προβλέπουν ότι οι αρχές της χώρας υποδοχής, αμέσως μετά την λήψη σχετικής κοινοποίησης επιχείρησης επενδυτικών υπηρεσιών χώρας

<sup>17</sup> «...όταν μια διάταξη κοινοτικού παράγοντος δικαίου επιδέχεται περισσότερες από μία ερμηνείες, πρέπει να προτιμηθεί εκείνη που καθιστά τη διάταξη σύμφωνη με τη Συνθήκη και όχι εκείνη που συνεπάγεται το ασυμβίβαστό της με τη Συνθήκη. Υπό τις περιστάσεις αυτές, δεν πρέπει να ερμηνευτεί η οδηγία μεμονωμένα, αλλά είναι ανάγκη να εξεταστεί αν οι εν λόγω απαιτήσεις είναι ή όχι αντίθετες προς τις προαναφερθείσες διατάξεις της Συνθήκης και να εφαρμοστεί το αποτέλεσμα της εξέτασης αυτής υπό το φως της ερμηνείας της οδηγίας». (Επιτροπή κατά Γαλλικής Δημοκρατίας, C-220/83: Συλλογή 1986, σ. 3663).

<sup>18</sup> Οι αιτιολογικές σκέψεις μιας οδηγίας διευκολύνουν την ερμηνεία της στο βαθμό που διευκρινίζουν τη βούληση του κοινοτικού νομοθέτη. Βλέπε ΔΕΚ υπόθεση 76/72 Michel [1973] Συλλογή σ. 457 και υπόθεση C-238-94 Garcia [1996] Συλλογή I-1673.



εταίρου που επιθυμεί να εγκατασταθεί ή να παράσχει υπηρεσίες στο έδαφός της, πρέπει, εφόσον είναι αναγκαίο, να «γνωστοποιήσουν στην επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών τους όρους, περιλαμβανομένων των κανόνων δεοντολογίας, με τους οποίους οι επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει, **για λόγους γενικού συμφέροντος**, να συμμορφώνονται στη χώρα υποδοχής». Η διατύπωση αυτή καθιστά σαφές ότι:

- το κράτος μέλος υποδοχής πρέπει να γνωστοποιεί, εκ των προτέρων, τους εφαρμοστέους κανόνες δεοντολογίας·
- οι αρχές της χώρας υποδοχής που επιθυμούν να επιβάλουν τοπικούς κανόνες δεοντολογίας πιο αυστηρούς από την ελάχιστη εναρμόνιση των αρχών επαγγελματικής δεοντολογίας που έχει επιτευχθεί δυνάμει του άρθρου 11 παράγραφος 1, μπορούν να το πράξουν εάν αυτό δικαιολογείται από το «γενικό συμφέρον».

Το άρθρο 19 παράγραφος 6 επιτρέπει επίσης στο κράτος μέλος υποδοχής να λαμβάνει μέτρα για την αντιμετώπιση παραβάσεων «των κανόνων δεοντολογίας που θεσπίζονται σύμφωνα με το άρθρο 11 καθώς και άλλων νομοθετικών ή κανονιστικών διατάξεων που έχουν θεσπιστεί για λόγους γενικού συμφέροντος».

Περισσότερες διατάξεις της ΟΕΥ προϋποθέτουν ότι οι αρχές της χώρας υποδοχής διατηρούν εκτεταμένες εξουσίες για την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας με βάση το «γενικό συμφέρον».

Αφετέρου, το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων έκρινε επανειλημμένα ότι η επιβολή εθνικών κανόνων, ακόμα και εάν δεν εισάγει διακρίσεις, υπόκειται σε επανεξέταση βάσει των άρθρων 49 και 50<sup>19</sup>. Σχετικά με το θέμα αυτό μπορεί να αναφερθεί η πρόσφατη νομολογία του Δικαστηρίου (Υπόθεση Parodi κατά Banque Albert de Bary, χορήγηση ενυπόθηκων δανείων από τράπεζες, C-222/95 [1997], Συλλογή I-3899), στην οποία το Δικαστήριο έκρινε ότι:

*«[...] αν ληφθεί υπόψη η ιδιαίτερη φύση ορισμένων παροχών υπηρεσιών, οι τυχόν ειδικές υποχρεώσεις που επιβάλλονται στον παρέχοντα την υπηρεσία και υπαγορεύονται από την εφαρμογή κανόνων οι οποίοι διέπουν αυτό το είδος δραστηριότητας δεν μπορούν να θεωρηθούν ασυμβίβαστες προς τη Συνθήκη.*

*Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι η ελεύθερη παροχή υπηρεσιών, ως θεμελιώδης αρχή της Συνθήκης, δεν μπορεί να περιοριστεί παρά μόνο με ρυθμίσεις που δικαιολογούνται από το γενικό συμφέρον και επιβάλλονται σε κάθε πρόσωπο ή επιχείρηση που ασκεί δραστηριότητα στο έδαφος του κράτους προορισμού της υπηρεσίας, εφόσον το συμφέρον αυτό δεν διασφαλίζεται από τους κανόνες στους οποίους υπόκειται ο παρέχων την υπηρεσία στο κράτος μέλος στο οποίο έχει την εγκατάστασή του. Ειδικότερα, οι εν λόγω απαιτήσεις πρέπει να είναι αντικειμενικά αναγκαίες*

<sup>19</sup>

*«[...] Το άρθρο 49 της Συνθήκης απαιτεί όχι μόνο την κατάργηση όλων των βασιζόμενων στην υπηκοότητα διακρίσεων κατά των παρεχόντων υπηρεσίες που είναι εγκατεστημένοι σε άλλο κράτος μέλος, αλλά και την εξάλειψη κάθε περιορισμού, ακόμα και εάν εφαρμόζεται χωρίς διακρίσεις στους παρέχοντες υπηρεσίες που είναι εγκατεστημένοι στο κράτος μέλος και σε εκείνους από άλλα κράτη μέλη, ο οποίος δύναται να απαγορεύσει, να εμποδίσει ή να καταστήσει λιγότερο επωφελείς τις δραστηριότητες ενός παρέχοντος υπηρεσίες που είναι εγκατεστημένος σε άλλο κράτος μέλος στο οποίο παρέχει νόμιμα παρόμοιες υπηρεσίες», υπόθεση Arblade & Leloup, C 369/96 και C-376/96, Συλλογή 1999, I-8543.*

προκειμένου να διασφαλίζεται η τήρηση των επαγγελματικών κανόνων και η προστασία του αποδέκτη των υπηρεσιών, δεν πρέπει δε να υπερβαίνουν το αναγκαίο για την επίτευξη των εν λόγω σκοπών μέτρο [...]».

**Το άρθρο 11 της ΟΕΥ αναγνωρίζει τον ενεργό ρόλο των αρχών της χώρας υποδοχής στην εξασφάλιση της εφαρμογής των κανόνων δεοντολογίας βάσει του άρθρου αυτού. Ωστόσο, η Επιτροπή θεωρεί ότι, κατά την εκπλήρωση των αρμοδιοτήτων τους όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας, οι αρχές της χώρας υποδοχής μπορούν να συνεκτιμούν δύο συναφείς παράγοντες: (1) το εάν το κράτος μέλος καταγωγής της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εφαρμόζει ή όχι κανόνες δεοντολογίας που παρέχουν ισοδύναμη προστασία και (2) το κατά πόσο η επιβολή των κανόνων δεοντολογίας της χώρας υποδοχής αποτελεί κατάλληλο μέτρο για τη διασφάλιση του «γενικού συμφέροντος».**

– Όσον αφορά την εκτίμηση της «αναλογικότητας», πρέπει να καθοριστούν κριτήρια που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προσδιοριστεί ο τρόπος με τον οποίο οι αρχές της χώρας υποδοχής θα ασκούν τις εξουσίες τους όσον αφορά την εφαρμογή των εθνικών κανόνων δεοντολογίας. Η Επιτροπή θεωρεί ότι ένα κριτήριο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το σκοπό αυτό είναι η «ανάγκη προστασίας (του επενδυτή/καταναλωτή)»<sup>20</sup>.

Η σημασία της «ανάγκης για προστασία» επιβεβαιώνεται επίσης από άλλες κοινοτικές νομοθετικές πράξεις στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών και των κινητών αξιών<sup>21</sup>. Οι επενδυτές – ή οι σύμβουλοί τους – πρέπει να εκτιμούν οι ίδιοι τα χαρακτηριστικά της προτεινόμενης επένδυσης. Οι κανόνες δεοντολογίας αποσκοπούν μόνο να εξασφαλίσουν ότι οι επενδυτές δεν παρακινούνται να διενεργούν ακατάλληλες γι' αυτούς επενδύσεις και να τους προστατεύουν από τις καταχρήσεις και τις αθέμιτες πρακτικές. Η νομοθεσία στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών και των κινητών αξιών επικεντρώνεται επομένως σε μεγάλο βαθμό στις αρχές της γνωστοποίησης των πληροφοριών που επιτρέπουν σε ορθολογικούς επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες αποφάσεις.

---

<sup>20</sup> Η ανάγκη αυτή δικαιολογεί άλλωστε την ίδια την ύπαρξη των κανόνων δεοντολογίας που εξετάζονται στην παρούσα ανακοίνωση. Αποτελεί επίσης θεμελιώδη αρχή της ΟΕΥ και εκφράζεται σαφώς σε πολλές από τις διατάξεις της:

η 32η αιτιολογική σκέψη διευκρινίζει ότι κατά την παροχή προστασίας στους επενδυτές «ενδείκνυται να ληφθούν υπόψη οι ποικίλες ανάγκες προστασίας των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών και το επίπεδο της επαγγελματικής τους πείρας»·

όπως καταδεικνύεται ανωτέρω, οι κανόνες δεοντολογίας που προβλέπονται από το άρθρο 11 παράγραφος 1 δικαιολογούνται από την ανάγκη εξασφάλισης στους πελάτες κατάλληλης προστασίας και θεμιτών όρων συναλλαγών·

Το άρθρο 14 παράγραφος 4 απαιτεί από τα κράτη μέλη να λαμβάνουν υπόψη τις ποικίλες ανάγκες προστασίας του επενδυτή και ιδίως την ικανότητα των επαγγελματιών επενδυτών και των μικροεπενδυτών να ενεργούν προς το συμφέρον τους, όταν αποφασίζουν εάν οι επενδυτές μπορούν ή όχι να εξαιρεθούν από την απαίτηση διενέργειας των συναλλαγών σε οργανωμένη αγορά.

<sup>21</sup> Ιδιαίτερα διαφωτιστική από την άποψη αυτή είναι η οδηγία για τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών (97/9/ΕΟΚ). Η οδηγία αυτή προβλέπει ότι ορισμένες κατηγορίες επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών μπορούν να εξαιρεθούν από την κάλυψη που παρέχουν τα υποχρεωτικά συστήματα αποζημίωσης επενδυτών που προβλέπει η οδηγία (άρθρο 4 παράγραφος 2) εάν το κράτος μέλος κρίνει ότι «δεν χρειάζονται ιδιαίτερη προστασία» (17η αιτιολογική σκέψη). Είναι σαφές ότι η φιλοσοφία της οδηγίας αυτής βασίζεται στην αρχή της «ανάγκης προστασίας».

*Με βάση τα ανωτέρω, η «ανάγκη προστασίας» είναι ένα κριτήριο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις αρχές της χώρας υποδοχής όταν αυτές πρέπει να εκτιμήσουν την «αναλογικότητα» της επιβολής των κανόνων δεοντολογίας τους.*

## **1. Η προστασία των επαγγελματιών επενδυτών**

Η εμπειρογνωμοσύνη των επενδυτών και η ικανότητά τους να ενεργούν προς το συμφέρον τους είναι τα καθοριστικά κριτήρια για τον προσδιορισμό της «ανάγκης προστασίας». Εάν ο επενδυτής είναι από τη φύση του επαγγελματίας, μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει την ικανότητα και την εμπειρογνωμοσύνη να λαμβάνει ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις.

Την προσέγγιση αυτή φαίνεται να ακολουθεί το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων στη νομολογία του. Το δικαστήριο αναγνώρισε ιδίως ότι τα μέτρα που αποσκοπούν να προστατεύσουν το ασθενέστερο μέρος σε μια σύμβαση δεν μπορούν να θεωρηθούν ότι πληρούν το κριτήριο του γενικού συμφέροντος εάν ο αντισυμβαλλόμενος είναι επαγγελματίας<sup>22</sup>. Ο συλλογισμός αυτός βασίζεται στην έλλειψη «ανάγκης προστασίας». Ο ίδιος συλλογισμός μπορεί να είναι χρήσιμος και στην περίπτωση των επαγγελματιών επενδυτών. Στη νομολογία του στον τομέα των ασφαλίσεων, το Δικαστήριο έκρινε ότι οι επαγγελματίες ή εμπειρογνώμονες πράκτορες έχουν ανάγκη λιγότερης προστασίας σε σύγκριση με τους απλούς καταναλωτές (C-220/83). Το Δικαστήριο ακολούθησε τον ίδιο συλλογισμό στην υπόθεση Alpine (C-384/93), στην οποία δέχθηκε ότι η εμπορία και η διαφήμιση σε μικροεπενδυτές των επενδύσεων σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα πρέπει να υπόκειται σε αυστηρότερους όρους.

*Η διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών, την οποία τα κράτη μέλη υποχρεούνται να εφαρμόζουν δυνάμει του άρθρου 11 παράγραφος 1 μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό του βαθμού στον οποίο ο επενδυτής «έχει ανάγκη» την προστασία που του προσφέρουν οι κανόνες δεοντολογίας της χώρας υποδοχής, επιπλέον εκείνης που του παρέχουν οι κανόνες δεοντολογίας της χώρας καταγωγής. Η ικανοποίηση του κριτηρίου της «αναλογικότητας» ενδέχεται να είναι πιο δυσχερής στην περίπτωση των επαγγελματιών επενδυτών, δεδομένου ότι αυτοί έχουν ανάγκη λιγότερης προστασίας.*

Η δυνατότητα να ικανοποιείται πλήρως η ανάγκη προστασίας του επαγγελματία επενδυτή από τους κανόνες δεοντολογίας της χώρας καταγωγής ενισχύεται από το γεγονός ότι όλα τα κράτη μέλη φαίνεται να παρέχουν επαρκή και συγκρίσιμη προστασία στους επαγγελματίες επενδυτές. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, όλα τα εθνικά καθεστώτα παρέχουν επαρκή προστασία ώστε να επιτρέπουν στους έμπειρους/επαγγελματίες επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες αποφάσεις και να διασφαλίζουν τα συμφέροντά τους.

Τα πλεονεκτήματα της προστασίας της χώρας καταγωγής επεκτείνονται πλήρως στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλα κράτη μέλη. Πράγματι, προτού διενεργήσει μια πράξη με πελάτη χώρας εταίρου, η επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει να προσδιορίσει την ταυτότητα του αντισυμβαλλομένου και να εξακριβώσει την καταλληλότητά του. Αυτό συνεπάγεται την αυτόματη εφαρμογή

<sup>22</sup>

Υπόθεση C-205/84 Επιτροπή κατά Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας.

σημαντικών στοιχείων του καθεστώτος προστασίας της χώρας καταγωγής (καταχώρηση, δημοσιότητα, εκτέλεση με τους καλύτερους δυνατούς όρους), τα οποία μπορούν πιο αποτελεσματικά να ελεγχθούν και να τηρηθούν από τις υπηρεσίες των αρχών της χώρας καταγωγής<sup>23</sup>.

Πρέπει επίσης να λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθες πρακτικές πτυχές:

- ορισμένες ευρέως χρησιμοποιούμενες πρακτικές ρυθμίσεις (τυποποιημένες συμβάσεις και άλλες κωδικοποιημένες συμφωνίες) παρέχουν στους επαγγελματίες επενδυτές μια συμβατική βάση για την ταχεία και αποτελεσματική επίλυση ενδεχόμενων διαφορών με τους αντισυμβαλλομένους·
- η οδηγία για τις νομικές πτυχές του ηλεκτρονικού εμπορίου θα τεθεί σε εφαρμογή τον Ιανουάριο του 2002. Η οδηγία αυτή προορίζεται να δημιουργήσει ένα νομοθετικό πλαίσιο που θα ενθαρρύνει το ηλεκτρονικό εμπόριο στην Ευρώπη. Στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, η φιλοσοφία της οδηγίας είναι ότι κάθε υπηρεσία που παρέχεται ηλεκτρονικά πρέπει να διέπεται από τη νομοθεσία της χώρας καταγωγής. Η αρχή αυτή θα εφαρμόζεται χωρίς περιορισμούς στις πράξεις μεταξύ επιχειρήσεων και μεταξύ επαγγελματιών, αλλά όχι στις συμβατικές υποχρεώσεις που απορρέουν από καταναλωτικές συμβάσεις.

*Για τους λόγους που αναφέρονται ανωτέρω, η Επιτροπή εκτιμά ότι οι εθνικοί κανόνες δεοντολογίας παρέχουν επαρκή και ισοδύναμη προστασία στους επαγγελματίες επενδυτές. Λαμβανομένων υπόψη των ανωτέρω παρατηρήσεων, η Επιτροπή εκτιμά ότι οι αρμόδιες εθνικές αρχές θα μπορούσαν να εξετάσουν κατά πόσο είναι σκόπιμο να μην εφαρμόσουν τους κανόνες δεοντολογίας της χώρας υποδοχής στις διασυνοριακές επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες επενδυτές που κατοικούν στη χώρα τους.*

---

<sup>23</sup>

Σχετικά με το θέμα αυτό, πρέπει να υπενθυμιστεί η θέση του γενικού εισαγγελέα στην υπόθεση Alpine case (C-384/93), ο οποίος έκρινε ότι «το κράτος μέλος από το οποίο γίνεται η τηλεφωνική κλήση είναι πλέον αρμόδιο για να προβλέψει ρύθμιση του cold calling. Ακόμα και εάν το κράτος μέλος προορισμού της κλήσης απαγορεύει το cold calling ή το υποβάλλει σε όρους, δεν έχει τη δυνατότητα να εμποδίσει τηλεφωνικές κλήσεις από άλλο κράτος μέλος χωρίς τη συνεργασία των θεσμικών αρχών του κράτους αυτού».

***Πλαίσιο 3: Ποιοι επαγγελματίες επενδυτές μπορούν να μην υπαχθούν στους κανόνες δεοντολογίας της χώρας υποδοχής;***

Η συμφωνία που επιτεύχθηκε πρόσφατα στην FESCO σχετικά με την κατηγοριοποίηση των επενδυτών για τους σκοπούς του άρθρου 11 ορίζει μια ομάδα επενδυτών που πρέπει να θεωρούνται αυτόματα «επαγγελματίες». ***Οι επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε αυτούς τους επενδυτές μπορούν να διέπονται αποκλειστικά από τους κανόνες δεοντολογίας της χώρας της επιχείρησης που παρέχει τις υπηρεσίες («χώρα καταγωγής»)***<sup>24</sup>.

Εκτός από την ομάδα των επενδυτών που θεωρούνται «αυτόματα» επαγγελματίες, οι εθνικές αρχές μπορούν επίσης, να αποφασίσουν εάν θα εφαρμόσουν το τοπικό καθεστώς στους επενδυτές που δεν θεωρούνται αυτόματα επαγγελματίες. Η εκτίμηση μπορεί να γίνει και στην περίπτωση αυτή με βάση το «γενικό συμφέρον» κάθε κράτους μέλους.

2. Η προστασία των μικροεπενδυτών

Λαμβανομένης υπόψη της σημερινής πολλαπλότητας των συμβατικών και εξωσυμβατικών πλαισίων και των συστημάτων ελέγχου της εφαρμογής τους, οι εθνικές διοικήσεις έχουν βάσιμες ανησυχίες για την έλλειψη ασφάλειας δικαίου και τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου που αντιμετωπίζουν οι μικροεπενδυτές. Στο τμήμα III ανωτέρω υπογραμμίστηκαν οι διαφορές στους κανόνες δεοντολογίας οι οποίες δεν επιτρέπουν να θεωρηθεί ότι οι κανόνες αυτοί είναι «ισοδύναμοι» για τους μικροεπενδυτές. Η εφαρμογή τοπικών κανόνων δεοντολογίας στις συναλλαγές στις οποίες συμμετέχουν τοπικοί «μικροεπενδυτές» μπορεί επομένως να βελτιώσει την προστασία που παρέχεται στους επενδυτές αυτούς.

***Κατά συνέπεια, οι μικροεπενδυτές έχουν ανάγκη μεγαλύτερης προστασίας από ό,τι οι επαγγελματίες επενδυτές. Τα κράτη μέλη θα μπορούσαν να λάβουν υπόψη το γεγονός αυτό στους προβληματισμούς τους σχετικά με την εφαρμογή του άρθρου 11 παράγραφοι 1 και 2 της ΕΟΥ.***

Η εκτίμηση αυτή για τους μικροεπενδυτές μπορεί να αναθεωρηθεί υπό το φως των μεταβαλλόμενων συνθηκών στις αγορές και της ενίσχυσης της συνεργασίας μεταξύ εποπτικών αρχών. Η ανάπτυξη νέων εμπορικών προτύπων, βασιζόμενων στην ηλεκτρονική επικοινωνία και διανομή θα οδηγήσει ίσως στην αναθεώρηση της σημερινής προσέγγισης. Το νομοθετικό πλαίσιο της ηλεκτρονικής παροχής υπηρεσιών πληροφόρησης θα μεταβληθεί επίσης. Ο τρόπος με τον οποίο οι αρμόδιες εθνικές αρχές συνεργάζονται κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας ενδέχεται εξάλλου να επηρεαστεί και αυτός από τις εξελίξεις αυτές. Η Επιτροπή εξετάζει τα θέματα αυτά στη χωριστή ανακοίνωση για τον εκσυγχρονισμό της ΟΕΥ. Εξάλλου, τα θέματα αυτά θα συζητηθούν και στο υπό έκδοση έγγραφο της Επιτροπής για το ηλεκτρονικό εμπόριο και τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Μια άλλη αξιοσημείωτη εξέλιξη είναι, μετά τη συμφωνία για την κατηγοριοποίηση των επενδυτών, οι εργασίες που διεξάγονται στο πλαίσιο της FESCO για την κατάρτιση κοινών προτύπων για τους κανόνες προστασίας. Η επίτευξη συμφωνίας

---

<sup>24</sup> Οι επενδυτές που θεωρούνται αυτόματα επαγγελματίες διατηρούν ωστόσο τη δυνατότητα να ζητήσουν υψηλότερα επίπεδα προστασίας από τον αντισυμβαλλομένο τους.

για τη μεταχείριση των μικροεπενδυτών ενδέχεται να απαιτήσει την επανεξέταση του βαθμού στον οποίο το «γενικό συμφέρον» εξακολουθεί να απαιτεί την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας της χώρας υποδοχής στους επενδυτές αυτούς.

### 3. Αντιμετώπιση των υποκαταστημάτων

*Οι παρεχόμενες μέσω υποκαταστήματος επενδυτικές υπηρεσίες παρουσιάζουν ειδικά χαρακτηριστικά, τα οποία, σύμφωνα με τη συνθήκη, δικαιολογούν την εφαρμογή του καθεστώτος επαγγελματικής δεοντολογίας της χώρας υποδοχής σε όλες τις σχετιζόμενες με την πελατεία λειτουργίες του υποκαταστήματος. Το συμπέρασμα αυτό ισχύει για τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται από το υποκατάστημα τόσο σε επαγγελματίες επενδυτές όσο και σε μικροεπενδυτές.*

Οι αρχές της χώρας στην οποία είναι εγκατεστημένο το υποκατάστημα είναι οι πλέον αρμόδιες να ασκούν την άμεση εποπτεία της συμμόρφωσης με τους κανόνες δεοντολογίας και για τις δύο κατηγορίες επενδυτών. Τα υποκαταστήματα των επιχειρήσεων επενδύσεων σε άλλα κράτη μέλη συνήθως χρησιμοποιούν συστήματα διαχείρισης πελατείας που είναι αυτόνομα σε σχέση με εκείνο της χώρας της μητρικής. Οι εποπτικές αρχές της χώρας του υποκαταστήματος βρίσκονται επιτόπου, έχουν άμεση πρόσβαση στα ελεγκτικά και λογιστικά έγγραφα του υποκαταστήματος και είναι οι πλέον αρμόδιες να ελέγχουν τη διαχείριση της άμεσης σχέσης μεταξύ υποκαταστήματος και πελατών της.

Ο συλλογισμός αυτός είναι συνεπής με το άρθρο 10 πέμπτη περίπτωση της ΟΕΥ, το οποίο ορίζει ότι «σε περίπτωση δημιουργίας υποκαταστήματος, η οργάνωσή του δεν μπορεί να είναι αντίθετη προς τους κανόνες δεοντολογίας που επιβάλλει το κράτος μέλος υποδοχής».

## VII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα ανακοίνωση εξέτασε τον τρόπο με τον οποίο τα κράτη μέλη εφαρμόζουν τους κανόνες δεοντολογίας που προβλέπονται από το άρθρο 11 και άντλησε τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- παρόλο που η μορφή και ο τρόπος εφαρμογής τους διαφέρει σε κάθε κράτος μέλος, οι εθνικοί κανόνες δεοντολογίας φαίνεται να προσφέρουν ισοδύναμο επίπεδο προστασίας στους επαγγελματίες στο βαθμό που επιτρέπουν στους εξειδικευμένους επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες αποφάσεις όσον αφορά τη φύση των προτεινόμενων υπηρεσιών·
- η γενική απαίτηση να γίνεται διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και άλλων επενδυτών αντικατοπτρίζεται στις περισσότερες πράξεις μεταφοράς της οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών. Ωστόσο, ο τρόπος εφαρμογής της διάκρισης αυτής στην πράξη διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το κράτος μέλος, με αποτέλεσμα επιχειρήσεις επενδύσεων που διενεργούν συγκεκριμένες συναλλαγές να μην κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία σε κάθε κράτος μέλος. Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που ασκούν δραστηριότητες σε διασυνοριακή βάση μπορούν να υπόκεινται σε διαφορετικούς κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας;

- τα κράτη μέλη εφαρμόζουν τους δικούς τους κανόνες δεοντολογίας στις εισερχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, χωρίς να εξετάζουν εάν οι κανόνες δεοντολογίας της χώρας της επιχείρησης που παρέχει τις υπηρεσίες εξασφαλίζουν ισοδύναμη προστασία.

Η επακόλουθη ανασφάλεια δικαίου, σε συνδυασμό με την επικάλυψη των σχετικών απαιτήσεων, οδηγεί σε σπατάλη πόρων και στρεβλώνει σε σημαντικό βαθμό τη διασυννοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Το κόστος αυτό μπορεί να αποφευχθεί – όσον αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες μεταξύ επαγγελματιών – με μια συνεπή και συστηματική διάκριση μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών.

Το άρθρο 11 παράγραφος 1 επιβάλλει με σαφή τρόπο στα κράτη μέλη να διακρίνουν τους επαγγελματίες επενδυτές από τους άλλους επενδυτές κατά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας. Η Επιτροπή θεωρεί ότι η υποχρέωση αυτή δεν εξαρτάται από την προηγούμενη εναρμόνιση του περιεχομένου των κανόνων δεοντολογίας. Παρόλο που η ΟΕΥ δεν περιέχει σαφή ορισμό της «επαγγελματικής ιδιότητας» των επενδυτών, η FESCO υιοθέτησε πρόσφατα ένα κοινό σύστημα κατηγοριοποίησης των επαγγελματιών επενδυτών. Κατά την εκτίμηση της επαγγελματικής φύσης των επενδυτών για τους σκοπούς του άρθρου 11 παράγραφος 1, τα κράτη μέλη θα μπορούσαν να λάβουν υπόψη τη συμφωνία της FESCO για την κατηγοριοποίηση των επαγγελματιών επενδυτών και των μικροεπενδυτών.

Η παρούσα ανακοίνωση παρουσίασε επίσης μια προσέγγιση από την οποία θα μπορούσαν να εμπνευστούν οι αρχές της χώρας υποδοχής κατά την εκπλήρωση των αρμοδιοτήτων τους για την επιβολή κανόνων δεοντολογίας με βάση το άρθρο 11 παράγραφος 11 και το «γενικό συμφέρον». Οι αρχές της χώρας υποδοχής θα μπορούσαν ιδίως να προσπαθήσουν να εφαρμόσουν τους κανόνες δεοντολογίας κατά τρόπο ανάλογο προς τη συγκεκριμένη ανάγκη προστασίας των επενδυτών. Η παρούσα ανακοίνωση πρότεινε ορισμένα στοιχεία που υποδηλώνουν ότι **στους επαγγελματίες επενδυτές, όπως ορίζονται στην κατηγορία 1 της κατάταξης της FESCO, οι οποίοι έχουν την αναγκαία εμπειρογνωμοσύνη για να αξιολογούν τα χαρακτηριστικά κάθε προτεινόμενης επενδυτικής πράξης, μπορούν να παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες με την προστασία μόνο της χώρας καταγωγής του παρέχοντος τις υπηρεσίες.** Η επιβολή κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας από τις εποπτικές αρχές της χώρας καταγωγής παρέχει ισοδύναμη προστασία σε αυτή την κατηγορία επενδυτών.

Στην παρούσα ανακοίνωση γίνεται δεκτό ότι οι μικροεπενδυτές έχουν ανάγκη την προστασία που τους παρέχουν οι κανόνες δεοντολογίας της χώρας υποδοχής. Ο βαθμός στον οποίο η εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας της χώρας υποδοχής αποτελεί κατάλληλο μέτρο για την προστασία των μικροεπενδυτών μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο επανεξέτασης εάν, για παράδειγμα, οι προσπάθειες που καταβάλλονται σήμερα στο πλαίσιο της FESCO για την τυποποίηση των κανόνων δεοντολογίας για τους μη επαγγελματίες επενδυτές οδηγήσουν σε σύγκλιση των εθνικών πρακτικών.

Η ανακοίνωση εξετάζει επίσης το ρόλο και τις ευθύνες των εποπτικών αρχών της χώρας καταγωγής και της χώρας υποδοχής όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας στα υποκαταστήματα των επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Η εποπτεία των κανόνων δεοντολογίας θα είναι πιο αποτελεσματική εάν η εποπτική αρχή βρίσκεται πλησίον του τμήματος της επιχείρησης το οποίο έρχεται σε άμεση

επαφή με τον πελάτη. Συνεπώς, οι εποπτικές αρχές της χώρας στην οποία είναι εγκατεστημένο το υποκατάστημα βρίσκονται σε πιο ευνοϊκή θέση για να παρακολουθούν τη σχέση μεταξύ υποκαταστήματος και πελάτη από ό,τι οι εποπτικές αρχές της χώρας της μητρικής. Τόσο η αρχή του «γενικού συμφέροντος» όσο και οι διατάξεις της ΟΕΥ στηρίζουν την άποψη αυτή. Το συμπέρασμα αυτό ισχύει για τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται από το υποκατάστημα τόσο σε επαγγελματίες επενδυτές όσο και σε μικροεπενδυτές.

Η εφαρμογή της διάκρισης μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών μπορεί να διευκολύνει τη διασυνοριακή παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε επαγγελματίες επενδυτές χωρίς να απαιτείται τυπική τροποποίηση της ΟΕΥ. Ωστόσο, η ανάγκη σαφήνειας και ασφάλειας δικαίου συνηγορεί υπέρ της τυπικής τροποποίησης του άρθρου 11 και των συναφών διατάξεων της ΟΕΥ. Η χωριστή ανακοίνωση για τον εκσυγχρονισμό του συνόλου της ΟΕΥ θα αποτελέσει τους προσεχείς μήνες αντικείμενο εκτεταμένων διαβουλεύσεων με τις εθνικές αρχές, τις εποπτικές αρχές και τους φορείς της αγοράς. Η παρούσα ανακοίνωση παρουσιάζει μια δυνατή κατεύθυνση για την τροποποίηση της ΟΕΥ. Οι συμμετέχοντες στην εν λόγω διαδικασία διαβουλεύσεων θα μπορούσαν να λάβουν υπόψη της αναλύσεις του παρόντος εγγράφου στις παρατηρήσεις και τις απαντήσεις τους όσον αφορά την αναθεώρηση της ΟΕΥ.