



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 15.11.2000
COM(2000)729 τελικό

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ
ΣΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΣΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ**

**ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
(93/22/ΕΟΚ)**

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ
ΣΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΣΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ**

**ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
(93/22/ΕΟΚ)**

- ΣΥΝΟΨΗ -

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας υπογράμμισε τη στρατηγική σημασία των ενεργειών για την ανάπτυξη των χρηματοδοτήσεων από την αγορά, οι οποίες αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για την ενίσχυση της οικονομικής ευημερίας της ΕΕ. Η παρούσα ανακοίνωση, η οποία προβλεπόταν στο Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, προτείνει μια σειρά κατευθυντήριων γραμμών για μια σε βάθος αναδόμηση της οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες (ΟΕΥ: 93/22/ΕΟΚ).

Η ΟΕΥ αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο του νομοθετικού πλαισίου της ΕΕ για τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τις αγορές κινητών αξιών. Στα πέντε έτη από την έναρξη ισχύος της, η οδηγία επέτρεψε την κατάργηση μιας πρώτης σειράς ρυθμιστικών εμποδίων στη δημιουργία ενιαίας αγοράς τίτλων. Το ενιαίο διαβατήριο για τις εγκεκριμένες επιχειρήσεις επενδύσεων χρησιμοποιείται πλέον ευρέως. Η πρόσβαση στις «οργανωμένες αγορές» και χρηματιστήρια έχει απελευθερωθεί. Η διενέργεια σε πανευρωπαϊκό επίπεδο συναλλαγών σε τίτλους που είναι εισηγμένοι σε εθνικές αγορές διευκολύνθηκε.

Νέες προκλήσεις

Η ΟΕΥ πρέπει ωστόσο να εκσυγχρονιστεί για να προσαρμοστεί στις απαιτήσεις του νέου περιβάλλοντος των συναλλαγών τίτλων. Οι δυνάμεις της αγοράς, τον αντίκτυπο των οποίων ενισχύει ακόμα περισσότερο το ενιαίο νόμισμα, ωθούν προς τη δημιουργία ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι τεχνολογίες των πληροφοριών επιφέρουν ριζικές αλλαγές στις επιχειρηματικές πρακτικές και δημιουργούν τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση μιας νέας γενιάς φορέων παροχής υπηρεσιών. Η γενική προσπάθεια των αγορών για βελτίωση των επιδόσεων, μείωση του κόστους και εδραίωση της πανευρωπαϊκής παρουσίας τους οδηγεί σε μια σε βάθος αναδιάρθρωση των υποδομών των συναλλαγών τίτλων. Οι προτάσεις για συγχωνεύσεις και συμμαχίες μεταξύ χρηματιστηρίων αποτελούν την πλέον ορατή πλευρά των ριζικών αυτών μεταλλαγών. Η ενοποίηση των μηχανισμών εκκαθάρισης και διακανονισμού, η οποία μπορεί να βελτιώσει αισθητά την αποτελεσματικότητα των συναλλαγών τίτλων στην Ευρώπη, επιταχύνεται.

Μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, οι διαρθρωτικές αυτές μεταβολές συντελούνται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Ο στεγανός κατακερματισμός των χρηματοπιστωτικών αγορών τίθεται προοδευτικά σε αμφισβήτηση και η διασυνοριακή διάδοση των βέλτιστων πρακτικών επεκτείνεται όλο και περισσότερο. Η αξία των επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνουν οι επενδυτές και οι εκδότες σε ένα κράτος μέλος επηρεάζεται σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό από τις συμπεριφορές στις άλλες αγορές της ΕΕ.

Η επίτευξη των πρωταρχικών ρυθμιστικών στόχων της προστασίας των επενδυτών, της αποτελεσματικής και εύρυθμης λειτουργίας των αγορών και της σταθερότητάς τους, απαιτεί:

- εμπιστοσύνη στην ύπαρξη και την αποτελεσματική εφαρμογή εγκεκριμένων τεχνικών διαχείρισης κινδύνου·
- σαφήνεια στους ρόλους και τις ευθύνες των διαφόρων ρυθμιστικών και εποπτικών οργάνων·
- συνεχής συνεργασία μεταξύ αρμόδιων αρχών και σύγκλιση των πρακτικών τους.

Προτεραιότητες για την αναθεώρηση της ΟΕΥ

Η επιτυχής αντιμετώπιση των προκλήσεων αυτών απαιτεί τον εκσυγχρονισμό της ΟΕΥ. Οι εργασίες αναθεώρησης μπορούν να επικεντρωθούν στους ακόλουθους τέσσερις άξονες προτεραιότητας:

- **Ένα πραγματικό διαβατήριο για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών:** την χρησιμότητα του ενιαίου διαβατηρίου έθεσαν υπό αμφισβήτηση οι σημαντικές εξαιρέσεις από το πεδίο εφαρμογής του και η ευρεία εφαρμογή των κανόνων του κράτους μέλους καταγωγής. Η αξιοποίηση όλων των πλεονεκτημάτων του κοινοτικού διαβατηρίου προϋποθέτει την επίτευξη προόδου σε δύο μέτωπα: πρώτον, μετάβαση όλων των δραστηριοτήτων χονδρικής στο καθεστώς του ελέγχου από τη χώρα καταγωγής· δεύτερον, κατάλληλη και εκ των προτέρων εναρμόνιση των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας για την προστασία των μικροεπενδυτών, σε συνδυασμό με (μη κλαδικές) ρυθμίσεις για τη διευκόλυνση της διαπραγμάτευσης και της σύναψης διασυνοριακών συμβατικών σχέσεων και για τη διαιτησία των σχετικών διαφορών.
- **Νέες μορφές παροχής υπηρεσιών:** η τεχνολογική πρόοδος οδήγησε στην εμφάνιση νέων μορφών φορέων παροχής υπηρεσιών, όπως τα εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών (ATS), τα οποία ανταγωνίζονται με τις υφιστάμενες επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών και, κατά περίπτωση, με τους φορείς παροχής υποδομών. Η μελλοντική ΟΕΥ πρέπει να παρέχει στις εποπτικές αρχές των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών τη δυνατότητα να εφαρμόζουν κοινά και κατάλληλα προσαρμοσμένα πρότυπα ελέγχου που τους επιτρέπουν να ασκούν τα καθήκοντά τους σε όλη την Ένωση.
- **Αποτελεσματικός ανταγωνισμός μεταξύ χρηματιστηρίων και υποδομών συναλλαγών:** η ΟΕΥ πρέπει να επιτρέπει στα χρηματιστήρια και στις υποδομές συναλλαγών που εισέρχονται στην αγορά να ανταγωνίζονται αποτελεσματικά και υπό κατάλληλο προληπτικό έλεγχο για την προσέλκυση όγκου συναλλαγών χωρίς να προσκρούουν σε αδικαιολόγητα ρυθμιστικά και εποπτικά εμπόδια. Πρέπει επίσης να αποφευχθεί η εστίαση των σχέσεων ανταγωνισμού στην αποκλειστική αναζήτηση του πλέον ευνοϊκού ρυθμιστικού περιβάλλοντος, η οποία θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία των αγορών και την προστασία των αγορών. Το ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο για τις ευρωπαϊκές υποδομές συναλλαγών και χρηματιστήρια πρέπει να απορρέει από μια συλλογική αξιολόγηση των τρόπων βέλτιστης διαχείρισης των κινδύνων και πλεονεκτημάτων. Οι διατάξεις της ΟΕΥ για τις «οργανωμένες αγορές» πρέπει συνεπώς να επεκταθούν κατά τρόπο ώστε να παρέχεται νομική βάση για αυτά τα κριτήρια αναφοράς, ιδίως εκείνα που αφορούν τη διαφάνεια και τη γνωστοποίηση πληροφοριών.

- **Η αυξανόμενη διασυννοριακή διάσταση της εκκαθάρισης και του διακανονισμού των συναλλαγών:** σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η διαδικασία ενοποίησης των μηχανισμών εκκαθάρισης επιταχύνεται. Οι εξελίξεις αυτές αυξάνουν την αποτελεσματικότητα, αλλά οδηγούν επίσης σε συγκέντρωση συστημικού κινδύνου και επιτείνουν την απειλή της σύγκρουσης νομοθεσιών. Η αμοιβαία εμπιστοσύνη στις τεχνικές διαχείρισης κινδύνου και η συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών θα έχουν ουσιώδη σημασία στο νέο αυτό πλαίσιο. Τα ενδιαφερόμενα μέρη πρέπει να εστιάσουν το ταχύτερο δυνατό την προσοχή τους στα θέματα που σχετίζονται με την εκκαθάριση και τα απομένοντα τεχνικά και νομικά εμπόδια στις διασυνδέσεις μεταξύ συστημάτων διακανονισμού των συναλλαγών τίτλων.

Μια κατάλληλη νομοθετική απάντηση

Η Ευρώπη πρέπει να διαθέτει μια νομοθεσία για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που θα αντέξει στη δοκιμασία του χρόνου. Πρέπει να αποφευχθεί η επιβολή περιοριστικών και άκαμπτων κανόνων τους οποίους η χρηματοπιστωτική καινοτομία και οι εξελίξεις στην αγορά καθιστούν γρήγορα ανεπίκαιρους. Ένα κανονιστικό πλαίσιο που θα ενσωματώνει τις βασικές κατευθυντήριες γραμμές θα μπορούσε να παράσχει το νομοθετικό υπόβαθρο για μια δυναμική, εύρυθμη και σταθερή ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά. Αυτές οι κατευθυντήριες γραμμές πρέπει να συνοδεύονται από μηχανισμούς που παρέχουν συμπληρωματικούς προσανατολισμούς και εξασφαλίζουν μια ομοιόμορφη ερμηνεία. Χωρίς τους μηχανισμούς αυτούς, οι κανόνες-πλαίσιο θα παραμείνουν νεκρό γράμμα.

Η εκσυγχρονισμένη ΟΕΥ πρέπει να παρέχει την κοινή νομοθετική βάση για ένα ολοκληρωμένο μηχανισμό εποπτείας και εφαρμογής των κανόνων. Η συνεργασία σε θέματα ρυθμίσεων και εποπτείας στο πλαίσιο της Διάσκεψης των Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (FESCO) αποφέρει ήδη τα πρώτα θετικά αποτελέσματα, αλλά πρέπει να ενταθεί ακόμα περισσότερο. Η Επιτροπή, ενεργώντας εντός των ορίων που της επιβάλλουν οι διατάξεις της συνθήκης και το θεσμικό πλαίσιο της Ένωσης, και εμπνεόμενη από τις αναλύσεις της Επιτροπής Σοφών για τις αγορές κινητών αξιών, θα εξετάσει τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες αυτές καταρτίζοντας τις νομοθετικές προτάσεις για τον εκσυγχρονισμό της ΟΕΥ.

Το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες υπογράμμισε τον επείγοντα πολιτικό χαρακτήρα της αναθεώρησης και ενίσχυσης του νομοθετικού πλαισίου της Ένωσης για τις αγορές τίτλων. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβώνας έκρινε ότι οι εργασίες στον τομέα αυτό πρέπει να επιταχυνθούν και να ολοκληρωθούν πριν από το 2005. Η παρούσα οδηγία αρχίζει μια ευρεία διαβούλευση για τον εκσυγχρονισμό ενός ακρογωνιαίου λίθου αυτού του νομοθετικού πλαισίου, της οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, οι εθνικές ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, οι άλλες οργανώσεις στο επίπεδο της ΕΕ, περιλαμβανομένης της FESCO, οι επαγγελματίες και οι άλλοι φορείς της αγοράς, καθώς και όλα τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με τις αναλύσεις και τα προβλήματα που αναπτύσσονται στην παρούσα ανακοίνωση. Το Παράρτημα 1 παρουσιάζει συνοπτικά τα κυριότερα θέματα για τα οποία ζητείται η υποβολή παρατηρήσεων.

Οι παρατηρήσεις πρέπει να αποσταλούν στην Επιτροπή πριν τις 31 Μαρτίου 2001 (στη διεύθυνση DG MARKT F, avenue de Cortenbergh 107, B-1040 Brussels. Ηλεκτρονική διεύθυνση: MARKT-ISD@cec.eu.int)

- ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ -

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Η εφαρμογή των συμπερασμάτων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Λισσαβόνας

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας υπογράμμισε ότι οι προσπάθειες για τη δημιουργία, έως το 2005, αποτελεσματικών και ενοποιημένων χρηματοπιστωτικών αγορών πρέπει να αποτελέσουν ουσιώδη συνιστώσα της στρατηγικής της Ευρώπης για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Έκρινε ότι οι επιδόσεις των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών πρέπει να αξιολογούνται βάσει τριών βασικών κριτηρίων: ενοποίηση, αποτελεσματικότητα και σταθερότητα. Η πολιτική της ΕΕ πρέπει να διέπεται από τρεις θεμελιώδεις αρχές: προστασία των επενδυτών, εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία των αγορών και σταθερότητα της αγοράς.

Οι στόχοι αυτοί αλληλοενισχύονται: η ενοποίηση των αγορών θα οδηγήσει στη συγκέντρωση της ρευστότητας, θα επιτρέψει μια πιο παραγωγική κατανομή των κεφαλαίων και θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ φορέων παροχής υπηρεσιών. Η αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών θα δημιουργήσει έναν ενάρετο κύκλο που θα τους επιτρέπει να αυξάνουν τη ρευστότητά τους, να ενισχύουν την ανταγωνιστικότητά τους και να διευκολύνουν τον καθορισμό αντιπροσωπευτικών τιμών για τις ευρωπαϊκές κινητές αξίες. Η σταθερότητα του καθεστώτος προληπτικής εποπτείας και η ασφάλεια των συναλλαγών είναι τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε συστήματος συναλλαγών τίτλων.

Η συγκέντρωση της (προηγουμένως κατακερματισμένης) εθνικής ρευστότητας θα επιτρέψει μια πιο παραγωγική αξιοποίηση της ευρωπαϊκής αποταμίευσης. Οι δημογραφικές τάσεις καθιστούν αναγκαία τη συμπλήρωση των παροχών των συνταξιοδοτικών καθεστώτων με ασφαλείς και παραγωγικούς πόρους. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες θα αποτελούν αναπόσπαστο μέρος κάθε επιτυχούς επενδυτικής στρατηγικής με μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επιπλέον, η συγκέντρωση της ρευστότητας θα παράσχει στους φορείς που αναζητούν χρηματοδοτικούς πόρους, και ιδίως στις επιχειρήσεις, μια ευέλικτη και ανταγωνιστική εναλλακτική λύση στις τραπεζικές πιστώσεις για τη χρηματοδότηση επενδύσεων που θα δημιουργούν θέσεις απασχόλησης. Η ύπαρξη αγορών με βάθος και ρευστότητα θα επιτρέπει στις εταιρείες να προσαρμόζουν κατάλληλα τις χρηματοοικονομικές τους διαρθρώσεις και να καλύπτουν όλα τα στάδια της αλυσίδας χρηματοδοτήσεων, από τα αρχικά προλειτουργικά στάδια έως την δημόσια προσφορά εισαγωγής σε χρηματιστήριο. Οι εταιρείες και οι εκδότες θα επιτυγχάνουν καλύτερες τιμές για τους τίτλους τους. Η πρόσβαση στο ευρύτερο δυνατό φάσμα δυνατικών επενδυτών θα ενισχύσει τους μηχανισμούς διαφάνειας των τιμών και θα εξασφαλίσει τον αποτελεσματικό καθορισμό του κόστους των κεφαλαίων. Τέλος, το κόστος διαμεσολάβησης και συναλλαγών (προμήθειες και έξοδα που παρακρατούν οι ενδιάμεσοι φορείς) θα διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα χάρη στον ανταγωνισμό. Την εκτίμηση ότι η προσφυγή στην αγορά για την άντληση χρηματοδοτικών πόρων προμηνύεται σημαντικά οφέλη για τους ευρωπαίους επενδυτές και εκδότες δεν αναιρούν οι περιοδικές εξάρσεις μεταβλητότητας ή οι περιστασιακές διορθώσεις των επιπέδων των αγοραίων τιμών.

Η εξάλειψη των εμποδίων στην ελεύθερη κυκλοφορία δεν επαρκεί. Απαιτούνται επίσης ρυθμιστικά μέτρα για τη διόρθωση των αδυναμιών της αγοράς και για τη διευκόλυνση της αποτελεσματικής αλληλεπίδρασης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων. Ένα ρυθμιστικό πλαίσιο που δίνει έμφαση στην ελεύθερη πρόσβαση στην αγορά, στα δικαιώματα των μετόχων, στην πραγματική γνωστοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, στην ασφάλεια δικαίου της εκκαθάρισης και του διακανονισμού των συναλλαγών και στην εκτέλεση των συμβάσεων είναι αναγκαίο για να αξιοποιηθούν πλήρως τα πλεονεκτήματα αποτελεσματικών και σταθερών συστημάτων που βασίζονται στις δυνάμεις της αγοράς. Το πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες προβλέπει μια πρώτη σειρά βελτιώσεων στο νομοθετικό πλαίσιο της ΕΕ για τις αγορές κινητών αξιών, οι οποίες αφορούν κυρίως το ενιαίο διαβατήριο για τους εκδότες, τους κανόνες για την αποφυγή της χειραγώγησης της αγοράς και τη διασυνοριακή χρήση ασφαλειών¹.

Το ίδιο το ρυθμιστικό πλαίσιο πρέπει να λειτουργεί αποτελεσματικά. Οι κανόνες της ΕΕ πρέπει να είναι σαφείς και πλήρεις, να εφαρμόζονται από τα κράτη μέλη και η τήρησή τους να ελέγχεται από τις εποπτικές αρχές, ενώ πρέπει επίσης να υπάρχει δυνατότητα άμεσης τροποποίησής τους. Με τον τρόπο αυτό θα εξασφαλιστεί ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο προσαρμόζεται συνεχώς στις εξελίξεις της αγοράς και συμβάλλει στη δημιουργία ενοποιημένων και αποτελεσματικών αγορών τίτλων.

1.2. Διαρθρωτικές μεταβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ

Η άντληση χρηματοδοτήσεων από την αγορά αρχίζει να απειλεί την παραδοσιακή κυρίαρχη θέση της τραπεζικής χρηματοδότησης στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ. Ο αριθμός νέων εταιρειών που εκδίδουν μετοχές αυξάνεται με πρωτόγνωρους ρυθμούς². Οι θεσμικοί επενδυτές και μια νέα γενιά ανταγωνιστικών χρηματιστών προσελκύουν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών: σε ορισμένα κράτη μέλη, περισσότερο από ένας στους τρεις ενήλικες κατέχει σήμερα μετοχές. Οι υποδομές των συναλλαγών υφίστανται επίσης ριζικές μεταβολές. Οι νέες τεχνολογίες διευκολύνουν την είσοδο στην αγορά φορέων παροχής υπηρεσιών που μπορούν να ανταγωνίζονται τους υφιστάμενους φορείς σε όλα τα επίπεδα του συστήματος συναλλαγών – από τα απλά συστήματα διαβίβασης εντολών έως εκείνα που παρέχουν όλες τις λειτουργίες μιας χρηματιστηριακής αγοράς. Τα χρηματιστήρια, έχουν αρχίσει έναν αγώνα δρόμου για την παροχή σε εκδότες, επενδυτές και διαμεσολαβητές μιας πανευρωπαϊκής υποδομής συναλλαγών. Οι συνθήκες αυτές ευνόησαν την εμφάνιση φιλόδοξων σχεδίων συγχωνεύσεων και συνεργασιών μεταξύ χρηματιστηρίων. Η εκκαθάριση (και, σε μικρότερο βαθμό, ο διακανονισμός) έχουν κεντρική σημασία, εφόσον αντιπροσωπεύουν σημαντικό μέρος του κόστους των συναλλαγών στην Ευρώπη, το οποίο μπορεί να μειωθεί σημαντικά σε περίπτωση συγχωνεύσεων μεταξύ των φορέων της αγοράς. Οι πιέσεις που ασκούν οι χρήστες των αγορών θέτουν υπό αμφισβήτηση τα όρια μεταξύ εθνικών και ευρωπαϊκών ή/και διεθνών μηχανισμών εκκαθάρισης και διακανονισμού.

¹ COM(1999) 232, 11.5.1999.

² Το ένα τρίτο του συνολικού όγκου των νέων μετοχών που εκδόθηκαν στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια το 1999 προέρχονταν από νεοεισαχθείσες μετοχές.

Οι διαρθρωτικές αυτές μεταβολές, τις οποίες επιταχύνει η κατάργηση του συναλλαγματικού κινδύνου στη ζώνη του ευρώ, έχουν προσλάβει πανευρωπαϊκή διάσταση. Οι αλληλεξαρτήσεις μεταξύ αγορών ενισχύονται σε όλα τα επίπεδα. Ο επενδυτικός ορίζοντας των αμοιβαίων κεφαλαίων και των μεμονωμένων επενδυτών είναι σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό πανευρωπαϊκός. Τα ίδια χρηματοπιστωτικά μέσα είναι δυνητικά διαπραγματεύσιμα σε ανταγωνιστικά μεταξύ τους χρηματιστήρια και πλατφόρμες συναλλαγών σε όλη την ΕΕ. Οι ίδιες εταιρείες επενδυτικών υπηρεσιών είναι μέλη διαφορετικών χρηματιστηρίων και εξυπηρετούν τις ίδιες εθνικές πελατειακές βάσεις. Τέλος, τα χρηματιστήρια και τα νέα είδη συστημάτων συναλλαγών βρίσκονται σε διασυνωριακό ανταγωνισμό μεταξύ τους για την προσέλκυση των ροών εντολών και εξαρτώνται σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό από ενοποιημένα γραφεία συμψηφισμού/μηχανισμούς κεντρικού αντισυμβαλλομένου.

2. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΟΕΥ

2.1. Διάρθρωση και σκοπός

Η ΟΕΥ παρέχει το νομοθετικό πλαίσιο για τη ρύθμιση και την εποπτεία των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και ορισμένων πτυχών των χρηματιστηρίων και αγορών στα οποία οι επιχειρήσεις αυτές ασκούν τις δραστηριότητές τους. Περιλαμβάνει τρία θεμελιώδη στοιχεία:

1. Ενιαίο διαβατήριο για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών

Η ΟΕΥ επιτρέπει στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών να παρέχουν υπηρεσίες ή να ιδρύσουν υποκαταστήματα σε άλλα κράτη μέλη με βάση την άδεια λειτουργίας που λαμβάνουν στη χώρα καταγωγής. Το καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης συμπληρώνεται από την εναρμόνιση των θεμελιωδών αρχών που διέπουν την αρχική αδειοδότηση και τις τρέχουσες δραστηριότητες. Ιδιαίτερα σημαντικές από την άποψη αυτή είναι οι βασικές αρχές για την οργανωτική δομή και τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας των επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Οι βασικές διατάξεις της ΟΕΥ συμπληρώνονται από την πρώτη (93/6) και τη δεύτερη (98/31) οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων³. Οι σχετικές με την εναρμόνιση διατάξεις της ΟΕΥ περιορίζονται στην διακήρυξη γενικών αρχών.

Το επιχειρηματικό μοντέλο από το οποίο εμπνεύστηκαν οι βασικές διατάξεις της ΟΕΥ είναι η παραδοσιακή δραστηριότητα του χρηματιστή-διαπραγματευτή (broker-dealer), όπως προκύπτει σαφώς από την ιδιαίτερη έμφαση που δίδεται στους κανόνες που πρέπει να διέπουν τις συναλλαγές για να προστατεύονται οι επενδυτές από ενδεχόμενες καταχρηστικές ή δόλιες πρακτικές εκ μέρους της επιχείρησης επενδυτικών υπηρεσιών. Η μεταφορά των διατάξεων αυτών στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών έγινε επίσης με τρόπο που αντικατοπτρίζει τους παραδοσιακούς τρόπους παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, κυρίως με διαδοχικές επαφές μεταξύ επιχείρησης και πελάτη μέσω τηλεφώνου ή αλληλογραφίας. Η αναδοχή και η τοποθέτηση εκδόσεων αποτελούν επίσης χωριστές δραστηριότητες που υπόκεινται

³ Οι οδηγίες αυτές καθορίζουν τα αποθεματικά κεφάλαια που οι επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών πρέπει να σχηματίσουν για να καλύψουν τους κινδύνους θέσης και αγοράς στα χαρτοφυλάκια συναλλαγών τους. Οι ρυθμιστικές και εποπτικές πτυχές των θεμάτων που σχετίζονται με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων δεν εξετάζονται στην παρούσα ανακοίνωση, δεδομένου ότι αποτελούν ήδη αντικείμενο επανεξέτασης με βάση τις εργασίες της Επιτροπής της Βασιλείας για τον τραπεζικό έλεγχο.

σε έγκριση βάση της ΟΕΥ. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις που παρέχουν συναφείς υπηρεσίες όπως οι επενδυτικές συμβουλές και η φύλαξη/διαχείριση τίτλων δεν επωφελούνται από το ενιαίο διαβατήριο που θεσπίζει η ΟΕΥ, εκτός εάν παρέχονται σε συνδυασμό με μία «βασική υπηρεσία».

Η ΟΕΥ περιόρισε τον κατακερματισμό της αγοράς στο επίπεδο των επιχειρήσεων επενδύσεων και της πρόσβασης στις «οργανωμένες αγορές». Το ενιαίο διαβατήριο χρησιμοποιήθηκε από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Τα διαγράμματα 1α και 1β που παρατίθενται στο παράρτημα παρέχουν στοιχεία για τις γνωστοποιήσεις νέων επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες με ελεύθερη εγκατάσταση ή με ίδρυση υποκαταστήματος⁴.

2. Πρόσβαση σε «οργανωμένες αγορές»

Παράλληλα με την εισαγωγή του ενιαίου διαβατηρίου για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, η ΟΕΥ κατάργησε τους επίσημους περιορισμούς στη δυνατότητα συμμετοχής ως μέλος σε οργανωμένες αγορές ή στην πρόσβαση σε αυτές, οι οποίοι διαφορετικά θα είχαν σημαντικά αμβλύνει τον αντίκτυπο του ενιαίου διαβατηρίου. Η ΟΕΥ απαγορεύει τους ποσοτικούς και τους άλλους αυθαίρετους περιορισμούς στην πρόσβαση σε «οργανωμένες αγορές» ή στην απόκτηση της ιδιότητας του μέλους αυτών των αγορών. Επιπλέον, οι αγορές που λειτουργούν βάσει ηλεκτρονικών συστημάτων συναλλαγών υποχρεούνται να δέχονται «εξ αποστάσεως μέλη» εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη. Τα μέλη από χώρες της ΕΕ ή από τρίτες χώρες αποτελούν σήμερα το 30 έως 50% του συνολικού αριθμού των μελών των χρηματιστηρίων του Άμστερνταμ, του Παρισιού, του Eurgex, και της Φραγκφούρτης και αντιπροσωπεύουν σημαντικό μέρος του όγκου των συναλλαγών. Αυτή η μορφή συμμετοχής παρατηρείται συχνά, αλλά όχι σε όλες τις περιπτώσεις (ορισμένα χρηματιστήρια, όπως εκείνο της Μαδρίτης, δεν έχουν μέλη εξ αποστάσεως). Επίσης, η ΟΕΥ παρέχει σε συμμετέχοντες από τρίτες χώρες δικαίωμα πρόσβασης στους μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού των χρηματιστηρίων αυτών.

Οι οργανωμένες αγορές μπορούν να εγκαθιστούν οθόνες συναλλαγών σε άλλα κράτη μέλη προκειμένου να εξυπηρετηθούν τα «εξ αποστάσεως μέλη» που είναι εγκατεστημένα σε αυτά. Ένας μικρός αριθμός χρηματιστηρίων αξιοποίησαν ενεργά τη δυνατότητα αυτή. Από την άποψη αυτή, η ΟΕΥ προδιέγραψε τις συνθήκες ανταγωνισμού που επικρατούν σήμερα μεταξύ χρηματιστηρίων.

Οι «οργανωμένες αγορές» ορίζονται βάσει μιας σειράς ελάχιστων απαιτήσεων σχετικά με την εισαγωγή, τη γνωστοποίηση χρηματοοικονομικών πληροφοριών και τη διαφάνεια. Οι εθνικές αρχές διατηρούν την αρμοδιότητα για την υπαγωγή των αγορών στο καθεστώς των «οργανωμένων αγορών» και για τη χορήγηση ειδικών ή αποκλειστικών δικαιωμάτων στις αγορές αυτές. Επιπλέον, οι εθνικές αρχές έχουν την ευχέρεια να απαιτούν, προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι οι επενδυτές

⁴

Στα στοιχεία αυτά πρέπει να προστεθούν τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας βάσει της δεύτερης συντονιστικής τραπεζικής οδηγίας. Εκτός από τις διατάξεις της οδηγίας αυτής, οι εν λόγω επιχειρήσεις υπόκεινται στις διατάξεις των άρθρων 4, 8, 10, 11, 12, 14 παράγραφος 3, 14 παράγραφος 4 και 15 της ΟΕΥ. Σε πολλά κράτη μέλη, ο αριθμός των επιχειρήσεων από χώρες εταίρους υπερβαίνει σημαντικά τον αριθμό των εγκεκριμένων εθνικών επιχειρήσεων. Δεν υπάρχουν στοιχεία για τα μερίδια των εθνικών αγορών που κατέχουν επιχειρήσεις χωρών εταίρων. Η περιορισμένη χρήση της δυνατότητας εγκατάστασης υποκαταστήματος μπορεί να αποδοθεί είτε στο σχετικά μεγάλο κόστος των διαδικασιών γνωστοποίησης και έγκρισης, είτε στο περιορισμένο εμπορικό ενδιαφέρον της εγκατάστασης υποκαταστήματος.

επωφελούνται από τον καλύτερο δυνατό μηχανισμό διαμόρφωσης τιμών, την υποχρεωτική διενέργεια ορισμένων συναλλαγών σε «οργανωμένη αγορά» (κανόνας του άρθρου 14 παράγραφος 3 για τη συγκέντρωση των συναλλαγών).

3. Συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών

Πριν από την ΟΕΥ, τα καθεστάτα προστασίας και οι εποπτικές πρακτικές διέφεραν σε μεγάλο βαθμό μεταξύ κρατών μελών της ΕΕ. Σημαντικές διατάξεις της ΟΕΥ προβλέπουν τις υποχρεώσεις που επιβάλλονται στις αρμόδιες εθνικές αρχές και διευκρινίζουν τις ευθύνες και τις αρμοδιότητες για την εποπτεία και τον έλεγχο της εφαρμογής των ρυθμιστικών διατάξεων που προβλέπει η οδηγία. Τα άρθρα 22-27 της ΟΕΥ εξασφαλίζουν ένα ελάχιστο επίπεδο σύγκλισης των εποπτικών αρμοδιοτήτων και απαιτούν την σαφή κατανομή των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εθνικών υπηρεσιών ή αυτορρυθμιζόμενων οργανισμών. Οι διατάξεις αυτές έδωσαν ισχυρή ώθηση στη σύγκλιση των ρυθμιστικών και εποπτικών πρακτικών. Επιπλέον, η ΟΕΥ θεσπίζει επίσημα τους μηχανισμούς που διέπουν τη συνεργασία, σε διαρκή ή περιστασιακή βάση, μεταξύ εθνικών αρχών. Η συνεργασία αυτή αποτελεί προϋπόθεση για τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και της ακεραιότητας της αγοράς σε μια ενοποιημένη αγορά. Η πρόσφατη δημιουργία της Διάσκεψης Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (FESCO) επέτρεψε να δοθεί στη συνεργασία αυτή μια πιο οργανωμένη, αλλά όχι δεσμευτική βάση.

2.2. Διαρθρωτικοί περιορισμοί στην αποτελεσματικότητα της ΟΕΥ

Η αμοιβαία αναγνώριση των εθνικών αρμοδιοτήτων σε θέματα χορήγησης αδειών και εποπτείας ήταν γενικά επωφελής για τις ευρωπαϊκές αγορές. Οι γενικοί ορισμοί και οι κεντρικές έννοιες της ΟΕΥ ήταν επαρκώς ευέλικτοι για να προσαρμοστούν στις εξελίξεις των επιχειρηματικών πρακτικών και των εθνικών μεθόδων εποπτείας. Ωστόσο, ο πολύ γενικός χαρακτήρας πολλών διατάξεων της ΟΕΥ, σε συνδυασμό με την έλλειψη λεπτομερών κατευθυντήριων γραμμών ή συγκεκριμένων μέτρων εφαρμογής παρουσιάζει επίσης ορισμένα μειονεκτήματα. Την αποτελεσματικότητα της ΟΕΥ εμπόδισαν ιδίως:

- η υπερβολικά χαλαρή εφαρμογή της αρχής της χώρας καταγωγής στην ΟΕΥ. Πολλές διατάξεις της οδηγίας δέχονται την παρέμβαση των αρχών της χώρας υποδοχής για την προστασία του «γενικού συμφέροντος», με σημαντικότερες από την άποψη αυτή εκείνες των άρθρων 13, 17 παράγραφος 4, 18 παράγραφος 2, και 19. Επιπλέον το άρθρο 11 παράγραφος 2 αναθέτει την αρμοδιότητα για την εφαρμογή και την εποπτεία των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας στα κράτη μέλη στα οποία «παρέχεται η υπηρεσία»⁵. Παρόλο που υπάρχουν αντικειμενικοί λόγοι που δικαιολογούν την παρέμβαση της χώρας υποδοχής για την προστασία των μικροεπενδυτών, η έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών ικανών να εξασφαλίσουν την ομαλή μετάβαση προς το καθεστώς της χώρας καταγωγής ή να περιορίσουν επακριβώς την έκταση των αρμοδιοτήτων της χώρας υποδοχής αποτελεί μια από τις αδυναμίες της σημερινής οδηγίας.
- η ασάφεια ορισμένων διατάξεων ή ορισμών, η οποία οδήγησε σε πολλές αποκλίσεις στην ερμηνεία και την εφαρμογή τους σε εθνικό επίπεδο, όπως η

⁵ Ελλείπει σαφών κατευθύνσεων για τον προσδιορισμό του κράτους μέλους στο οποίο παρέχεται η υπηρεσία, όλες σχεδόν οι εθνικές αρχές εφαρμόζουν τους εθνικούς κανόνες δεοντολογίας στις υπηρεσίες που παρέχονται από την αλλοδαπή στους επενδυτές που διαμένουν στην έδαφός τους.

εφαρμογή των ορισμών των βασικών υπηρεσιών, η εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας, ο χαρακτηρισμός μιας αγοράς ως «οργανωμένης» και οι εξουσίες για τη λήψη μέτρων επείγουσας ανάγκης βάσει του άρθρου 19. Η ΟΕΥ δεν προβλέπει μηχανισμό ικανό να παράσχει λεπτομερείς κατευθύνσεις ή να διευκολύνει κοινές προσεγγίσεις σε θέματα ερμηνείας και εφαρμογής των μέτρων εναρμόνισης.

Οι ελλείψεις αυτές μπορούν να καλυφθούν μόνο με μια αναδόμηση σε βάθος της ΟΕΥ, η οποία θα επιτρέψει να αξιοποιηθούν οι πρωτόγνωρες ευκαιρίες που προσφέρει το νέο περιβάλλον των αγορών κινητών αξιών και να αντιμετωπιστούν οι ρυθμιστικές προκλήσεις που αυτό δημιουργεί. Αφού ανέλυσε τις ρυθμιστικές επιπτώσεις των σημερινών εξελίξεων στις αγορές, η Επιτροπή εντόπισε έναν ορισμένο αριθμό θεμάτων που μπορούν να αποτελέσουν τους θεμελιώδεις άξονες της αναθεώρησης της ΟΕΥ. Τα θέματα αυτά ομαδοποιούνται σε δύο κατηγορίες: μια πρώτη σειρά θεμάτων αφορά τη λειτουργία του ενιαίου διαβατηρίου για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών και τους παροχείς υπηρεσιών και η δεύτερη τις διαρθρωτικές μεταβολές που συντελούνται στο επίπεδο των χρηματιστηρίων και των υποδομών των συναλλαγών.

3. ΕΝΑ ΠΛΗΡΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΝΙΑΙΟ ΔΙΑΒΑΤΗΡΙΟ

3.1. Αποσαφήνιση και επέκταση των δικαιωμάτων που συνδέονται με το διαβατήριο

Το πεδίο εφαρμογής του διαβατηρίου της ΟΕΥ περιορίζεται από πολυάριθμες παρεκκλίσεις. Το άρθρο 2 παράγραφοι 2 και 4 προβλέπουν ένα ευρύ φάσμα εξαιρέσεων, ορισμένες από τις οποίες ενδέχεται να μην είναι πια ενδεδειγμένες⁶. Ορισμένες μη βασικές υπηρεσίες – φύλαξη τίτλων ιδίως – θα μπορούσαν επίσης να επωφεληθούν και αυτές από την έγκριση που προβλέπει η ΟΕΥ. Για τη μεταφορά μας βοηθητικής υπηρεσίας στην κατηγορία των βασικών υπηρεσιών πρέπει να εξεταστεί εάν οι διατάξεις της ΟΕΥ επιτρέπουν πράγματι την αντιμετώπιση των εποπτικών θεμάτων που ανακύπτουν σε σχέση με την εν λόγω υπηρεσία. Επιπλέον τα απτά πλεονεκτήματα από την εισαγωγή του διαβατηρίου ΟΕΥ θα πρέπει να υπεραντισταθμίζουν το κόστος συμμόρφωσης με το ρυθμιστικό πλαίσιο (π.χ. κεφαλαιακή επάρκεια).

Οι προσεγγίσεις που ακολουθούν οι εθνικές αρμόδιες αρχές διαφέρουν στο βαθμό που εφαρμόζουν διαφορετικές διατάξεις της ΟΕΥ σε συγκεκριμένες βασικές επενδυτικές υπηρεσίες. Για παράδειγμα, ορισμένα κράτη μέλη έχουν προσαρμόσει τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας στις υπηρεσίες λήψης/διαβίβασης εντολών, ενώ άλλα έδωσαν μεγαλύτερη έμφαση στις υπηρεσίες που περιορίζονται στην εκτέλεση των εντολών. Μια επιχείρηση που έχει λάβει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος μέλος μπορεί επομένως να υπαχθεί σε ένα ποιοτικά διαφορετικό εποπτικό καθεστώς όταν ασκεί δραστηριότητες σε άλλο κράτος μέλος. Η εξασφάλιση μεγαλύτερης συνέπειας μεταξύ των εθνικών προσεγγίσεων θα διευκόλυνε τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών και την εμφάνιση επιχειρηματικών μοντέλων βασισμένων στις νέες τεχνολογίες. Οι νέες μέθοδοι και μορφές παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μπορούν επίσης να είναι συμβατές με τους υφιστάμενους

⁶ Λαμβανομένων υπόψη των μεταβαλλόμενων πρακτικών στην αγορά, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στις σχέσεις μεταξύ των υπηρεσιών που αναφέρονται στο άρθρο 2 παράγραφος 2 στοιχείο ζ) και των υπηρεσιών που συνδέονται με τη λήψη και/ή τη διαβίβαση εντολών.

κώδικες επαγγελματικής δεοντολογίας. Συνεπώς, ο περιορισμός της αβεβαιότητας για τον τρόπο με τον οποίο οι διατάξεις της ΟΕΥ εφαρμόζονται και προσαρμόζονται στις ανάγκες κάθε βασικής υπηρεσίας μπορεί να αποδειχθεί διπλά επωφελής.

- *Η αποτελεσματική λειτουργία του ενιαίου διαβατηρίου για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών απαιτεί να επανεξεταστούν οι εξαιρέσεις του άρθρου 2 παράγραφοι 2 και 4 και να εκτιμηθεί η σκοπιμότητα αναβάθμισης ορισμένων μη βασικών υπηρεσιών σε βασικές υπηρεσίες.*
- *Η αναθεώρηση της ΟΕΥ πρέπει να αναφέρει σαφώς τον τρόπο με τον οποίο οι μεμονωμένες διατάξεις της οδηγίας πρέπει να εφαρμόζονται σε κάθε βασική υπηρεσία προκειμένου να αποφευχθούν έντονες αποκλίσεις μεταξύ των εθνικών εποπτικών καθεστώτων, οι οποίες εμποδίζουν τη διασυννοριακή παροχή υπηρεσιών. Στις παρατηρήσεις στην παρούσα ανακοίνωση πρέπει να αναφέρονται οι διατάξεις της ΟΕΥ που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο διαφοροποιημένης εφαρμογής, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο οι διατάξεις αυτές θα πρέπει να προσαρμόζονται στις διάφορες βασικές υπηρεσίες.*

3.2. Προστασία των επενδυτών και αντιμετώπιση των επικαλύψεων στα πεδία εποπτείας

Η έλλειψη ασφάλειας δικαίου και ο κίνδυνος σύγκρουσης δικαίων διαφορετικών κρατών αποτελούν τις πλέον συχνές δυσχέρειες που ανακύπτουν κατά τη λειτουργία της ΟΕΥ. Όπως επιτρέπεται από βασικές διατάξεις της ΟΕΥ, οι αρχές της χώρας υποδοχής εφαρμόζουν γενικά τους εθνικούς κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας και διαφήμισης, καθώς και ορισμένες απαιτήσεις οργανωτικού ή εποπτικού χαρακτήρα (διακράτηση χρηματικών διαθεσίμων πελατών), στις υπηρεσίες που παρέχονται σε εθνικούς επενδυτές. Αυτή η επικάλυψη εποπτικών καθεστώτων εμποδίζει τη διασυννοριακή παροχή υπηρεσιών και ιδίως τις υπηρεσίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης και διαπραγμάτευσης.

Το ενιαίο διαβατήριο θα είναι πλήρως αποτελεσματικό μόνο εάν βασίζεται συστηματικά στην αρχή της χώρας καταγωγής για την εποπτεία των υποχρεώσεων που υπέχουν οι επιχειρήσεις για τις δραστηριότητές τους στην αγορά και του θεμιτού χαρακτήρα των σχέσεών τους με τους πελάτες. Σήμερα ωστόσο, ορισμένες διατάξεις της ΟΕΥ ευνοούν την εφαρμογή των ρυθμίσεων της χώρας υποδοχής ή αποδίδουν υπερβολική σημασία στις παρεκκλίσεις που βασίζονται στο «γενικό συμφέρον». Οι παρεκκλίσεις αυτές στη βασική φιλοσοφία της οδηγίας πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά. Η εξέταση αυτή δεν πρέπει όμως να οδηγήσει σε εξασθένηση της προστασίας των επενδυτών: οι αρχές της χώρας υποδοχής βρίσκονται συχνά σε καλύτερη θέση για να ελέγχουν και να εξασφαλίζουν την εφαρμογή των κανόνων προστασίας στις περιπτώσεις που αυτό είναι αναγκαίο.

Για την προώθηση ενός πιο αποτελεσματικού ενιαίου διαβατηρίου, πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ υπηρεσιών που παρέχονται σε επαγγελματίες αντισυμβαλλομένους και υπηρεσιών που παρέχονται σε μικροεπενδυτές. Όσον αφορά τις υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες επενδυτές, η Επιτροπή εκτιμά ότι δεν απαιτείται περαιτέρω εναρμόνιση για να εξασφαλιστεί η αποκλειστική αρμοδιότητα της χώρας καταγωγής για την εφαρμογή των εποπτικών διατάξεων και των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας. Η ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με το άρθρο 11

της ΟΕΥ παρέχει μια λεπτομερή και μη δεσμευτική ανάλυση των πρακτικών και των ουσιωδών επιχειρημάτων που συνηγορούν υπέρ της προσέγγισης αυτής⁷. Η πρόσφατη συμφωνία της FESCO για τα όρια μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών και μικροεπενδυτών παρέχει μια συναινετική και πρακτική βάση για τον εντοπισμό των επαγγελματιών επενδυτών που μπορούν να μην υπαχθούν στους κανόνες δεοντολογίας της χώρας υποδοχής. Κατά την αναθεώρηση της ΟΕΥ θα πρέπει να δοθεί μια νομική βάση στην προσέγγιση αυτή, τόσο όσον αφορά τους κανόνες δεοντολογίας που εξασφαλίζουν το θεμιτό χαρακτήρα των σχέσεων με τους πελάτες, όσο και τη διαφήμιση και τις υποχρεώσεις της επιχείρησης έναντι της αγοράς.

Όσον αφορά τους μικροεπενδυτές, η μετάβαση στην εποπτεία των επενδυτικών υπηρεσιών από τη χώρα καταγωγής πρέπει να αποτελέσει αντικείμενο προσεκτικών χειρισμών. Είναι αναμφισβήτητο ότι οι αρχές της χώρας υποδοχής έχουν σήμερα ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στο βαθμό που αποτελούν την πρώτη γραμμή άμυνας για τον εντοπισμό και την αντιμετώπιση των παραβάσεων που γίνονται σε βάρος των μικροεπενδυτών. Επιπλέον, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας των διαφόρων κρατών μελών παρέχουν ισοδύναμη προστασία στους μικροεπενδυτές. Κατά συνέπεια, είναι πιθανό ότι οι μικροεπενδυτές θεωρούν τη δυνατότητα επανορθωτικής προσφυγής στο ίδιο το έδαφός τους ως ένα πλεονέκτημα και έναν παράγοντα ικανό να ενισχύσει την εμπιστοσύνη τους.

Η Επιτροπή διερευνά σήμερα τους πρακτικούς τρόπους με τους οποίους μπορούν να ληφθούν υπόψη οι ανησυχίες αυτές. Είναι σαφές ότι οι μικροεπενδυτές πρέπει να μπορούν να επωφελούνται από τη βασική προστασία που τους παρέχουν οι εποπτικές και ρυθμιστικές διατάξεις της χώρας διαμονής τους. Η οδηγία για τις εξ αποστάσεως πωλήσεις θα εναρμονίσει τις απαιτήσεις σχετικά με τη γενική πληροφόρηση που παρέχεται σε αγοραστές χρηματοπιστωτικών και επενδυτικών υπηρεσιών που προσφέρονται και πωλούνται εξ αποστάσεως. Στο πλαίσιο της FESCO συνεχίζονται οι εργασίες για την προσέγγιση των κανόνων δεοντολογίας που εφαρμόζονται στους μικροεπενδυτές. Ορισμένες πρακτικές δυσχέρειες δεν έχουν ακόμα επιλυθεί. Για παράδειγμα, όταν η σχέση της επιχείρησης με τον πελάτη βασίζεται σε συμβάσεις ή άλλες παρόμοιες ρυθμίσεις, το δίκαιο που θα εφαρμόζεται σε αυτές θα προσδιορίζεται με βάση τη Σύμβαση της Ρώμης. Αυτό μπορεί να οδηγήσει στην εφαρμογή, μέσω της σύμβασης που διέπει τη σχέση μεταξύ επιχείρησης και πελάτη, ορισμένων από τους υποχρεωτικούς κανόνες της χώρας του καταναλωτή. Τέλος, οι μηχανισμοί της συνεργασίας στον τομέα της προληπτικής εποπτείας πρέπει ενδεχομένως να ενισχυθούν προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα κλίμα αμοιβαίας εμπιστοσύνης όσον αφορά την εφαρμογή στην πράξη των κοινών μέτρων προστασίας των επενδυτών. Οι προκλήσεις αυτές, οι οποίες δεν αφορούν ειδικά τις επενδυτικές υπηρεσίες, πρέπει να αντιμετωπιστούν.

Η οδηγία για το ηλεκτρονικό εμπόριο συνεπάγεται ήδη μια αποφασιστική στροφή προς την αρχή της εποπτείας από τη χώρα καταγωγής για όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχονται ηλεκτρονικά. Η αναθεώρηση της ΟΕΥ πρέπει να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για μια συστηματική εφαρμογή της αρχής της χώρας καταγωγής. Οι αρμοδιότητες της χώρας υποδοχής πρέπει να οριοθετηθούν επακριβώς και να περιοριστούν στους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που εγγυώνται το θεμιτό χαρακτήρα των σχέσεων με τους πελάτες. Στις περιπτώσεις στις

⁷

Ανακοίνωση της Επιτροπής COM (XX) 2000: Η εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας βάσει του άρθρου 11 της ΟΕΥ, Νοέμβριος 2000.

οποίες θα γίνεται, κατ' εξαίρεση, δεκτή η αρμοδιότητα της χώρας υποδοχής, θα πρέπει να διευκρινίζονται οι όροι των οποίων η πλήρωση θα οδηγεί αυτόματα στην παύση της αρμοδιότητας αυτής.

- Η εποπτεία από τη χώρα καταγωγής πρέπει να τεθεί σε εφαρμογή χωρίς όρους για τις υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες αντισυμβαλλομένους. Εκτός από τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας, υπάρχουν άλλες διατάξεις της ΟΕΥ στις οποίες θα μπορούσε να ενσωματωθεί μια σαφής και λειτουργική διάκριση μεταξύ επαγγελματικού και λιανικού επιπέδου;
- Σχολιάστε τις ρυθμιστικές και εποπτικές πτυχές για τις οποίες κρίνεται επιθυμητή η διατήρηση ορισμένων αρμοδιοτήτων από τη χώρα υποδοχής. Ποιες προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται για την προοδευτική κατάργηση των αρμοδιοτήτων της χώρας υποδοχής;

Στις απαντήσεις στις ανωτέρω ερωτήσεις να ληφθούν υπόψη οι αναλύσεις που αναπτύσσονται στην ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με το άρθρο 11 της ΟΕΥ.

3.3. Νέοι φορείς – Εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών

Οι τεχνολογίες των πληροφοριών περιόρισαν τα εμπόδια στην είσοδο σε όλα τα επίπεδα των συναλλαγών τίτλων, από τις χρηματιστηριακές/διαπραγματευτικές υπηρεσίες, μέσω της λήψης και διαβίβασης εντολών, έως τη δημιουργία προηγμένων υποδομών αντιστοίχισης και εκτέλεσης εντολών. Για τις τελευταίες αυτές δραστηριότητες, οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά φορείς μπορούν να προσφέρουν λειτουργίες όμοιες με εκείνες που παρέχουν πλήρως αναπτυγμένα χρηματιστήρια, ενώ μερικοί από αυτούς έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ως «οργανωμένη αγορά».

Μεγαλύτερη αβεβαιότητα περιβάλλει το ρυθμιστικό και εποπτικό καθεστώς που πρέπει να θεσπιστεί βάσει της κοινοτικής νομοθεσίας για τα εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών (ATS), τα οποία προς το παρόν είναι εγκεκριμένα ως επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών σε διάφορα κράτη μέλη. Οι χρήστες των συστημάτων αυτών πρέπει να τύχουν κατάλληλης προστασίας και η αλληλεπίδραση με το γενικότερο περιβάλλον των συναλλαγών τίτλων πρέπει να είναι η καλύτερη δυνατή. Το κεντρικό θέμα είναι εάν οι διατάξεις της ΟΕΥ (και οι εθνικές διατάξεις) για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών λαμβάνουν επαρκώς υπόψη τους δυνητικούς κινδύνους που δημιουργούν σε ρυθμιστικό επίπεδο τα νέα αυτά συστήματα. Τα ATS δεν αποτελούν μια ομοιογενή ομάδα φορέων⁸. Ωστόσο, η λεπτομερής ανάλυση στο πλαίσιο της FESCO καταδεικνύει ότι τα συστήματα αυτά μπορούν πολύ συχνά να εξομοιωθούν με επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών⁹. Μια κατά περίπτωση αξιολόγηση των κινδύνων που συνδέονται με τα μεμονωμένα ATS θα επέτρεπε τη διαβαθμισμένη εφαρμογή των οργανωτικών κανόνων (άρθρο 10) και των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας (άρθρο 11), προκειμένου να εξουδετερωθούν οι πρόσθετοι κίνδυνοι για τους επενδυτές ή για την ομαλή λειτουργία των αγορών.

⁸ Ορισμένα ATS παρέχουν μόνο ένα απλό σημείο ηλεκτρονικής αντιστοίχισης εντολών, ενώ άλλα προσομοιάζουν στενά τις λειτουργίες της ηλεκτρονικής διαμεσολάβησης μεταξύ διαπραγματευτών ή των ηλεκτρονικών βιβλίων εντολών.

⁹ “The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe”: FESCO 00-064C, 25.9.2000. Το έγγραφο αυτό είναι διαθέσιμο στη διεύθυνση www.europedefesco.org

Οι εθνικές επιτροπές κεφαλαιαγορών προτείνουν την εφαρμογή αυτής της πολιτικής, την οποία θεωρούν ως την καλύτερη βραχυπρόθεσμα προσέγγιση για την εποπτεία των ATS. Με την επιφύλαξη της ενδεχόμενης ερμηνείας του ΔΕΚ σχετικά με τη συνέπεια αυτής της προσέγγισης με την ΟΕΥ, η Επιτροπή θεωρεί ότι πρόκειται για μια πρόσφορη μεταβατική λύση. Κάθε συμπληρωματική απαίτηση θα πρέπει οπωσδήποτε να εφαρμοστεί με ομοιόμορφο τρόπο προκειμένου να μην τεθούν υπό αμφισβήτηση τα δικαιώματα που έχουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων δυνάμει του ενιαίου διαβατηρίου.

Η πραγματιστική αυτή λύση δεν μπορεί να είναι οριστική. Ορισμένα ATS ενδέχεται να προσελκύουν σημαντικό μέρος των οργανωμένων συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Θα είναι έτσι εκτεθειμένα στους ίδιους κινδύνους όπως τα χρηματιστήρια και οι «οργανωμένες αγορές» και θα πρέπει να διατηρήσουν την εμπιστοσύνη των αγορών, τη διαφάνεια και τον ομαλό και αποτελεσματικό χαρακτήρα των συναλλαγών. Αυτό μπορεί να απαιτήσει την εφαρμογή των διατάξεων που διέπουν τις «οργανωμένες αγορές». Η ΟΕΥ επιβάλλει όμως σήμερα μια αυστηρή διχοτομία μεταξύ «επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών» και «οργανωμένων αγορών», απαγορεύοντας κάθε επέκταση των στοιχείων του καθεστώτος των «οργανωμένων αγορών» στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών. Η αναθεώρηση της ΟΕΥ θα μπορούσε επομένως να επιτρέψει μια (σύμμετρη) εφαρμογή των διατάξεων για τις υποχρεώσεις πληροφόρησης, διαφάνειας και γνωστοποίησης χρηματοοικονομικών πληροφοριών στα ATS που προσομοιάζουν περισσότερο στις χρηματιστηριακές αγορές.

- *Ποιες από τις αρχές και απαιτήσεις των άρθρων 10, 11 θεωρείτε τις πλέον κατάλληλες για τις περιπτώσεις στις οποίες τα εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών (ATS) παρέχουν υπηρεσίες υποδομής; Υπάρχουν άλλα στοιχεία του καθεστώτος των «επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών» που θα μπορούσαν δυνητικά να εφαρμοστούν στα συστήματα αυτά;*
- *Ενόψει της ανάπτυξης μιας λειτουργικής προσέγγισης στο θέμα της ρύθμισης των ATS, ποια στοιχεία του ρυθμιστικού πλαισίου των «οργανωμένων αγορών» (π.χ. γνωστοποίηση πληροφοριών, διαφάνεια, παρακολούθηση/εφαρμογή) θα ήταν τα πλέον προσαρμοσμένα στα διάφορα είδη ATS;*

4. ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΔΟΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Στο βαθμό που διεύρυνε τη βάση των μελών χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών, η ΟΕΥ διευκόλυνε έμμεσα τον ανταγωνισμό μεταξύ συστημάτων συναλλαγών. Το κίνητρο για την αύξηση του όγκου των συναλλαγών ενέτεινε ακόμα περισσότερο η γενική στροφή προς την «αναζήτηση του κέρδους». Πολλά χρηματιστήρια αξιοποίησαν τις ευκαιρίες που προσφέρουν έμμεσα τα δίκτυα ανοικτής συμμετοχής μελών. Ο ανταγωνισμός μεταξύ χρηματιστηρίων γίνεται όλο και εντονότερος. Οι δυνατότητες περαιτέρω μείωσης του κόστους των συναλλαγών με την εφαρμογή νέων τεχνολογιών είναι περιορισμένες εφόσον πολλά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια λειτουργούν ήδη στο όριο των σημερινών τεχνολογικών δυνατοτήτων. Η πλέον πρόσφορη οδός για την αύξηση των κερδών στο μέλλον είναι επομένως η αύξηση του όγκου των συναλλαγών, η οποία θα οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας και φάσματος δραστηριοτήτων. Ορισμένα χρηματιστήρια και οι νεοεισερχόμενοι φορείς επιδιώκουν να αποκτήσουν πανευρωπαϊκό μέγεθος με εσωτερική ανάπτυξη. Ωστόσο, άλλα χρηματιστήρια αναζητούν αντίθετα εκτεταμένες

συμμαχίες ή πλήρεις συγχωνεύσεις με σημαντικά δυνητικά οφέλη από πλευράς συγκέντρωσης όγκου συναλλαγών και δημιουργίας αγορών με μεγαλύτερο βάθος και ρευστότητα. Τα οφέλη δεν περιορίζονται στην αύξηση της αποτελεσματικότητας των συναλλαγών χάρη στις οικονομίες κλίμακας και φάσματος: ορισμένες άλλες δύσκολα μετρήσιμες βελτιώσεις, όπως η αυξημένη ρευστότητα και οι καλύτεροι μηχανισμοί διαμόρφωσης των τιμών, θα είναι τελικά πολύ πιο σημαντικές. Για να επιτύχει τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα χάρη στις εξελίξεις αυτές, η ΟΕΥ θα μπορούσε να αποτελέσει αντικείμενο προσαρμογών ή προσθηκών με σκοπό:

- (1) την πραγματική στήριξη του ανταγωνισμού μεταξύ χρηματιστηρίων για την προσέλκυση των ροών εντολών («δαβατήριο»).
- (2) την αποσαφήνιση των ρυθμιστικών απαιτήσεων που εφαρμόζονται στις «οργανωμένες αγορές» προκειμένου να διατηρηθούν τα πλεονεκτήματα από την ομαλή και αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού των συναλλαγών («κατευθυντήριες αρχές»).
- (3) την προώθηση της διαφάνειας στον καθορισμό των τιμών των τίτλων σε κάθε χρηματιστήριο και στο σύνολο του συστήματος συναλλαγών.
- (4) τη διαμόρφωση μιας συλλογικής προσέγγισης στα θέματα της ενοποίησης και της εποπτείας των λειτουργιών εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών τίτλων.

4.1. Ένα ενιαίο διαβατήριο για τις «οργανωμένες αγορές»

Παρόλο που το δικαίωμα που παρέχει η ΟΕΥ στις ηλεκτρονικές αγορές να εγκαθιστούν οθόνες διαπραγμάτευσης στα κράτη μέλη μπορεί να θεωρηθεί ότι προαναγγέλλει τις σημερινές τάσεις, η οδηγία δεν παρείχε στις «οργανωμένες αγορές» το σύνολο των δικαιωμάτων που συνεπάγεται το ενιαίο διαβατήριο. Για να διευκολυνθεί η παροχή υπηρεσιών διενέργειας συναλλαγών σε ένα ευρύ φάσμα ευρωπαϊκών τίτλων, οι διατάξεις της ΟΕΥ που αφορούν τις «οργανωμένες αγορές» πρέπει να επανεξεταστούν».

Η έννοια της οργανωμένης αγοράς στο άρθρο 1 παράγραφος 13 ορίζεται με βάση τους όρους που διέπουν την εισαγωγή τίτλων σε επίσημα χρηματιστήρια αξιών (περιλαμβανομένων των όρων εισαγωγής που προβλέπονται από την οδηγία 79/279). Οι όροι εισαγωγής τίτλων σε χρηματιστήρια αποτελούν την πρώτη γραμμή άμυνας για την εξασφάλιση της ποιότητας των μέσων εισάγονται προς διαπραγμάτευση στις αγορές και της κατάλληλης πληροφόρησης των επενδυτών. Οι δυσχέρειες στον τομέα αυτό οφείλονται στην αβεβαιότητα που υπάρχει σήμερα σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι «οργανωμένες αγορές» θα πρέπει να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους όσον αφορά τις απαιτήσεις για την «εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών» (όπως αυτές ορίζονται στην οδηγία 79/279¹⁰). Η μέχρι σήμερα πρακτική ήταν ουσιαστικά ότι η οργανωμένη αγορά πρέπει να εφαρμόζει όρους εισαγωγής για όλους τους τίτλους που διαπραγματεύονται στην αγορά αυτή. Η πρακτική των «οργανωμένων

¹⁰ Οδηγία 79/279 της 5.3.1979 (EE L 66 της 16.3.1979). Η αβεβαιότητα όσον αφορά την τήρηση των όρων εισαγωγής σε χρηματιστήριο αξιών είναι ακόμα μεγαλύτερη για τις κινητές αξίες που δεν καλύπτονται από την οδηγία 79/279. Στις περιπτώσεις αυτές, η ανάγκη προετοιμασίας ενημερωτικού δελτίου δημόσιας προσφοράς για όλες τις κινητές αξίες που εκδίδονται σε μια αγορά αποτελεί ωστόσο μια εγγύηση.

αγορών» να εφαρμόζουν όρους εισαγωγής πριν τη διαπραγμάτευση των τίτλων μπορεί να αυξήσει σημαντικά το κόστος και να περιορίσει τη δυνατότητα εισαγωγής του ίδιου τίτλου σε αγορές και χρηματιστήρια που βρίσκονται σε ανταγωνισμό μεταξύ τους. Κατά συνέπεια, η επίσημη εισαγωγή του τίτλου στην αγορά πρέπει να διαχωριστεί από την εισαγωγή του προς διαπραγμάτευση προκειμένου να προωθηθεί ένας εντονότερος ανταγωνισμός μεταξύ συστημάτων συναλλαγών. Επιπλέον, ορισμένες διαρθρωτικές εξελίξεις όπως η μετατροπή των χρηματιστηρίων σε ανώνυμες εταιρείες καθιστούν αναγκαίο τον επανακαθορισμό του τρόπου με τον οποίο επιτυγχάνονται οι στόχοι της εισαγωγής των τίτλων και της πληροφόρησης των επενδυτών. Ωστόσο, προτού διερευνηθεί η δυνατότητα εισαγωγής τόσο φιλόδοξων προσαρμογών, πρέπει να βρεθεί μια δίκαιη βάση κατανομής των εξόδων εισαγωγής και εκπλήρωσης συναφών υποχρεώσεων όπως η διάδοση πληροφοριών, τα οποία μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές. Χωρίς κατάλληλες ρυθμίσεις, τα χρηματιστήρια αξιών με καθαρά κερδοσκοπικό σκοπό ενδέχεται να επιδιώξουν να εγκαταλείψουν τις ασύμφορες λειτουργίες εισαγωγής τίτλων, ιδίως εάν θεωρούν ότι οι ανταγωνιστές τους επωφελούνται ανέξοδα από αυτές τις υπηρεσίες. Αυτό θα έθετε σε κίνδυνο τις σημαντικές λειτουργίες «γενικού συμφέροντος» που εκπληρώνει η εισαγωγή των τίτλων σε επίσημα χρηματιστήρια αξιών. Η αναθεώρηση του ορισμού των «οργανωμένων αγορών» πρέπει να αποτελέσει ένα πρώτο βήμα προς την εφαρμογή της προσέγγισης αυτής, η οποία απαιτεί επίσης την επανεξέταση των διατάξεων της οδηγίας 79/279¹¹.

Ο κανόνας της «συγκέντρωσης των συναλλαγών» του άρθρου 14 παράγραφος 3 της ΟΕΥ παρέχει στα κράτη μέλη την ευχέρεια να απαιτούν την εκτέλεση των συναλλαγών ορισμένων χρηματοπιστωτικών μέσων σε «οργανωμένη αγορά». Η διάταξη αυτή προοριζόταν να ενισχύσει την προστασία του επενδυτή με τον περιορισμό των «εκτός αγοράς» συναλλαγών στους επαγγελματίες επενδυτές. Ωστόσο, οι συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα θα μπορούσαν να κατευθύνονται τεχνητά σε μια συγκεκριμένη οργανωμένη αγορά. Η προστασία των επενδυτών εξασφαλίζεται καλύτερα με κατάλληλες διατάξεις για τους φορείς της αγοράς που ενεργούν για λογαριασμό των επενδυτών, καθώς και με την αυστηρή τήρηση των απαιτήσεων «καλύτερης δυνατής εκτέλεσης». Για να αποφευχθεί η επιβολή αυθαίρετων ή δυσανάλογων περιορισμών στον ανταγωνισμό μεταξύ «οργανωμένων αγορών», θα ήταν σκόπιμο να εξεταστεί εάν δικαιολογείται ακόμα ο κανόνας της «συγκέντρωσης των συναλλαγών» και/ή η σημερινή μορφή του.

Το άρθρο 15 παράγραφος 5 της ΟΕΥ εξουσιοδοτεί τα κράτη μέλη να περιορίζουν τη δημιουργία νέων αγορών στο έδαφός τους. Όπως αναγνωρίζεται από την IOSCO, η δικαιολογημένη μέριμνα για την καλή διαχείριση και την ομαλή λειτουργία των αγορών απαιτεί την υπαγωγή των χρηματιστηρίων σε κατάλληλες διαδικασίες χορήγησης άδειας λειτουργίας και έγκρισης. Ωστόσο, η διάταξη πρέπει να αναθεωρηθεί προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι δεν εμποδίζει τις δραστηριότητες «οργανωμένων αγορών» που έχουν εγκριθεί από τις αρχές άλλων κρατών μελών.

¹¹ Εκτός από το πρόβλημα της σύνδεσης μεταξύ εισαγωγής σε χρηματιστήριο αξιών και εισαγωγής προς διαπραγμάτευση, η οδηγία 79/279 είναι ασαφής και ως προς το πεδίο εφαρμογής ορισμένων εννοιών όπως η «εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών». Αυτό θα μπορούσε να δημιουργήσει αποκλίσεις στην ποιότητα των τίτλων που διαπραγματεύονται στις διάφορες «οργανωμένες αγορές» και στις σχετικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης πληροφοριών.

Η Επιτροπή σημειώνει επίσης ότι η ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ χρηματιστηρίων με εμπορικό σκοπό θα απαιτήσει επίσης αυξημένη προσοχή εκ μέρους των αρμόδιων για τον ανταγωνισμό αρχών για την αποφυγή ενδεχόμενων αθέμιτων πρακτικών που αποσκοπούν στον έλεγχο της πρόσβασης σε δίκτυα συναλλαγών μέσω απόκτησης της κυριότητάς τους. Η είσοδος νέων και τεχνολογικά προηγμένων ανταγωνιστών ή ο ανταγωνισμός των αγορών τρίτων χωρών μπορούν βέβαια να περιορίσουν τον κίνδυνο αυτό, εφόσον αυξάνουν το συναγωνισμό στο επίπεδο των συστημάτων συναλλαγών/χρηματιστηρίων. Ωστόσο, η υπερβολική συγκέντρωση του όγκου των συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα ιδιωτικά συστήματα συναλλαγών μπορεί να δημιουργήσει ανησυχίες, οι οποίες θα είναι ιδιαίτερα έντονες εάν η οριζόντια συγκέντρωση στο επίπεδο του συστήματος συναλλαγών συνοδεύεται από κάθετη συγκέντρωση στα συστήματα διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης/κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει από πλευράς κόστους η ολοκληρωμένη επεξεργασία θα αντισταθμίζονταν στις περιπτώσεις αυτές από τις αρνητικές για τον ανταγωνισμό συνέπειες μιας δεσπόζουσας θέσης στην υποδομή των συναλλαγών.

- *Οι απαιτήσεις που επιβάλλονται στις «οργανωμένες αγορές» όσον αφορά τους όρους εισαγωγής και τα κριτήρια συμμετοχής στη διαπραγμάτευση πρέπει να αποσαφηνιστούν. Αυτό θα απαιτήσει επίσης την παράλληλη αναθεώρηση της οδηγίας 79/279. Ποιες προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται για την επιτυχή εφαρμογή αυτής της προσέγγισης κατά τρόπο που να διατηρεί τη δημοσιότητα των πληροφοριών και να διασφαλίζει την ποιότητα των συναλλαγών τίτλων;*
- *Ο κανόνας της «συγκέντρωσης των συναλλαγών» του άρθρου 14 παράγραφος 3 και η ευχέρεια απαγόρευσης νέων αγορών του άρθρου 15 παράγραφος 5 πρέπει να επανεξεταστούν προκειμένου να αμβλυνθούν οι δυσανάλογοι ή περιττοί περιορισμοί στις διασυννοριακές δραστηριότητες των «οργανωμένων αγορών».*

4.2. Κατευθυντήριες γραμμές για τις «οργανωμένες αγορές»

Η ΟΕΥ επιτρέπει μια περιορισμένη σύγκλιση των όρων τους οποίους οι αγορές και τα χρηματιστήρια πρέπει να τηρούν προκειμένου να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη στις αγορές και η σταθερότητά τους. Οι πρόσφατες διαρθρωτικές μεταβολές κατέδειξαν ότι οι αποκλίσεις σε επίπεδο ρυθμιστικών και εποπτικών απαιτήσεων μπορούν να δυσχεράνουν την ενοποίηση των μηχανισμών των συναλλαγών. Η εναρμόνιση των κανόνων που διέπουν τις συναλλαγές αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την ενοποίηση της αγοράς. Μια κοινή ρυθμιστική και εποπτική προσέγγιση είναι επίσης αναγκαία και σε άλλους τομείς.

Η έγκαιρη και ποιοτικά άρτια γνωστοποίηση ουσιαστικών πληροφοριών σε δίκαιη βάση απαιτεί την εφαρμογή ομοιόμορφων κανόνων εισαγωγής, ενημερωτικών δελτίων, περιοδικής πληροφόρησης και γνωστοποίησης των πληροφοριών που μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές. Ένα κοινό υπόδειγμα διαφάνειας και δημοσιότητας έχει επομένως ουσιώδη σημασία, ιδίως στις περιπτώσεις στις οποίες οι συναλλαγές επηρεάζονται άμεσα από τις ισχύουσες απαιτήσεις διαφάνειας. Οι αποκλίσεις στο εσωτερικό ενός συστήματος συναλλαγών θα οδηγήσουν στη συγκέντρωση των συναλλαγών στο σημείο στο οποίο οι υποχρεώσεις διαφάνειας είναι λιγότερο αυστηρές, θέτοντας έτσι σε κίνδυνο την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών στην ενοποιημένη αγορά. Οι κανόνες για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους της αγοράς και τα πρότυπα πρόσβασης στην αγορά πρέπει να είναι ομοιόμορφα για να αποφευχθεί η δυνατότητα επιλογής από

τους συμμετέχοντες πιο ευνοϊκών σημείων εισόδου στην ενοποιημένη υποδομή των συναλλαγών. Το περιεχόμενο και η εφαρμογή των κριτηρίων συμμετοχής ή προσχώρησης πρέπει να είναι αντικειμενικά και να μην εισάγουν διακρίσεις. Τέλος, πρέπει να αναπτυχθούν ισοδύναμες προσεγγίσεις σε θέματα ελέγχου και τήρησης των κανόνων και της πειθαρχίας προκειμένου να εξασφαλιστούν παντού τα ίδια επίπεδα αποτροπής της ανάληψης κινδύνων και σοβαρότητας των κυρώσεων.

Εξαιρετικά σημαντικές είναι επίσης οι ρυθμιστικές και εποπτικές προκλήσεις που σχετίζονται με τη διαχείριση των επιπτώσεων του ανταγωνισμού μεταξύ χρηματιστηρίων στη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την ομαλή λειτουργία της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς στο σύνολό της. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται σε δύο τομείς. Πρώτον, η ολοένα στενότερη ενοποίηση των αγορών κινητών αξιών καθιστά πιο έντονο το ενδεχόμενο οι διαφορές στο ρυθμιστικό ή εποπτικό καθεστώς να επηρεάζουν τον ανταγωνισμό μεταξύ χρηματιστηρίων για την προσέλκυση όγκου συναλλαγών. Όταν το κόστος που σχετίζεται με τις ισχύουσες ρυθμίσεις μπορεί να επηρεάσει τον όγκο των συναλλαγών, ο ανταγωνισμός κινδυνεύει να αποβεί σε βάρος της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών στο σύνολό τους. Δεύτερον, οι ρυθμιστικές προσεγγίσεις στο επίπεδο της ΕΕ πρέπει να αξιολογούνται λαμβάνοντας υπόψη την αυξανόμενη σημασία της διάδοσης των επιπτώσεων τους μεταξύ αγορών. Πράγματι, οι εξελίξεις σε μια οργανωμένη αγορά μπορούν να έχουν άμεσο και δυνητικά ισχυρό αντίκτυπο στο περιβάλλον των συναλλαγών στα άλλα κράτη μέλη. Τα μέτρα για τη διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, της εμπιστοσύνης και της σταθερότητας δεν μπορούν πλέον να σχεδιάζονται και να εφαρμόζονται σε μεμονωμένη βάση.

Η ΕΕ πρέπει να αποκτήσει μια κοινή προσέγγιση στα ρυθμιστικά θέματα. Τα συμφέροντα που διακυβεύονται δεν είναι μόνο εκείνα των κρατών μελών στα οποία είναι εγκατεστημένα τα υπό συγχώνευση χρηματιστήρια: τα θέματα αυτά αφορούν άμεσα τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών, τους επενδυτές, τους εκδότες τίτλων και τους φορείς παροχής υποδομών συναλλαγών σε όλη την ΕΕ. Οι ρυθμιστικές ή εποπτικές ρυθμίσεις που διέπουν μεγάλο μέρος των συναλλαγών τίτλων στην ΕΕ δεν μπορούν πλέον να εξελίσσονται σε βάση ad hoc basis σε συνάρτηση με τις τεχνικές προκλήσεις που επιβάλλει κάθε συγχώνευση/συμμαχία μεταξύ χρηματιστηρίων. Παρόμοια προσέγγιση - με βάση την οποία κάθε σημαντική συγχώνευση/συμμαχία θα οδηγούσε σε χωριστά ρυθμιστικά και εποπτικά πλαίσια - θα μπορούσε επίσης να διαιωνίσει την ποικιλία των ρυθμιστικών και εποπτικών καθεστώτων στην ΕΕ.

Οι διατάξεις της ΟΕΥ για τις «οργανωμένες αγορές» πρέπει να ενισχυθούν προκειμένου να δημιουργηθεί ένα κοινό σύνολο αρχών που θα διέπουν την ομαλή λειτουργία της αγοράς, τη γνωστοποίηση των πληροφοριών και τη διαφάνεια, την ακεραιότητα της αγοράς και τα πρότυπα ελέγχου και εφαρμογής. Η ενσωμάτωση κατευθυντήριων αρχών στην κοινοτική νομοθεσία θα επιτρέψει την αποφυγή των διαταραχών στις διαρθρωτικές μεταλλαγές του χρηματιστηριακού περιβάλλοντος:

- αυξάνοντας την ασφάλεια δικαίου σχετικά με την εφαρμοστέα νομοθεσία ή δικαιοδοσία για τις υφιστάμενες «οργανωμένες αγορές» που υπόκεινται ήδη ή ενδέχεται να υπαχθούν σε προληπτική εποπτεία σε διάφορα κράτη μέλη·
- δίνοντας νομική βάση στις υποχρεώσεις συνεργασίας μεταξύ αρχών εποπτείας των αγορών, περιλαμβανομένου του ορισμού των πρακτικών ρυθμίσεων για τη διευκόλυνση της συνεργασίας μεταξύ διοικητικών αρχών και αυτορρυθμιζόμενων οργανισμών·

- λαμβάνοντας ως βάση τους μηχανισμούς και τις ρυθμίσεις που ήδη εφαρμόζονται με βάση άλλα νομοθετικά κείμενα της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Από την άποψη αυτή, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας (για να εξασφαλιστεί ότι οι «οργανωμένες αγορές» έχουν την ικανότητα να διαχειρίζονται συστήματα συναλλαγών), τις απαιτήσεις για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, τα κριτήρια καταλληλότητας των διαχειριστών και τους μηχανισμούς που εφαρμόζονται σε περίπτωση απόκτησης ειδικής συμμετοχής (για να αποφευχθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων που μπορούν να επηρεάσουν τις διαρθρώσεις διακυβέρνησης).
- βελτιώνοντας τη διαφάνεια, τόσο σε επίπεδο φορέων της αγοράς όσο και εποπτικών αρχών, όσον αφορά τους κανόνες που αποσκοπούν να εξασφαλίσουν το θεμιτό χαρακτήρα και την ομαλή διενέργεια των συναλλαγών, τους όρους λειτουργίας και τη διάρθρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος.

Οι εθνικές εποπτικές αρχές που συνέρχονται στο πλαίσιο της FESCO κατάρτισαν μια σειρά γενικών «προτύπων που εφαρμόζονται στις οργανωμένες αγορές». Τα πρότυπα αυτά παρέχουν ένα χρήσιμο σημείο αναφοράς για τους περαιτέρω προβληματισμούς σχετικά με τα θέματα αυτά.

Ένα τελευταίο σημείο που πρέπει να εξεταστεί κατά την επεξεργασία των κατευθυντήριων γραμμών για τις «οργανωμένες αγορές» στο πλαίσιο της ΟΕΥ αφορά την έκταση της κάλυψης των συναλλαγών σε τίτλους. Μια επιλογή θα ήταν να περιοριστεί το πεδίο των κατευθυντήριων γραμμών στις «οργανωμένες αγορές» που παρέχουν δημόσια πρόσβαση στις συναλλαγές σε μετοχικούς τίτλους, για το λόγο ότι σε αυτό το τμήμα της αγοράς ο τομέας της πραγματικής οικονομίας και οι μικροί επενδυτές είναι πλέον εκτεθειμένοι σε κινδύνους. Κατά συνέπεια, σε αυτό το τμήμα της αγοράς είναι μεγαλύτερη η ανάγκη διαφάνειας και δημοσιότητας. Μια δεύτερη προσέγγιση θα ήταν να καλυφθούν όλα τα οργανωμένα συστήματα που παρέχουν δημόσια πρόσβαση στις συναλλαγές, όποιο και εάν είναι το σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο (περιλαμβανομένων των παράγωγων επί βασικών εμπορευμάτων και των άλλων μέσων που εξαιρούνται από το παράρτημα Β της ΟΕΥ). Η προσέγγιση αυτή ενδέχεται να απαιτήσει μια διαβαθμισμένη εφαρμογή των κατευθυντήριων γραμμών για να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η διαφορετική για κάθε μέσο οργάνωση των συναλλαγών μπορεί να θέσει ειδικά προβλήματα προληπτικής εποπτείας σε συνάρτηση με το υπόδειγμα αγοράς και την αναλογία των διεπαγγελματικών πράξεων στο σύνολο των συναλλαγών.

- *Ο σημερινός ορισμός και οι διατάξεις της ΟΕΥ για τις «οργανωμένες αγορές» δεν επιτρέπουν την αποτελεσματική αντιμετώπιση των ρυθμιστικών και εποπτικών προκλήσεων που δημιουργεί η εντατικοποίηση του ανταγωνισμού και η συνεργασία μεταξύ χρηματιστηρίων. Σε ποιους τομείς η επιλογή του πλέον ευνοϊκού ρυθμιστικού καθεστώτος μεταξύ διαφόρων χρηματιστηρίων μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ομαλή, αποτελεσματική και διαφανή διενέργεια των συναλλαγών σε τίτλους;*
- *Οι κατευθυντήριες γραμμές για τις αγορές πρέπει να καλύπτουν μόνο τις προσιτές στο κοινό συναλλαγές σε τίτλους ή να επεκτείνονται σε όλες τις οργανωμένες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων; Οι κατευθυντήριες γραμμές πρέπει να είναι προσαρμοσμένες στους ρυθμιστικούς και εποπτικούς κινδύνους που σχετίζονται με τις διάφορες αγορές ή συναλλαγές; Ποιες διατάξεις πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο διαβαθμισμένης εφαρμογής.*

- *Είναι σκόπιμο να ενσωματωθούν ορισμένες αρχές στην κοινοτική νομοθεσία και με πιο τρόπο; Σε ποιους ρυθμιστικούς στόχους πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή;*

4.3. Διαφάνεια

Ένα υψηλό επίπεδο διαφάνειας είναι το χαρακτηριστικό γνώρισμα μιας αποτελεσματικής αγοράς και αποτελεί την καλύτερη εγγύηση για τη διασφάλιση των συμφερόντων των επενδυτών. Παρά τις διατάξεις του άρθρου 21 της ΟΕΥ, οι αποκλίσεις στα επίπεδα διαφάνειας μεταξύ οργανωμένων αγορών στην ΕΕ παραμένουν ιδιαίτερα σημαντικές. Τα νέα ηλεκτρονικά συστήματα επεξεργασίας εντολών, τα οποία αποτελούν πλέον το κυρίαρχο μοντέλο στην αγορά για τις συναλλαγές μετοχικών τίτλων, είναι το τμήμα της αγοράς που μπορεί να επωφεληθεί στο μεγαλύτερο βαθμό από τις διατάξεις για την καθιέρωση συνθηκών πραγματικής διαφάνειας. Οι σχετικές απαιτήσεις θα πρέπει να καθορίζουν τα αποτελέσματα που πρέπει να επιτυγχάνονται και όχι να επιβάλλουν υπερβολικά λεπτομερείς πρακτικές στους φορείς της αγοράς.

Οι αποκλίσεις είναι ιδιαίτερα σημαντικές όσον αφορά το επίπεδο διαφάνειας που απαιτείται για τις συναλλαγές με θεσμικούς επενδυτές. Σε πολλές ευρωπαϊκές αγορές, οι πράξεις αυτές διενεργούνται «εκτός αγοράς», γεγονός που μπορεί να περιορίσει τη ρευστότητα στο σύνολο της αγοράς και να προκαλέσει δυσχέρειες στη διαμόρφωση των τιμών των τίτλων. Με δεδομένο τον έντονο ανταγωνισμό των αγορών για την προσέλκυση συναλλαγών αυτού του είδους, ενδέχεται να καταστεί αναγκαία η εξεύρεση κοινών λύσεων για να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλαγές σε μεγάλα πακέτα μετοχών δεν στρεβλώνουν το μηχανισμό καθορισμού των τιμών για τους άλλους επενδυτές και ιδίως τους μικροεπενδυτές.

Ο κατακερματισμός των συναλλαγών τίτλων σε συνάρτηση με εθνικά, διοικητικά ή νομισματικά όρια δεν θα πρέπει να αντικατασταθεί από μια λύση που θα βασίζεται αποκλειστικά στην αγορά και δεν θα εξασφαλίζει επαρκείς τεχνικές και ρυθμιστικές διασυνδέσεις μεταξύ συστημάτων συναλλαγών. Εάν η Ευρώπη θα έχει περισσότερες υποδομές συναλλαγών, θα πρέπει να προωθηθεί η αλληλεπίδραση μεταξύ των διαφόρων αυτών μηχανισμών διαμόρφωσης των τιμών. Ωστόσο, το ρυθμιστικό πλαίσιο δεν θα πρέπει να επιβάλλει στην αγορά συγκεκριμένες διαρθρώσεις ή λύσεις σε επιμέρους θέματα. Πρέπει, αντίθετα, να ενισχύει τη διαφάνεια και την αλληλεπίδραση μεταξύ μηχανισμών διαμόρφωσης των τιμών, χωρίς τις οποίες δεν θα είναι δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των δυναμικών πλεονεκτημάτων μιας ενοποιημένης αγοράς. Θα πρέπει επίσης να εξεταστεί και το πρόβλημα που θα προέκυπτε εάν οι πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές δεν ήταν προσιτές ταυτόχρονα σε όλους τους επενδυτές στα διάφορα συστήματα συναλλαγών¹².

- *Πως μπορούν να προσαρμοστούν καλύτερα στα σημερινά δεδομένα οι διατάξεις της ΟΕΥ για τη διαφάνεια; Σε ποιο βαθμό είναι αναγκαία η ανάπτυξη κοινών προσεγγίσεων για να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλαγές «εκτός αγοράς» δεν επηρεάζουν αρνητικά την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών καθορισμού των τιμών για όλους τους επενδυτές;*

¹² Η εμπειρία των ΗΠΑ (από τη δεκαετία του 70 και μετά) καταδεικνύει ότι η ύπαρξη αποτελεσματικών μηχανισμών διαφάνειας τιμών μεταξύ αγορών μπορεί να προωθήσει τη συγκέντρωση της ρευστότητας.

- *Ο κατακερματισμός των συναλλαγών μεταξύ πολλών διαφορετικών συστημάτων αποτελεί μια απειλή για τη ρευστότητα και την αποτελεσματικότητα των αγορών τίτλων; Ποια πρακτικά μέτρα θα μπορούσαν να ληφθούν για να προωθηθεί μια πραγματική και αποτελεσματική αλληλεπίδραση τιμών μεταξύ ανταγωνιστικών «οργανωμένων αγορών»;*

4.4. Εκκαθάριση και διακανονισμός

Εξ αποστάσεως πρόσβαση: Οι διατάξεις του άρθρου 15 παράγραφος 1 εφαρμόζονται έμμεσα στις λειτουργίες της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, στο βαθμό που ορίζουν ότι η πρόσβαση στις οργανωμένες αγορές πρέπει να συνοδεύεται από δυνατότητα πρόσβασης στις σχετικές λειτουργίες εκκαθάρισης και διακανονισμού. Ορισμένα κράτη μέλη έχουν επιβάλει στα εξ αποστάσεως μέλη των αγορών να χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού που παρέχουν διαμεσολαβητές εγκατεστημένοι στο έδαφός τους. Η έμμεση αυτή πρόσβαση αυξάνει την πολυπλοκότητα και το κόστος των λειτουργιών αυτών και καθιστά πιο δυσχερή την έγκαιρη και αποτελεσματική εκτέλεση των συναλλαγών. Η οδηγία για τον οριστικό χαρακτήρα του διακανονισμού απομάκρυνε βέβαια την αβεβαιότητα που σχετίζεται με την περίπτωση αφερεγγυότητας αντισυμβαλλομένου που είναι εγκατεστημένος σε άλλο κράτος μέλος. Ωστόσο υπάρχουν ακόμα δυσχέρειες. Έτσι, οι νομισματικές αρχές συχνά αρνούνται να παράσχουν στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών από χώρες εταίρους τις αναγκαίες διευκολύνσεις για το διακανονισμό των συναλλαγών σε «νόμισμα κεντρικής τραπέζης». Αυτό αναγκάζει τα εξ αποστάσεως μέλη της «οργανωμένης αγοράς» να προσφεύγουν σε τοπικές ανταποκρίτριες τράπεζες για τον οριστικό διακανονισμό (σε τοπικό νόμισμα) του σκέλους της συναλλαγής που αφορά την καταβολή μετρητών. Ελλείψει λύσεων στα προβλήματα αυτά, η εξ αποστάσεως συμμετοχή στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού θα είναι αδύνατη.

Διακανονισμός: Παρόλο που τα όρια μεταξύ των εθνικών κεντρικών αποθετηρίων τίτλων και διεθνών κεντρικών αποθετηρίων γίνεται όλο και πιο δυσδιάκριτη, ο διασυνοριακός διακανονισμός των συναλλαγών τίτλων προσκρούει ακόμα σε πολλές τεχνικές και νομικές δυσχέρειες. Το ΕΣΚΤ καταβάλλει σήμερα προσπάθειες για την εξάλειψη των τεχνικών εμποδίων στη διασύνδεση μεταξύ συστημάτων διακανονισμού των συναλλαγών σε τίτλους, με βάση τις εργασίες τυποποίησης που πραγματοποιήθηκαν στα διεθνή φόρουμ¹³. Για να εξασφαλιστεί η μεγαλύτερη δυνατή αποτελεσματικότητα, τα εναπομένοντα νομικά εμπόδια στη διασυνοριακή μεταβίβαση των δικαιωμάτων κυριότητας επί τίτλων και στην εγκυρότητά τους πρέπει να καταργηθούν¹⁴.

Εκκαθάριση: Οι ευρέως πλέον χρησιμοποιούμενες στις συναλλαγές σε παράγωγα και σε τίτλους σταθερής απόδοσης λειτουργίες της πολυμερούς εκκαθάρισης και του κεντρικού αντισυμβαλλομένου τείνουν επίσης να επικρατήσουν στις συνήθεις συναλλαγές τίτλων. Παρόλο που οι εξελίξεις προς την κατεύθυνση αυτή ενισχύουν την αποτελεσματικότητα των συναλλαγών, συνεπάγονται ωστόσο τη συγκέντρωση του συστημικού κινδύνου στα βιβλία των κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να ενταθεί ακόμα περισσότερο λόγω της γεωγραφικής

¹³ Μια κοινή ομάδα εργασίας G-10/IOSCO είναι επιφορτισμένη με τον ορισμό των αρχών που εφαρμόζονται στο διακανονισμό των συναλλαγών σε τίτλους (με βάση τα πρότυπα «Lamfalussy» για τα συστήματα πληρωμών που έχουν συστημική σημασία.

¹⁴ Τα προβλήματα αυτά είναι ιδιαίτερα αισθητά στην περίπτωση των τίτλων στον κομιστή.

ενοποίησης, ως αποτέλεσμα της οποίας ορισμένα συστήματα συναλλαγών ενδέχεται να εξαρτώνται στο μέλλον από εκκαθαριστικές λειτουργίες που θα ασκούνται σε άλλα κράτη μέλη.

Όλα τα εγκεκριμένα γραφεία συμψηφισμού υπόκεινται σε συνεχή εποπτεία και υποχρεούνται επίσης να εφαρμόζουν αποτελεσματικές τεχνικές διαχείρισης κινδύνων¹⁵. Ο ορισμός, η εποπτεία και η τήρηση αυτών των προτύπων εμπίπτουν γενικά στην εθνική αρμοδιότητα, αλλά η αντιμετώπισή τους σε κοινοτικό επίπεδο είναι πλέον δικαιολογημένη. Η προσοχή πρέπει ιδίως να εστιαστεί στις βασικές αρχές και πτυχές του ρυθμιστικού πλαισίου και της εποπτείας της εκκαθάρισης, καθώς και στους μηχανισμούς που είναι αναγκαίοι για να εξασφαλιστεί μια αποτελεσματική συνεργασία και επικοινωνία μεταξύ αρμόδιων εποπτικών αρχών.

Παράλληλα με την τροποποίηση της ΟΕΥ, ο κοινός αυτός προβληματισμός θα πρέπει να αποσκοπεί σε μια σαφή κατανόηση του αναγκαίου πλαισίου για την εποπτεία των γραφείων συμψηφισμού κατά τρόπο που να διασφαλίζει τη σταθερότητα ενός ενοποιημένου συστήματος συναλλαγών τίτλων.

- *Σχολιάστε τα πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με την πρόσβαση στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού των χωρών εταίρων, καθώς και τη φύση των διοικητικών και νομικών εμποδίων στο διασυνοριακό διακανονισμό των συναλλαγών τίτλων.*
- *Σε ποιους τομείς πρέπει να επικεντρώσουν την προσοχή τους οι εθνικές εποπτικές αρχές κατά τη διερεύνηση των ενδεχόμενων διασυνοριακών επιπτώσεων από την ενοποίηση των λειτουργιών της εκκαθάρισης και του κεντρικού αντισυμβαλλομένου; Ποια μέτρα διασφάλισης θα επέτρεπαν την πλέον αποτελεσματική διαχείριση αυτών των κινδύνων;*

5. ΤΑ ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ

Η αναθεώρηση σε βάθος της ΟΕΥ, όπως προβλέπεται από το πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, αποτελεί το κεντρικό στοιχείο της μεταρρύθμισης του νομοθετικού και εποπτικού πλαισίου που ανέλαβε η ΕΕ για να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις του νέου περιβάλλοντος των αγορών κινητών αξιών. Η προσαρμογή της ΟΕΥ στα σημερινά δεδομένα θα διευκολύνει την ενίσχυση της ρευστότητας, της αποτελεσματικότητας και της σταθερότητας. Η μη ανάληψη δράσης στον τομέα αυτό θα οδηγούσε αντίθετα στη μείωση των εξωτερικών οικονομιών και των δημόσιων αγαθών που προσφέρουν οι αποτελεσματικές αγορές τίτλων στο σύνολο της οικονομίας.

Λαμβανομένων υπόψη των πολυάριθμων προβλημάτων ερμηνείας και εφαρμογής πολλών διατάξεων της ΟΕΥ που ανέκυψαν από τη θέσπιση της οδηγίας, η Επιτροπή εκτιμά ότι μόνο εάν αναθεωρηθεί σε βάθος μπορεί η ΟΕΥ να παράσχει ένα πραγματικά λειτουργικό διαβατήριο στις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών.

¹⁵ Οι ρυθμίσεις αυτές προβλέπουν ιδίως τον τακτικό επανυπολογισμό των θέσεων με βάση τις τρέχουσες τιμές, την κάλυψη των ζημιών, τη σύσταση αρχικών και ημερήσιων περιθωρίων κάλυψης, τα πρότυπα για το διακανονισμό σε μετρητά, τα κριτήρια συμμετοχής και τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας. Η εφαρμογή αυτών των μέτρων διασφάλισης αποτελεί αντικείμενο στενής παρακολούθησης.

Αυτός είναι ο μόνος τρόπος για την εξασφάλιση της απαιτούμενης σαφήνειας και ασφάλειας δικαίου.

- *Εάν εκτιμάτε ότι είναι επιθυμητή η κατάρτιση κατευθυντήριων αρχών για τις «οργανωμένες αγορές», διευκρινίστε εάν τα στοιχεία αυτά πρέπει να ενσωματωθούν σε μια ενιαία αναθεωρημένη ΟΕΥ ή εάν οι κατευθυντήριες αρχές για τις οργανωμένες αγορές πρέπει να ενσωματωθούν σε ένα αυτόνομο κοινοτικό κείμενο. Ποια προτεραιότητα πρέπει να δοθεί στη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών;*

5.1. Η μορφή της αναθεωρημένης ΟΕΥ

Ο ταχύς ρυθμός των μεταβολών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και οι κίνδυνοι μιας υπερβολικά λεπτομερούς κωδικοποίησης των διατάξεων εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας αποτελούν πειστικά επιχειρήματα υπέρ μιας ΟΕΥ που θα περιορίζεται στη διακήρυξη θεμελιωδών αρχών. Οι θεμελιώδεις αυτές αρχές πρέπει να βασίζονται στις διατάξεις της συνθήκης και να μπορούν να ερμηνευτούν με σαφή τρόπο.

Μια ΟΕΥ που θα περιορίζεται στη διακήρυξη κατευθυντήριων αρχών δεν πρέπει ωστόσο να οδηγήσει στον πολλαπλασιασμό των ερμηνειών και των μέτρων εφαρμογής σε εθνικό επίπεδο. Θα πρέπει συνεπώς να υπάρχουν κατευθύνσεις, που θα αναπροσαρμόζονται συνεχώς, για τους ορισμούς και τις διατάξεις της ΟΕΥ, προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι η οδηγία παρέχει ασφαλή προστασία στους επενδυτές και πραγματική πρόσβαση στην αγορά. Η προσέγγιση που θα υιοθετηθεί πρέπει να είναι συνεπής, κατάλληλα διαρθρωμένη και να έχει ως στόχους: (1) τη διατύπωση επικαιροποιημένων ερμηνειών των εννοιών· (2) την προώθηση μόνιμης συνεργασίας σε πραγματικό χρόνο μεταξύ εθνικών αρχών και (3) την κατάρτιση κοινών προτύπων εφαρμογής για τις εποπτικές αρχές που βρίσκονται στην πρώτη γραμμή της εποπτικής διαδικασίας. Πρέπει επίσης να υπάρχουν διάλογοι επικοινωνίας που να επιτρέπουν στις εποπτικές αρχές και τους αρμόδιους για τον έλεγχο της εφαρμογής φορείς να εφιστούν την προσοχή του νομοθέτη στα προβλήματα ουσίας που απαιτούν ρυθμιστικές παρεμβάσεις και να προτείνουν κατάλληλες λύσεις.

Τα θέματα αυτά βρίσκονται ήδη στο επίκεντρο των εργασιών της Επιτροπής Σοφών για τις αγορές κινητών αξιών, η οποία αναμένεται να εκδώσει την τελική της έκθεση στο πρώτο εξάμηνο του 2001. Τα συμπεράσματα της επιτροπής αυτής θα επιτρέψουν την κατάρτιση σχεδίου κοινοτικής νομοθεσίας που θα συνδυάζει σαφήνεια και ασφάλεια δικαίου, ικανότητα αντίδρασης στις εξελίξεις της αγοράς και αυστηρή και χωρίς διακρίσεις εφαρμογή των ρυθμίσεων.

5.2. Κατευθυντήριες γραμμές για την αναθεώρηση της ΟΕΥ

Είναι σαφές ότι η εξαιρετικά ρευστή κατάσταση που επικρατεί σήμερα στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθιστά πιο δυσχερή την προετοιμασία κοινοτικών νομοθετικών πρωτοβουλιών. Τα θέματα στα οποία εστιάζεται σήμερα η προσοχή δεν θα έχουν ίσως τόσο πρωταρχική σημασία όταν η κατάσταση στις αγορές θα έχει σταθεροποιηθεί. Από την άλλη πλευρά όμως, ορισμένες μεταβολές είναι απαραίτητες για την πλαισίωση και τη στήριξη των εξελίξεων που θα αυξήσουν την αποτελεσματικότητα των αγορών, οι οποίες διαφορετικά κινδυνεύουν να μην ολοκληρωθούν ή να καθυστερήσουν σημαντικά. Επιπλέον, ελλείψει κοινού ρυθμιστικού ή εποπτικού πλαισίου, οι εξελίξεις σε περιορισμένο αριθμό κρατών μελών της ΕΕ ενδέχεται να επιβάλλουν τα μοντέλα λειτουργίας της αγοράς και τις μορφές ρυθμιστικής πλαισίωσης για τα επόμενα χρόνια. Εάν δεν αναληφθούν πρωτοβουλίες σήμερα, οι φορείς που είναι αρμόδιοι για την οικονομική πολιτική στην ΕΕ και οι επαγγελματίες που δραστηριοποιούνται στις αγορές θα αναγκαστούν ίσως να υιοθετήσουν λύσεις που, από συλλογική ή μακροχρόνια προοπτική, δεν είναι οι καλύτερες δυνατές.

Οι ακόλουθες κατευθυντήριες γραμμές μπορούν να επιτρέψουν στη μελλοντική ΟΕΥ να αντιμετωπίσει με επιτυχία τις προκλήσεις του νέου περιβάλλοντος των συναλλαγών τίτλων:

- *η αναθεωρημένη ΟΕΥ πρέπει να εξασφαλίσει το λειτουργικό χαρακτήρα του ενιαίου διαβατηρίου και τον πραγματικό ανταγωνισμό μεταξύ των υποδομών των συναλλαγών κατά τρόπο που να εξασφαλίζει δίκαιη και χωρίς διακρίσεις πρόσβαση στις βασικές υποδομές των συναλλαγών. Η προώθηση και ενεργός υποστήριξη της αρχής της ανοικτής πρόσβασης έχει καθοριστική σημασία για να εξασφαλιστεί σε διαρκή βάση η ανταγωνιστικότητα της αρχιτεκτονικής του συστήματος συναλλαγών.*
- *η προώθηση των ελευθεριών που προβλέπει η συνθήκη δεν πρέπει να αποβαίνει σε βάρος της προστασίας των επενδυτών, της ακεραιότητας της αγοράς και της σταθερότητας. Αυτό θα απαιτήσει την κατάλληλη εναρμόνιση των κυριότερων ρυθμιστικών εγγυήσεων, ιδίως όσον αφορά την προστασία των μικροεπενδυτών. Η ρύθμιση και εποπτεία των δραστηριοτήτων των διαμεσολαβητών αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο της προστασίας των επενδυτών και της ακεραιότητας των αγορών.*
- *όλοι οι εκδότες, ανεξάρτητα από το μέγεθός τους, πρέπει να μπορούν να επωφελούνται από τα πλεονεκτήματα χρηματοπιστωτικών αγορών με μεγάλο βάθος και υψηλή ρευστότητα. Ο στόχος αυτός μπορεί να επιτευχθεί καλύτερα με την προώθηση μιας αγοράς με μεγαλύτερο βάθος και ρευστότητα, στην οποία υπάρχει πρόσβαση βάσει σαφών και επικαιροποιημένων κανόνων και εναρμονισμένων διαδικασιών. Αντίθετα, η επιβολή στους μικρούς εκδότες λιγότερο απαιτητικών ως προς το περιεχόμενό τους υποχρεώσεων γνωστοποίησης πληροφοριών ενδέχεται να αποδειχθεί αντιπαραγωγική.*
- *η ανταγωνιστικότητα των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών πρέπει να ενισχυθεί. Η ύπαρξη ανθρών και ανταγωνιστικών αγορών τίτλων, με αποτελεσματικές υποδομές συναλλαγών και εκκαθάρισης, αποτελεί καθοριστικό πλεονέκτημα για την προσέλκυση των διεθνών ροών κεφαλαίων.*

- *οι ευρωπαϊκές αγορές πρέπει να είναι σε θέση να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματα της συνεχιζόμενης παγκοσμιοποίησης των αγορών τίτλων. Σύντομα, οι διαπραγματεύσεις των τίτλων θα γίνεται σε παγκόσμιο επίπεδο σε 24ωρη βάση. Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο θα πρέπει να εξασφαλίσει ότι οι ευρωπαϊκές αγορές και επιχειρήσεις επωφελούνται πλήρως από τη διαδικασία αυτή και έχουν πλήρη πρόσβαση στις αγορές τρίτων χωρών. Το θέμα αυτό είναι ένα από τα πλέον σημαντικά του επόμενου γύρου διαπραγματεύσεων του ΠΟΕ.*
- *πρέπει να αποφευχθεί κάθε ρυθμιστική διάκριση υπέρ συγκεκριμένων επιχειρηματικών μοντέλων ή διαρθρώσεων αγοράς. Οι κανόνες που ευνοούν, έστω και έμμεσα, συγκεκριμένα επιχειρηματικά μοντέλα ή διαρθρώσεις αγοράς μπορούν να εμποδίσουν την καινοτομία και να μειώσουν την ανταγωνιστικότητα των αγορών της ΕΕ. Ο σχεδιασμός και η εφαρμογή των κανόνων πρέπει επίσης να είναι ουδέτερα από πλευράς μοντέλου αγοράς ή τεχνολογίας. Τέλος, η ρύθμιση και η εποπτεία των συναλλαγών μετοχικών τίτλων δεν είναι κατ' ανάγκη κατάλληλες για τις οργανωμένες συναλλαγές σε άλλα μέσα όπως τα παράγωγα ή οι ομολογιακοί τίτλοι. Κατά το σχεδιασμό και την εφαρμογή των ρυθμιστικών μέτρων, μια ελαφρά διαφοροποιημένη προσέγγιση μπορεί να δικαιολογείται για τις αγορές στις οποίες διενεργούνται κυρίως συναλλαγές μεταξύ επαγγελματιών. Για να ανταποκριθεί στις διάφορες αυτές ανάγκες, οι διατάξεις της ΟΕΥ πρέπει να εμπνέονται από μια λειτουργική προσέγγιση της ρυθμιστικής διαχείρισης του κινδύνου και όχι να καθορίζουν κανόνες που αντικατοπτρίζουν το υφιστάμενο θεσμικό περιβάλλον.*

Οι γενικές παρατηρήσεις σχετικά με το πεδίο, την παρουσίαση και τις αναλύσεις του παρόντος εγγράφου συζήτησης, καθώς και οι λεπτομερείς παρατηρήσεις σχετικά με τις μεμονωμένες διατάξεις της ΟΕΥ που επισυνάπτονται στο έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, είναι ευπρόσδεκτες.

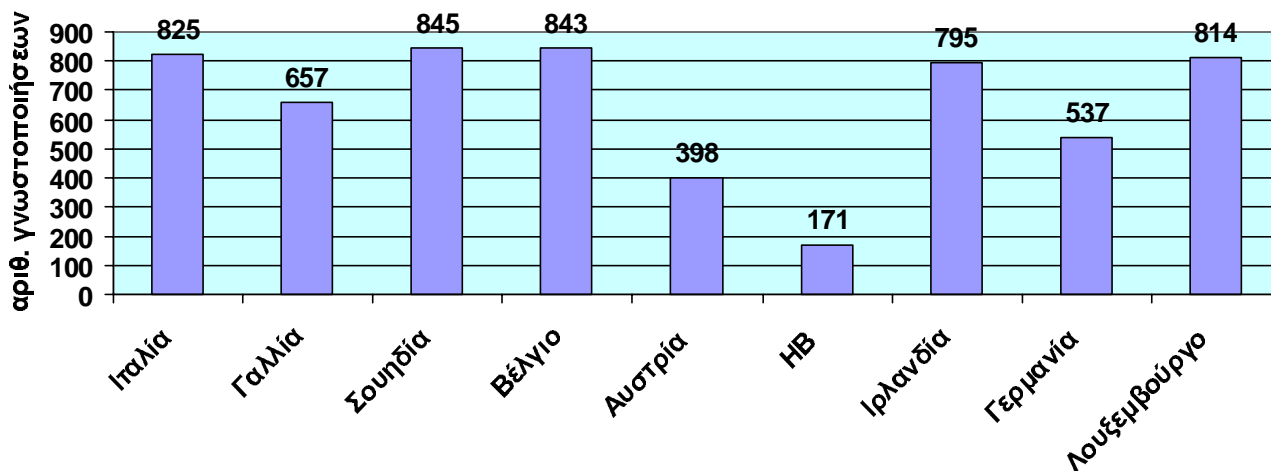
Διάγραμμα 1α

Πηγή: Εθνικές αρχές εποπτείας των αγορών κινητών αξιών. Κατάσταση το Σεπτέμβριο του 2000.

Διάγραμμα 1β

Διάγραμμα 1α

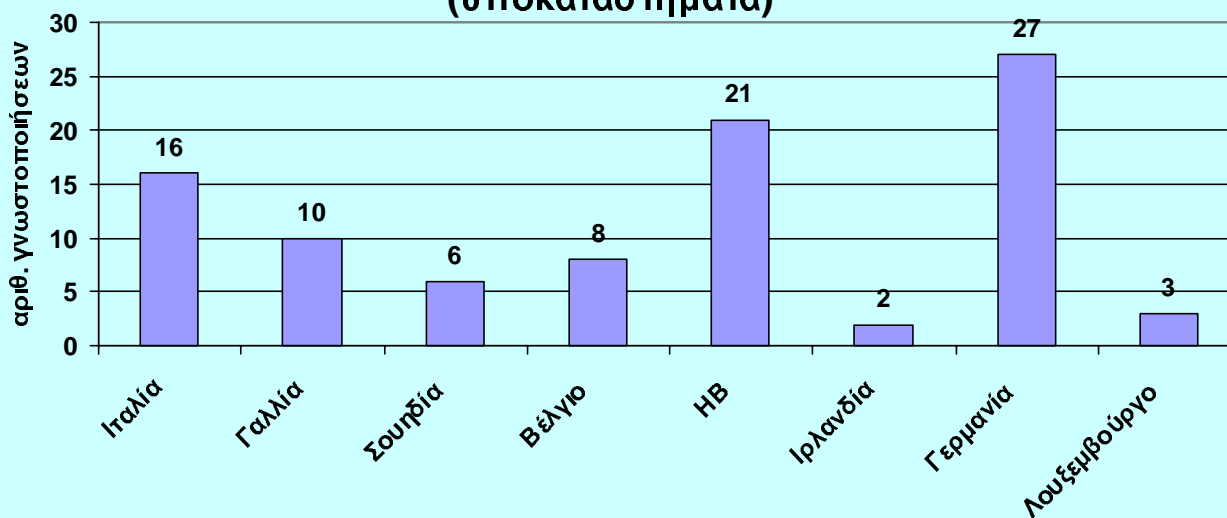
Νέες επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών που γνωστοποιήθηκαν βάσει του άρθρου 18 της ΟΕΥ (ελεύθερη παροχή υπηρεσιών)



Πηγή: Εθνικές αρχές εποπτείας των αγορών κινητών αξιών. Κατάσταση το Σεπτέμβριο του 2000.

Διάγραμμα 1β

Νέες επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών που γνωστοποιήθηκαν βάσει του άρθρου 17 (υποκαταστήματα)



- LIST OF ISSUES FOR COMMENT -

Ένα πραγματικό διαβατήριο για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών:

- Η αποτελεσματική λειτουργία του ενιαίου διαβατηρίου για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών απαιτεί να επανεξεταστούν οι εξαιρέσεις του άρθρου 2 παράγραφοι 2 και 4 και να εκτιμηθεί η σκοπιμότητα αναβάθμισης ορισμένων μη βασικών υπηρεσιών σε βασικές υπηρεσίες.
- Η αναθεώρηση της ΟΕΥ πρέπει να αναφέρει σαφώς τον τρόπο με τον οποίο οι μεμονωμένες διατάξεις της οδηγίας πρέπει να εφαρμόζονται σε κάθε βασική υπηρεσία προκειμένου να αποφευχθούν έντονες αποκλίσεις μεταξύ των εθνικών εποπτικών καθεστώτων, οι οποίες εμποδίζουν τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών. Στις παρατηρήσεις στην παρούσα ανακοίνωση πρέπει να αναφέρονται οι διατάξεις της ΟΕΥ που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο διαφοροποιημένης εφαρμογής, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο οι διατάξεις αυτές θα πρέπει να προσαρμόζονται στις διάφορες βασικές υπηρεσίες.
- Η εποπτεία από τη χώρα καταγωγής πρέπει να τεθεί σε εφαρμογή χωρίς όρους για τις υπηρεσίες που παρέχονται σε επαγγελματίες αντισυμβαλλομένους. Εκτός από τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας, υπάρχουν άλλες διατάξεις της ΟΕΥ στις οποίες θα μπορούσε να ενσωματωθεί μια σαφής και λειτουργική διάκριση μεταξύ επαγγελματικού και λιανικού επιπέδου;
- Σχολιάστε τις ρυθμιστικές και εποπτικές πτυχές για τις οποίες κρίνεται επιθυμητή η διατήρηση ορισμένων αρμοδιοτήτων από τη χώρα υποδοχής. Ποιες προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται για την προοδευτική κατάργηση των αρμοδιοτήτων της χώρας υποδοχής;

Νέες μορφές παροχής υπηρεσιών:

- Ποιες από τις αρχές και απαιτήσεις των άρθρων 10, 11 θεωρείτε τις πλέον κατάλληλες για τις περιπτώσεις στις οποίες τα εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών (ATS) παρέχουν υπηρεσίες υποδομής; Υπάρχουν άλλα στοιχεία του καθεστώτος των «επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών» που θα μπορούσαν δυνητικά να εφαρμοστούν στα συστήματα αυτά;
- Ενόψει της ανάπτυξης μιας λειτουργικής προσέγγισης στο θέμα της ρύθμισης των ATS, ποια στοιχεία του ρυθμιστικού πλαισίου των «οργανωμένων αγορών» (π.χ. γνωστοποίηση πληροφοριών, διαφάνεια, παρακολούθηση/εφαρμογή) θα ήταν τα πλέον προσαρμοσμένα στα διάφορα είδη ATS;

Αποτελεσματικός ανταγωνισμός μεταξύ «οργανωμένων αγορών»:

- Οι απαιτήσεις που επιβάλλονται στις «οργανωμένες αγορές» όσον αφορά τους όρους εισαγωγής και τα κριτήρια συμμετοχής στη διαπραγματεύση πρέπει να αποσαφηνιστούν. Αυτό θα απαιτήσει επίσης την παράλληλη αναθεώρηση της οδηγίας 79/279. Ποιες προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται για την επιτυχή εφαρμογή αυτής της προσέγγισης κατά τρόπο που να διατηρεί τη δημοσιότητα των πληροφοριών και να διασφαλίζει την ποιότητα των συναλλαγών τίτλων;
- Ο κανόνας της «συγκέντρωσης των συναλλαγών» του άρθρου 14 παράγραφος 3 και η ευχέρεια απαγόρευσης νέων αγορών του άρθρου 15 παράγραφος 5 πρέπει να επανεξεταστούν προκειμένου να αμβλυνθούν οι δυσανάλογοι ή περιττοί περιορισμοί στις διασυνοριακές δραστηριότητες των «οργανωμένων αγορών».

Κατευθυντήριες αρχές για τις «οργανωμένες αγορές»:

- *Ο σημερινός ορισμός και οι διατάξεις της ΟΕΥ για τις «οργανωμένες αγορές» δεν επιτρέπουν την αποτελεσματική αντιμετώπιση των ρυθμιστικών και εποπτικών προκλήσεων που δημιουργεί η εντατικοποίηση του ανταγωνισμού και η συνεργασία μεταξύ χρηματιστηρίων. Σε ποιους τομείς η επιλογή του πλέον ευνοϊκού ρυθμιστικού καθεστώτος μεταξύ διαφόρων χρηματιστηρίων μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ομαλή, αποτελεσματική και διαφανή διενέργεια των συναλλαγών σε τίτλους;*
- *Οι κατευθυντήριες γραμμές για τις αγορές πρέπει να καλύπτουν μόνο τις προσίτες στο κοινό συναλλαγές σε τίτλους ή να επεκτείνονται σε όλες τις οργανωμένες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων; Οι κατευθυντήριες γραμμές πρέπει να είναι προσαρμοσμένες στους ρυθμιστικούς και εποπτικούς κινδύνους που σχετίζονται με τις διάφορες αγορές ή συναλλαγές; Ποιες διατάξεις πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο διαβαθμισμένης εφαρμογής;*
- *Είναι σκόπιμο να ενσωματωθούν ορισμένες αρχές στην κοινοτική νομοθεσία και με πιο τρόπο; Σε ποιους ρυθμιστικούς στόχους πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή;*
- *Εάν εκτιμάτε ότι είναι επιθυμητή η κατάρτιση κατευθυντήριων αρχών για τις «οργανωμένες αγορές», διευκρινίστε εάν τα στοιχεία αυτά πρέπει να ενσωματωθούν σε μια ενιαία αναθεωρημένη ΟΕΥ ή εάν οι κατευθυντήριες αρχές για τις οργανωμένες αγορές πρέπει να ενσωματωθούν σε ένα αυτόνομο κοινοτικό κείμενο. Ποια προτεραιότητα πρέπει να δοθεί στη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών;*

Προώθηση της διαφάνειας:

- *Πως μπορούν να προσαρμοστούν καλύτερα στα σημερινά δεδομένα οι διατάξεις της ΟΕΥ για τη διαφάνεια; Σε ποιο βαθμό είναι αναγκαία η ανάπτυξη κοινών προσεγγίσεων για να εξασφαλιστεί ότι οι συναλλαγές «εκτός αγοράς» δεν επηρεάζουν αρνητικά την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών καθορισμού των τιμών για όλους τους επενδυτές;*
- *Ο κατακερματισμός των συναλλαγών μεταξύ πολλών διαφορετικών συστημάτων αποτελεί μια απειλή για τη ρευστότητα και την αποτελεσματικότητα των αγορών τίτλων; Ποια πρακτικά μέτρα θα μπορούσαν να ληφθούν για να προωθηθεί μια πραγματική και αποτελεσματική αλληλεπίδραση τιμών μεταξύ ανταγωνιστικών «οργανωμένων αγορών»;*

Εκκαθάριση και διακανονισμός:

- *Σχολιάστε τα πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με την πρόσβαση στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού των χωρών εταίρων, καθώς και τη φύση των διοικητικών και νομικών εμποδίων στο διασυνοριακό διακανονισμό των συναλλαγών τίτλων.*
- *Σε ποιους τομείς πρέπει να επικεντρώσουν την προσοχή τους οι εθνικές εποπτικές αρχές κατά τη διερεύνηση των ενδεχόμενων διασυνοριακών επιπτώσεων από την ενοποίηση των λειτουργιών της εκκαθάρισης και του κεντρικού αντισυμβαλλομένου; Ποια μέτρα διασφάλισης θα επέτρεπαν την πλέον αποτελεσματική διαχείριση αυτών των κινδύνων;*

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

- Συνοψη -	2
1. Εισαγωγή	5
1.1. Η εφαρμογή των συμπερασμάτων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Λισσαβώνας ...	5
1.2. Διαρθρωτικές μεταβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ.....	6
2. Αξιολόγηση της ΟΕΥ.....	7
2.1. Διάρθρωση και σκοπός.....	7
2.2. Διαρθρωτικοί περιορισμοί στην αποτελεσματικότητα της ΟΕΥ.....	9
3. Ένα πλήρως λειτουργικό ενιαίο διαβατήριο.....	10
3.1. Αποσαφήνιση και επέκταση των δικαιωμάτων που συνδέονται με το διαβατήριο ...	10
3.2. Προστασία των επενδυτών και αντιμετώπιση των επικαλύψεων στα πεδία εποπτείας	11
3.3. Νέοι φορείς – Εναλλακτικά συστήματα συναλλαγών	13
4. Οργανωμένες αγορές και υποδομές των συναλλαγών	14
4.1. Ένα ενιαίο διαβατήριο για τις «οργανωμένες αγορές»	15
4.2. Κατευθυντήριες γραμμές για τις «οργανωμένες αγορές»	17
4.3. Διαφάνεια.....	20
4.4. Εκκαθάριση και διακανονισμός	21
5. Τα επόμενα βήματα	22
5.1. Η μορφή της αναθεωρημένης ΟΕΥ	23
5.2. Κατευθυντήριες γραμμές για την αναθεώρηση της ΟΕΥ	24