

ΔΙΚΑΙΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ (ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΠΑΡΑΔΟΣΗΣ αρ. VIII (14-12-2015 & 21-12-2015) - Δ. ΦΛΑΜΠΟΥΡΑΣ

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Έννοια, στοιχεία και λειτουργίες του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος - Συνδέοντας το τραπεζικό δίκαιο με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από τις *Χρηματοπιστωτικές Αγορές*, τους *Ενδιάμεσους Χρηματοπιστωτικούς Οργανισμούς* και τις *Χρηματοπιστωτικές Υποδομές*.

- **Χρηματοπιστωτικές Αγορές (Financial Markets)**, είναι οι αγορές που αποσκοπούν στη διοχέτευση των πλεοναζόντων κεφαλαίων των Δανειοδοτών/καθαρών αποταμιευτών (π.χ. επιχειρήσεις ή άτομα που επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους) σε Δανειολήπτες/καθαρούς καταναλωτές (π.χ. σε όσους χρειάζονται κεφάλαια και επιθυμούν να δανειστούν). Οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές μπορεί να είναι οργανωμένες ή μη οργανωμένες (π.χ. οι αγορές χρήματος, οι αγορές κεφαλαίων, οι εξωχρηματιστηριακές αγορές).
- **Ενδιάμεσοι Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί (Financial Intermediaries)**, είναι οι οργανισμοί (όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες), οι οποίοι φέρνουν έμμεσα σε επαφή δανειστές και δανειολήπτες. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι οι δανειολήπτες μπορούν επίσης να εξασφαλίσουν κεφάλαια απευθείας από τις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω της έκδοσης τίτλων, π.χ. μετοχών ή ομολόγων.
- **Χρηματοπιστωτικές Υποδομές (Financial Infrastructure)**, είναι οι υποδομές που επιτρέπουν τη μεταφορά πληρωμών (λ.χ. συστήματα πληρωμών), καθώς και τη διαπραγμάτευση, την εκκαθάριση και τον διακανονισμό τίτλων (λ.χ. συστήματα διακανονισμού τίτλων χρηματιστηρίου).



Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα περιλαμβάνει δύο βασικές λειτουργίες:

- **1^η Λειτουργία:** "Η διοχέτευση χρηματικών πόρων από τους Δανειοδότες/καθαρούς αποταμιευτές στους Δανειολήπτες/καθαρούς καταναλωτές με *άμεση χρηματοδότηση*" (*direct financing*) (βλ. π.κ. παράγρ. 2.1) ή *έμμεση χρηματοδότηση* (*indirect financing*) (βλ. π.κ. παράγρ. 2.2).
- **2^η Λειτουργία:** "Συμβολή στην πραγματοποίηση πληρωμών χωρίς τη χρήση μετρητών", δηλαδή με επιταγή (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. ΙΧ.2), με πιστωτική κάρτα (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. ΙΧ.3), με κάρτα αυτόματης ανάληψης και κατάθεσης σε τραπεζικό λογαριασμό, με χρεωστική κάρτα, με έξυπνη κάρτα, με πληρωμές μέσω διαδικτύου (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. ΙV.4.3 επ.), με ηλεκτρονικό χρήμα, με "ηλεκτρονικό πορτοφόλι" (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Α', παράγρ. V.2.4). Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσονται και οι υπηρεσίες πληρωμών (π.χ. σύμβαση εμπάσματος, σύμβαση γύρου, υπηρεσίες πληρωμών του ν. 3862/2010) (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. VIII).

2. Ορολογικές διευκρινήσεις

2.1 Άμεση χρηματοδότηση (direct financing)

Στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης ο Δανειοδότης (lender) παρέχει χρήμα στον Δανειολήπτη (borrower), με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις που αποφέρουν τόκους στον Δανειοδότη (π.χ. έκδοση ομολόγων από το Δανειολήπτη κομιστής των οποίων είναι ο Δανειοδότης). Παρά το γεγονός ότι είναι δυνατό η συναλλαγή να διευκολυνθεί από τρίτους, ο Δανειοδότης και ο Δανειολήπτης διαπραγματεύονται απευθείας και υφίσταται απευθείας νομική σχέση μεταξύ τους.

Στην άμεση χρηματοδότηση η διοχέτευση των χρηματικών πόρων από τους Δανειοδότες στους Δανειολήπτες, συνήθως:

- πραγματοποιείται μέσω των Χρηματοπιστωτικών Αγορών (κυρίως τις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές, οργανωμένες ή μη) (βλ. π.κ. παράγρ. 2.3-2.6, VII.2 και VII.6.3) στις οποίες λαμβάνει χώρα έκδοση ή/και διαπραγμάτευση των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. μετοχές, ομόλογα έκδοσης του Δανειολήπτη που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά - χρηματιστήριο, παράγωγα στα οποία επενδύει ο Δανειολήπτης) (βλ. π.κ. παράγρ. II) και
- διευκολύνεται από τις υπηρεσίες εξειδικευμένων φορέων (π.χ. επενδυτικές τράπεζες-ανάδοχοι (underwriter), έμποροι χρεογράφων (dealers), χρηματιστές - brokers)· οι φορείς αυτοί μεσολαβούν διευκολύνοντας την προσέγγιση Δανειοδοτών και Δανειοληπτών, χωρίς όμως να έχουν τη δυνατότητα να τροποποιούν, καθ' οιονδήποτε τρόπο, τους τίτλους που εκδόθηκαν από τους Δανειολήπτες.

2.2 Έμμεση χρηματοδότηση (indirect financing)

Στην έμμεση χρηματοδότηση, για τη μεταφορά κεφαλαίων από τους Δανειοδότες προς τους Δανειολήπτες παρεμβαίνουν ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (λ.χ. πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρίες, επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρίες πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων).

"Επομένως, σε αντίθεση με την άμεση χρηματοδότηση (βλ. π.π. παράγρ. 2.1), στην έμμεση χρηματοδότηση δεν υφίσταται νομική σχέση μεταξύ Δανειοδότη (π.χ. δικαιούχου τραπεζικής κατάθεσης) και Δανειολήπτη (π.χ. πιστούχου στον οποίο χορηγείται τραπεζικό δάνειο). Δηλαδή, ο Δανειοδότης έχει απαίτηση κατά του πιστωτικού ιδρύματος για την ανάληψη του ποσού της κατάθεσης και το πιστωτικό ίδρυμα έχει απαίτηση κατά του Δανειολήπτη για επιστροφή του ποσού της χορηγηθείσας πίστωσης".

2.3 Αγορές κεφαλαίου (κεφαλαιαγορές, capital markets)

Πρόκειται για Χρηματοπιστωτικές Αγορές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης όπου εκδίδονται, αγοράζονται ή πωλούνται χρηματοπιστωτικό μέσα, που συνήθως έχουν αρχική διάρκεια (λήξη) μεγαλύτερη του ενός (1) έτους (π.χ. μετοχές, ομόλογα, μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και παράγωγα (βλ. π.κ. παράγρ. II "κινητές αξίες" κ.ά.)). Περαιτέρω, η εμπορευσιμότητα των τίτλων της κεφαλαιαγοράς είναι χαμηλότερη και η ρευστότητά τους λιγότερο εύκολη από αυτή των αντίστοιχων της χρηματαγοράς (βλ. π.κ. παράγρ. 2.4). Επιπροσθέτως, ο κίνδυνος αθέτησης από τους εκδότες των τίτλων της κεφαλαιαγοράς και ο πιστωτικός τους κίνδυνος είναι, θεωρητικά, αυξημένος. Τέλος, οι χρηματοοικονομικοί πόροι που συγκεντρώνονται από τους τίτλους της κεφαλαιαγοράς επενδύονται σε παραγωγικές επενδύσεις, από όπου και το όνομα κεφαλαιαγορές.

2.4 Αγορές χρήματος (χρηματαγορές, money markets)

Πρόκειται για Χρηματοπιστωτικές Αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης όπου διακινούνται χρηματοπιστωτικά μέσα που συνήθως έχουν μεγάλη αξία και λήξη μικρότερη του ενός (1) έτους, μεγάλη εμπορευσιμότητα και ρευστοποιούνται (μετασηματίζονται σε χρήμα) εύκολα όπως, π.χ., έντοκα γραμμάτια (treasure bills) και ομόλογα του δημοσίου, αποδεικτικά κατάθεσης (Certificates of Deposit), εμπορικά γραμμάτια (Commercial Paper) (βλ. π.κ. παράγρ. II "μέσα χρηματαγοράς"). Δηλαδή, πρόκειται για αγορές στις οποίες διακινούνται στενά υποκατάστατα του χρήματος. Περαιτέρω, ο κίνδυνος αθέτησης από τους εκδότες των χρεογράφων και γενικά ο πιστωτικός τους κίνδυνος είναι χαμηλός.

2.5 Οργανωμένη Αγορά

"Οργανωμένη Αγορά" χαρακτηρίζεται η Χρηματοπιστωτική Αγορά η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς και λειτουργεί με βάση συγκεκριμένους κανόνες που θέτει η νομοθεσία του εν λόγω κράτους" (π.χ. η Αγορά Αξιών και η Αγορά Παραγώγων (περιλαμβανομένης και της αγοράς Repos) που τελούν υπό τη

διαχείριση της Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., βλ. π.κ. παράγρ. VII.2.1, VII.6.3). Στην κατηγορία αυτή μπορούν να ενταχθούν και άλλα εναλλακτικά οργανωμένα συστήματα διαπραγμάτευσης που λειτουργούν παράλληλα με τις "σε στενή έννοια" Οργανωμένες Αγορές όπως, π.χ., οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (βλ. π.κ. παράγρ. VII.3). Πάντως, όσο πιο οργανωμένη τόσο πιο αποτελεσματική είναι μια Χρηματοπιστωτική Αγορά, με θετική συνέπεια τη διευκόλυνση της διοχέτευσης των πλεοναζόντων κεφαλαίων από τους Δανειοδότες στους Δανειολήπτες.

2.6 "Μη Οργανωμένη Αγορά" ή "Εξωχρηματιστηριακή Αγορά" (Over the counter (OTC) market)

Πρόκειται για Χρηματοπιστωτική Αγορά η οποία δεν έχει τα χαρακτηριστικά "Οργανωμένης Αγοράς" (βλ. π.π. παράγρ. 2.5) και λειτουργεί βάσει κανόνων ή όρων οι οποίοι τίθενται από τους συμμετέχοντες συναλλασσόμενους (π.χ. οι αγορές ανταλλαγών (swaps), αγορές προθεσμιακών συμβολαίων (forward contracts), αγορές ενέγγυων πιστώσεων κ.λπ.).

Σε διεθνές επίπεδο, "χαρακτηριστική περίπτωση εξωχρηματιστηριακής οργανωμένης αγοράς αποτελεί η αμερικανική NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) Market System, η οποία δεν διαθέτει φυσικό χώρο συναλλαγών, ούτε υποβάλλεται σε αυστηρούς κανόνες λειτουργίας, οργάνωσης και πρόσβασης, όπως τα χρηματιστήρια. Λειτουργεί με τη χρήση ηλεκτρονικού και τηλεφωνικού δικτύου, μέσω του οποίου διενεργούνται συναλλαγές από επαγγελματίες (securities firm), οι οποίοι ενεργούν είτε για λογαριασμό πελατών τους (ως brokers) είτε για δικό τους λογαριασμό (ως market makers)". "Στην Ελλάδα, εξωχρηματιστηριακή, αλλά οργανωμένη αγορά αποτελεί η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), όπου, υπό τη διαχείριση της Τράπεζας της Ελλάδος, διενεργούνται συναλλαγές σε άυλους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου "μέσω τηλεματικών κυκλωμάτων από συμμετέχοντες φορές" (βλ. π.κ. παράγρ. 6.4).

2.7 Πρωτογενής Αγορά (primary market)

Χαρακτηρίζεται η οργανωμένη Χρηματοπιστωτική Αγορά στην οποία εισάγεται για πρώτη φορά κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο (π.χ. μετοχή, ομολογία), δηλαδή η αγορά στην οποία γίνονται οι εκδόσεις των νέων χρηματοπιστωτικών μέσων. Στην πρωτογενή αγορά η διαπραγμάτευση για την απόκτηση του χρηματοπιστωτικού μέσου γίνεται με τον εκδότη του.

2.8 Δευτερογενής Αγορά (secondary market)

Πρόκειται για οργανωμένη Χρηματοπιστωτική Αγορά στην οποία αγοράζονται ή πωλούνται τα ήδη υφιστάμενα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισέλθει σε αυτήν πρωτογενώς (βλ. π.π. παράγρ. 2.7). Δηλαδή, στην αγορά αυτή δεν δημιουργούνται νέα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι διαπραγματεύσεις γίνονται μεταξύ των επενδυτών. "Περαιτέρω, στην αγορά αυτή διαμορφώνεται η τρέχουσα αγοραία τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, ώστε να διασφαλίζεται, μεταξύ άλλων, και η ρευστοποιησιμότητά τους". Βασικό στοιχείο της δευτερογενούς οργανωμένης αγοράς αποτελεί η δημόσια και ανοικτή πρόσβαση αυτής από επενδυτές.

2.9 Υποδομές που επιτρέπουν τη μεταφορά πληρωμών (συστήματα πληρωμών), καθώς και τη διαπραγμάτευση, την εκκαθάριση και τον διακανονισμό τίτλων

Με αναφορά στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, ως συστήματα πληρωμών μπορούμε ενδεικτικά να αναφέρουμε τα ακόλουθα:

- Το σύστημα TARGET2 (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. IX.3.4.2)

- Τα συστήματα πληρωμών που διαχειρίζεται η εταιρία διαπραγμαζικών πληρωμών ΔΙΑΣ
- το Γραφείο Συμφηφισμού Αθηνών, το οποίο λειτουργεί στην Τράπεζα της Ελλάδος (βλ. π.π. Κεφάλαιο 1^ο, Μέρος Β', παράγρ. ΙΧ.3.5.2).

Με αναφορά στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, ως σύστημα διαπραγμάτευσης τίτλων μπορούμε, π.χ., να αναφέρουμε το Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) μέσω του οποίου πραγματοποιούνται οι συναλλαγές στις Οργανωμένες Αγορές της Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ το οποίο τελεί υπό τη διαχείριση της Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ (βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.3.2 και 6.3.6).

Με αναφορά στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, ως συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων μπορούμε ενδεικτικά να αναφέρουμε:

- ο Το "Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.)" το οποίο διαχειρίζεται η "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης" (βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.2.2).
- ο Το "Σύστημα Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Κινητών Αξιών σε Λογιστική Μορφή" και το "Σύστημα Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων" τα οποία διαχειρίζεται η "Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών Ανώνυμη Εταιρεία" (βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.3.6)
- ο Το "Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή" το οποίο διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύστημα αυτό βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.2.3 και 6.4).

3. Κατανοώντας το ρόλο των επενδυτικών υπηρεσιών στις Χρηματοπιστωτικές Αγορές

- Έστω φυσικά ή νομικά πρόσωπα που διαθέτουν πλεονάζον κεφάλαιο το οποίο επιθυμούν να αξιοποιήσουν επενδυτικά (Δανειοδότες/καθαροί αποταμιευτές).
- Η ανωτέρω επένδυση συχνά πραγματοποιείται με συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. μετοχές, ομόλογα, εμπορικά γραμμάτια) (**Χρηματοπιστωτικά Μέσα**) τα οποία εισάγονται για πρώτη φορά ή βρίσκονται ήδη εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές (π.χ. Αγορά Αξιών της Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ) (**Χρηματοπιστωτικές Αγορές**).
- Τα ανωτέρω Χρηματοπιστωτικά Μέσα εκδίδονται από νομικά πρόσωπα που χρειάζονταν χρήμα (Δανειολήπτες/καθαροί καταναλωτές) και προσφεύγουν με τον τρόπο αυτό σε άμεση χρηματοδότηση (π.χ. εταιρία εκδίδει νέες μετοχές και επιθυμεί να τις εισάγει σε Οργανωμένη Αγορά με δημόσια εγγραφή) (βλ. π.π. παράγρ. 2.1, 2.7 και VIII.5.1).
- Για την εισαγωγή των Χρηματοπιστωτικών Μέσων στις (οργανωμένες) Χρηματοπιστωτικές Αγορές διαμεσολαβούν συγκεκριμένα διαμεσολαβητικά πρόσωπα (π.χ. ΑΕΠΕΥ, πιστωτικά ιδρύματα ως ανάδοχοι ή σύμβουλοι) τα οποία παρέχουν τη σχετική επενδυτική υπηρεσία στους Δανειολήπτες (π.χ. σύμβουλος ή ανάδοχος για την εισαγωγή των μετοχών του Δανειολήπτη στην Οργανωμένη Αγορά) (βλ. π.κ. παράγρ. VIII.5.1-5.3).
- Οι συναλλαγές επί των Χρηματοπιστωτικών Μέσων (**Χρηματοπιστωτικές Συναλλαγές**) πραγματοποιούνται από συγκεκριμένα διαμεσολαβητικά πρόσωπα (που προβλέπει ο νόμος, π.χ., ΑΕΠΕΥ, πιστωτικά ιδρύματα κ.ά.):
 - (i) που είναι μέλη των οργανωμένων Χρηματοπιστωτικών Αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται τα ανωτέρω Χρηματοπιστωτικά Μέσα, και
 - (ii) προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες στους επενδυτές ενεργώντας ως έμμεσοι αντιπρόσωποι τους (δηλαδή, στο δικό τους όνομα αλλά για λογαριασμό του επενδυτή-πελάτη τους) κατά την κατάρτιση και εκτέλεση των Χρηματοπιστωτικών Συναλλαγών που αφορούν στα ανωτέρω Χρηματοπιστωτικά Μέσα)¹.

¹ Δηλαδή ο φορέας της επενδυτικής υπηρεσίας (π.χ. ΑΕΠΕΥ, πιστωτικό ίδρυμα) είναι μέλος της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς στην οποία πρόκειται να πραγματοποιηθεί η Χρηματοπιστωτική Συναλλαγή επί των Χρηματοπιστωτικών Μέσων που είναι εισηγμένα και διαπραγματεύονται στην εν λόγω Χρηματοπιστωτική Αγορά και με την ιδιότητα αυτή επιτελεί διαμεσολαβητικό ρόλο, στην κατάρτιση με άλλο Μέλος της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς και εκτέλεση της Χρηματοπιστωτικής Συναλλαγής (σύμβασης αγοράς ή πώλησης) επί των Χρηματοπιστωτικών Μέσων στο δικό του όνομα, αλλά για λογαριασμό του επενδυτή.

4. Εισαγωγή στην Οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) και το ν. 3606/2007 - Η Οδηγία 2014/65/EE

Ο ν. 3606/2007 ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2004/39 (Οδηγία MiFID).

Αναφορικά με το ν. 3606/2007 μπορούν, υπό μορφή εισαγωγής, να επισημανθούν τα ακόλουθα:

- η υλοποίηση των συναλλαγών που αφορούν Χρηματοπιστωτικά Μέσα (βλ. π.κ. παράγρ. II) τα οποία συνήθως διαπραγματεύονται σε Οργανωμένες Αγορές (βλ. π.κ. παράγρ. VII.2 και VII.3)
- πραγματοποιείται από συγκεκριμένους φορείς (δηλ. τις ΑΕΠΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, τις ΑΕΕΔ και τις ΑΕΔΑΚ βλ. π.κ. παράγρ. IV)
- με την παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών προς τους Δανειοδότες (δηλ. τους επενδυτές) (βλ. π.κ. παράγρ. III [ιδίως III.3], V) ή προς τους Δανειολήπτες (δηλ. τους εκδότες των Χρηματοπιστωτικών Μέσων) (βλ. π.κ. παράγρ. VIII.5.1-5.3).

Περαιτέρω, ο ν. 3606/2007:

- προβλέπει για περισσότερες κατηγορίες Χρηματοπιστωτικών Αγορών στις οποίες μπορούν να βρίσκονται εισηγμένα προς διαπραγμάτευση τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι ανωτέρω χρηματοπιστωτικές συναλλαγές (Οργανωμένη Αγορά, Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης, βλ. π.κ. παράγρ. VII.2 και VII.3) και
- παρέχει δυνατότητα για μηχανισμό διαπραγμάτευσης Χρηματοπιστωτικών Μέσων εκτός Οργανωμένης Αγοράς ή Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης ("συστηματική εσωτερικοποίηση", βλ. π.κ. παράγρ. VII.5 ή πώληση με ιδιωτικό συμφωνητικό σύμφωνα με τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα (βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.3.6).

Επισημαίνεται ότι "στις 15.5.2014 ψηφίστηκε η νέα Οδηγία 2014/65/EE "για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων", η οποία καταργεί την Οδηγία 2003/39/EK με ισχύ από τις 3.1.2017. Συγχρόνως με την Οδηγία 2014/65/EE, ψηφίστηκε και ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 2014/600 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου "για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012", ο οποίος τίθεται σε εφαρμογή στις 3.1.2017, με την εξαίρεση ορισμένων διατάξεών του, που έχουν άμεση εφαρμογή. Τα ως άνω δύο νομοθετήματα θα συγκροτούν, από τη θέση τους σε εφαρμογή, το ενωσιακό νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των ρυθμιζόμενων αγορών."

II. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Ν. 3606/2007

Σύμφωνα με το ν. 3606/2007 (άρθρο 5) ως χρηματοπιστωτικά μέσα νοούνται:

- Οι κινητές αξίες (εδ. α').
"Κινητές αξίες" είναι οι κατηγορίες κινητών αξιών που είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής και ιδίως:
 - μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιριών, προσωπικών εταιριών και άλλων οντοτήτων, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών²
 - ομολογίες και άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών
 - κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών ή που είναι δεκτική διακανονισμού τοις μετρητοίς (ήτοι με ρευστά διαθέσιμα) και η οποία προσδιορίζεται με αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη (άρθρο 2 § 13 ν. 3606/2007).
- Τα μέσα χρηματαγοράς (εδ. β'),

² Τα πιστοποιητικά κατάθεσης είναι τίτλοι παραστατικοί κινητών αξιών αλλοδαπών εκδοτών, οι οποίοι παρέχουν στον κάτοχό τους τα δικαιώματα που προβλέπει η σύμβαση που καταρτίζεται μεταξύ των εκδότη των παριστάμενων κινητών αξιών και του εκδότη των πιστοποιητικών κατάθεσης σύμφωνα με το άρθρ. 4 § 1 του Ν. 3756/2009: βλ. *Αυγητίδη*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, § 139, σημ. 183.

"Μέσα χρηματαγοράς" είναι οι κατηγορίες μέσων που αποτελούν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills), τα αποδεικτικά (πιστοποιητικά) κατάθεσης ή τίτλοι παρακαταθήκης (Certificates of Deposit)³ και τα εμπορικά γραμμάτια (Commercial Paper)⁴ εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής (άρθρο 2 § 14 ν. 3606/2007).

- Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (εδ. γ') (δηλ. τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου βλ. π.κ. παράγρ. IV.5.2).
- Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής, οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή ρευστά διαθέσιμα (εδ. δ').
- Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα που πρέπει να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή του ενός συμβαλλόμενου μέρους (άλλα όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης) (εδ. ε').
- Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση, εφόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) (εδ. στ').
- Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση, εφόσον δεν αναφέρονται άλλως στην περίπτωση (στ') και δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς και που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον υπόκειται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων (εδ. ζ').
- Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου (εδ. η').
- Οι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences) (εδ. θ').
- Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που εκκαθαρίζονται υποχρεωτικά με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης), καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης, υπόκειται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων (εδ. ι').

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα των εδαφίων (α') - (γ') ονομάζονται **πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα**, δηλαδή η αξία τους διαμορφώνεται αυτοτελώς.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα των εδαφίων (δ') - (ι') ονομάζονται **παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα**, δηλαδή η αξία τους δεν διαμορφώνεται αυτοτελώς, αλλά είναι συνισταμένη κάποιας άλλης

³ Το πιστοποιητικά καταθέσεων, αποτελούν τίτλους τους οποίους χορηγεί πιστωτικό ίδρυμα σε καταθέτη χρηματικού ποσού επί προθεσμία έναντι της κατάθεσής του: βλ. *Αυγητίδη*, ό.π., § 142, σ. 81.

⁴ Πρόκειται για "τα εμπορικά ομόλογα ή έγγραφα τα οποία αποτελούν βραχυχρόνια χρηματοοικονομικά εργαλεία, τα οποία κατά κανόνα εκδίδονται με τη μορφή αξιογράφου, στο κομιστή και έχουν ορισμένη λήξη η οποία κυμαίνεται μεταξύ επτά ημερών και ενός έτους, στην πράξη όμως η διάρκειά τους δεν υπερβαίνει τις 60 ημέρες. Εκδίδονται συνήθως υπό το άρτιο και πωλούνται είτε κατευθείαν από τις δανειζόμενες εταιρίες είτε από διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς οίκους": *Αυγητίδης*, ό.π., § 143, σ. 81-82.

χρηματοοικονομικής αξίας, που ονομάζεται πρωτογενής αξία ή υποκείμενη αξία ή υποκείμενο προϊόν το οποίο μπορεί να είναι, π.χ., μετοχή, ομόλογο και γενικότερα πρωτογενές χρηματοπιστωτικό μέσο, ξένο νόμισμα, δείκτης οργανωμένης αγοράς, επιτόκιο, εμπορεύματα κ.λπ.. Δηλαδή η αξία του παραγώγου στηρίζεται στην υποκείμενη αυτή αξία και με βάση αυτή παράγεται και προσδιορίζεται. Επομένως, η αξία του παραγώγου έχει άμεση σχέση και ακολουθεί τη μεταβολή της αξίας του υποκείμενου προϊόντος.

Τα πλέον συνηθισμένα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν να ταξινομηθούν σε μια, ή σε συνδυασμό περισσοτέρων, από τις παρακάτω κατηγορίες:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) (Future Contracts), Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forward Contracts)

Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ), άλλως συμβάσεις προθεσμίας (futures), έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά. Ειδικότερα, πρόκειται για συμφωνία μεταξύ ενός αγοραστή του συμβολαίου και ενός πωλητή του συμβολαίου με την οποία ο αγοραστής έχει την υποχρέωση να αγοράσει και ο πωλητής έχει την υποχρέωση να πωλήσει συγκεκριμένες μονάδες ενός αγαθού ή ενός τίτλου (ήτοι την υποκείμενη αξία) σε συγκεκριμένη στιγμή στο μέλλον (ήτοι εντός προκαθορισμένης προθεσμίας) και σε συγκεκριμένη τιμή που προσδιορίζεται κατά τη στιγμή της συμφωνίας (ήτοι έναντι προκαθορισμένου τιμήματος). Η παράδοση των τίτλων ή του αγαθού γίνεται κατά τη συμφωνημένη στιγμή στο μέλλον οπότε και γίνεται η πληρωμή του τιμήματος (π.χ. ΣΜΕ ξένου συναλλάγματος, ΣΜΕ χρηματοπιστωτικών μέσων).

Η διαφορά τους έγκειται στο ότι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης με βάση συγκεκριμένους κανόνες και τυποποιημένα χαρακτηριστικά σε οργανωμένες αγορές (π.χ. στην Αγορά Παραγώγων της Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ, βλ. π.κ. παράγρ. VII.6.3.1 και 6.3.4), ενώ τα Προθεσμιακά Συμβόλαια συνήθως διαπραγματεύονται εκτός οργανωμένων αγορών (over the counter, OTC) (βλ. π.κ. παράγρ. I.2.6), με αποτέλεσμα τα χαρακτηριστικά τους να μην είναι τυποποιημένα, αλλά να διαμορφώνονται από τον πωλητή και τον αγοραστή, έτσι ώστε να καλύπτουν επακριβώς τις ανάγκες τους.

- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης (Options)

Πρόκειται για συμβάσεις προαίρεσης (options) μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή με την οποία ο αγοραστής του συμβολαίου έχει το δικαίωμα (εξουσιαστική αίρεση), αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει (call option) ή να πωλήσει (put option) με μονομερή του δήλωση έως μια στιγμή στο μέλλον (ήτοι εντός συγκεκριμένης προθεσμίας, european option), την υποκείμενη αξία (ήτοι συγκεκριμένες μονάδες ενός αγαθού ή ενός τίτλου) σε συγκεκριμένη τιμή που προσδιορίζεται κατά τη στιγμή της συμφωνίας (ήτοι σε προκαθορισμένη τιμή, american option). Ο αγοραστής του συμβολαίου δεν έχει την υποχρέωση να αγοράσει ή να πωλήσει το αγαθό ή τους τίτλους, δηλαδή μπορεί να αφήσει το συμβόλαιο να λήξει χωρίς να ασκήσει το δικαίωμά του. Αν όμως ο αγοραστής του συμβολαίου ασκήσει το δικαίωμά του για αγορά ή πώληση του αγαθού ή των τίτλων εμπρόθεσμα (δηλ. πριν τη λήξη του συμβολαίου), τότε ο πωλητής του συμβολαίου είναι υποχρεωμένος να πωλήσει ή να αγοράσει το αγαθό ή τους τίτλους στην τιμή που συμφωνήθηκε κατά τη στιγμή της συμφωνίας.

- Συμβάσεις Ανταλλαγής (Swaps) (π.χ. Ανταλλαγές Νομισμάτων [Currency Swaps], Ανταλλαγές Επιτοκίων [Interest Rate Swaps], Ανταλλαγές Πιστωτικού Κινδύνου [Credit Swaps ή Credit Derivatives], Ανταλλαγές Αξιών ή Απαιτήσεων [Asset Swaps], Ανταλλαγές Υποχρεώσεων [Liability Swaps], Ανταλλαγές Προθεσμιακών Συμβολαίων [Forward Swaps])

"Πρόκειται για συμφωνία (σύμβαση ανταλλαγής, swap) μεταξύ δύο μερών (αντισυμβαλλόμενοι) να ανταλλάξουν μεταξύ τους σε προκαθορισμένες χρονικές περιόδους στο στο μέλλον υποχρεώσεις πληρωμής (επιτοκίου ή συναλλάγματος) που πηγάζουν από διαφορετικούς στοιχειώδεις τίτλους (π.χ. μετοχές, ομολογίες, εμπορικά χρεόγραφα), με συγκεκριμένο τρόπο και αναλογία που προσδιορίζονται κατά τη στιγμή της συμφωνίας. Δηλαδή οι ανταλλαγές ουσιαστικά είναι μια σειρά από προθεσμιακά συμβόλαια που το καθένα λήγει στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή που γίνεται η ανταλλαγή των χρηματικών ροών που απορρέουν από τις υποχρεώσεις πληρωμής. Συνηθισμένη είναι η ανταλλαγή επιτοκίου όπου ο ένας συμβαλλόμενος συμφωνεί να πληρώσει στο αντισυμβαλλόμενο του σταθερό τόκο με βάση μια ονομαστική αξία (π.χ. τόκο ανά τρίμηνο υπολογιζόμενο με σταθερό επιτόκιο 5% για ομόλογο αξίας 1000 Ευρώ), και σε αντάλλαγμα λαμβάνει από τον αντισυμβαλλόμενο του πληρωμή τόκων επί της ίδιας ονομαστικής αξίας με μεταβαλλόμενο επιτόκιο (π.χ. τόκο ανά τρίμηνο υπολογιζόμενο με κυμαινόμενο επιτόκιο Euribor + 3% για ομόλογο αξίας 1000, Ευρώ)". Επισημαίνεται, ότι οι συμβάσεις ανταλλαγής δεν είναι τυποποιημένα παράγωγα προϊόντα, δημιουργούνται και διαπραγματεύονται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών (over the counter derivatives - OTC) και για να εκκαθαριστούν ο ένας συμβαλλόμενος εισπράττει και ο άλλος καταβάλλει την τιμή του συμβολαίου.

- Λοιπά παράγωγα (hybrids), όπως οι Προθεσμιακές Συμφωνίες Επιτοκίων (Forward Rate Agreements ή FRAs), Caps, Floors, Collars, Warrants
- Πιστωτικά Παράγωγα (Credit Derivatives).

"Διάκριση των παραγώγων μπορεί να γίνει και ανάλογα με την υποκείμενη αξία στην οποία αναφέρονται. Έτσι τα παράγωγα μπορούν να διακριθούν σε:

- (i) παράγωγα συναλλάγματος (συμβάσεις προαιρέσεως ή προθεσμίας ή ανταλλαγής σε συνάλλαγμα),
- (ii) σε παράγωγα μετοχών ή ομολογιών (συμβάσεις προαιρέσεως ή προθεσμίας ή ανταλλαγής σε μετοχές ή ομολογίες),
- (iii) σε παράγωγα στο δείκτη.

Τέλος, ιδιαίτερη κατηγορία παραγώνων αποτελούν τα παράγωγα σε εμπορεύματα".

III. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Ν. 3606/2007

1. Επενδυτικές υπηρεσίες ή δραστηριότητες (κύριες)

Σύμφωνα με το ν. 3606/2007 (άρθρο 4 § 1) ως επενδυτικές υπηρεσίες ή δραστηριότητες νοούνται οι εξής:

- (1) Η λήψη και διαβίβαση εντολών, η οποία συνίσταται στη λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών, για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα (εδ. α') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες] (βλ. π.κ. παράγρ. 3.2).
- (2) Η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, η οποία συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών (εδ. β') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες] (βλ. π.κ. παράγρ. 3.3).
- (3) Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, η οποία συνίσταται στη διαπραγμάτευση από Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) με κεφάλαιά της ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων προς κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών (εδ. γ').
- (4) Η διαχείριση χαρτοφυλακίων, δηλαδή η διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα (εδ. δ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες].
- (5) Η παροχή επενδυτικών συμβουλών, η οποία συνίσταται στην παροχή προσωπικών συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεώς του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ, σχετικά με μια ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα (εδ. ε') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες] (βλ. π.κ. παράγρ. 3.4).
- (6) Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης (εδ. στ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειολήπτες] (βλ. π.π. παράγρ. I.2.1, I.3 και π.κ. VIII.5.1-5.3).
- (7) Η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης (εδ. ζ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειολήπτες].
- (8) Η λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) (εδ. η') (βλ. π.κ. παράγρ. VII.3).

2. Παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες

Σύμφωνα με το ν. 3606/2007 (άρθρο 4 § 2) ως παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία νοείται:

- Η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και παροχής συναφών υπηρεσιών, όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών (εδ. α') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες].
- Η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτή προς διενέργεια συναλλαγής σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η ΕΠΕΥ, η οποία παρέχει την πίστωση ή το δάνειο (εδ. β') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες].
- Η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων (εδ. γ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειολήπτες].
- Η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (εδ. δ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες].
- Η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα (εδ. ε') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειοδότες].
- Η παροχή υπηρεσιών σχετιζόμενων με αναδοχή (εδ. στ') [υπηρεσία που παρέχεται προς δανειολήπτες] (βλ. π.κ. παράγρ. VIII.5.1-5.3).

- Η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων που περιλαμβάνονται στις περιπτώσεις ε' έως ζ' και ι' του άρθρου 5 του ν. 3606/2007 (βλ. π.π. παράγρ. II), εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών (εδ. ζ').

3. Σύμβαση για παροχή επενδυτικής υπηρεσίας

3.1 Γενικά

Για την παροχή επενδυτικής υπηρεσίας καταρτίζεται "σύμβαση για παροχή επενδυτικής υπηρεσίας" μεταξύ Επιχείρησης Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών ("ΕΠΕΥ") και Πελάτη της (βλ. π.κ. παράγρ. IV.1 και VI αντίστοιχα).

Με την "σύμβαση για παροχή επενδυτικής υπηρεσίας":

- Η ΕΠΕΥ αναλαμβάνει την υποχρέωση να παράσχει στον Πελάτη την επενδυτική υπηρεσία στην οποία αναφερόταν η εντολή του Πελάτη (επενδυτής).
- Ο Πελάτης αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στην ΕΠΕΥ την αμοιβή που συμφωνήθηκε (προμήθεια) και ό,τι άλλο ενδεχομένως έχει συνομολογηθεί.

3.2 Σύμβαση για λήψη και διαβίβαση εντολών

Στη σύμβαση για λήψη και διαβίβαση εντολών, η ΕΠΕΥ λαμβάνει την εντολή του επενδυτή (πελάτη) για την αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων σε Οργανωμένη Αγορά (ή Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης) (1^ο στάδιο) και στη συνέχεια διαβιβάζει αυτήν την εντολή προς εκτέλεση (2^ο στάδιο).

Αν η ανωτέρω ΕΠΕΥ:

- έχει αδειοδοτηθεί να "εκτελεί εντολές για λογαριασμό πελατών" (βλ. π.κ. παράγρ. 3.3) και
- εφόσον η εντολή αφορά σε χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι εισηγμένα και διαπραγματεύονται σε Οργανωμένη Αγορά (ή ΠΜΔ), είναι μέλος της εν λόγω Οργανωμένης Αγοράς (ή ΠΜΔ),

τότε (η ανωτέρω ΕΠΕΥ) εκτελεί και την εντολή του πελάτη για την αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων (βλ. π.κ. παράγρ. 3.3).

Αν η ΕΠΕΥ δεν έχει αδειοδοτηθεί "να εκτελεί εντολές για λογαριασμό πελατών" ή/και αν η ΕΠΕΥ δεν είναι μέλος της Οργανωμένης Αγοράς (ή ΠΜΔ) όπου διαπραγματεύονται τα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα, τότε η εντολή διαβιβάζεται προς εκτέλεση σε τρίτο πρόσωπο, δηλαδή σε άλλη ΕΠΕΥ η οποία:

- έχει αδειοδοτηθεί "να εκτελεί εντολές για λογαριασμό πελατών" (βλ. π.π. παράγρ. III.1(1) και π.κ. παράγρ. 3.3) και
- είναι μέλος της Οργανωμένης Αγοράς (ή ΠΜΔ) στην οποία είναι εισηγμένα και διαπραγματεύονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορά η εντολή.

3.3 Σύμβαση για εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών

"Με την παροχή της υπηρεσίας αυτής, ο κάτοχος πλεονασματικού κεφαλαίου προς επένδυση, αποκτά πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου, έχοντας τη δυνατότητα αφενός να αγοράσει ή να πωλήσει χρηματοπιστωτικά μέσα από ή σε άλλους αντίστοιχα επενδυτές και αφετέρου να αποκτήσει πρωτογενώς τα μέσα αυτά από τους εκδότες τους."

Ειδικότερα, στη *σύμβαση για εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών* (βλ. π.π. III.1(2) και π.κ. παράγρ. VII.2.6 και VII.6.3.6), η ΕΠΕΥ:

- αναλαμβάνει έναντι κάποια αμοιβής (προμήθειας) να καταρτίσει στο όνομά της, αλλά για λογαριασμό του επενδυτή (πελάτη) συμβάσεις αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων.

και στη συνέχεια

- σε εκτέλεση της σχετικής εντολής του επενδυτή (πελάτη), πραγματοποιεί την αγορά ή πώληση των παραπάνω χρηματοπιστωτικών μέσων στο όνομά της, αλλά για λογαριασμό του επενδυτή (πελάτη).

Κατά την εκτέλεση των εντολών η ΕΠΕΥ έχει σειρά υποχρεώσεων (βλ. π.κ. παράγρ. VI.2).

Από την άλλη πλευρά, κύριες υποχρεώσεις του πελάτη στη *σύμβαση για εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών* είναι οι ακόλουθες:

- Η καταβολή από τον πελάτη στην ΕΠΕΥ της προμήθειάς της και των εξόδων της για την κατάρτιση της συναλλαγής.
- Εφόσον πρόκειται για εντολή αγοράς από τον πελάτη προς την ΕΠΕΥ, η καταβολή από τον πελάτη [αγοραστή] στην ΕΠΕΥ του τιμήματος αγοράς των χρηματοπιστωτικών μέσων.

ή

Εφόσον πρόκειται για εντολή πώλησης από τον πελάτη προς την ΕΠΕΥ, η παράδοση των πωλούμενων χρηματοπιστωτικών μέσων από τον πελάτη [πωλητή] στην ΕΠΕΥ.

"Η διαμεσολάβηση αυτή είναι αναγκαία στο βαθμό που οι επενδυτές στερούνται της δυνατότητας απευθείας πρόσβασης στην Οργανωμένη Αγορά (ή σε ΠΜΔ), όπου εμφανείς συναλλασσόμενοι μπορούν να είναι μόνον πρόσωπα, τα οποία συγκεντρώνουν τις από το νόμο τασσόμενες τυπικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις."

Ειδικότερα, στην παραπάνω περίπτωση η ΕΠΕΥ:

- (1) πρέπει να έχει αδειοδοτηθεί να "εκτελεί εντολές για λογαριασμό πελατών" και
- (2) εφόσον η αγορά ή πώληση αφορά χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Οργανωμένη Αγορά (ή σε ΠΜΔ), πρέπει να είναι μέλος της Οργανωμένης Αγοράς (ή του ΠΜΔ) όπου είναι εισηγμένα και διαπραγματεύονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορά η εντολή του επενδυτή (πελάτη) προς πώληση ή αγορά.

Δηλαδή:

- η σχέση που συνδέει το μέλος της Οργανωμένης Αγοράς που πραγματοποιεί αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων με τον πελάτη (επενδυτή) που δίνει στο μέλος τη σχετική εντολή

πρέπει να διαφοροποιείται

- από την σύμβαση αγοράς ή πώλησης τίτλων, την οποία στη συνέχεια το μέλος της Οργανωμένης Αγοράς καταρτίζει στο όνομά του, κατόπιν της εντολής του πελάτη του (επενδυτή) και για λογαριασμό του τελευταίου, με άλλο μέλος της Οργανωμένης Αγοράς.

3.4 Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό

Ως "διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό" μπορεί να οριστεί η διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ (ή πιστωτικό ίδρυμα) με δικά της (ίδια) κεφάλαια, η οποία οδηγεί στην ολοκλήρωση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα (βλ. άρθρ. 4 § 1 στοιχ. 6 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ και άρθρ. 4 στοιχ. γ' ν. 3606/2007). "Πρόκειται, δηλαδή, για την δραστηριότητα εκείνης της ΕΠΕΥ (ή του πιστωτικού ιδρύματος), η οποία συναλλάσσεται όχι ως άμεσος ή έμμεσος αντιπρόσωπος άλλου προσώπου ή εντολόδοχος του (λ.χ. πελάτη-επενδυτή), αλλά για δικό της λογαριασμό". Συνεπώς, η "διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό" διαφέρει από "τη σύμβαση για εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών" ως προς το ότι "δεν αποτελεί εκτέλεση εντολής τρίτου, αλλά εκδήλωση της βούλησης του ίδιου του επαγγελματία για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων".

3.5 Διαχείριση χαρτοφυλακίων

"Πρόκειται για την επενδυτική υπηρεσία που συνίσταται στη διαχείριση, *κατά τη διακριτική ευχέρεια* της ΕΠΕΥ ή πιστωτικού ιδρύματος, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα" (portfolio management) (βλ. άρθρ. 4 § 1 στοιχ. δ' ν. 3606/2007).

Αναφορικά με την (ατομική) σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίων σημειώνονται τα ακόλουθα:

- Ο πελάτης αναθέτει σε ΕΠΕΥ ή σε πιστωτικό ίδρυμα έναντι αμοιβής την διαχείριση του χαρτοφυλακίου (των χαρτοφυλακίων) του, που περιλαμβάνει ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.
- Η εν λόγω διαχείριση θα πρέπει να γίνεται κατά την διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος, αλλά στο πλαίσιο της εντολής και προς το συμφέρον του πελάτη. Στο πλαίσιο αυτό επισημαίνεται ότι, ο διαχειριστής χαρτοφυλακίων:
 - (1) όταν "δίνει εντολές σε τρίτους για την εκτέλεση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα για λογαριασμό πελατών, οφείλει να λαμβάνει κάθε εύλογο μέτρο προκειμένου να πετύχει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τους πελάτες του", και
 - (2) έχει τις υποχρεώσεις παροχής πληροφόρησης και περιοδικής ενημέρωσης που περιλαμβάνονται στην Απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/452/1.11.2007 (βλ. αναλ. π.κ. στην παράγραφο VI).

- Πρόκειται για "διαρκής ενοχική σύμβαση με στοιχεία σύμβασης έργου, μίσθωσης ανεξάρτητων υπηρεσιών και (έμμισθης) εντολής" και με έντονα εμπιστευτικό χαρακτήρα.
- Πρόκειται για σύμβαση που έχει γενικότερο χαρακτήρα, καθώς αφορά συνολικά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του πελάτη (δεν αφορά μόνο τη λήψη συγκεκριμένων, επιμέρους επενδυτικών αποφάσεων, διότι τότε θα πρόκειται για την επενδυτική υπηρεσία της "παροχής επενδυτικών συμβουλών": βλ. π.κ. παράγρ. 3.6).

Με βάση τα ανωτέρω επισημαίνεται ότι δεν θα εμπίπτουν στην εν λόγω επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίων οι ακόλουθες περιπτώσεις:

- (1) Όταν η διαχείριση δεν περιλαμβάνει την εντολή διενέργειας και συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. δεν εμπίπτει η περίπτωση διαχείρισης επενδυτικού κεφαλαίου εντολέως που περιλαμβάνει μόνο χρήματα).
- (2) Όταν ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου δεν απολαμβάνει την διακριτική ευχέρεια εκτέλεσης των επενδυτικών αποφάσεων που ο ίδιος λαμβάνει, αλλά υποχρεούται να λάβει τη συναίνεση του επενδυτή πριν από την εκτέλεσή τους.

3.6 Σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών

Ως "παροχή επενδυτικών συμβουλών" ορίζεται "η παροχή προσωπικών συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεώς του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ (ή πιστωτικού ιδρύματος), σχετικά με μια ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα" (βλ. άρθρ. 4 στοιχ. ε' ν. 3606/2007).

Στο ανωτέρω πλαίσιο, ως επενδυτική συμβουλή ορίζεται η προσωπική σύσταση προς ένα πρόσωπο υπό την ιδιότητά του ως υφιστάμενου ή δυναμικού επενδυτή, η οποία:

- (1) παρουσιάζεται ως κατάλληλη για το πρόσωπο αυτό ή λαμβάνει υπόψη της την κατάσταση του προσώπου αυτού, και
- (2) αποτελεί σύσταση για: (i) την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή, εξαγορά, διακράτηση ή αναδοχή ορισμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, (ii) την άσκηση ή μη άσκηση οποιουδήποτε δικαιώματος που παρέχει ορισμένο χρηματοπιστωτικό μέσο για την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή ή εξαγορά χρηματοπιστωτικού μέσου.

Περαιτέρω, με τη σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών η ΕΠΕΥ (ή το πιστωτικό ίδρυμα) αναλαμβάνει να παρέχει επενδυτικές συμβουλές στον πελάτη και ο πελάτης αναλαμβάνει να καταβάλει αμοιβή στην ΕΠΕΥ (ή το πιστωτικό ίδρυμα). Πρόκειται για σύμβαση παροχής υπηρεσιών (έργου), με έντονα εμπιστευτικό χαρακτήρα.

Συνήθως μια τέτοια συμφωνία παροχής επενδυτικών συμβουλών καταρτίζεται εγγράφως (βλ. άρθρ. 16 της Απόφασης ΕΚ υπ' αρ. 1/452/1.11.2007 και π.κ. παράγρ. VI.1). Ωστόσο, προς το σκοπό της προστασίας του επενδυτή, δεν αποκλείεται σε ορισμένες περιπτώσεις παρά την έλλειψη έγγραφης συμφωνίας, να θεωρηθεί ότι έχει καταρτιστεί σιωπηρά σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Έτσι, αν, π.χ. ο επενδυτής απευθύνεται σε έναν επενδυτικό σύμβουλο και ζητά τη διαφώτισή του, ο επενδυτής ουσιαστικά προτείνει τη σύναψη σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών. Αν ο επενδυτικός σύμβουλος αρχίσει τη σχετική συζήτηση με τον επενδυτή, αποδέχεται την πρόταση του επενδυτή και έτσι συνάπτεται η σχετική σύμβαση μεταξύ τους ακόμα και αν δεν υπογράψουν κάποιο έγγραφο. Αν θεωρηθεί ότι έχει καταρτιστεί, έστω και σιωπηρά, σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τότε ο επενδυτικός σύμβουλος είναι υποχρεωμένος "να παράσχει πληροφόρηση στον επενδυτή και να τον προειδοποιήσει για τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν κατά την εκτέλεση της παροχής του". Νομική βάση για την ανωτέρω υποχρέωση του επενδυτικού συμβούλου μπορεί να αποτελέσει το άρθρο 288 του Αστικού Κώδικα από το οποίο, με βάση την καλή πίστη υπό το πρίσμα της οποίας πρέπει να ερμηνεύεται η σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, απορρέει παρεπόμενη υποχρέωση του συμβούλου για προστασία των συμφερόντων του επενδυτή.

Τέλος, η επενδυτική υπηρεσία της παροχής επενδυτικών συμβουλών διαφέρει από την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίων (βλ. π.π. παράγρ. 3.5) κατά τα ακόλουθα:

Παροχή επενδυτικών συμβουλών	Διαχείριση χαρτοφυλακίων
Η τελική επενδυτική απόφαση λαμβάνεται από τον επενδυτή, ο οποίος μπορεί να λάβει υπόψη ή όχι το περιεχόμενο της επενδυτικής συμβουλής που του δόθηκε	Ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου λαμβάνει και εκτελεί τις επενδυτικές αποφάσεις κατά τη διακριτική του ευχέρεια στο πλαίσιο της εντολής του πελάτη του

από τον επενδυτικό σύμβουλο.	
Συνήθως αφορά τη λήψη συγκεκριμένων, επιμέρους επενδυτικών αποφάσεων.	Έχει γενικότερα χαρακτήρα, καθώς αφορά συνολικά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του πελάτη

IV. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΠΙΤΡΕΠΕΤΑΙ ΝΑ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1. Γενικά - Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)

Ως "Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών" (ΕΠΕΥ) ορίζεται:

- κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου το σύννηθες επάγγελμα ή δραστηριότητα είναι η παροχή μια ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή η διενέργεια μια ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση
- κάθε φυσικό πρόσωπο στο οποίο έχει χορηγηθεί σχετική άδεια από άλλο κράτος-μέλος σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/EK (για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, MiFiD) (άρθρο 2 § 1 ν. 3606/3007).

Με εξαίρεση τις ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους-μέλους, η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων επιτρέπεται στην Ελλάδα μόνο στις ακόλουθες επιχειρήσεις:

- στις Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ) (βλ. π.κ. παράγρ. 2)
- στα πιστωτικά ιδρύματα (βλ. π.κ. παράγρ. 3)
- στις Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ) (βλ. π.κ. παράγρ. 4)
- στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) (βλ. π.κ. παράγρ. 5.1)

σύμφωνα με τις διακρίσεις που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους (άρθρ. 8 § 1 ν. 3606/2007).