



Επιστημονική Εκδήλωση Πανεπιστήμιο Πειραιώς – Ελληνική Ένωση Χρηματοοικονομικού Δικαίου

1^η θεματική: “Χρηματιστήριο Αθηνών και Euronext: Θεσμική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αλλαγή νομικής μορφής και ελέγχου και επιπτώσεις στη λειτουργία και εποπτεία του”



Ομιλία: “Η θεσμική μετάλλαξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και η πορεία ιδιωτικοποίησης και λειτουργίας του ως ρυθμιζόμενης αγοράς υπό την επίδραση του ενωσιακού δικαίου”

Δομή Ομιλίας

01

Εισαγωγή & Δογματική Μετατόπιση

Από το Χρηματιστηριακό Δίκαιο στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

02

Το Παραδοσιακό Καθεστώς (1928)

N. 3632/1928 – Άρθρο 15 & Αρχή Συγκέντρωσης
Δικαιοπολιτικοί στόχοι & απόλυτη ακυρότητα OTC

03

Η Πορεία Ιδιωτικοποίησης (1995-2000)

N. 2324/1995: Μετατροπή σε Α.Ε.
Ίδρυση ΕΧΑΕ (2000) & πλήρης αποκρατικοποίηση

04

Η Επίδραση του Ενωσιακού Δικαίου

ISD (93/22), MiFID I (2004/39), MiFID II & MiFIR
Τυπολογία Τόπων Διαπραγμάτευσης (RM, MTF, OTF, SI)

05

Νέες Θεσμικές Εγγυήσεις

Best Execution (Άρθρο 27 MiFID II)
Share Trading Obligation (Άρθρο 23 MiFIR) & Διαφάνεια

06

Συμπεράσματα

Από τον έλεγχο του *τόπου* στον έλεγχο της *πληροφορίας*

Securities regulators bear the responsibility for striking an appropriate balance between a market structure that promotes competition among markets, and one that minimizes the potentially adverse effects of fragmentation on market integrity and efficiency, price formation, and best execution of investor orders.

Οι ρυθμιστικές αρχές των κεφαλαιαγορών φέρουν την ευθύνη να επιτύχουν την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ μιας δομής αγοράς προάγουσας τον ανταγωνισμό μεταξύ των αγορών και μιας δομής που ελαχιστοποιεί τις ενδεχόμενες αρνητικές επιπτώσεις του κατακερματισμού στην ακεραιότητα και την αποτελεσματικότητα της αγοράς, στον καθορισμό των τιμών και στην βέλτιστη εκτέλεση των εντολών των επενδυτών

Από το *Χρηματιστηριακό Δίκαιο* στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

Μια μη-αναστρέψιμη δογματική μεταβολή
— όχι απλώς ορολογική αλλά **δομική**.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά μετέβη από τον έντονο κρατικό παρεμβατισμό και την κατασταλτική εποπτεία του 1928 σε ένα σύγχρονο μοντέλο φιλελεύθερης οργάνωσης και ενωσιακής εναρμόνισης.

Το Χρηματιστήριο παύει να είναι μοναδικός, προνομιακός τόπος συναλλαγών — γίνεται ένας από τους πλείονες ανταγωνιστικούς τρόπους διαπραγμάτευσης, μαζί με RM, MTF, OTF και Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές.

Στόχος ομιλίας: Διαγραφή του θεσμικού και κανονιστικού υποβάθρου

Η Αρχή της Συγκέντρωσης στην Ελλάδα

Το παραδοσιακό θεσμικό πλαίσιο του Ν. 3632/1928 · Υποχρεωτική κατάρτιση συναλλαγών στο Χρηματιστήριο ·

Απόλυτη ακυρότητα των εξωχρηματιστηριακών πράξεων.

Ο κανόνας της υποχρεωτικής χρηματιστηριακής κατάρτισης

Ακρογωνιαίος λίθος του παραδοσιακού χρηματιστηριακού δικαίου: όλες οι συναλλαγές επί εισηγμένων τίτλων υποχρεωτικά εντός του χρηματιστηριακού χώρου.

« [...] Απαγορεύεται εν τω Χρηματιστηρίω η σύναψις πάσης άλλης συναλλαγής πλην των χρηματιστηριακών. Είναι άκυρος, εάν δεν συνήφθη χρηματιστηριακώς. [...]»

— Άρθρο 15 N. 3632/1928 (αποσπασματικά)

Απόλυτη ακυρότητα ως κύρωση παραβίασης — αποτρεπτική λειτουργία.

Ευρύτατη απαγόρευση των εξωχρηματιστηριακών (OTC) συναλλαγών επί εισηγμένων αξιών.

Το Χρηματιστήριο ως **δημόσιος φορέας** με μονοπωλιακές εξουσίες. Η συναλλαγή συναλλαγή αντιμετωπιζόταν ως **θεσμική πράξη δημοσίου δικαίου**.

Μεταγενέστερες στοχευμένες εξαιρέσεις (N. 1969/1991, N. 2651/1998) για κρατικά ομόλογα & τράπεζες — σταδιακή υποχώρηση αρχής της συγκέντρωσης

Γιατί ο νομοθέτης επέβαλε την *συγκέντρωση*

α΄

Διαμόρφωση Τιμών

Ενιαίο σημείο συνάντησης προσφοράς & ζήτησης →

η τιμή αποτελεί αυθεντικό αντικατοπτρισμό της αγοράς.

Αποκλείονται αποκλίνουσες τιμολογήσεις σε παράλληλα κυκλώματα.

β΄

Προστασία Επενδυτή

Θεσμική ασφαλιστική δικλείδα υπέρ του ιδιώτη.

Αποτροπή ιδιωτικών συμφωνιών σε τιμές υποδεέστερες των
των τρεχουσών — **εκτέλεση υπό αντικειμενικά βέλτιστους όρους**
βέλτιστους όρους

γ΄

Διαφάνεια & Ακεραιότητα

Δημοσιότητα **εντός του φυσικού χώρου** & εποπτευόμενη
εποπτευόμενη κατάρτιση → ισότιμη πρόσβαση στην
στην πληροφόρηση, αποτροπή χειραγώγησης &
εκμετάλλευσης ασύμμετρης πληροφόρησης

Η χρηματιστηριακή συναλλαγή αντιμετωπίζεται όχι ως ιδιωτική δικαιοπραξία, αλλά ως **πράξη δημοσίου χαρακτήρα** — υπό διαρκή κρατική εποπτεία.

Η Πορεία Ιδιωτικοποίησης (1995-2000)

Θεσμικά Ορόσημα Μετασχηματισμού

Ν. 2324/1995: Μετατροπή του ΧΑ από ΝΠΔΔ σε Ανώνυμη Εταιρεία (100% Ελληνικό Δημόσιο). Εισαγωγή ιδιωτικοοικονομικών κριτηρίων διοίκησης.

Έτος 1997: Μείωση του ποσοστού του Δημοσίου στο 43% με είσοδο θεσμικών επενδυτών.

Έτος 2000: Σύσταση της μητρικής εταιρείας «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.» (ΕΧΑΕ) & εισαγωγή των μετοχών της στο ίδιο το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο Διττός Χαρακτήρας του Φορέα Εκμετάλλευσης

Ιδιωτική Επιχείρηση: Εμπορική Α.Ε. που επιδιώκει το κέρδος και ανταγωνίζεται διεθνώς άλλες αγορές.

Δημόσια Εγγυητική Αποστολή: Έκδοση Κανονισμού Λειτουργίας, διασφάλιση εύρυθμης λειτουργίας και ακεραιότητας υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι Θεμελιώδεις Ευρωπαϊκές Παρεμβάσεις

A. ISD 93/22/ΕΟΚ (N. 2396/1996)

B. MiFID I — Οδηγία 2004/39/ΕΚ (N. 3606/2007)

Γ. MiFID II — Οδηγία 2014/65/ΕΕ (N. 4514/2018) και Κανονισμός
Κανονισμός MiFIR — 600/2014

A. ISD 93/22/ΕΟΚ (N. 2396/1996)

Εισαγωγή του «Ενιαίου Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου» (European Single Passport) για επενδυτικές υπηρεσίες.

Επετράπη στα πιστωτικά ιδρύματα και τις ΕΠΕΥ να παρέχουν διασυνοριακές υπηρεσίες εντός της ΕΕ, μετατοπίζοντας κομβικά τον άξονα της αγοράς έξω από τα στενά εθνικά σύνορα.

MiFID I — Η κατάργηση της υποχρεωτικής συγκέντρωσης συγκέντρωσης

ΡΗΓΜΑ

Το νομικό «ρήγμα» : κατήργησε τη δυνατότητα των κρατών να επιβάλλουν την αρχή της συγκέντρωσης. Αντί για «χρηματιστήριο» → «διαχειριστής οργανωμένης αγοράς».

“MiFID is nothing short of a revolution: [...] decentralization of order execution among a panoply of venues in markets previously governed by concentration rules.”

— Casey & Lannoo, *The MiFID Revolution* (2009)

Αιτιολογική Σκέψη 5

Αναγνώριση νέας γενεάς οργανωμένων συστημάτων διαπραγμάτευσης και δημιουργία ισόρροπου ρυθμιστικού πλαισίου που τα ρυθμιστικού πλαισίου που τα εντάσσει.
Ρυθμιστικό καθεστώς ανεξαρτήτως μεθόδου διαπραγμάτευσης. Εμφάνιση, παράλληλα με τις ρυθμιζόμενες αγορές, των Πολυμερών αγορές, των Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (MTF).

Αιτιολογική Σκέψη 31

Προστασία επενδυτών

Κατηγοριοποίηση: ιδιώτες · επαγγελματίες · επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι. Ένταση κανονιστικών υποχρεώσεων αντιστρόφως υποχρεώσεων αντιστρόφως ανάλογη με την εξειδίκευση του πελάτη.

MiFID II & MiFIR — ρυθμίζοντας τον κατακερματισμό

MIFID II · 2014

Εμβάθυνση & Θωράκιση. Αναγνώριση ότι η απελευθέρωση οδήγησε σε **κατακερματισμό**.

Εισαγωγή **OTF** — Μηχανισμοί Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης.

Αυστηρή ρύθμιση **Συστηματικών Εσωτερικοποιητών (SI)**.

Άρθρο 27: Υποχρέωση **Βέλτιστης Εκτέλεσης** — “all sufficient steps”.

Πολιτικές Εκτέλεσης Εντολών, ρητή συγκατάθεση, αιτιολόγηση τόπου.

MIFIR · ΚΑΝ. 600/2014

Η σύγχρονη «Υποχρέωση Διαπραγμάτευσης» — λειτουργικός, όχι γεωγραφικός περιορισμός.

Άρθρο 23: συναλλαγές σε μετοχές αποκλειστικά σε *RM, MTF, SI* ή ισοδύναμο τόπο τρίτης χώρας.

OTC μόνο «μη συστηματικές, *ad hoc*, ακανόνιστες, έκτακτες».

Άρθρα 3 & 6: pre- & post-trade transparency όσο το δυνατόν πλησιέστερα στον πραγματικό χρόνο.

Ενιαίοι κανόνες, αποφυγή «regulatory arbitrage».

Ο MiFIR επανέφερε την **«ελεγχόμενη συγκέντρωση»** — όχι σε ένα φυσικό δάπεδο, αλλά σε ένα **νομικά οριοθετημένο πλέγμα εποπτευόμενων τρόπων εκτέλεσης εκτέλεσης**.

Η Διαχρονική Εξέλιξη — Συνοπτική Απεικόνιση

Παραδοσιακό Καθεστώς	Σύγχρονο Ενωσιακό Πλαίσιο
1928: Ν. 3632 — Απόλυτη αρχή συγκέντρωσης . Εξωχρηματιστηριακές = απόλυτη ακυρότητα.	2004/2007: MiFID I / Ν. 3606 — Κατάργηση υποχρεωτικής συγκέντρωσης , εισαγωγή MTF.
1991: Ν. 1969 — Πρώτη εξαίρεση για κρατικούς τίτλους με τράπεζες.	2014/2018: MiFID II / Ν. 4514 — OTF, αυστηρός SI, Best Execution.
1996: 93/22/ΕΟΚ/Ν. 2396 — ενιαίο ευρωπαϊκό διαβατήριο , χαλάρωση.	2014: MiFIR 600/2014 — Trading Obligation, καθολική διαφάνεια.

TRADING VENUES

Το νέο *οικοσύστημα* των τόπων διαπραγμάτευσης

Μια πολυεπίπεδη δομή που εξυπηρετεί ταυτόχρονα **τον ελεύθερο ανταγωνισμό** μεταξύ τόπων εκτέλεσης και τη **διασφάλιση της διαφάνειας** .
Το Χρηματιστήριο αποβάλλει τον μανδύα της δημόσιας αρχής — γίνεται ιδιωτική επιχείρηση, ισότιμα ανταγωνιζόμενη με έτερες επιχειρήσεις.

i

Ρυθμιζόμενες Αγορές · RM - Αρ. 4(21) MiFID II

Αυστηρότερη ρύθμιση · διαχειριστής αγοράς
· **non-discretionary rules** · εισαγωγή τίτλων (listings).

›

ii

Πολυμερείς Μηχανισμοί · MTF - Αρ. 4(22) MiFID II

Και από ΕΠΕΥ. Σύζευξη εντολών με **μη προαιρετικούς κανόνες**. Ανταγωνίζονται ισότιμα ισότιμα τις RM.

›

iii

Μηχ. Οργαν. Διαπρ. · OTF -Αρ. 4(23) MiFID II

Εισαγωγή με MiFID II. **Μόνο για μη-μετοχικά**: ομόλογα, δομημένα, παράγωγα, δικαιώματα εκπομπής. **Διακριτική ευχέρεια**.

iv · Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές (SI) - Αρ. 4(20) MiFID II

Εκτός πολυμερούς συστήματος — **‘*dealing on own account*’**

Επιχειρήσεις επενδύσεων που διενεργούν συναλλαγές *οργανωμένα, συχνά, συστηματικά και Σε σημαντικό βαθμό* , εκτελώντας εντολές πελατών εκτός RM/MTF/OTF. “Γεφυρώνουν” το OTC με το “Γεφυρώνουν” το OTC με το εποπτευόμενο περιβάλλον.

«Η εισαγωγή του καθεστώτος των Συστηματικών Εσωτερικοποιητών αποτέλεσε ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα σημεία της MiFID, καθώς οι παραδοσιακοί τόποι διαπραγμάτευσης επεδίωκαν τη διατήρηση των εθνικών κανόνων συγκέντρωσης, φοβούμενοι τις συνέπειες της πλήρους απελευθέρωσης.»

— Ferrarini & Recine, *The MiFID and Internalisation* (2006)

Η ρευστότητα διαχέεται σε ένα **πολυμερές δίκτυο τόπων εκτέλεσης**, αλλά πάντοτε αλλά πάντοτε υπό **κανονιστική εποπτεία & υποχρεώσεις διαφάνειας**.

ΤΕΣΣΕΡΙΣ ΤΥΠΟΙ • ΤΕΣΣΕΡΙΣ ΡΟΛΟΙ

RM • MTF • OTF • SI

Διάσταση	Ρυθμιζόμενη Αγορά (RM)	Πολυμερής Μηχανισμός (MTF)	Μηχ. Οργαν. Διαπρ. (OTF)	Συστηματικός Εσωτερ. (SI)
Φορέας λειτουργίας	Διαχειριστής αγοράς (market operator)	Διαχειριστής αγοράς ή ΕΠΕΥ	Διαχειριστής αγοράς ή ΕΠΕΥ	Επιχείρηση επενδύσεων
Αντικείμενο	Όλα τα χρημ/κά μέσα	Όλα τα χρημ/κά μέσα	Ομόλογα, δομημένα, παράγωγα, δικαιώματα εκπομπής εκπομπής	Εκτέλεση εντολών πελατών για ίδιο λογαριασμό
Κανόνες αντιστοίχισης	Μη-προαιρετικοί · non-discretionary	Μη-προαιρετικοί · non-discretionary	Με διακριτική ευχέρεια	Εκτός πολυμερούς συστήματος
Νομοθετικό έρεισμα	MiFID I → II (αρ. 4 στ. 21)	MiFID I → II (αρ. 4 στ. 22)	MiFID II (αρ. 4 στ. 23)	MiFID II (αρ. 4 στ. 20)
Δημοσιότητα	Πλήρης pre- & post-trade	Πλήρης pre- & post-trade	Πλήρης pre- & post-trade	Δημοσιοποίηση προσφορών (quotes) & αναφορά συναλλαγών

Ελευθερία *υπό λογοδοσία*

27

MIFID II · ΑΡΘΡΟ 27

Βέλτιστη Εκτέλεση – Best Execution

«*All sufficient steps*» για το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα: τιμή, κόστος, ταχύτητα, πιθανότητα εκτέλεσης & διακανονισμού, μέγεθος, φύση.

Για ιδιώτες: **συνολικό τίμημα**. Υποχρέωση *μέσων* αυξημένης επιμέλειας — **όχι αποτελέσματος**. Απόδειξη μέσω της Πολιτικής Εκτέλεσης Εντολών.

23

MIFIR · ΑΡΘΡΟ 23

Υποχρέωση Διαπραγμάτευσης - Trading Obligation

Συναλλαγές σε μετοχές υποχρεωτικά σε **RM, MTF, SI** ή ισοδύναμο τόπο τρίτης χώρας. OTC τρίτης χώρας. OTC μόνο *μη-συστηματικές, ad hoc, ακανόνιστες*.

Σύγχρονη, λειτουργική εκδοχή της αρχής της συγκέντρωσης — όχι γεωγραφική, αλλά γεωγραφική, αλλά **ελεγχόμενη** συγκέντρωση.

Το συμφέρον του επενδυτή δεν λειτουργεί ως ηθικός προσανατολισμός — είναι το τελικό και αδιαπραγμάτευτο νομικό όριο εντός του οποίου ασκείται η συναλλακτική δράση των ΕΠΕΥ.

Από τον έλεγχο του *τόπου* στον έλεγχο της *πληροφορίας*

Pre-Trade Transparency

Προ-συναλλακτική διαφάνεια

Συνεχής δημοσιοποίηση **τρεχουσών τιμών προσφοράς & ζήτησης** και **βάθους** του ενδιαφέροντος της αγοράς — σε πραγματικό χρόνο.

MiFID II, άρθρα 14–21 · MiFIR, άρθρο 3

Post-Trade Transparency

Μετα-συναλλακτική διαφάνεια

Τιμή · Όγκος · Χρόνος κάθε κατάρτισης, «όσο το δυνατόν πλησιέστερα στον πραγματικό χρόνο».

MiFIR, άρθρο 6 · Ανεξαρτήτως τόπου εκτέλεσης

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

Αναπληρώνει τον ρόλο που επιτελούσε παλαιότερα η υποχρεωτική συγκέντρωση.

ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Αδιαπραγμάτευτη ακόμη και για επιτρεπόμενες OTC συναλλαγές — η υποχρέωση αναφοράς παραμένει ακέραιη.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Βελτιώνει την ακρίβεια τιμών, μειώνει ασυμμετρία πληροφόρησης, ενισχύει πληροφόρησης, ενισχύει price discovery.

Ο σκοπός παραμένει. *Τα εργαλεία μεταβλήθηκαν ριζικά.* ριζικά.

Η αρχή της συγκέντρωσης έδωσε οριστικά τη θέση της σε ένα μοντέλο **ελεγχόμενης πολυδιάσπασης**. Το Χρηματιστήριο μεταλλάχθηκε θεσμικά από δημόσιος φορέας με εξουσιαστικά προνόμια σε ανταγωνιστική επιχείρηση παροχής υπηρεσιών εκτέλεσης. Η ασφάλεια δικαίου δεν συναρτάται πλέον με το γεωγραφικό περιορισμό, αλλά με την **επιβολή ενιαίων κανόνων διαφάνειας & εποπτείας** σε κάθε τόπο διαπραγμάτευσης.

Το θεσμικό και κανονιστικό υπόβαθρο της Ρυθμιζόμενης Αγοράς αποτελεί το απαραίτητο θεμέλιο για το επόμενο στάδιο: την επιχειρηματική ενοποίηση και την εξαγορά από το Euronext (θεματική των επόμενων ομιλητών).



FINIS

Σας ευχαριστώ!

