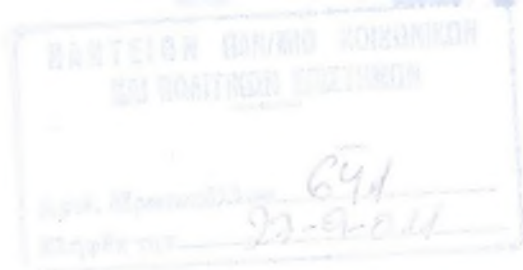


ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ



Π.Μ.Σ ΔΙΕΘΝΩΝ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ : "Η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών κατά τις χρηματιστηριακές συναλλαγές"

Επιβλέπων: Αν. Καθ. Χρ. Γκόρτσος
Εισηγητής : Ανδρέας Χαντζής

ΑΘΗΝΑ
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2011



MET
XAN

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	1
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ	
ΤΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΗΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	7
1.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις	9
1.2. Securities Exchange Act (1934)	10
1.2.1. Εισαγωγή	10
1.2.2. Ευθύνη	11
1.2.2.1. Συρροή αξιώσεων	11
1.2.2.2. Ρητά προβλεπόμενη ευθύνη	11
1.2.2.3. Ενδεχόμενες ευθύνες	13
1.3. Sarbanes-Oxley Act (2002)	21
1.3.1. Εισαγωγή	21
1.3.2. Δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	
ΤΟ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΕΠΙΜΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	25
2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις	27
2.2. Η προισχύουσα Οδηγία 89/592/ΕΟΚ	28
2.3. Το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες	29
2.4. Η Επιτροπή Lamfalussy	31
2.4.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	31
2.4.2. Τα τέσσερα επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy	33

2.4.2.1 Το πρώτο επίπεδο	33
2.4.2.2 Το δεύτερο επίπεδο	34
2.4.2.3 Το τρίτο και τέταρτο επίπεδο	35
2.4.3. Συμπερασματικές Παρατηρήσεις	36
2.5. Η Οδηγία 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση της αγοράς	37
2.5.1 Η πρόταση Οδηγίας της Επιτροπής για την κατάχρηση της αγοράς	37
2.5.2. Πεδίο εφαρμογής	38
2.5.3. Διακρίσεις μεταξύ εμπιστευτικών πληροφοριών	39
2.5.4. Χαρακτηριστικά της εμπιστευτικής πληροφορίας	41
2.5.4.1. Η «συγκεκριμένη» πληροφορία	41
2.5.4.2. Η «δημοσιοποίηση» της πληροφορίας	42
2.5.4.3. Η πληροφορία που «αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα».	43
2.5.4.4. Η πληροφορία που «εάν δημοσιοποιείτο θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεόμενων με αυτά παραγώγων μέσων».	44
2.5.5. Κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών	44
2.5.5.1. «Πρωτογενείς» κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών	44
2.5.5.2. «Δευτερογενείς» κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών	46
2.5.6. Η απαγόρευση χρήσης της εμπιστευτικής πληροφορίας	46
2.5.7. Η δημοσιοποίηση της εμπιστευτικής πληροφορίας	47
2.5.8. Η δημοσιοποίηση των συναλλαγών των προσώπων που διοικούν εκδότες εταιρείες	48
2.5.9. Η κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών	49
2.5.10. Η ανακοίνωση των υπονοιών για την κατάχρηση αγοράς	49
2.5.11. Οι προβλεπόμενες κυρώσεις	50
2.5.12. Εποπτεία	51
2.6. Διαφορές από την προισχύουσα Οδηγία 89/592/ΕΚ	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ

ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

55

3.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

57

3.2. Διάρθρωση του Ν. 3340/2005

57

3.3. Πεδίο εφαρμογής του Ν. 3340/2005

58

3.4. Διάκριση μεταξύ κατάχρησης προνομιακής πληροφόρησης και χειραγώγησης της αγοράς

59

3.5. Παρουσίαση του Ν. 3340/2005

61

3.5.1. Κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών

61

3.5.2. Ορισμός κατάχρησης «προνομιακής» πληροφορίας

62

3.5.3. Υποχρέωση ανακοίνωσης προνομιακών πληροφοριών

64

3.5.4. Εξαιρέσεις από την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών

66

3.5.5. Κυρώσεις

66

3.5.5.1. Διοικητικές κυρώσεις

67

3.5.5.2. Ποινικές κυρώσεις

68

3.5.5.3. Η προβληματική του διπλού συστήματος κυρώσεων

70

3.5.6. Η ισχύς των απαγορευμένων πράξεων

71

3.5.7. Διαφορές του Ν. 3340/2005 με το προϊσχύον Π.Δ 53/1992

71

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

73

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

75

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

85

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

C.E.S.R. :	Committee of European Securities Regulation
F.E.S.C.O. :	Forum of European Securities Commissions
F.S.A.P. :	Financial Services Action Plan
E.S.C. :	European Securities Committee
F.S.A. :	Financial Services Authority
F.S.M.A. :	Financial Services and Markets Act
I.O.S.C.O. :	International Organization of Securities Commissions
M.A.D. :	Market Abuse Directive
N.A.S.D. :	National Association Of Securities Dealers
A.E :	Ανώνυμη Εταιρία
A.K :	Αστικός Κώδικας
A.Π. :	Άρειος Πάγος
Δ.Εφ.Αθ. :	Διοικητικό Εφετείο Αθηνών
Δ.Ε.Ε. :	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Δ.Πρ.Αθ. :	Διοικητικό Πρωτοδικείο Αθηνών
Ε.Ε. :	Ευρωπαϊκή Ένωση
Ε.Ε.Ε.Ε. :	Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Ε.Κ. :	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Ε.Ο.Κ. :	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
Εφ.Αθ. :	Εφετείο Αθηνών
Ο.Σ.Ε.Κ.Α :	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
Π.Δ. :	Προεδρικό διάταγμα
Χ.Α.Α :	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
Δ.Ε.Ε. :	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
Ε.Εμπ.Δ :	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕλλΔνη :	Ελληνική Δικαιοσύνη
Ε.Τρ.Αξ.Χρ.Δ :	Επιθεώρηση Τραπεζικού – Αξιογραφικού Χρηματιστηριακού Δικαίου
ΧρηΔικ :	Χρηματιστηριακό Δίκαιο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το στοιχείο της διακινδύνευσης αποτελεί εγγενές και μάλιστα θεσμοποιημένο γνώρισμα όλων των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών. Ως θεσμοποιημένη διακινδύνευση, εν προκειμένω, θα πρέπει να θεωρηθεί η εκούσια επιλογή του επενδυτή να συμμετέχει σε ένα σύστημα, όπου η αβεβαιότητα για το μέλλον είναι αποδεκτή, πλην όμως η επιτυχής πρόγνωση αμείβεται. Στο έργο του « Η γενική θεωρία της απασχόλησης, του τόκου και του χρήματος» ο οικονομολόγος Τζων Μειναρντ Κέινς¹ παρομοίωσε τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών με ένα παιχνίδι ιδιαίτερα δημοφιλές στους αναγνώστες λαϊκών βρετανικών εφημερίδων του μεσοπολέμου. Νικητής του παιχνιδιού αναδυκνειόταν ο αναγνώστης, ο οποίος μέσα από μία σειρά φωτογραφιών νεαρών κοριτσιών, θα τις ιεραρχούσε με τον τρόπο που θα το έπρατταν οι υπόλοιποι παίκτες του παιχνιδιού. Σκοπός δηλαδή του κάθε παίκτη ήταν είναι να προγνώσει τις προτιμήσεις των άλλων αναγνώστών και όχι να διατυπώσει την προσωπική του προτίμηση. Η παραστατική περιγραφή του Κέινς αποτυπώνει με ακρίβεια την ρευστότητα και την αστάθεια που χαρακτηρίζει τις κεφαλαιαγορές, οι οποίες δεν αντικατοπτρίζουν πάντοτε, όπως θα έπρεπε, την πραγματική οικονομία, αλλά συχνά γίνονται αντικείμενο αντανάκλασης των συγκυριακών πεποιθήσεων, προσδοκιών, φόβων ακόμη και ψυχολογικών αντιδράσεων του επενδυτικού κοινού. Εξαιτίας της αστάθειας και της αβεβαιότητας, η συμμετοχή στη λειτουργία της χρηματοπιστωτικής αγοράς ενέχει για κάθε επενδυτή κινδύνους εσφαλμένων επενδυτικών επιλογών, οι οποίοι βρίσκονται σε σχέση αντιστρόφως ανάλογη με την εμπιστοσύνη των επενδυτών προς κεφαλαιαγορές. Ο κίνδυνος εσφαλμένων επενδυτικών επιλογών εν γένει εδράζεται στις ατέλειες των χρηματοπιστωτικών αγορών, η κυριότερη από τις οποίες είναι η πληροφοριακή ασυμμετρία. Το μεγαλύτερο όπλο ενάντια στην πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ των επενδυτών, είναι η ύπαρξη ρυθμιστικής παρέμβασης² με τη δημιουργία ενός

¹ Keynes, J.M., (ελλ. Εκδ.,2001): « Η γενική θεωρία της απασχόλησης του τόκου και του χρήματος», σελ 185

² Για μια συνολική θεώρηση της ρυθμιστικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα βλέπε Herring and Littan (1995), σελ.49-64

σύγχρονου νομικού πλαισίου που θα διασφαλίζει την προστασία των επενδυτών και την ακεραιότητα, την αποτελεσματικότητα³ και διαφάνεια της αγοράς⁴.

Στο πλαίσιο αυτού του αιτήματος, έχουν θεσπισθεί σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο σειρά νομοθετικών ρυθμίσεων με κοινό παρανομαστή τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τμήμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελεί το δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Κομμάτι του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς είναι και το νομοθετικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς. Αντικείμενο της παρούσας μελέτης αποτελεί η παρουσίαση του ρυθμιστικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς και ειδικότερα της κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης, όπως αυτή εξελίχθηκε έως σήμερα, στο δίκαιο των ΗΠΑ, στο Κοινοτικό δίκαιο και το ελληνικό δίκαιο. Κατά τον τρόπο αυτό διαρθρώνεται και η ύλη, η οποία περιλαμβάνει τρία κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η Securities Exchange Act (1934) και η Sarbanes-Oxley Act (2002), νομοθετήματα που αφορούν στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση της Οδηγίας 2003/6/EK κατά το μέρος που αυτή αναφέρεται στην κατάχρηση της εμπιστευτικής πληροφόρησης και αναλύεται η διαδικασία μέχρι την ψήφιση της εν λόγω Οδηγίας και των κατευθυντήριων γραμμών που τη συνοδεύουν.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται περιγραφή του Ν. 3340/2006, με τον οποίο ενσωματώθηκε η κοινοτική Οδηγία στο ελληνικό δίκαιο και με τον οποίο ρυθμίζεται η κατάχρηση της προνομιακής πληροφόρησης, ως τρόπος κατάχρησης της αγοράς.

³ Ως αποτελεσματικότητα (economic efficiency) ορίζεται η κατάσταση εκείνη της παραγωγής κατά την οποία η οικονομική ευημερία ενός προσώπου μπορεί να βελτιωθεί, χωρίς να βλαφθεί η ευημερία ενός άλλου προσώπου. Βλέπε σχετικά Samuelson/Nordhaus, σελ. 648-649 και Ippolito, R.A.,(2005),σελ. 1-36

⁴ Αναλυτικότερα για τα αιτήματα της ρυθμιστικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα βλέπε Στεφάνου – Γκόρτσος, (2006), σελ. 185-190

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΗΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ
ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ
ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.

1.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στο πλαίσιο προστασίας του επενδυτή, η ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς⁵ των Η.Π.Α είχε αρχικώς ανατεθεί στα νομοθετικά όργανα της κάθε πολιτείας ξεχωριστά, οι οποίες εξέδιδαν τους λεγόμενους blue sky laws⁶. Αντικείμενο ρύθμισης των πολιτειακών νόμων ήταν τόσο η διαδικασία χρηματιστηριακής εισαγωγής αξιόγραφων, όσο και η απαγόρευση απατηλών πράξεων που θα έβλαπταν τους επενδυτές. Γρήγορα όμως οι νόμοι αυτοί αποδείχθηκαν ανεπαρκείς, καθόσον η εφαρμογή τους περιοριζόταν εντός της εδαφικής κυριαρχίας της πολιτείας που τους θέσπιζε. Για να τύχουν εφαρμογής μάλιστα απαιτούταν⁷ τοπική αρμοδιότητα τόσο επί των εμπλεκόμενων προσώπων, όσο και επί των πραγματοποιούμενων συμβάσεων. Η αδυναμία εφαρμογής των πολιτειακών νόμων για συμβάσεις, συναπτόμενες από πρόσωπα σε διαφορετικές πολιτείες⁸ ευθύνεται για την πολλαπλότητα των απατών με αξιόγραφα που διαπράχθηκαν στις αρχές του 20^{ου} αιώνα και οδήγησαν μοιραία στο κραχ του 1929.

Ως τρόπος ανάκτησης της χαμένης εμπιστοσύνης των επενδυτών αλλά και αντιμετώπισης του προβλήματος θεσπίσθηκε⁹ σε ομοσπονδιακό πλέον επίπεδο το Securities Act (1933) και το Securities Exchange Act (1934). Με τα νέα νομοθετήματα δινόταν έμφαση στην πρόσβαση του επενδυτικού κοινού σε όλες εκείνες τις πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την ορθή εκτίμηση των εμπορευόμενων αξιόγραφων^{10 11}, ενώ παράλληλα ιδρύθηκε και η Securities and Exchange Commission¹² μία ανεξάρτητη ομοσπονδιακή εποπτική αρχή με

⁵ Securities regulation

⁶ Ονομάστηκαν έτσι από το σκοπό για τον οποίο θεσπίστηκαν: να ρυθμίσουν την κεφαλαιαγορά, ώστε οι επενδυτές να μπορούν προστατευμένοι από κερδοσκοπικά παιχνίδια να διεκδικήσουν ένα κομμάτι ουρανού.

⁷ Ακόμη έως σήμερα.

⁸ Interstate commerce

⁹ Με εισήγηση του νεοεκλεγέντος Fr. Roosevelt.

¹⁰ Full disclosure.

¹¹ Scott, H. (1996): "Federal Regulation of Securities" in Morrison, Alan B. "Fundamentals of American Law, σελ. 432

¹² Στο εξής S.E.C.

διοικητικές¹³, νομοθετικές και οιονεί δικαστικές αρμοδιότητες. Στα πλαίσια, της παραχωρηθείσας από το Κογκρέσο, νομοθετικής της αρμοδιότητας η S.E.C. εκδίδει εκτελεστικές πράξεις¹⁴ των Acts, με ισχύ νόμου, ενώ η δικαστική της αρμοδιότητα προβλέπει τη διενέργεια αυτεπάγγελτων ερευνών, όπου υπάρχει υποψία παράβασης των Securities Regulation, και την επιβολή διοικητικών προστίμων.

Τα βασικά αυτά νομοθετήματα ακολούθησαν και άλλα, όπως το Public Utility Holding Company Act του 1935, το Trust Indenture Act του 1939, το Investment Company Act του 1940 με τελευταίο και σπουδαιότερο το Sarbanes-Oxley Act του 2002.

1.2. Securities Exchange Act (1934)¹⁵

1.2.1 Εισαγωγή

Η S.A. (1933) έχει ως αντικείμενο μόνο την πρωτογενή διάθεση μετοχών στο κοινό, ενώ το S.E.A. (1934) έχει πεδίο εφαρμογής σε όλα τα άλλα θέματα που αφορούν στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, εκτός αυτού της πρωτογενούς εισαγωγής και διαθέσεως μετοχών¹⁶. Η S.E.A. δηλαδή τυποποιεί και απαγορεύει ορισμένα είδη συμπεριφοράς στην αμερικανική αγορά κεφαλαίων και καλύπτει θέματα όπως το insider trading, το proxy voting καθώς και θέματα δημοσιότητας των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης¹⁷.

Παράλληλα, με την S.E.A. (1934) δημιουργήθηκε η Securities Exchange Commission¹⁸, ως ανεξάρτητη ρυθμιστική αρχή της ομοσπονδιακής κεφαλαιαγοράς¹⁹, αποτελούμενη από πέντε Επιτρόπους, που επιλέγονται από τον Πρόεδρο της αμερικανικής δημοκρατίας και εγκρίνονται από τη Γερουσία. Ο Πρόεδρος της SEC, του οποίου η θητεία είναι πενταετής προέρχεται συνήθως από την ίδια παράταξη με τον αμερικανό πρόεδρο. Ωστόσο, η SEC αποτελεί ανεξάρτητη

¹³ Π.χ. Εποπτεία των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων για την εισαγωγή των μετοχών τους προς διαπραγμάτευση.

¹⁴ Τα λεγόμενα Rules and Regulations.

¹⁵ Στο εξής S.E.A.

¹⁶ Scott, H. (1996) σελ.485 επ.

¹⁷ Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht. Σελ.420-421

¹⁸ Στο εξής S.E.C.

¹⁹ Πρόκειται για την αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

αρχή. Οι κυρώσεις, τις οποίες επιβάλλει στους παραβάτες της SEA είναι διοικητικές και προσβάλλονται ενώπιον ενός διοικητικού δικαστή και σε δεύτερο βαθμό στο ομοσπονδιακό εφετείο. Σε κάθε περίπτωση η SEA έχει αυξημένες εξουσίες και διατηρεί τη δυνατότητα να επιβάλλει εκ νέου πρόστιμο, για την ίδια πράξη, αλλάζοντας τις αιτιολογίες της αρχικής απόφασής της, αν ο προσφύγων δικαιωθεί από τη δικαστική χρήση.

1.2.2. Ευθύνη

1.2.2.1. Συρροή αξιώσεων

Η αποκατάσταση της ζημίας των προσώπων που ζημιώνονται από τη συναλλαγή κινητών αξιών μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους, αναλόγως του δικαίου, του οποίου κάθε φορά θα γίνει επίκληση. Ειδικότερα, οι αξιώσεις (remedies) αυτές μπορούν να διαιρεθούν σε τρεις κατηγορίες : α) σε αξιώσεις του common law ή equity, β) σε αξιώσεις των πολιτειακών νόμων (blue sky laws) και γ) σε αξιώσεις των ομοσπονδιακών νόμων και του Rocketeer Influenced and Corrupt Organisation (RICO). Πιο συγκεκριμένα οι περισσότεροι πολιτειακοί νόμοι συρρέουν με τις αξιώσεις του common law. Επίσης, τα Securities Act (1933) και Securities Exchange Act (1934) επιτρέπουν ρητά τη συρροή με άλλους νόμους. Έτσι, σε περιπτώσεις όπου οι πολιτειακοί νόμοι δεν έχουν εφαρμογή μπορεί να χρησιμοποιηθεί common law ή ομοσπονδιακοί νόμοι, ενώ εκεί που οι ομοσπονδιακοί νόμοι δεν είναι αποτελεσματικοί μπορεί να θεμελιωθεί αξίωση από τους πολιτειακούς νόμους.

1.2.2.2. Ρητά προβλεπόμενη ευθύνη

Η S.E.A. προβλέπει στο άρθρο 9 αστική ευθύνη για τη χειραγώγηση της αγοράς, στο άρθρο 16 αστική ευθύνη για insider trading, στο άρθρο 18 αστική ευθύνη για παραπλανητικές δηλώσεις και στο άρθρο 29 μια γενική ρήτρα ακύρωσης συμβολαίων που έγιναν κατά παράβαση των προηγούμενων διατάξεων. Οι ρητά προβλεπόμενες ευθύνες της S.E.A. του 1934, με εξαίρεση αυτή για insider trading είναι κατά πολύ λιγότερο αυστηρές από τις αντίστοιχες της S.A. 1933.

Για τη χειραγώγηση το άρθρο 9 ορίζει μια σειρά από απαγορευμένες συμπεριφορές που συνιστούν παράνομες πρακτικές χειραγώγησης. Έτσι, με πεδίο

εφαρμογής όλα τα πρόσωπα που χρησιμοποιούν το ταχυδρομείο ή το διαπολιτειακό εμπόριο ή τα εθνικά χρηματιστήρια, :

- Απαγορεύει τις λεγόμενες wash sales, όπου ο δράστης είναι ταυτόχρονα αγοραστής και πωλητής στην ίδια αξία²⁰.
- Απαγορεύει τις υπαίτιες παραπλανητικές ή ψευδείς δηλώσεις για την κατάσταση της εταιρείας, της οποίας η αξία αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο αξιών²¹.
- Απαγορεύει στο χρηματιστή ή άλλο πρόσωπο να προκαλέσει την αγορά ή πώληση αξίας, μέσω κυκλοφορίας, στη συνηθισμένη πορεία του επαγγέλματός του, πληροφοριών ότι η τιμή μιας τέτοιας αξίας θα ανέβει ή θα πέσει²².
- Απαγορεύει σε τρίτους τη διάδοση τέτοιων πληροφοριών έναντι λήψεως από το χρηματιστή άμεσου ή έμμεσου ανταλλάγματος²³.
- Απαγορεύει με μία γενική ρήτρα, που είναι και η καρδιά του νομοθετήματος, τη διενέργεια σειράς συναλλαγών επί εισηγμένης αξίας δημιουργώντας πραγματικές ή εμφανιζόμενες συναλλαγές ή ανεβάζοντας ή ρίχνοντας την τιμή της αξίας με σκοπό την αγορά/πώληση της αξίας αυτής από άλλους²⁴.

Στο άρθρο 16 της S.E.A. ορίζονται και τυποποιούνται οι περιορισμοί και οι απαγορευμένες συμπεριφορές για τους insiders. Η παράγραφος (α) υποχρεώνει κάθε διοικητή²⁵(director) ή στέλεχος(officer) ή κάθε πρόσωπο που είναι ιδιοκτήτης αξίας σε ποσοστό άνω του 10% (principal stockholder) σε αναφορά προς το S.E.C., η οποία θα περιέχει το ποσό όλων των αξιών που του ανήκουν. Οι αναφορές θα κατατίθενται στο S.E.C. και στα χρηματιστήρια, όταν αποκτηθεί για πρώτη φορά από τα πρόσωπα αυτά ένα τέτοιο status, ενώ για κάθε περαιτέρω κίνηση του χαρτοφυλακίου τους σχετικά με την αξία αυτή, θα πρέπει να υποβάλλουν πάλι σχετικές αναφορές εντός δέκα ημερών από το τέλος κάθε ημερολογιακού μήνα, κατά τη διάρκεια του οποίου

²⁰ Άρθρο 9(α)(1)

²¹ Άρθρο 9(α)(4)

²² Άρθρο 9(α)(3)

²³ Άρθρο 9(α)(5)

²⁴ Άρθρο 9(α)(2)

²⁵ Για την εφαρμογή της παρ. (α) δεν εφαρμόζεται το τυπικό κριτήριο του φέροντος τον τίτλο του διοικητή αλλά αρκεί να ασκεί τα ανάλογα καθήκοντα.(Rule 3b-2)

σημειώθηκε η κίνηση αυτή, ενώ πληροφορίες για τις σχετικές κινήσεις είναι δημοσίως προσβάσιμες σε βάσεις δεδομένων και σε στήλες εφημερίδων, όπως το «Insider Trading Spotlight» της Wall Street Journal²⁶.

Για να αποφευχθεί μάλιστα η παράνομη χρήση των πληροφοριών αυτών από τους insiders, προβλέπεται στο άρθρο 16 παρ. (b) η επιστροφή στην εταιρεία όλων των κερδών που πραγματοποίησαν από τις αξίες αυτές, από χρηματιστηριακές κινήσεις σε μία περίοδο μικρότερη των έξι μηνών²⁷. Το αν οι συναλλαγές σχετίζονται με την εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών είναι, εν προκειμένω, αδιάφορο²⁸. Η σχετική αγωγή μπορεί να ασκηθεί από την εκδότρια εταιρεία, ή από τον ιδιοκτήτη οποιασδήποτε αξίας της εκδότριας, ως πλαγιαστική αγωγή, στο όνομα και για λογαριασμό της, αν η τελευταία αποτύχει ή αρνηθεί τη δικαστική επιδίωξη της αξίωσής της εντός εξήντα ημερών μετά τη σχετική παράκληση προς αυτήν ή αποτύχει εν συνεχεία άνευ υπαιτιότητας να συνεχίσει τη σχετική διαδικασία, ενώ σε κάθε περίπτωση η αξίωση αυτή της εκδότριας παραγράφεται δύο χρόνια μετά την πραγματοποίηση του κέρδους²⁹.

Επιπλέον, στην παράγραφο (c) απαγορεύεται στους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών, όπως αυτοί περιγράφονται στην παράγραφο (a), να πωλούν αξίες της εκδότριας εταιρείας χωρίς να είναι κύριοι ή ακόμη και αν είναι κύριοι χωρίς να μεταβιβάσουν τις αξίες εντός είκοσι ημερών από την πώλησή τους.

Τέλος, σε περίπτωση που πιστωτικά ιδρύματα διορίσουν υπάλληλό τους στο διοικητικό συμβούλιο εταιρείας που εξυπηρετείται από αυτά, τότε σε ενδεχόμενη επιστροφή των βραχυπρόθεσμων κερδών δεν θα ευθύνεται μόνο ο υπάλληλος/διοικητής αλλά και το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα, θα υποχρεούται να επιστρέψει τυχόν τέτοιο βραχυπρόθεσμο κέρδος στην εταιρεία³⁰.

1.2.2.3. Ενδεχόμενες ευθύνες

Πρόκειται περί της ιδέας επιβολής αστικής ευθύνης λόγω παραβίασης

²⁶ Scott, H. (1996): "Federal Regulation of Securities" in Morrison, Alan B. "Fundamentals of American Law, σελ. 499.

²⁷ Ακόμη και αν η επένδυση, ως σύνολο των γενομένων συναλλαγών, ήταν στο σύνολο της επιζήμια. Επίσης κρίσιμο δεν είναι το πραγματικό κέρδος που αποκόμισε ο insider, αλλά το κέρδος που θα αποκόμιζε με ιδανική εκμετάλλευση των δυνατοτήτων της αγοράς.

²⁸ Schmidt, Insider Trading, Maßnahmen zur Vermeidung bei US Banken, σελ 19, υποσ. 8

²⁹ Άρθρο 16(b) εδ. β

³⁰ Blau v. Lehman, 368 U.S. 403 (1962)

απαγορευτικών διατάξεων νόμου, όπως ενσωματώθηκε στο άρθρο 874^A του Restatement of Torts³¹. Η πρώτη σχετική απόφαση του Supreme Court αφορούσε μία αστική αγωγή αποζημίωσης με βάση τον κανόνα 14a-9 του S.E.A. περί της απάτης σχετικά με την εκπροσώπηση του δικαιώματος ψήφου των μετόχων³², όπου όμως το δικαστήριο δεν έκανε χρήση του αδικοπρακτικού δόγματος. Μετά από διακυμάνσεις της νομολογίας τα δικαστήρια ακολουθούν πλέον την τάση να εξετάζουν, στην περίπτωση μη ρητής πρόβλεψης αστικής ευθύνης, όχι αν, κατά τη θέσπιση της απαγορευτικής διατάξεως, το Κογκρέσο σκόπευε ειδικών να υπονοήσει ενδεχόμενη αστική ευθύνη, αλλά αν το Κογκρέσο σκόπευε συγκεκριμένα να την αποκλείσει σιωπηρώς.

Το άρθρο 10 (b) του S.E.A., το οποίο τιτλοφορείται «*Ρύθμιση για την χρήση μηχανισμών χειραγώγησης και απάτης*» ορίζει ότι «είναι παράνομο για οποιοδήποτε πρόσωπο, άμεσα ή έμμεσα, με τη χρήση οποιασδήποτε υποδομής του διαπολιτειακού εμπορίου ή των ταχυδρομείων,να χρησιμοποιήσει ή να εφαρμόσει, σε σχέση με την αγορά ή την πώληση οποιασδήποτε αξίας εισηγμένης σε εθνικό χρηματιστήριο ή μη, οποιονδήποτε μηχανισμό ή τέχνασμα χειραγώγησης ή απάτης σε αντίθεση με τους κανόνες και τους κανονισμούς που η S.E.C. μπορεί να ορίσει ως απαραίτητους ή κατάλληλους για το δημόσιο συμφέρον ή για την προστασία των επενδυτών.». Πρόκειται δηλαδή, για έναν λευκό κανόνα δικαίου που εξουσιοδοτεί τη S.E.C. να ορίσει και να απαγορεύσει ορισμένες συμπεριφορές, σχετιζόμενες με το insider trading. Στο πρώιμο αυτό στάδιο μοναδικός σκοπός της διάταξης αυτής ήταν να απαγορεύσει τη διασπορά ειδήσεων με σκοπό την πτώση της τιμής της αξίας, καθώς κανείς δεν είχε φανταστεί την περίπτωση όπου ο insider πωλεί ή αγοράζει αξίες αποσιωπώντας γεγονότα σχετικά με τη διακύμανση της τιμής αξίας³³. Η S.E.C. λοιπόν εξέδωσε τον Κανόνα 10 b-5 με τίτλο «Χρήση μηχανισμών απάτης και

³¹ Όταν μια διάταξη νόμου προστατεύει μια ομάδα προσώπων προβλέποντας η απαιτώντας συγκεκριμένη συμπεριφορά, αλλά δεν προβλέπει αστική προστασία για την παραβίασή της, το δικαστήριο, εάν καθορίσει ότι η προστασία είναι κατάλληλη σε συνδυασμό με το σκοπό της νομοθεσίας και απαραίτητη, προκειμένου να διασφαλισθεί η αποτελεσματικότητα της διατάξεως, μπορεί να παραχωρήσει σε ένα ζημιωθέν μέλος της ομάδας αυτής δικαίωμα προς έγερση αγωγής, εφαρμόζοντας μία υπάρχουσα κατάλληλη αγωγή αδικοπραξίας ή μία νέα βάση αγωγής ανάλογη προς αυτήν μίας υπάρχουσας αγωγής εξ' αδικοπραξίας.

³² J.I. Case co. v. Borak, 337 U.S. 426 (1964)

³³ Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht. σελ.783

χειραγώγησης», σύμφωνα με τον οποίο είναι παράνομο για οποιοδήποτε πρόσωπο, άμεσα ή έμμεσα, με τη χρήση οποιασδήποτε υποδομής του διαπολιτειακού εμπορίου ή των ταχυδρομείων, (α) να εφαρμόσει οποιονδήποτε μηχανισμό, σχέδιο ή τέχνασμα για να εξαπατήσει, (b) να κάνει οποιαδήποτε αναληθή δήλωση για ένα ουσιαστικό γεγονός αναγκαίο για να μην καταστεί η δήλωση που έκανε, υπό το φως των περιστάσεων που έγινε, παραπλανητική, (c) να εμπλακεί σε οποιαδήποτε ενέργεια, πρακτική ή επιχειρηματική πορεία που λειτουργεί ή θα λειτουργούσε ως εξαπάτηση κάποιου σε σχέση με την αγορά οποιασδήποτε αξίας. Το ομοσπονδιακό δίκαιο στο πέρασμα του χρόνου αναπτύχθηκε βέβαιο πολύ περισσότερο από όσο είχε αρχικά επιδιωχθεί με τη ρύθμιση του Κανόνα 10 β-5, έτσι π.χ. εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του τόσο η διάδοση όσο και η απόκρυψη πληροφοριών³⁴, ενώ είναι αδιάφορο αν το πρόσωπο που διαδίδει ή αποκρύπτει τις πληροφορίες αγοράζει ή πουλά μετοχές ο ίδιος, με τη διαφορά ότι μόνο ενεργοποιείται ο ίδιος στην αγορά, υπέχει καθήκον δημοσιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας, ενώ σε αντίθετη περίπτωση δεν υποχρεούται να πράξει οτιδήποτε. Το S.E.C. ενσωμάτωσε την αρχή αυτή στο δόγμα « δημοσιοποίησε τις εμπιστευτικές πληροφορίες ή να απόσχει από το εμπόριο αξιών», το οποίο εφαρμόζεται τόσο στις closed όσο και στις public corporations. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι ο επενδυτής που ζημιώθηκε από παράνομο insider trading έχει αξίωση αποζημίωσης κατά του insider, εφόσον πληρούνται ορισμένες διαδικαστικές προϋποθέσεις³⁵.

Επιμέρους προϋποθέσεις της αξίωσης αποζημίωσης εκ του Κανόνα 10b-5 : Οι προϋποθέσεις για τη γένεση αξίωσης αποζημίωσης αυξήθηκαν σημαντικά μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970 προκειμένου, όπως σημείωσε το S.Ct να οριοθετηθεί η προστασία των επενδυτών, η οποία λόγω της φιλελεύθερης στάσης των δικαστηρίων έτεινε να επεκταθεί απεριόριστα. Οι προϋποθέσεις της ευθύνης διαγράφονται τελικώς ως εξής:

A) Αγορά ή πώληση μετοχών.

Σύμφωνα με το δόγμα Birnbaum³⁶ απαιτείται ο ενάγων να έχει πραγματικά αγοράσει ή πωλήσει μετοχές, ενώ δεν αρκεί το γεγονός ότι βάσει της διάδοσης ανακριβών ή της αποσιώπησης σημαντικών πληροφοριών απείχε μόνον της αγοράς ή

³⁴ Silent insider trading

³⁵ Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (1946)

³⁶ Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d461 (1952)

της πώλησης. Αμφισβήτηση υπάρχει για το αν τα ορτίον μπορούν να εξισωθούν με μετοχές, ώστε να εμπίπτουν στον ίδιο κανόνα. Σημειωτέον, πως η προϋπόθεση αυτή ισχύει μόνο για τον ενάγοντα και όχι για τον εναγόμενο.

Β) Ουσιώδεις πληροφορίες³⁷

Οι πληροφορίες οι οποίες διαδόθηκαν ή αποσιωπήθηκαν θα πρέπει να είναι σημαντικές για τη λήψη μίας επενδυτικής αποφάσεως από έναν μέσο επενδυτή³⁸. Το σχετικό κριτήριο που εφαρμόζεται λέγεται total mix test και σύμφωνα με αυτό ουσιώδεις πληροφορίες είναι αυτές που η δημοσιοποίησή τους κατά λογική κρίση θα επηρέαζε σημαντικά το σύνολο όλων των προσβάσιμων πληροφοριών για την εν λόγω εταιρεία³⁹.

Γ) Σχέση εμπιστοσύνης

Μεταξύ του ζημιωθέντα και του insider πρέπει να υφίσταται μία σχέση εμπιστοσύνης. Κατά συνέπεια η τυχαία απόκτηση εμπιστευτικής πληροφορίας από έναν outsider δεν προσδίδει σε αυτόν την ιδιότητα του insider κατά Κανόνα 10b-5. Το S.Ct τοποθετήθηκε επί του προβλήματος στην απόφαση *Chiarella v. U.S.*, 445 (1980), όπου έκρινε ότι ο υπάλληλος βιβλιοπωλείου που αποκόμισε εμπιστευτική πληροφορία για μια επερχόμενη εξαγορά μιας επιχειρήσεως από ένα προς εκτύπωση δοθέν έντυπο της και τη χρησιμοποίησε, δεν ευθύνεται έναντι των επενδυτών της επιχείρησης, καθώς από την απλή κατοχή της πληροφορίας δεν συνάγεται και η ύπαρξη κάποιας σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ τους, που να τον υποχρέωνε να τη δημοσιοποιήσει. Αυτό που δεν κρίθηκε από το δικαστήριο, για δικονομικούς λόγους, είναι το αν ο εναγόμενος καταχράστηκε την πληροφορία, συνεπακόλουθα δε και αν προκύπτει ενδεχόμενη αξίωση αποζημίωσης των επενδυτών από την παράνομη κατάχραση⁴⁰ της πληροφορίας. Σύμφωνα όμως με τη γνώμη της μειοψηφίας, όποιος αποκτά με αθέμιτο τρόπο εμπιστευτικές πληροφορίες είναι υποχρεωμένος είτε να τις δημοσιοποιήσει, είτε να απόσχει από τη χρήση τους, ακόμη δηλαδή και αν είναι outsider. Τη γνώμη αυτή, γνωστή και ως *misappropriation theory*, ακολούθησαν μετά διάφορα δικαστήρια. Αντιδρώντας στην απόφαση το S.E.C. εξέδωσε τον Κανόνα 14e-3, ο οποίος απαγορεύει σε κάθε φυσικό πρόσωπο να χρησιμοποιήσει

³⁷ Material information

³⁸ *Basic, Inc.v. Levison*, 108 S.Ct 978 (1988)

³⁹ Το κριτήριο αυτό ελήφθη από το δίκαιο των proxies.

⁴⁰ misappropriation

εμπιστευτική πληροφορία για επικείμενη εξαγορά επιχείρησης, προερχόμενη από insider, για αγορά ή πώληση μετοχών, εν γνώσει του εμπιστευτικού χαρακτήρα και της προελεύσεως των πληροφοριών αυτών. Η θεωρία αυτή αντιμετωπίστηκε ξανά από το S.Ct. στην υπόθεση Carpenter⁴¹, όπου δέχθηκε την ευθύνη ενός δημοσιογράφου της Wall Street Journal, ο οποίος γνωρίζοντας το περιεχόμενο των άρθρων του και το χρονοδιάγραμμα σύμφωνα με το οποίο θα δημοσιευόταν στην εφημερίδα, αγόραζε και πωλούσε μετοχές λίγο πριν τη δημοσίευση των άρθρων του, που αφορούσαν τις μετοχές αυτές. Το πρωτοβάθμιο δικαστήριο είχε κρίνει ότι τόσο το χρονοδιάγραμμα δημοσίευσης, όσο και το περιεχόμενο των επενδυτικών συστάσεων αποτελούν ουσιώδης μη προσβάσιμες στο ευρύ κοινό πληροφορίες, ανήκουσες στην εφημερίδα και όχι στο δημοσιογράφο, του οποίου τελικά η ευθύνη, σύμφωνα με τον Κανόνα 10b-5, γεννάται λόγω της κατάχρησης αυτών. Το S.Ct. επιβεβαίωσε τη θέση αυτή⁴².

Το στοιχείο της εμπιστοσύνης είναι αυτό που καθορίζει τελικά ποιοι έχουν την ιδιότητα του insider. Το S.Ct. έχει αποφύγει να δώσει κάποιον ορισμό της έννοιας, ενώ γίνεται δεκτό πως insider είναι όποιος εξαιτίας της ιδιότητάς του σε μια εταιρεία έχει πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες για τη εταιρεία αυτή. Εξ ορισμού δηλαδή είναι insider τα μέλη του δ.σ., καθώς και όλα τα στελέχη και οι υψηλόβαθμοι υπάλληλοι. Επιπλέον όμως, ως insider μπορούν να θεωρηθούν και δικηγόροι, που αποκτούν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες στα πλαίσια της παροχής των νομικών υπηρεσιών τους στην εταιρεία, αλλά και λογιστές, φοροτεχνικοί, χρηματομεσίτες και συνεργάτες επενδυτικών τραπεζών, που συνδέονται με την εταιρεία με σχέση εντολής. Εφόσον μεταξύ αυτών των προσώπων και της εταιρείας υπάρχει σχέση εμπιστοσύνης, παρόμοια αυτής μεταξύ της εταιρείας και των τυπικών insider, τότε αυτοί θεωρούνται κατά πλάσμα ως insider και υπόκεινται στη ρύθμιση του Κανόνα 10b-5.

Οι τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικοί οίκοι προσπαθούν να αποφύγουν την ευθύνη τους αποκόπτοντας τελείως το τμήμα εκείνο της επιχείρησής τους που ασχολείται με την παροχή επενδυτικών συμβουλών από τους υπόλοιπους τομείς

⁴¹ US v. Carpenter, 791 F.2d 1024 (1986)

⁴² Δυστυχώς χωρίς αιτιολογία.

δραστηριότητός τους μέσω των λεγόμενων «σινικών τειχών»⁴³. Τέλος, πρέπει να γίνει η διάκριση μεταξύ του insider και του λεγόμενου tippee⁴⁴, που είναι ένας outsider, ο οποίος μαθαίνει από κάποιον insider μια εμπιστευτική πληροφορία. Το πρόσωπο αυτό θα ευθύνεται κατά τη διάταξη του Κανόνα 10b-5, εάν και εφόσον σύμφωνα με την ίδια διάταξη ευθύνεται και ο insider, που έδωσε την πληροφορία. Η ευθύνη αυτή χαρακτηρίζεται ως παράγωγη και στην πραγματικότητα πρόκειται για αντικειμενική ευθύνη του tippee, αν ο insider υπαίτια παραβίασε την υποχρέωση πίστεως που υπέχει έναντι της εταιρείας, για προσωπικό του όφελος.

Δ) Πρόθεση

Ο insider πρέπει να έχει δράσει δολίως, δηλαδή πρέπει να είχε την πρόθεση να χειραγωγήσει, να παραπλανήσει ή να εξαπατήσει τους άλλους⁴⁵, ενώ η απλώς αμελής διάδοση αναληθών ή η αποσιώπηση ουσιωδών πληροφοριών δεν αρκεί. Τα όρια όμως είναι εν προκειμένω ρευστά, καθώς σύμφωνα με τη νομολογία των κατωτέρων δικαστηρίων αρκεί και η βαριά αμέλεια⁴⁶ για τη γένεση της αξίωσης αποζημίωσης, ενώ στη θεωρία καταφάσκει η αξίωση αποζημίωσης, όταν ο insider γνωρίζει το αμφίβολο της ορθότητας των πληροφοριών που διέδωσε. Το στοιχείο του δόλου εξάλλου δεν είναι απαραίτητο μόνο στην αγωγή αποζημίωσης ενός επενδυτή, αλλά και για την έκδοση αποφάσεως ασφαλιστικών μέτρων για αθέμιτο insider trading, κατ' αίτηση του S.E.C., απαραίτητη προϋπόθεση είναι να έχει παραβιαστεί με πρόθεση η υποχρέωση δημοσιοποίησης.

Ε) Αιτιότητα

Ο ζημιωθείς πρέπει ακόμη να είχε πραγματική βασιστεί πάνω στην ανακριβή ή ατελή πληροφόρηση, δεν απαιτείται όμως να είχε βασιστεί σε συγκεκριμένη συμπεριφορά, εν είδει είτε πράξης, είτε παραλείψεως, του insider, αλλά να είχε πιστέψει ότι η χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής είναι πιστή αντανάκλαση όλων των σημαντικών πληροφοριών για την εταιρεία, ότι δηλ. η κεφαλαιαγορά δεν είχε παραπλανηθεί με απατηλό τρόπο. Αυτή είναι η λεγόμενη fraud on the market theory που ακολουθεί το S.Ct., το οποίο δέχεται το μαχητό τεκμήριο ότι όποιος πωλεί ή αγοράζει μετοχές στο χρηματιστήριο, έχει εμπιστοσύνη στην αποτελεσματικότητα

⁴³ Chinese walls

⁴⁴ Αυτό που στα ελληνικά αποδίδεται «παπαγαλάκι»

⁴⁵ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)

⁴⁶ recklessness

της λειτουργίας της αγοράς, ενώ ενδεχόμενη γνώση του επενδυτή περί της απατηλής παραπλάνησης πρέπει να αποδειχθεί από τον εναγόμενο insider⁴⁷. Σε περίπτωση που η παρανομία του insider όμως στηρίζεται στην αποσιώπηση από αυτόν ουσιωδών πληροφοριών προκύπτουν δυσκολίες, καθώς δεν μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι βασίστηκε σε πληροφορίες που δεν δόθηκαν ποτέ. Με άλλα λόγια, η εμπιστοσύνη στο ότι δημοσιοποιήθηκαν όλες οι ουσιώδεις πληροφορίες δεν κρίνεται άξια προστασίας.

ΣΤ) Αιτιώδης σύνδεσμος

Τελευταία προϋπόθεση για την εφαρμογή του Κανόνα είναι να υπάρχει αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ παραβίασης υποχρέωσης δημοσιοποίησης και ζημίας, γεγονός το οποίο συνήθως τεκμαίρεται, όταν ο insider παραβίασε με πρόθεση την υποχρέωσή του αυτή. Ας σημειωθεί τέλος ότι ο insider μπορεί να ευθύνεται παράλληλα με νόμιμο λόγο ευθύνης με κάποιο ειδικότερη διάταξη, ενώ ο Κανόνας καθιερώνει την ευθύνη του όχι μόνο ως δράστη της αδικοπραξίας, αλλά και ως προστηθέντα σε αυτήν.

Οι κυρώσεις της παραβίασης του Κανόνα είναι οι εξής:

Αν πληρούνται οι παραπάνω έξι προϋποθέσεις, τότε ο ζημιωθείς έχει αξίωση αποκατάστασης της ζημίας του. Ο υπολογισμός όμως της ζημίας, διαφέρει ανάλογα με το αν ο insider διέδωσε ανακριβείς ή ατελείς πληροφορίες ή αποσιώπησε ουσιώδεις πληροφορίες, παραβιάζοντας έτσι την υποχρέωση δημοσιοποίησης:

1) Αν ο insider διέδωσε ανακριβείς ή ατελείς πληροφορίες, τότε σύμφωνα με την κρατούσα στη νομολογία γνώμη ο ζημιωθείς πρέπει να αποκατασταθεί, ώστε να επανέλθει στη θέση που θα ήταν, εάν αγόραζε ή πωλούσε μετοχές αμέσως μετά την διόρθωση των ανακριβών πληροφοριών⁴⁸.

2) Διαφωνία επικρατεί αντίθετα σχετικά με τον τρόπο υπολογισμού της αποζημίωσης στην περίπτωση της παραβίασης της υποχρέωσης δημοσιοποίησης, καθώς στην περίπτωση αυτή είναι προβληματική τόσο ο καθορισμός του χρονικού σημείου που επήλθε η ζημιά, καθώς θα πρόκειται συνήθως για ολόκληρη χρονική περίοδο, όσο και η απόδειξη της προκλήσεως ζημιάς, από ότι αντίστοιχα στην παραπλάνηση, όπου και σταθερό χρονικό σημείο υπάρχει και η πρόκληση της ζημιάς

⁴⁷ Basic Inc., v. Levison, 108 S.Ct.978 (1988)

⁴⁸ Mitchell v. Texas Gulph Sulphur Co., 446F.2d 90(1971)

είναι πιο εύκολο να αποδειχθεί. Έτσι έχουν υποστηριχθεί τέσσερα μέτρα υπολογισμού της ζημιάς:

α) Ευρύ μέτρο: σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, ο insider καλείται να αποκαταστήσει ολόκληρη τη ζημία, δηλαδή ολόκληρη τη διαφορά μεταξύ της τιμής στην οποία πλήρωσε ή πληρώθηκε και την τιμή μετά τη δημοσιοποίηση της εμπιστευτικής πληροφορίας. Η διαφορά αυτή δηλαδή αφορά τη συνολική διαφορά μεταξύ των δύο τιμών, ανεξάρτητα από το αν μεσολάβησαν και άλλοι παράγοντες, πλην της παραλείψεως δημοσιοποίησης, που επηρέασαν τελικώς την τιμή της μετοχής.

β) Μέθοδος «εκτίναξης» : Η αποζημίωση στην περίπτωση αυτή υπολογίζεται όπως και παραπάνω, με τη διαφορά ότι ο insider ευθύνεται κατά αποτέλεσμα μόνο για εκείνο το ποσό κατά το οποίο έγινε πλουσιότερος ο ίδιος ή για το ύψος της απώλειας που εξοικονόμησε με το insider trading. Με τον τρόπο αυτό περιόρισε η νομολογία την αποζημίωση μόνο σε εκείνο το ποσό που μπορεί να καταλογιστεί στην μη δημοσίευση της πληροφορίας, ενώ η ευθύνη του insider αποκλείεται στην περίπτωση που μεσολάβησαν και άλλα γεγονότα τα οποία επηρέασαν την χρηματική πορεία της μετοχής.

γ) Κανόνας του ταυτόχρονου εμπορίου: Ο κανόνας αυτός δεν αφορά τόσο στο ποσοτικό κριτήριο του υπολογισμού της ζημιάς αλλά το χρονικό, καθώς ορίζει ότι ο insider ευθύνεται μόνο για εκείνες τις ζημιές, που προέκυψαν για τρίτους από συναλλαγές που έγιναν ταυτόχρονα με τις συναλλαγές του insider, αποκλείοντας έτσι την ευθύνη του για συναλλαγές που έγιναν μετά το πέρας της αγοραστικής του δραστηριότητας. Από την άλλη μεριά όμως ο insider θα ευθύνεται για τις απώλειες από ταυτόχρονες συναλλαγές απεριόριστα, σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο.

δ) Προσέγγιση πολλαπλών ζημιών: Σύμφωνα με την τέταρτη αυτή θεωρία, η οποία όμως δεν έχει βρει αντίκτυπο και στη νομολογία, η ευθύνη του insider περιορίζεται σε ένα εκ των προτέρων πολλαπλάσιο του ποσού εκείνου που αποκόμισε ο insider ως κέρδος από τη δράση του. Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιείται στην πράξη από το S.E.C. κατά τον υπολογισμό χρηματικών ποινών που καταλογίζει στους insider για παραβίαση του Κανόνα 10b-5.

1.3. Sarbanes-Oxley Act (2002)

1.3.1 Εισαγωγή

Ο νόμος Sarbanes-Oxley⁴⁹ που επικυρώθηκε στις 30 Ιουλίου 2002, θεσπίστηκε ειδικά για να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών⁵⁰ σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα που είχε κλονιστεί σημαντικά από μια σειρά σκανδάλων στην αγορά των ΗΠΑ.

Η κύρια επιδίωξη του νόμου Sarbanes - Oxley (2002) είναι να καταπολεμηθούν το πρόβλημα και οι κίνδυνοι της ελλιπούς χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και της χειραγώγησης των επενδυτών, όπως φάνηκε ότι υπάρχουν μέσα από τις περιπτώσεις Enron, WorldCom, Global Crossing, κλπ. Στα αίτια εμφάνισης αυτών των φαινομένων συγκαταλέγονται οι απολαβές της διοίκησης, η προσωπικότητα και η ισχύς του διευθύνοντος συμβούλου, η συμπεριφορά της διοίκησης, η ανικανότητα ή η αδυναμία του διοικητικού συμβουλίου και της επιτροπής λογιστικού ελέγχου, η αναποτελεσματικότητα ή η εξάρτηση των ελεγκτών, οι αδύναμοι εσωτερικοί έλεγχοι και η αδύναμη διαχείριση των κινδύνων, οι μη σκληρές ποινές για τους παραβάτες, κλπ.

Ο νόμος Sarbanes - Oxley στοχεύει στην εξουδετέρωση των παραγόντων που οδηγούν σε φαινόμενα εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού με τον έλεγχο των επιτροπών λογιστικού ελέγχου, την ανεξαρτησία των ελεγκτών λογιστών, την ενίσχυση των εσωτερικών ελέγχων και της διαχείρισης των κινδύνων, και την επιβολή ποινών που θα αποτρέπουν αξιόποινες και καιροσκοπικές συμπεριφορές. Τα σκάνδαλα λογιστικής εξαπάτησης, αν δεν ανακαλυφθούν εγκαίρως, μπορούν να προκαλέσουν ανεπανόρθωτες ζημιές ακόμη και για ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πρωταρχικά, ο νόμος Sarbanes - Oxley αναγνωρίζει τον ρόλο και τις ανάγκες των μετόχων, αλλά και την αξία του κεφαλαίου της επιχείρησης. Χωρίς την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, η οικονομική

⁴⁹γνωστός και ως Sarbox

⁵⁰ FASB (1976), p. 122-130. Αν η αγορά των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι αποτελεσματική, τότε ο επενδυτής δεν έχει κανένα πλεονέκτημα από την ανάλυση της κοινής σε όλους πληροφόρησης ούτε ως προς την ιστορία μιας αξίας ούτε ως προς την εκδότηρια την αξία εταιρεία.

ανάπτυξη θα επιβραδυνθεί. Ο νόμος Sarbanes - Oxley τονίζει το ρόλο της διοίκησης ως αντιπροσώπου των μετόχων και διαχειριστή των συμφερόντων αυτών.

Με τον νόμο Sarbanes - Oxley επαναχαρακτηρίζονται οι διατάξεις οι σχετικές με τον διορισμό των ελεγκτών λογιστών και τις απολαβές τους. Οι γενικοί και οικονομικοί διευθυντές των εταιρειών οφείλουν να βεβαιώνουν την ορθότητα και την ακρίβεια των δημοσιευόμενων λογιστικών πληροφοριών καθώς και την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Επίσης, με τον νόμο Sarbanes - Oxley ελέγχονται η χορήγηση δανειακών κεφαλαίων προς τα στελέχη και το διοικητικό συμβούλιο των εισηγμένων εταιρειών, όπως και οι κινήσεις του χαρτοφυλακίου των στελεχών που διαθέτουν εσωτερική πληροφόρηση. Η παροχή πληροφοριών σχετικά με τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, την αποδοτικότητα, την κεφαλαιακή διάρθρωση, τις προοπτικές των εταιρειών, όπως και σχετικά με τις εκθέσεις και τα σχόλια των ορκωτών ελεγκτών λογιστών, κρίνεται πλέον αναγκαία εφόσον επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών. Τέλος, με τον νόμο Sarbanes - Oxley πολλές πράξεις χαρακτηρίζονται πλέον ως κακουργήματα. Κυρίαρχο όφελος είναι ότι αναβαθμίζεται πλέον η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να ενισχύεται έτσι και η δυναμικότητα της κεφαλαιαγοράς.

1.3.2. Δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων

Αποκρινόμενος στο φιάσκο της Enron, ο νόμος Sarbox υποχρεώνει πλέον την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να εκδώσει κανόνες για τη δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων που αφορούν όλες τις κρίσιμους μεγέθους και σημασίας εκτός ισολογισμού συναλλαγές και να εκπονήσει ολοκληρωμένη μελέτη για τις οικονομικές μονάδες οικονομικού σκοπού (S.P.E.⁵¹). Υπάρχουν αναφορές που καταδεικνύουν ότι κατά το οικονομικό έτος 2000 η Enron είχε πάνω από 4.000 S.P.E. και ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών πρό φόρων προερχόταν από αυτές και όχι από τα εντός ισολογισμού κέρδη. Ο νόμος Sarbox επιβάλλει τη συμβατότητα των οικονομικών προβλέψεων με τα πραγματικά λογιστικά νούμερα και την έγκαιρη δημοσιοποίηση των κρίσιμων στοιχείων που αφορούν την οικονομική κατάσταση των εταιρειών.

⁵¹ Special Purpose Entities

Ειδικότερα, ως προς τις υποχρεώσεις δημοσιοποίησης, ο Sarbox στα άρθρα 401-409 ορίζει :

- Η γνωστοποίηση των συγκεκριμένων πληροφοριών, οι οποίες θα επιφέρουν ουσιώδη μεταβολή στην κατάσταση ή τη λειτουργία μιας εταιρείας, πρέπει να γίνεται άμεσα, σε τρέχουσα βάση. Αν απαιτείται πρόσθετη πληροφόρηση η S.E.C. έχει την διακριτική ευχέρεια να παραγγείλει την γνωστοποίησή της με τον ίδιο τρόπο. Οι μη Αμερικανοί εκδότες, κατά κανόνα δεν έχουν την ίδια υποχρέωση, μπορεί όμως να τους επιβληθεί, αν η S.E.C το κρίνει αναγκαίο⁵².
- Τα οικονομικά στοιχεία που δημοσιεύονται θα πρέπει να διέπονται από ακρίβεια και σαφήνεια⁵³.
- Τη δημοσιοποίηση και των συναλλαγών που είναι εκτός ισολογισμού, όπως τις συμφωνίες από τις οποίες πηγάζουν υποχρεώσεις ή δεσμεύσεις για την εταιρεία ή οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την οικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας. Τα κριτήρια για το αν μία τέτοια πληροφορία θα πρέπει να είναι δημοσιοποίηση εξειδικεύονται κατ' εξουσιοδότηση από τη S.E.C.⁵⁴
- Την ανεξαρτησία κατά την διοικητική δομή και τον έλεγχο μεταξύ των εσωτερικών τμημάτων της εταιρείας⁵⁵.
- Βεβαιώσεις ανεξάρτητων εσωτερικών ελεγκτών για τη λειτουργική και οργανωτική κατάσταση της εταιρείας. Η βεβαίωση θα συντάσσεται σύμφωνα με τις οδηγίες του Συμβουλίου Λογιστικής Επίβλεψης των Εταιριών⁵⁶. Το Συμβούλιο Λογιστικής Επίβλεψης των Εταιριών επιτελεί ανεξάρτητο έλεγχο των ελεγκτικών εταιρειών, διαμορφώνει τις διαδικασίες πραγματοποίησης του λογιστικού ελέγχου, επιθεωρεί και διευθύνει τη διαδικασία του ποιοτικού ελέγχου, και φροντίζει για τη συμμόρφωση των εταιρειών με το νόμο Sarbanes - Oxley (2002).
- Την επιβολή περιορισμών σχετικά με τη χρήση οικονομικών πληροφοριών, πριν την συμπλήρωση της αίτησης-φόρμας γνωστοποίησης.

⁵² Άρθρο 401

⁵³ Άρθρο 407

⁵⁴ Άρθρο 404

⁵⁵ Άρθρο 409

⁵⁶ Public Company Accounting Oversight Board

Οι ποινές που προβλέπονται για την μη τήρηση των ανωτέρω υποχρεώσεων ορίζονται στο ανώτατο όριο κάθειρξης των είκοσι ετών, ενδεικτικό της σημασίας που δίνεται για την εφαρμογή του Sarbox.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΤΟ ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ
ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ
ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Οι σύγχρονες κεφαλαιαγορές είναι *περίπλοκες, ασταθείς, κινδυνώδεις*⁵⁷ και παρουσιάζουν μια ασύμμετρη κατανομή του πιο σημαντικού αγαθού που διακινείται σε αυτές : της πληροφορίας. Σήμερα περισσότερο από ποτέ ο κίνδυνος στις κεφαλαιαγορές είναι εγγενής, εμφανίζεται δηλαδή ως δομικό στοιχείο στη λειτουργία των σύγχρονων κεφαλαιαγορών, παρά ως εξωτερική επενέργεια από κάποιο απρόβλεπτο γεγονός. Ταυτόχρονα, τα κράτη του δυτικού κόσμου προώθησαν την φιλελευθεροποίηση των πρωτογενών χρηματοπιστωτικών αγορών διευκολύνοντας τους θετικούς αποταμιευτές⁵⁸ να διοχετεύσουν τα πλεονάζοντα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις ανά τον κόσμο που αναζητούν χρηματοδότηση. Η παγκοσμιοποίηση αλλά και η εντός Ε.Ε προβλεπόμενη ελευθερία κίνησης κεφαλαίου, όπως αυτή ορίζεται στην Συνθήκη της Λισαβόνας, καθιστά την ασφαλή και επαρκή πληροφόρηση το σπουδαιότερο κριτήριο των επενδυτών για την επιλογή αγοράς. Ο σύγχρονος επενδυτής δηλαδή έλκεται ολοένα και περισσότερο από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου των κρατών, των οποίων η νομοθεσία διασφαλίζει την εξάλειψη φαινόμενων κατάχρησης αγοράς. Προς υλοποίηση του στόχου αυτού η Ε.Ε έδωσε ιδιαίτερη βαρύτητα στις οδηγίες που εξέδωσε προς τα κράτη- μέλη για την ενίσχυση των κανόνων της αξιόπιστης εποπτείας των αγορών⁵⁹. Μέρος του κοινοτικού κανονιστικού πλαισίου για τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και την εποπτεία του ενιαίου κοινοτικού χρηματοπιστωτικού χώρου⁶⁰ που υιοθετήθηκε, είναι και οι οδηγίες που εκδόθηκαν έως σήμερα για την καταπολέμηση του φαινόμενου της κατάχρησης αγοράς. Συγκεκριμένα, την 18-11-1989 εκδόθηκε η οδηγία 89/592/Ε.Κ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου « σχετικά με την καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο »⁶¹. Η οδηγία αυτή αντικαταστάθηκε στις 12-4-2003 από την οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου « σχετικά με τις καταχρηστικές πρακτικές στη/ν αγορά »⁶². Για την εφαρμογή της ανωτέρω

⁵⁷ Οι χαρακτηρισμοί ανήκουν στον Καραγκουνίδη Α., (2007), «Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», σελ. 11.

⁵⁸ Για το όρο βλ. Γκόρτσος, Χ. (2009): Διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, στο συλλογικό τόμο (επ. Χ. Παμπούκης): Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ 831-869.

⁵⁹ Ένας εκ των στρατηγικών στόχων του FSAP.

⁶⁰ ECB (2001a), Ο βαθμός ενοποίησης των ευρωπαϊκών αγορών εντός ευρωζώνης είναι ήδη πολύ υψηλός.

⁶¹ ΕΕ L 334, 18/11/1989.

⁶² ΕΕ L 96/16, 12/4/2003.

οδηγίας εκδόθηκαν την 24/12/2003 από την Επιτροπή δύο ακόμη οδηγίες, η 2003/124/EK και η 2003/125/EK και την 23/12/2003 ο Κανονισμός 2273/2003.

2.2. Η προισχύουσα οδηγία 89/592/ΕΟΚ

Το έτος 1989 υιοθετήθηκε η Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου, η οποία αποτελεί την πρώτη αξιόλογη νομοθετική προσπάθεια εντός Ευρωπαϊκής Ένωσης για την ρύθμιση των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας ορίζεται με υποκειμενικά όρια από τα πρόσωπα στα οποία απαγορεύονται ή επιτάσσονται συγκεκριμένες πράξεις και με αντικειμενικά όρια τις κινητές αξίες στις οποίες αναφέρεται. Για πρώτη φορά η οδηγία κάνει διάκριση, ανάλογα με τον τρόπο κατοχής της πληροφορίας, μεταξύ πρωτογενών (primary insiders) και δευτερογενών (secondary insiders) κατόχων εμπιστευτικής πληροφόρησης. Προβλέπει επίσης, προληπτικά μέτρα προστασίας των επενδυτών, όπως την επιβολή άμεσης δημοσιοποίησης κάθε πληροφορίας που ενδέχεται να επηρεάσει την τιμή της κινητής αξίας μιας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας, ενώ, όσον αφορά τα κατασταλτικά μέτρα για την προστασία των επενδυτών, υποχρεώνει τα κράτη-μέλη να επιβάλλουν κυρώσεις για κάθε παράβαση των διατάξεων για το insider trading. Αξίζει να σημειωθεί, πως η οδηγία δεν απαγόρευε το insider trading, αλλά παραχωρούσε στα κράτη-μέλη ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα για να την ενσωματώσουν στο εθνικό τους δικαϊκό σύστημα. Το πρόβλημα όμως που δημιουργούσε η οδηγία και το οποίο ήταν και το βασικό της μειονέκτημα, ήταν πως ακολουθούσε το παραδοσιακό πρότυπο, αφήνοντας στα κράτη-μέλη μεγάλη διακριτική ευχέρεια για την εφαρμογή της. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, την ενσωμάτωση της οδηγίας και κυρίως την ορισμό κυρώσεων για την παραβίαση αυτής από τα κράτη μέλη με μεγάλη απόκλιση μεταξύ τους⁶³. Αντίστοιχο, πρόβλημα παρουσιάστηκε και με την πληθώρα διαφορετικών ορισμών, που χρησιμοποιήθηκαν από τα κράτη μέλη για τις βασικές έννοιες και τους ορισμούς των διατάξεων.

⁶³ Ο Ευρωπαϊκός Κώδικας Συμπεριφοράς σχετικά με τις συναλλαγές επί κινητών αξιών που εισήχθη από την Επιτροπή το έτος 1977 (με τη μορφή σύστασης της Επιτροπής) και στον οποίο αντιμετωπίζεται το ζήτημα της διάδοσης ψευδών πληροφοριών και της διενέργειας πράξεων που σκοπό έχουν την άνοδο ή την πτώση της τιμής κινητών αξιών, δεν είχε δεσμευτικό χαρακτήρα. (77/534/ΕΟΚ: Σύσταση της Επιτροπής, της 25ης Ιουλίου 1977, περί καθιέρωσης ευρωπαϊκού κώδικα συμπεριφοράς όσον αφορά τις συναλλαγές στον τομέα των κινητών αξιών, ΕΕΕΕ L 212 της 20/08/1977 σ. 37 - 43).

Τα ανωτέρω πρόβλημα έγινε ακόμη εντονότερο μετά και την έκδοση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ⁶⁴ για τις επενδυτικές υπηρεσίες, η οποία όριζε την έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων, έννοια η οποία δεν είχε συμπεριληφθεί στην οδηγία 89/592/ΕΟΚ. Συνεκτιμώμενων όλων των ανωτέρω προβλημάτων και ελλείψεων της οδηγίας, αλλά και τα νέα δεδομένα που δημιουργήθηκαν με την πάροδο του χρόνου και την ανάπτυξη της τεχνολογίας στις κεφαλαιαγορές, κατέστη απαραίτητη μια προσπάθεια διαμορφώσεως ενός νέου κοινοτικού ρυθμιστικού πλαισίου, πληρέστερου και αποτελεσματικότερου. Σε αυτό το πλαίσιο, το έτος 1998, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ανάθεσε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να καταρτίσει σχέδιο δράσης για να βελτιωθεί η λειτουργία της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών.

2.3. Το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες⁶⁵

Η αναδιάρθρωση και ενίσχυση του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου είχε ως στόχους:

- Την διασφάλιση της σταθερότητας των κεφαλαιγορών και των τραπεζικών συστημάτων των κρατών-μελών,
- Την απελευθέρωση της παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και μεταφοράς κεφαλαίων
- Την προστασία των επενδυτών και
- Την εξάλειψη των διαφορών μεταξύ των κρατών- μελών αναφορικά με τη φορολόγηση των εσόδων από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε το Μάιο του 1999 το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες⁶⁶, αποτελούμενο από 42 πρωτοβουλίες⁶⁷ για την

⁶⁴ ΕΕ L 141, οδηγία 93/22/ΕΟΚ τις 10/5/1993.

⁶⁵ Ανακοίνωση της Επιτροπής, Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες : Εφαρμογή του Πλαισίου για τις Χρηματοπιστωτικές Αγορές : Πρόγραμμα Δράσης, COM (1999) 232, 11.05.1999., Βλ. βλέπε Niamh Moloney, I. Time to Take Stock on the Markets : The Financial Services Action Plan Concludes as the Company Law Action Plan Rolls Out, σελ. 999 επ. International and Comparative Law Quarterly, Vol 53, Oct. 2004.

⁶⁶ Financial Services Action Plan (FSAP)

κεφαλαιαγορά και με χρονοδιάγραμμα υλοποίησης έως τον Απρίλιο του 2004. Όπως μάλιστα αναφέρεται στην Ανακοίνωση⁶⁸ της Επιτροπής της 11^{ης} Μαΐου 1999, στόχος της ήταν να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που θα προσέφερε το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα.

Οι τομείς δράσης του FSAP ήταν:

- Η εξάλειψη των εμποδίων για τη συγκέντρωση κεφαλαίων σε πανευρωπαϊκή κλίμακα μέσω της συνεργασίας της Επιτροπής με τη CESR⁶⁹.
- Η θέσπιση νομοθετικών εγγυήσεων για τη στήριξη των διασυνοριακών πράξεων διακανονισμού αξιών.
- Η θέσπιση συνεκτικού νομικού πλαισίου για τα επικουρικά συνταξιοδοτικά ταμεία.
- Η εφαρμογή των κανόνων προστασίας των επενδυτών- καταναλωτών.
- Η ενίσχυση των εποπτικών μηχανισμών.
- Η πληροφόρηση και διαφάνεια των εθνικών και διασυνοριακών επενδυτικών υπηρεσιών.
- Η δημιουργία διεθνών λογιστικών προτύπων.

⁶⁷ Στο πλαίσιο του FSAP, από το 1999 έως το 2005, υιοθετήθηκαν 42 μέτρα, κυρίως Οδηγίες, αλλά όχι μόνον, εκ των οποίων :

- 3 στον τραπεζικό τομέα
- 7 στον τομέα των κινητών αξιών και τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
- 8 στον τομέα της λιανικής τραπεζικής και τις πληρωμές
- 3 τον τομέα των υποδομών των κεφαλαιαγορών
- 6 στον τομέα των λογιστικών και ελεγκτικών θεμάτων
- 1 στον ασφαλιστικό τομέα
- 7 στο εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση
- 6 στον τομέα της ασφάλισης
- 1 στο φορολογικό τομέα,

Γκόρτσος, Χ. (2005), Το Ευρωπαϊκό Ρυθμιστικό Πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η Λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό, Γκόρτσος Χ., Ομιλία στο 4ο Διεθνές Τραπεζικό Forum, του Economist και της Hazlis & Rivas Co Ltd, με θέμα: «Ρυθμιστική παρέμβαση στον Τραπεζικό Τομέα. Χρειάζεται μια διακοπή;»

⁶⁸ Ανακοίνωση της Επιτροπής, Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες: Εφαρμογή του Πλαισίου για τις Χρηματοπιστωτικές Αγορές: Πρόγραμμα Δράσης, COM (1999) 232, 11.5.1999, σελ. 6

⁶⁹ Committee on European Securities Regulators

- Η εξασφάλιση ασφαλούς και ελεύθερου περιβάλλοντος για τη διασυννοριακή αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων.
- Η θέσπιση ενός κοινού νομικού πλαισίου για οργανωμένες αγορές κινητών αξιών με στόχο την ασφαλή παροχή διασυννοριακών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Το επόμενο έτος το FSAP έγινε μέρος του «Στόχου της Λισαβόνας», που επιδίωκε να καταστήσει την Ευρωπαϊκή Ένωση πιο ανταγωνιστική σε παγκόσμια κλίμακα και τις αγορές πιο «ολοκληρωμένες»⁷⁰,⁷¹. Η επιδίωξη αυτή του FSAP για ένα ασφαλέστερο χρηματοπιστωτικό χώρο περνούσε αναγκαστικά και μέσα από την αναδιάρθρωση του νομοθετικού πλαισίου για την κατάχρηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσπάθεια αυτή αναθεώρησης του κοινοτικού κανονιστικού πλαισίου για την λειτουργία των κεφαλαιαγορών και την εποπτεία του ενιαίου κοινοτικού χρηματοπιστωτικού χώρου⁷² πραγματοποιήθηκε σύμφωνα τη διαδικασία «Lamfalussy».

2.4. Η Επιτροπή Lamfalussy

2.4.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Εν όψει της διαπιστωμένης βούλησης του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, του Συμβουλίου και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε συνδυασμό με την γνωμοδοτική επιρροή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, για ενίσχυση της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης⁷³, στις 17 Ιουλίου του 2000 το Συμβούλιο Ecofin συγκρότησε επιτροπή αποτελούμενη από επτά διακεκριμένες προσωπικότητες του

⁷⁰ Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισαβόνας, υπογραμμίστηκε η ανάγκη δημιουργίας «αποτελεσματικών και ολοκληρωμένων κεφαλαιαγορών» (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισαβόνας, 23 και 24 Μαρτίου 2000, Συμπεράσματα της Προεδρίας, παρ. 20), και, μάλιστα, έγινε σαφής μνεία για την υιοθέτηση και τήρηση αυστηρού χρονοδιαγράμματος για την υλοποίηση του FSAP.

⁷¹ Σταϊκούρας Π. (2002) : Προς ένα νέο νομικό πλαίσιο για τη ρύθμιση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Η πρόταση Οδηγίας του 2001 και η σημασία της για την ελληνική έννομη τάξη, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, τόμος ΝΓ' σελ. 508 επ.

⁷² Περιλαμβάνει την ενιαία τραπεζική αγορά, την ενιαία ασφαλιστική αγορά και την ενιαία κεφαλαιαγορά.

⁷³ Για την έννοια της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, βλ. European Central Bank : Financial Integration in Europe, European Central Bank, April 2008, σελ. 6

χρηματοπιστωτικού χώρου, γνωστή ως «Επιτροπή Σοφών» ή «Επιτροπή Lamfalussy»⁷⁴. Στην Επιτροπή ανατέθηκε η σύνταξη εκθέσεως για:

- την αξιολόγηση του υφιστάμενου ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς,
- την αξιολόγηση της διαδικασίας έκδοσης νομοθετικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς,
- την υποβολή προτάσεων για την βελτίωση της διαδικασίας έκδοσης νομικών πράξεων, ώστε να επιτευχθεί ομοιόμορφη ενσωμάτωση αυτών από τα κράτη και την προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών ρυθμιστικών εποπτικών αρχών.

Η Επιτροπή Lamfalussy υπέβαλε στις 9 Νοεμβρίου 2000 την αρχική της έκθεση⁷⁵ και στις 15 Φεβρουαρίου 2001 της τελική της έκθεση “ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”. Όπως της ανατέθηκε στο πρώτο κεφάλαιο παρουσίασε τις ελλείψεις και τις αδυναμίες της υφιστάμενης διαδικασίας έκδοσης νομικών πράξεων στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, οι οποίες συνοψίζονται α) στην βραδύτητα ενσωμάτωσης των διατάξεων σε εθνικό επίπεδο, β) στην έλλειψη ευελιξίας, καθώς η διαδικασία τροποποίησης μιας νομικής πράξης ήταν χρονοβόρα, γ) στην ασάφεια ορισμένων διατάξεων που προκαλούσε ανομοιογενή ενσωμάτωση από τα κράτη- μέλη και δ) στην απουσία διάκρισης μεταξύ γενικών αρχών και λεπτομερών κανόνων εφαρμογής αυτών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της τελικής της έκθεσης⁷⁶ η Επιτροπή πρότεινε την υιοθέτηση ενός εννοιολογικού πλαισίου βασικών αρχών, την καθιέρωση μιας διαδικασίας σε τέσσερα επίπεδα για την έκδοση νομικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, τη σύσταση μιας Διοργανικής Ομάδας Παρακολούθησης και την επανεξέταση της διαδικασίας Lamfalussy το έτος 2004⁷⁷. Για την υλοποίηση της διαδικασίας των τεσσάρων επιπέδων η Επιτροπή προτείνει τη δημιουργία δύο επιτροπών:

⁷⁴ Η επιτροπή χρωστά το όνομά της στο επώνυμο του Προέδρου της, βαρόνου Alexander Lamfalussy, ο οποίος, εκτός των άλλων διατέλεσε Πρόεδρος του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος από το 1994 έως το 1998.

⁷⁵ “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”

⁷⁶ Lamfalussy Report (2001), σελ. 19-42.

⁷⁷ Ήδη έχει αντικατασταθεί από τις προτάσεις της Έκθεσης de Larosiere.

1) την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών (European Securities Committee), η οποία θα λειτουργεί ως κανονιστική επιτροπή, θα συμβουλεύει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τις νομικές πράξεις που θα υιοθετούνται στο Επίπεδο 1 και 2 της διαδικασίας και θα γνωμοδοτεί προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με το περιεχόμενο της εντολής που αυτή δίνει στην Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών.

2) την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators), η οποία θα επεξεργάζεται σχέδια εκτελεστικών μέτρων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του Επιπέδου 2 της διαδικασίας Lamfalussy και θα εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές για την ομοιόμορφη εφαρμογή των νομικών πράξεων των Επιπέδων 1 και 2.

2.4.2. Τα τέσσερα επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy⁷⁸

2.4.2.1 Το πρώτο επίπεδο

Στο πρώτο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy, οι νομοπαρασκευαστική διαδικασία με την οποία εκδίδονται οι Κανονισμοί και οι Οδηγίες παραμένει η ίδια. Ύστερα δηλαδή από νομοθετική πρωτοβουλία της Επιτροπής, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο εκδίδουν νομικές πράξεις ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου με τη διαδικασία της συναπόφασης του άρθρου 251 ΣυνΘΕΚ⁷⁹. Πλην όμως, η Επιτροπή πρότεινε οι βασικές νομικές πράξεις αυτού του επιπέδου να αποτελούν Κανονισμούς- πλαίσιο ή Οδηγίες-πλαίσιο. Πρότεινε επίσης η βασική νομική πράξη να προσδιορίζει με ακρίβεια τα εκτελεστικά μέτρα που θα εκδοθούν στο δεύτερο επίπεδο της διαδικασίας. Οι πραγματικοί νεωτερισμοί των προτάσεων της Επιτροπής Lamfalussy είναι οι εξής:

- 1) η μεγαλύτερη διαφάνεια στις διαβουλεύσεις με τους εμπλεκόμενους φορείς,
- 2) η ευχέρεια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να συμβουλεύεται την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών για τις βασικές νομικές πράξεις,
- 3) η επιτάχυνση της διαδικασίας έκδοσης των νομικών πράξεων με περιορισμό σε μία ανάγνωση της πρότασης Οδηγίας ή Κανονισμού,

⁷⁸ Βλ. αναλυτικά Ferran (2004), σελ. 61-74 και 99-107 και Γκόρτσος Χρ. Βλ. (2006) : Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού δικαίου : Πρέπει να προχωρεί το κοινοτικό δίκαιο με γενικές αρχές ή με λεπτομερείς ρυθμίσεις (rules v. principles) σελ. 20-37.

⁷⁹ Βλ. αναλυτικά Ιωαννίδου (2003), σελ. 1515-1519.

- 4) η πρόταση να επιλέγονται Κανονισμοί έναντι των Οδηγιών ώστε να υπάρχει μεγαλύτερη ομοιομορφία κατά την ενσωμάτωση από τα κράτη- μέλη.

Με άλλα λόγια, στο επίπεδο αυτό εκδίδονται με ταχύτερη διαδικασία, κατά τον ίδιο όμως τρόπο με προηγουμένως⁸⁰, οι βασικές νομικές πράξεις και προσδιορίζονται με ακρίβεια, η φύση και η έκταση των εκτελεστικών μέτρων που θα ληφθούν στο επίπεδο 2 για την εφαρμογή τους. Η Οδηγία 2003/6/ΕΚ είναι από τις πρώτες Οδηγίες-πλαίσιο που εκδόθηκαν με τη διαδικασία Lamfalussy, και περιέχει τα «ουσιαστικά στοιχεία»⁸¹ για τη διαμόρφωση του νέου θεσμικού πλαισίου για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από την κατάχρηση της αγοράς.

2.4.2.2 Το δεύτερο επίπεδο

Στο δεύτερο επίπεδο εισάγεται ο σπουδαιότερος νεωτερισμός της πρότασης της Επιτροπής Lamfalussy. Στο επίπεδο αυτό προβλέπεται η έκδοση των εκτελεστικών μέτρων για την εφαρμογή των ουσιαστικών στοιχείων των βασικών νομικών πράξεων και για την προσαρμογή ή επικαιροποίηση των μη ουσιαστικών στοιχείων τους. Ο νεωτερισμός συνίσταται στις αρμοδιότητες τις οποίες αναθέτει στις δύο προαναφερόμενες Επιτροπές. Συγκεκριμένα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναθέτει στη CESR την εκπόνηση εκτελεστικών μέτρων, όπως αυτά προσδιορίστηκαν στο Επίπεδο 1. Για την επιτάχυνση μάλιστα της διαδικασίας, επιβάλλει συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης. Η CESR υποβάλλει τις προτάσεις της στην ESC αφού πρώτα έρθει σε διαβούλευση με όλους τους φορείς της αγοράς.

Σύμφωνα με τις γενικές αρχές της Οδηγίας-πλαίσιο 2003/6/ΕΚ εκδόθηκαν στο δεύτερο Επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy τα ακόλουθα εκτελεστικά μέτρα:

- η Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Επιτροπής « για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς»⁸²,
- η Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής « για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του

⁸⁰ Η αλλαγή στον τρόπο έκδοσης νομικών πράξεων, θα απαιτούσε τροποποίηση της Συνθήκης.

⁸¹ Ορολογία που χρησιμοποίησε η Απόφαση 1999/468/ΕΚ.

⁸² E.E.L 339 της 24.12.2003, σ. 70-72

Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων»⁸³,

- η Οδηγία 2004/72/EK της Επιτροπής, « για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών»⁸⁴ και
- ο Κανονισμός 2273/2003 της Επιτροπής « για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων»⁸⁵.

2.4.2.3 Το τρίτο και τέταρτο επίπεδο

Το τρίτο Επίπεδο αποσκοπεί στην ομοιόμορφη ενσωμάτωση της βασικής νομικής πράξης του Επιπέδου 1 και των εκτελεστικών μέτρων του Επιπέδου 2 από τα κράτη- μέλη. Για την επίτευξη του στόχου αυτού ανατέθηκε στη CESR η έκδοση νομικά μη δεσμευτικών πράξεων, κατευθυντήριων γραμμών, τις οποίες απευθύνει προς τα κράτη- μέλη⁸⁶. Περαιτέρω, η CESR θα εκδίδει συστάσεις και κοινά πρότυπα και θα ελέγχει συγκριτικά μάλιστα τις πρακτικές των κρατών- μελών. Το σπουδαιότερο όμως είναι πως θα συντάσσει περιοδικές εκθέσεις για τις προόδους των κρατών- μελών στην ενσωμάτωση των βασικών νομικών πράξεων και των εκτελεστικών τους μέτρων, τις οποίες θα κοινοποιεί στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ESC.

⁸³ E.E.L 339 της 24.12.2003, σ. 73-77

⁸⁴ E.E.L 162 της 30.4.2004, σ. 70-75

⁸⁵ E.E.L 336 της 23.12.2003, σ. 33-38

⁸⁶ Παράγει δηλαδή κανόνες soft law.

Στο τρίτο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy, προς εξειδίκευση της βασικής νομικής πράξης του επιπέδου 1 και των εκτελεστικών μέτρων του επιπέδου 2, η CESR εξέδωσε τις ακόλουθες κατευθυντήριες γραμμές :

- Στις 11.5.2005 δημοσίευσε την πρώτη ομάδα κατευθυντήριων γραμμών, για τον προσδιορισμό των αποδεκτών πρακτικών της αγοράς, καθώς και μία σειρά ενδεικτικών πράξεων χειραγώγησης της αγοράς⁸⁷.
- Στις 12.07.2005 δημοσίευσε τη δεύτερη ομάδα κατευθυντήριων γραμμών, οι οποίες αναφέρονται στην κατάχρηση αγοράς, όπως αυτή πραγματοποιείται από την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών⁸⁸ και
- Στις 15.5.2009 δημοσίευσε την τρίτη ομάδα κατευθυντήριων γραμμών, οι οποίες εξειδικεύουν την κατάρτιση των καταλόγων των προσώπων που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτική πληροφόρηση, τις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου και τα προγράμματα σταθεροποίησης ιδίων μετοχών καθώς και τις αναφορές ύποπτων συναλλαγών και τον ορισμό της εσωτερικής πληροφορίας⁸⁹.

Η δημοσίευση των κατευθυντήριων αυτών γραμμών είναι ιδιαίτερης σημασίας, καθώς συμβάλλει προς την ομοιόμορφη εσωτερικοποίηση της βασικής νομικής πράξης για την κατάχρηση της αγοράς από τα κράτη μέλη και συγκλίνει προς την κατεύθυνση μίας ενιαίας αγοράς κεφαλαίου και χρήματος.

Τέλος, στο Επίπεδο 4 δίνεται έμφαση στις πρωτοβουλίες που πρέπει να αναλάβουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη-μέλη για την ταχεία και ορθή ενσωμάτωση των εκδιδόμενων νομικών πράξεων στο εθνικό τους δίκαιο.

2.4.3. Συμπερασματικές Παρατηρήσεις

Η συμβολή της διαδικασίας Lamfalussy στη διαμόρφωση του ευρωπαϊκού δικαίου κεφαλαιαγοράς συνίσταται κυρίως στην επιδιωκόμενη επιτάχυνση της διαδικασίας παραγωγής ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου και στην όσο το

⁸⁷ Committee of European Securities Regulators (2005) : Market Abuse Directive -Level 3 –First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines.

⁸⁸ Committee of European Securities Regulators (2007) : Market Abuse Directive -Level 3 –Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines.

⁸⁹ Committee of European Securities Regulators (2009) : Market Abuse Directive -Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines.

δυνατόν πιο ομοιόμορφη ενσωμάτωσή του από τα δίκαια των κρατών μελών. Βασιζόμενη στην ήδη υπάρχουσα διαδικασία κανονιστικής επιτροπολογίας, προχωρά σε διάκριση μεταξύ γενικών και λεπτομερών ρυθμίσεων. Η διάκριση αυτή επιτρέπει στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Επιτροπή να παράγουν τις γενικές ρυθμίσεις με ταχύτερο ρυθμό, ενώ σε δεύτερο χρόνο οι ρυθμίσεις αυτές εξειδικεύονται από επιτροπές που βρίσκονται πιο κοντά στους φορείς της αγοράς και έχουν καλύτερη αντίληψη της υφιστάμενης κατάστασης⁹⁰. Κατά τον τρόπο αυτό και μέσα από τη διαδικασία των επιτροπών παρέχεται μεγαλύτερη ευελιξία, ή οποία είναι απαραίτητη για την έγκαιρη αντίδραση του ρυθμιστικού πλαισίου στις δυναμικές εξελίξεις της αγοράς. Την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας, άλλωστε επισήμανε και η Διαθεσμική Ομάδα Παρακολούθησης το Μάιο του 2003 στην έκθεσή της.

2.5. Η Οδηγία 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση της αγοράς (MAD⁹¹)

2.5.1 Η Πρόταση Οδηγίας της Επιτροπής για την κατάχρηση της αγοράς

Η Πρόταση Οδηγίας για τη κατάχρηση της αγοράς που εξέδωσε η Επιτροπή στις 30.05.2001 ανήκει στο πρώτο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy, ως στάδιο της νομοπαραγωγικής διαδικασίας για τη δημιουργία του κοινοτικού ρυθμιστικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς. Στόχος της ήταν η ανάληψη σε Κοινοτικό επίπεδο πρωτοβουλίας για τη δημιουργία μίας ενιαίας αγοράς στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, μέσω της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Όπως ρητώς αναφέρεται « στόχος της νομοθεσίας για την πρόληψη των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες είναι ίδιος με εκείνον της νομοθεσίας κατά της χειραγώγησης της αγοράς : η εξασφάλιση της ακεραιότητας των κοινοτικών χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις

⁹⁰ Η συμβολή της διαδικασίας θεωρήθηκε σημαντική, ώστε η διαδικασία Lamfalussy επεκτάθηκε και στον τραπεζικό τομέα, στον τομέα ασφάλισης και στον τομέα συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες.

⁹¹ Market Abuse Directive

αγορές αυτές.»⁹². Η Πρόταση Οδηγίας, η οποία υποστηρίχθηκε ένθερμα και από τη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ψηφίσθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στις 24.10.2002 και το τελικό της κείμενο εγκρίθηκε από το Συμβούλιο στις 3.12.2002. Η Οδηγία 2003/6/EK που εκδόθηκε τελικώς, όπως τροποποιήθηκε με την 2008/26/EK και σε συνδυασμό με τα εκτελεστικά μέτρα που εκδόθηκαν για την εξειδίκευσή της, είναι η πρώτη Οδηγία που εκδόθηκε στο πλαίσιο του FSAP, με τη διαδικασία Lamfalussy και αφορά στην κατάχρηση της αγοράς⁹³. Στην έννοια της κατάχρησης της αγοράς εμπίπτουν οι έννοιες της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης και της χειραγώγησης της αγοράς⁹⁴. Αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι το πρώτο σκέλος της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης, όπως αυτή ρυθμίζεται από την Οδηγία 2003/6/EK.

2.5.2. Πεδίο εφαρμογής

Η MAD διευρύνει αισθητά το πεδίο εφαρμογής της σε σχέση με την προϊσχύουσα Οδηγία 89/592/ΕΟΚ, την οποία και καταργεί για να μην υπάρχουν αλληλοεπικαλύψεις. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις της Οδηγίας έχουν εφαρμογή σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο, το οποίο είναι εισηγμένο ή έχει γίνει αίτηση για την εισαγωγή του, προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ενός τουλάχιστον κράτους μέλους. Η διάταξη έχει εφαρμογή και σε περιπτώσεις που η συναλλαγή δεν έλαβε χώρα σε αυτήν την αγορά⁹⁵. Σε περιπτώσεις δηλαδή που ένα χρηματοπιστωτικό μέσο είναι εισηγμένο στην αγορά ενός Κράτους-Μέλους και η απαγορευμένη πράξη διεπράχθη σε άλλο Κράτος-Μέλος, είναι δυνατόν να εφαρμοστούν οι διατάξεις και των δύο Κρατών Μελών. Η πολλαπλή επικάλυψη έχει επικριθεί από την ΟΚΕ⁹⁶, η οποία αντιπροτείνει την πρόκριση της αρχής της έδρας του συναλλασσόμενου⁹⁷. Επιπλέον, οι διατάξεις της Οδηγίας που αφορούν μόνο το σκέλος της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης εφαρμόζονται και στα χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν

⁹² Βλ. παρ. 9,11 του Προομίου της Πρότασης Οδηγίας.

⁹³ Βλ. αναλυτικότερα Ferrarini G. (2004) *The European Market Abuse Directive*, 41 *Common Market Law Review* 711, Hansen J. (2004) "MAD in A Hurry : The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive", *European Business Law Review* 15, p. 183–22.

⁹⁴ Βλ. Λιβαδά, Χ. (2007): Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, σελ. 206 επ.

⁹⁵ Άρθρο 9 της Οδηγίας.

⁹⁶ Οικονομική Κοινωνική Επιτροπή

⁹⁷ Γνωμοδότηση της ΟΚΕ για την πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, CES 35/2002, 17.01.2002, παρ. 4.7.

είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση, πλην όμως η αξία τους εξαρτάται από άλλο χρηματοπιστωτικό μέσο εισηγμένο σε αγορά μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁹⁸.

Αξιοσημείωτο είναι ότι έχει επιλεχθεί ο όρος « χρηματοπιστωτικά μέσα»⁹⁹,¹⁰⁰ αντί του όρου «κινητές αξίες»¹⁰¹, που χρησιμοποίησε η οδηγία του 1989, διευρύνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο το πεδίο εφαρμογής και στα παράγωγα βασικών εμπορευμάτων¹⁰², που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά¹⁰³.

2.5.3. Διακρίσεις μεταξύ εμπιστευτικών πληροφοριών

Η Οδηγία απαγορεύει σε κάθε νομικό ή φυσικό πρόσωπο να κάνει χρήση μίας πληροφορίας, η οποία είναι εμπιστευτική, σύμφωνα με τις προβλεπόμενες από την ίδια την Οδηγία προϋποθέσεις, με σκοπό την απόκτηση, τη διάθεση ή την απόπειρα απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία αφορά η πληροφορία αυτή¹⁰⁴. Για το ορισμό της εμπιστευτικής πληροφόρησης η Οδηγία κάνει διάκριση ανάλογα με το αν αφορά :

- έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.
- παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα¹⁰⁵.

⁹⁸ Διατάξεις 2,3 και 4

⁹⁹ Financial instruments

¹⁰⁰ Σύμφωνα με την παρ. 3 του άρθρου 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ ως «χρηματοπιστωτικά μέσα» ορίζονται:

- οι κινητές αξίες όπως ορίζονται στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10^{ης} Μαΐου 1993, σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών,
- τα μερίδια σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες,
- τα μέσα χρηματαγοράς,
- τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά,
- οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου,
- τα δικαιώματα απόκτησης ή διάθεσης οποιουδήποτε μέσου των ανωτέρω κατηγοριών, περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά. Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει ιδίως τα δικαιώματα προαίρεσης σε νομίσματα και επιτόκια,
- τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα,
- κάθε άλλο μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους μέλους ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά.

¹⁰¹ Transferable securities

¹⁰² Αναλυτικός πίνακας των χρηματοπιστωτικών μέσων παρατίθεται στο Τμήμα Α του Παραρτήματος της Οδηγίας.

¹⁰³ Οργανωμένη αγορά θεωρείται αυτή που πληροί τις προϋποθέσεις που τίθενται από το άρθρο 1 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ.

¹⁰⁴ Άρθρο 1 παρ. 2

¹⁰⁵ Τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα περιλαμβάνονται στα χρηματοπιστωτικά μέσα, πλην όμως ο ορισμός της εμπιστευτικής πληροφόρησης διαφοροποιείται για αυτά.

- εκκρεμείς εντολές πελατών σε πρόσωπο που είναι επιφορτισμένο με την εκτέλεση εντολών σε χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁰⁶.

Και στις τρεις περιπτώσεις η πληροφορία πρέπει να είναι συγκεκριμένη και να μην έχει δημοσιοποιηθεί. Κατά την πρώτη περίπτωση η πληροφορία θα πρέπει να αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και η δημοσιοποίηση της πληροφορίας θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία αφορά ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων μέσων.

Κατά την δεύτερη περίπτωση¹⁰⁷ η πληροφορία θα πρέπει να αφορά άμεσα ή έμμεσα, ένα ή περισσότερα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα και οι συμμετέχοντες στις αγορές, στις οποίες γίνεται η διαπραγμάτευση αυτών των παραγώγων μέσων, θα αναμενόταν σύμφωνα με τις αποδεκτές πρακτικές¹⁰⁸ που ισχύουν σε αυτές να λάβουν την εν λόγω πληροφορία¹⁰⁹. Τέλος στην τρίτη περίπτωση¹¹⁰ για πρόσωπα που είναι επιφορτισμένα με την εκτέλεση εντολών που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέτρα, εμπιστευτικές πληροφορίες αποτελούν επιπλέον και αυτές που σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του και αν δημοσιοποιούνταν θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων.

Η έννοια δηλαδή των εμπιστευτικών πληροφοριών διατηρεί έναν ευρύ χαρακτήρα, συμπεριλαμβάνοντας πέραν των πληροφοριών που αφορούν εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα, και «εξωτερικές» -οικονομικής ή και πολιτικής ακόμη φύσεως- πληροφορίες, η δημόσια γνώση των οποίων μπορεί να επηρεάσει όλη την αγορά ή και επιμέρους κλάδους της (π.χ. πληροφορίες σχετικά με την κυβερνητική φορολογική πολιτική ή σε σχέση με τη μείωση των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδος, ή ακόμη και αναφορικά με την κήρυξη εθνικών εκλογών ή την κατάσταση της υγείας προσώπων της πολιτικής ηγεσίας)¹¹¹.

¹⁰⁶ Λιβαδά, Χ. (2007): Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, σελ. 206 επ.

¹⁰⁷ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 1, παρ. 1, εδ. β΄

¹⁰⁸ Κατά την παρ. 5 του άρθρου 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, «αποδεκτές πρακτικές αγοράς», θεωρούνται οι πρακτικές, οι οποίες αναμένονται ευλόγως σε μία χρηματοπιστωτική αγορά και είναι αποδεκτές από την αρμόδια αρχή.

¹⁰⁹ Blair, W. and Walker, G. (2006) : Financial Services Law, Oxford University, παρ. 6.49.

¹¹⁰ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 1, παρ. 1, εδ. γ΄

¹¹¹ Hopt, K. (1996) : "Insider regulation and timely disclosure" 21 Forum international, σελ. 6 επ.

2.5.4. Χαρακτηριστικά της εμπιστευτικής πληροφορίας

2.5.4.1 Η «συγκεκριμένη» πληροφορία

Για να χαρακτηριστεί μια πληροφορία ως εμπιστευτική και να υπαχθεί στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/EK θα πρέπει να είναι «συγκεκριμένη». Η έννοια του «συγκεκριμένου» της πληροφορίας εξειδικεύεται από τα εκτελεστικά μέτρα της Επιτροπής, και συγκεκριμένα από την Οδηγία 2003/124/EK¹¹². Ειδικότερα προβλέπεται ότι η πληροφορία πρέπει να αναφέρεται είτε α) σε κατάσταση¹¹³ που υφίσταται ή που ευλόγως αναμένεται ότι θα υπάρξει είτε β) σε γεγονός που έλαβε χώρα ή που ευλόγως αναμένεται ότι θα λάβει χώρα. Επιπλέον απαιτείται η πληροφορία να είναι αρκετά συγκεκριμένη, ώστε να μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα για την πιθανή επίδραση που θα έχει στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο «συγκεκριμένος» χαρακτήρας της πληροφορίας είναι αυτός ο οποίος θα την διαχωρίσει από την απλή φήμη ή την εικασία, της οποίας η κυκλοφορία δεν είναι καταδικαστέα, σύμφωνα με τις διατάξεις για την κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης. Ασφαλώς, η «κατάσταση» ή το «γεγονός», στα οποία θα πρέπει να αναφέρεται η πληροφορία, αρκεί να είναι και μελλοντικά. Μοναδικό κριτήριο στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να είναι η πιθανή εξαγωγή συμπερασμάτων από τον επενδυτή για επιπτώσεις στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων¹¹⁴. Στην έννοια του επενδυτή εμπίπτει ο «συνετός» επενδυτής ή σύμφωνα με την Οδηγία 2003/124/EK, ο «ορθολογικός» επενδυτής. Η επιλογή αυτή του «ορθολογικού» επενδυτή διευρύνει ακόμη περισσότερο τις περιπτώσεις που υπάγονται στις διατάξεις για την κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης, καθόσον περιλαμβάνει και περιπτώσεις όπου οι πληροφορίες είναι πιο εξειδικευμένες και μπορούν να εκτιμηθούν μόνο από πρόσωπα, όπως εκδότες, αναλυτές και σύμβουλοι. Σε αντίθετη περίπτωση, ειδικές πληροφορίες, που δεν είναι κατανοητές στο μέσο επενδυτή δεν θα μπορούσαν να εκτιμηθούν από αυτόν, ώστε να συνάγει συμπεράσματα και να πληρούνται οι προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό μια πληροφορίας ως «συγκεκριμένης».

¹¹² Οδηγία 2003/124/EK, άρθρο 1 παρ. 1

¹¹³ Με τον όρο «κατάσταση» αποδίδεται η αγγλική διατύπωση «set of circumstances».

¹¹⁴ CESR/06-562 παρ. 1.5



Σύμφωνα με τη CESR, η αξιολόγηση της πληροφορίας θα πρέπει να γίνει με τις υφιστάμενες συνθήκες τη στιγμή της διάδοσης¹¹⁵. Και αυτό διότι οι εκ των υστέρων διαθέσιμες πληροφορίες δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη λήψη μέτρων εναντίον επενδυτή, ο οποίος εξήγαγε λογικά συμπεράσματα από τις εκ των προτέρων διαθέσιμες πληροφορίες. Το κριτήριο της πιθανής εξαγωγής συμπερασμάτων από τον επενδυτή διευρύνει την έννοια της πληροφορίας, η οποία υπάγεται στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, καθόσον εξ αντιδιαστολής συνάγεται αφενός ότι πληροφορία δε χρειάζεται να είναι πλήρης¹¹⁶ ¹¹⁷ και αφετέρου ότι ο επενδυτής δεν απαιτείται να προβεί σε κάποια επένδυση.

Ενδεικτικά, περιπτώσεις που αποτελούν συγκεκριμένη πληροφορία είναι η συμφωνία ή διαπραγμάτευση εξαγοράς ή συγχώνευσης, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή διανομή υψηλού μερίσματος κ.α¹¹⁸.

2.5.4.2 « Η δημοσιοποίηση της πληροφορίας »

Για να χαρακτηριστεί μια πληροφορία ως εμπιστευτική και να υπαχθεί στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ θα πρέπει να μην έχει δημοσιοποιηθεί. Η CESR δεν έχει θεσπίσει εκτελεστικά μέτρα με τα οποία να περιγράφει πως μια πληροφορία δημοσιοποιείται, πλην όμως έχει αρκестεί στην εντολή: οι εμπιστευτικές πληροφορίες να δημοσιοποιούνται σύμφωνα με τις απαιτήσεις που προσδιορίζονται από την αρμόδια αρχή¹¹⁹. Αξίζει να σημειωθεί, ότι η πληροφορία θεωρείται δημοσιοποιημένη ακόμα και στις περιπτώσεις που η γνωστοποίησή της στο ευρύ κοινό δεν έγινε από τον εκδότη και σύμφωνα με τους όρους ορθής δημοσιοποίησης, αλλά από κάποιον τρίτο. Ασφαλές κριτήριο δηλαδή, με το οποίο συμφωνεί και η θεωρία¹²⁰, για το αν μια πληροφορία έχει καταστεί γνωστή στο ευρύ κοινό, θα πρέπει να είναι κατά πόσο η γνωστοποίησή της παρέχει τη δυνατότητα στο μέσο επενδυτή να έχει πραγματική πρόσβαση σε αυτή και να την αξιολογήσει. Κατά την έννοια αυτή

¹¹⁵ Βλ. Προοίμιο άρθρο 1 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.

¹¹⁶ Π.χ πρόταση εξαγοράς εταιρείας χωρίς να έχει ακόμα αποφασιστεί η τιμή.

¹¹⁷ Αντίθετη άποψη Βλ. Λιβαδά, Χ (2007), η οποία θεωρεί πως σε περίπτωση ανακοίνωσης πρόθεσης εξαγοράς μιας εταιρείας χωρίς να είναι γνωστή η τιμή, έστω και κατά προσέγγιση, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι προσδίδει στην πληροφορία αρκούντως συγκεκριμένο χαρακτήρα, ώστε να επιτρέπει την συναγωγή συμπερασμάτων ως προς την πιθανή επίπτωσή της στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων. ΧρηΔικ 2/2007 σελ. 212

¹¹⁸ Βλ. Μιχαλόπουλο, Γ. (2003), παρ. 23.

¹¹⁹ CESR/06-562, παρ. 1.9

¹²⁰ Βλ. Μιχαλόπουλο (2003), παρ. 22

υποστηρίζεται και από τη θεωρία¹²¹ αλλά και από νομολογία, ότι η πληροφορία γίνεται γνωστή από τη στιγμή που είναι πράγματι προσβάσιμη στο επενδυτικό κοινό είτε μέσω του τύπου είτε μέσω άλλου τρόπου. Μεγάλης σημασίας επίσης είναι η δημοσιοποίηση της πληροφορίας να γίνεται εγκαίρως και συντονισμένα σε όλα τα κράτη- μέλη, των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση.

2.5.4.3 Η πληροφορία που «αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα»

Για να χαρακτηριστεί μια πληροφορία ως εμπιστευτική και να υπαχθεί στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ θα πρέπει να αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Ως προς του εκδότες, η πληροφορία πρέπει να έχει σχέση με κάποιο ενδοεταιρικό γεγονός¹²² ή κάποιο γεγονός εκτός εταιρίας, που συνδέεται όμως άμεσα με αυτή. Τέτοια γεγονότα θα μπορούσαν να θεωρηθούν επί παραδείγματι τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών, η σύναψη ή λύση σημαντικών, η απόκτηση αδειών ευρεσιτεχνίας και η διανομή καταβολή μερισμάτων¹²³.

Αναλόγως, η πληροφορία που αφορά άμεσα τα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορεί να είναι η απόφαση ορισμένου μετόχου να εκποιήσει μεγάλο αριθμό μετοχών του ή απόφαση της οργανωμένης αγοράς στην οποία επιθυμεί να εισαχθεί σχετικά με τους όρους εισαγωγής.

Αναλόγως, τα στοιχεία που αφορούν έμμεσα τον εκδότη ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι γεγονότα τα οποία επηρεάζουν την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, πλην όμως η πηγή προέλευσής τους είναι εξωτερική. Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν π.χ. οι αποφάσεις της κυβέρνησης για αλλαγή του φορολογικού καθεστώτος, στατιστικά στοιχεία από στατιστικές μελέτες δημοσίων φορέων ή και αποφάσεις εποπτικών αρχών σχετικά με εισηγμένες εταιρείες. Επισημαίνεται πως οι

¹²¹ Βλ. Παπαντώνη (1999), σελ. 255.

¹²² Βλέπε Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ. (2009): «Στοιχεία ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ 258.

¹²³ Βλέπε αναλυτικά, CCSR/06-562, παρ. 1.15, όπου παρατίθεται ενδεικτικός κατάλογος γεγονότων που αφορούν άμεσα εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων.

εμπιστευτικές πληροφορίες που αφορούν έμμεσα τους εκδότες ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα υπόκεινται στον περιορισμό της απαγόρευσης χρήσης αλλά δεν υπόκεινται στην υποχρέωση δημοσιοποίησης¹²⁴. Τέλος, η πληροφορία μπορεί να αφορά ένα ή και περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες, χωρίς να τίθεται από την Οδηγία ή τις κατευθυντήριες γραμμές της CCSR περιορισμός, ως προς τον αριθμό.

2.5.4.4. Η πληροφορία που «εάν δημοσιοποιείτο θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεόμενων με αυτά παραγώγων μέσων»

Για να χαρακτηριστεί μια πληροφορία ως εμπιστευτική και να υπαχθεί στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/EK θα πρέπει η δημοσιοποίησή της να μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεόμενων με αυτά παραγώγων μέσων. Η εξέταση της προϋπόθεσης αυτής γίνεται *ex ante*, δηλαδή κρίνεται αν κατά το χρονικό σημείο της επίμεμπτης συμπεριφοράς, ήταν πιθανό η πληροφορία να μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η εξέταση πραγματοποιείται επί τη βάση του ορθολογικού επενδυτή¹²⁵, ενώ η επιρροή δεν απαιτείται να πραγματοποιηθεί, ούτε να είναι βεβαία, αλλά αρκεί να είναι πιθανή.

2.5.5. Κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών

Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK τα πρόσωπα που απαγορεύεται να κάνουν κατάχρηση της εμπιστευτικής πληροφορίας, την οποία κατέχουν διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, ανάλογα με τον τρόπο τον οποίο απέκτησαν την πληροφορία. Έτσι γίνεται διάκριση μεταξύ «πρωτογενών» και «δευτερογενών» κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών.

2.5.5.1. «Πρωτογενείς» κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών¹²⁶

Ως «πρωτογενείς» κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών νοούνται τα πρόσωπα, τα οποία βρίσκονται κοντά στον πυρήνα λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων και

¹²⁴ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 6 παρ.1

¹²⁵ Η επιλογή του ορθολογικού επενδυτή είναι και η επιλογή του νομοθέτη των ΗΠΑ, βλέπε αναλυτικότερα Ferrarini, G. And Wymeersch, E. (2006) σελ. 369

¹²⁶ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 2 παρ.1

αναφέρονται αναλυτικά στο άρθρο 2 εδ. 1 της Οδηγίας. Συγκεκριμένα «πρωτογενείς» κάτοχοι είναι τα πρόσωπα :

α) που είναι μέλη των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη,

β) συμμετέχουν στο κεφάλαιο του εκδότη

γ) έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες του εκδότη κατά την άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους και

δ) είναι κάτοχοι πληροφορίας λόγω της εγκληματικής τους δραστηριότητας.

Έτσι ο κύκλος των προσώπων που αποτελούν τους πρωτογενείς κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών διευρύνεται σε σχέση με την προισχύουσα Οδηγία 89/592/EK, αφενός με την προσθήκη της τέταρτης περίπτωσης των προσώπων που έγιναν κάτοχοι της πληροφορίας λόγω της εγκληματικής τους δραστηριότητας και αφετέρου διότι η Οδηγία περιλαμβάνει και πρόσωπα, τα οποία δεν έχουν καμία συμβατική σχέση με τον εκδότη. Επιπλέον, καθιερώνεται τεκμήριο κατοχής της εμπιστευτικής πληροφόρησης λόγω της ιδιαίτερης θέσης ή ιδιότητας του κατόχου με βάση του κριτηρίου την κατοχή της πληροφορίας και μόνο. Αν δηλαδή κάποιος από τους πρωτογενείς κατόχους εμπιστευτικής πληροφόρησης κατέχει κάποια πληροφορία, δεν απαιτείται για την υπαγωγή του στις διατάξεις της Οδηγίας, να αποδειχθεί πως απέκτησε την πληροφορία αυτή λόγω της ιδιότητάς του¹²⁷.

«Πρωτογενείς» κάτοχοι των εμπιστευτικών πληροφοριών μπορούν να είναι τόσο τα φυσικά όσο και τα νομικά πρόσωπα. Στην περίπτωση μάλιστα των νομικών προσώπων προβλέπεται και παράλληλη ευθύνη των φυσικών προσώπων που πραγματοποίησαν την παράνομη συναλλαγή για λογαριασμό του νομικού προσώπου, είτε με τη μορφή απόφασης είτε με τη μορφή εκτέλεσης της πράξης. Επίσης η υπαγωγή ή μη στις εν λόγω διατάξεις για κατάχρηση της εμπιστευτικής πληροφόρησης δεν εξαρτάται από τον τρόπο διενέργειας της συναλλαγής, αν δηλαδή αυτή πραγματοποιήθηκε απευθείας ή με διαμεσολαβητή.

Σημαντικές είναι οι αλλαγές που επιφέρει η Οδηγία στο θέμα της υποκειμενικής υπόστασης της απαγόρευσης, παραλείποντας εσκεμμένα τον όρο «εν γνώσει» που συνόδευε την εκμετάλλευση στην προισχύουσα Οδηγία. Διευρύνει, λοιπόν, την ευθύνη των κατόχων ακόμη περισσότερο, αφήνοντας εκτός αντικειμένου απόδειξης

¹²⁷ Το θέμα αυτό αποτέλεσε αντικείμενο τριβής της προισχύουσας Οδηγίας 89/592/EK

για τη στοιχειοθέτηση ευθύνης, τη γνώση τους για τον εμπιστευτικό χαρακτήρα της πληροφορίας.

2.5.5.2. «Δευτερογενείς» κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών

Στην κατηγορία των «δευτερογενών» κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών ανήκουν τα πρόσωπα φυσικά ή νομικά, τα οποία κατέχουν μία εμπιστευτική πληροφόρηση, πλην όμως δεν εμπίπτουν στις κατηγορίες των «πρωτογενών» κατόχων¹²⁸. Η διαφοροποίηση ανάμεσα στις δύο κατηγορίες κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών συνίσταται ότι για τους δευτερογενείς κατόχους η προϋπόθεση ότι γνωρίζουν ή ότι οφείλουν να γνωρίζουν ότι πρόκειται για εμπιστευτική πληροφορία είναι απαραίτητη.

2.5.6. Η απαγόρευση χρήσης της εμπιστευτικής πληροφορίας

Τόσο οι πρωτογενείς όσο και οι δευτερογενείς κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών απαγορεύεται¹²⁹:

1) να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν ή να προσπαθήσουν να αποκτήσουν ή να διαθέσουν, για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, αμέσως ή εμμέσως χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι εν λόγω πληροφορίες,

2) να ανακοινώσουν τις πληροφορίες σε άλλο πρόσωπο, εκτός αν τα πρόσωπα που υπόκεινται στην απαγόρευση ενεργούν στο σύνηθες πλαίσιο άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους και

3) να συνιστούν σε άλλο πρόσωπο ή να το παρακινούν βάσει εμπιστευτικής πληροφορίας, να αποκτήσει ή να διαθέσει, το ίδιο ή μέσω άλλου τα χρηματοπιστωτικά μέσα, στα οποία αφορά η εν λόγω πληροφορία.

Παρατηρείται ότι με την Οδηγία 2003/6/EK διευρύνεται το πλαίσιο των απαγορεύσεων, συμπεριλαμβάνοντας και την προσπάθεια απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων. Τέλος, προβλέπεται για τους μεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών υποχρέωση από οποιαδήποτε συναλλαγή και εκτέλεση εντολής πελατών

¹²⁸ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 4

¹²⁹ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 2 παρ. 1 και άρθρο 3

στο βαθμό που μπορούν εύλογα να θεωρήσουν ότι οι συναλλαγές αυτές βασίζονται σε εμπιστευτικές πληροφορίες¹³⁰.

2.5.7. Η δημοσιοποίηση της εμπιστευτικής πληροφορίας

Η μεγαλύτερη ίσως καινοτομία της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ είναι η δημιουργία υποχρέωσης δημοσιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας, καθώς επίσης και οι λοιπές υποχρεώσεις κατάρτισης καταλόγων προσώπων που έχουν πρόσβαση σε αυτές και ειδοποίησης της αρμόδιας αρχής σε περίπτωση εύλογης υποψίας ότι συγκεκριμένη συναλλαγή αποτελεί κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας. Σύμφωνα με το άρθρο 6 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, ο εκδότης χρηματοπιστωτικών μέσων υποχρεούται να δημοσιοποιεί το ταχύτερο δυνατό κάθε εμπιστευτική πληροφορία που τον αφορά άμεσα με τα μέσα και στο χρόνο που καθορίζονται από τα εκτελεστικά μέτρα της βασικής νομικής πράξης¹³¹. Δικαιολογητική της διάταξης αυτής αποτελεί το γεγονός ότι η εμπιστευτική πληροφορία παύει να είναι εμπιστευτική εάν δημοσιοποιηθεί. Εξάιρεση προβλέπεται στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο εκδότης με δική του ευθύνη καθυστερεί τη δημοσιοποίηση της εμπιστευτικής πληροφορίας προς διασφάλιση των προσωπικών του έννομων συμφερόντων και υπό την απαραίτητη προϋπόθεση ότι η παράλειψη αυτή δεν ενέχει τον κίνδυνο παραπλάνησης του κοινού¹³².

Ανάλογη υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης έχει και η εκδότρια εταιρεία ή το πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα ή για λογαριασμό της, σε περίπτωση που ανακοινώνει εμπιστευτική πληροφορία σε τρίτο κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του. Σύμφωνα με την κοινοτική ρύθμιση η υποχρέωση αυτή βαρύνει τον εκδότη μόνο όταν η παραπάνω ανακοίνωση έγινε από πρόθεση, ενώ εάν έγινε χωρίς πρόθεση η δημοσιοποίηση πρέπει να γίνεται το ταχύτερο δυνατόν.

¹³⁰ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 6

¹³¹ Οδηγία 2003/124/ΕΚ, άρθρο 2

¹³² Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 6 παρ. 2 και Οδηγία 2003/124/ΕΚ, άρθρο 3

2.5.8. Η δημοσιοποίηση των συναλλαγών των προσώπων που διοικούν εκδότριες εταιρείες

Στο ίδιο πλαίσιο επιβάλλεται στα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και στα πρόσωπα που είναι συνδεδεμένα με αυτά υποχρέωση γνωστοποίησης προς τον εκδότη των συναλλαγών που γίνονται για λογαριασμό τους και αφορούν μετοχές που εκδίδονται από τον εκδότη. Ο εκδότης στη συνέχεια δημοσιοποιεί την γενόμενη προς αυτόν γνωστοποίηση στο επενδυτικό κοινό και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹³³. Τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα καθορίζονται στο άρθρο 1 παρ. 1 της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ. Ενδεικτικά αναφέρονται τα μέλη Δ.Σ ή εποπτικού οργάνου του εκδότη αλλά και οι διευθυντές που έχουν τακτική πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες και λαμβάνουν διαχειριστικές αποφάσεις σχετικές με την επιχειρησιακή στρατηγική του εκδότη, οι γενικοί διευθυντές και οι επικεφαλές οικονομικών υπηρεσιών. Ως πρόσωπα που έχουν στενό δεσμό με πρόσωπο που ασκεί διευθυντικά καθήκοντα είναι οι σύζυγοι, τα εξαρτώμενα τέκνα¹³⁴ και οι λοιποί συγγενείς αυτού, οι οποίοι συγκατοικούν με αυτόν για ένα τουλάχιστον έτος πριν την παράνομη συναλλαγή κ.α.

Στην ίδια Οδηγία 2004/72/ΕΚ¹³⁵ προσδιορίζονται η φύση των συναλλαγών, ο τρόπος της γνωστοποίησης και η ευθύνη των προσώπων σε περίπτωση μη γνωστοποίησης. Η γνωστοποίηση περιλαμβάνει το ονοματεπώνυμο του προσώπου που ασκεί διευθυντικά καθήκοντα ή του προσώπου που έχει στενό δεσμό με αυτό, τη σχέση του υπόχρεου προσώπου με το πρόσωπο που ασκεί διευθυντικά καθήκοντα, την επωνυμία του εκδότη, το είδος του χρηματοπιστωτικού μέσου, τη φύση της συναλλαγής, την ημερομηνία που αυτή πραγματοποιήθηκε καθώς και την αξία και τον όγκο της συναλλαγής. Οι εκδότες έχουν την υποχρέωση να γνωστοποιούν προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάλογο με τα πρόσωπα έχουν διευθυντικά καθήκοντα και τα πρόσωπα που συνδέονται στενά με αυτά.

¹³³ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 6 παρ. 4

¹³⁴ Σύμφωνα με την 30/17-3-2006 Εγκυκλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εξαρτώμενα τέκνα είναι τα τέκνα που δεν έχουν συμπληρώσει το 18ο έτος της ηλικίας τους.

¹³⁵ Άρθρο 6 παρ. 1.

2.5.9. Η κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

Μία ακόμη υποχρέωση των εκδοτών είναι η δημοσιοποίηση καταλόγων των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών¹³⁶ και περιοδικής ενημέρωσης αυτών. Στους καταλόγους αυτούς, οι οποίοι θα πρέπει να είναι πάντοτε ενημερωμένοι για οποιαδήποτε μεταβολή, αναφέρονται και άλλα στοιχεία εκτός των ονομάτων των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών. Συγκεκριμένα θα πρέπει να αναφέρεται η ακριβής ταυτότητα των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ο τρόπος με τον οποίο απέκτησαν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές και η ημερομηνία εγγραφής τους στον κατάλογο. Οι κατάλογοι ενημερώνονται άμεσα για κάθε μεταβολή τους, ενώ παραμένουν δημοσιευμένοι για τουλάχιστον πέντε έτη από την κατάρτισή τους. Αν μάλιστα τα χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε περισσότερες από μία οργανωμένες αγορές, τότε οι προδιαγραφές κατάρτισης των καταλόγων πρέπει να είναι σύμφωνες με τις προδιαγραφές του κάθε κράτους ξεχωριστά¹³⁷.

2.5.10. Η ανακοίνωση των υπονοιών για κατάχρηση αγοράς

Η Οδηγία 2003/6/EK, προβλέπει υποχρέωση των προσώπων που πραγματοποιούν συναλλαγές κατ' επάγγελμα σε χρηματοπιστωτικά μέσα να ειδοποιούν το ταχύτερο δυνατόν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όταν υπάρχουν σοβαρές υπόνοιες ότι οι συναλλαγές αυτές στοιχειοθετούν καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών¹³⁸. Ως υπόχρεα πρόσωπα που πραγματοποιούν κατ' επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα νοούνται οι επιχειρήσεις επενδύσεων ή τα πιστωτικά ιδρύματα. Στα άρθρα 7-11 της Οδηγίας 2004/72/EK προσδιορίζονται ποιες είναι ύποπτες συναλλαγές, η προθεσμία και το περιεχόμενο της γνωστοποίησης. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι η γνωστοποίηση πρέπει να γίνεται εντός του αντικειμενικά απαραίτητου χρόνου μετά την κατάρτιση της συναλλαγής, ενώ πρέπει να γνωστοποιείται ο λόγος για τον οποίο δημιουργείται

¹³⁶ Οδηγία 2004/72/EK, άρθρο 5

¹³⁷ Βλέπε διαδικτυακό τόπο : www.cesr-eu.org, Market Abuse Directive, Level 3-second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, public consultation, November 2006, σελ. 14

¹³⁸ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 6, παρ. 9 και Οδηγία 2004/72/EK, άρθρο 1, παρ. 3

υπόνοια και τα στοιχεία των εντολέων. Η συγκεκριμένη υποχρέωση δημιουργεί συχνά προβλήματα απόδειξης, ιδιαίτερα σχετικά με την ύπαρξη υπονοιών, καθόσον η έννοια από τη φύση είναι αόριστη, εμπεριέχουσα εντόνως το στοιχείο της υποκειμενικότητας.

2.5.11. Οι προβλεπόμενες κυρώσεις

Κατ' αρχάς η Οδηγία 2003/6/ΕΚ στο άρθρο 16 προβλέπει ως προληπτικό μέτρο αντιμετώπισης της κατάχρησης της αγοράς τη συνεργασία των εθνικών εποπτικών αρχών και την ενίσχυση των αρμοδιοτήτων τους, ενώ ως κατασταλτικά μέτρα προβλέπει ποινικές και διοικητικές κυρώσεις¹³⁹.

Στο άρθρο 14 παρ. 1 της 2003/6/ΕΚ υπάρχει πρόβλεψη για διοικητικές κυρώσεις και διοικητικά μέτρα επί των προσώπων που παραβιάζουν τις διατάξεις της κατάχρησης των εμπιστευτικών πληροφοριών. Τα διοικητικά αυτά μέτρα μπορεί να απλά, όπως ή λήψη αντιγράφων εγγράφων ή και επαχθέστερα όπως η επιβολή διοικητικών προστίμων και η αναστολή λειτουργίας του της επιχείρησης που παραβίασε τις διατάξεις. Σε κάθε περίπτωση προβλέπεται η διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών να προσδιορίσουν επακριβώς την δέσμη των διοικητικών μέτρων με την προϋπόθεση ότι αυτά θα είναι αποτελεσματικά, ανάλογα με την πράξη και αρκούντως αποτρεπτικά. Στα εθνικά κράτη εναπόκειται από την Οδηγία και η επιβολή ποινικών κυρώσεων. Η διαφοροποίηση ανάμεσα στις δύο μορφές ποινών συνίσταται αφενός μεν ότι οι διοικητικές κυρώσεις επιβάλλονται και επί νομικών προσώπων ενώ οι ποινικές μόνο επί φυσικών και αφετέρου πως για την ποινική ευθύνη των προσώπων απαιτείται και υπαιτιότητα με τη μορφή δόλου¹⁴⁰.

Τέλος, να σημειωθεί πως δεν υπάρχει καθόλου πρόβλεψη στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ για την εγκυρότητα ή μη των απαγορευμένων πράξεων καθώς αστικής ευθύνης του παραβαίνοντα τις διατάξεις, θέματα τα οποία ρυθμίζονται από το εθνικό

¹³⁹ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 14. Η ανάγκη σεβασμού του Χάρτη Θεμελιωδών Δικαιωμάτων, ιδιαίτερα στην οργάνωση του πλαισίου κυρώσεων, τονίζεται τόσο στην Πρόταση Οδηγίας (παρ. 24 του Προομίου) όσο και στην Αιτιολογική Έκθεση της Πρότασης Οδηγίας.

¹⁴⁰ Για τη διεθνή αμφισβήτηση του νομίμου της παράλληλης ύπαρξης δύο μορφών ποινών για το ίδιο αδίκημα βλέπε κατωτέρω 3.5.5.3.

νομοθέτη άλλοτε ειδικώς και άλλοτε σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις του Αστικού Κώδικα¹⁴¹.

2.5.12. Εποπτεία

Η Οδηγία ορίζει πως αρμόδια για την εφαρμογή και υλοποίησή της είναι η διοικητική αρχή που ορίζεται από το κάθε κράτος μέλος.¹⁴² Περαιτέρω, η Οδηγία προβλέπει την τήρηση επαγγελματικού απορρήτου για πρόσωπα που εργάζονται ή έχουν εργαστεί στην αρμόδια αρχή¹⁴³, ενώ στο άρθρο 12 προσδιορίζει τις εξουσίες ελέγχου και έρευνας της αρχής για τη διασφάλιση εφαρμογής της Οδηγίας. Ειδικότερα, ενδεικτικά προβλέπει πως η εκάστοτε αρμόδια εποπτική αρχή θα μπορεί να αναζητά πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο, όπως των εντολέων και εκείνων που μεσολαβούν στη διαβίβαση των εντολών ή την εκτέλεση των πράξεων, την κλήση τους σε ακρόαση, τη διενέργεια απροειδοποίητων επιτόπιων ελέγχων για έγγραφα, θα έχει πρόσβαση σε στοιχεία τηλεφωνικών συνδιαλέξεων και αρχεία διακίνησης δεδομένων, θα μπορεί να προβεί σε κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων και να επιβάλει προσωρινή αναστολή άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας¹⁴⁴. Για τις ανωτέρω ενέργειες που εκχωρούνται στις εποπτικές αρχές θεσμοθετείται η δυνατότητα άσκησης ενδίκων μέσων επί των αποφάσεων της.

Τέλος, στο άρθρο 16 της Οδηγίας προβλέπεται η εδραίωση και ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών¹⁴⁵.

2.6. Διαφορές από την προισχύουσα Οδηγία 89/592/ΕΚ

Η Οδηγία 2003/6/ΕΚ υποβάλλει τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς και κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης σε ενιαία ρύθμιση, υπό την κοινή

¹⁴¹ Για την αντιμετώπιση του θέματος από το ελληνικό δίκαιο βλέπε κατωτέρω 3.5.7.

¹⁴² Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 11.

¹⁴³ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 13.

¹⁴⁴ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 27.

¹⁴⁵ Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τονίζει ότι θα προκύψουν σημαντικά οφέλη με τη διεύρυνση της συνεργασίας μεταξύ των αρμόδιων διοικητικών αρχών και των λοιπών αρχών που είναι επιφορτισμένες με την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, των επιχειρήσεων επενδύσεων, των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, ακόμη και των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

λογική κανόνων για την καταπολέμηση την καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Στην πραγματικότητα, όπως συνάγεται εκ των ανωτέρω, όσον αφορά στην κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης η Οδηγία 2003/6/EK αποτελεί επικαιροποίηση της προισχύουσας Οδηγίας 89/592/EK, συγκριτικά με την οποία έχει τις ακόλουθες διαφορές:

- 1) Η νέα Οδηγία 2003/6/EK συμπεριλαμβάνει στο πεδίο εφαρμογής του και τα παράγωγα βασικών εμπορευμάτων.
- 2) Η έννοια των «κινητών αξιών» αντικαθίσταται από την ευρύτερη των « χρηματοπιστωτικών μέσων».
- 3) Τα χρηματοπιστωτικά μέσα , η τιμή των οποίων είναι δυνατόν να επηρεάζεται αισθητά από εμπιστευτικές πληροφορίες, περιλαμβάνουν εκτός των μέσων του εκδότη, και τα συνδεδεμένα με αυτά παράγωγα μέσα.
- 4) Οι απαγορεύσεις που εισάγουν οι διάταξης της Οδηγίας εφαρμόζονται σε κάθε είδος συναλλαγής, είτε αυτή διενεργείται απευθείας, είτε μέσω τρίτου που ενεργεί κατ' επάγγελμα, ως ενδιάμεσος.
- 5) Το υποκειμενικό στοιχείο της γνώσης του εμπιστευτικού χαρακτήρα της πληροφόρησης δεν απαιτείται πλέον. Εξετάζεται δηλαδή τι γνωρίζει ή τι όφειλε να γνωρίζει ένας κανονικός επενδυτής υπό τις συγκεκριμένες περιστάσεις.
- 6) Στα πρόσωπα που αποτελούν σύμφωνα με την Οδηγία τους πρωτογενείς κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών συγκαταλέγονται και οι κατέχοντες τις πληροφορίες λόγω των εγκληματικών δραστηριοτήτων τους.
- 7) Η απαγόρευση απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων στη βάση της γνώσης ή της κατοχής εμπιστευτικών πληροφοριών δεν ισχύει προκειμένου για συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε εκ πλήρωση μίας απαιτητής υποχρέωσης που ανελήφθη δια συμφωνίας πριν από την απόκτηση της εμπιστευτικής πληροφορίας από τον ενδιαφερόμενο.

Σύμφωνα με το άρθρο 18 της Οδηγίας 2003/6/EK, οι διατάξεις έπρεπε να κυρωθούν από τους εθνικούς νομοθέτες των κρατών μελών το αργότερο έως τις 12.10.2004. Στο ελληνικό δίκαιο μεταφέρθηκαν λίγο αργότερα το έτος 2005 με το Νόμο 3340/2005 «για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που

κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς». Βάσει του άρθρου 19 του εν λόγω νόμου εκδόθηκαν πέντε Αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι διατάξεις των οποίων αποτελούν μεταφορά στο ελληνικό δίκαιο των διατάξεων των ανωτέρω εκτελεστικών Οδηγιών. Ο Ν. 3340/2005 αποτελεί αντικείμενο εξέτασης του επόμενου κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ
ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ
ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.

3.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Ο Νόμος 3340/2005 ενσωμάτωσε στην ελληνική νομοθεσία την, κατά το προηγούμενο κεφάλαιο περιγραφόμενη, Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, καθώς και μέρος των κατευθυντήριων γραμμών με τη μορφή Οδηγιών που τη συνόδευαν. Συγκεκριμένα, ο νόμος 3340/2005 «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς» ενσωμάτωσε εκτός της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ που αποτελεί τη βασική νομική πράξη, μέρος της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ, της Οδηγίας 2003/125/ΕΚ και 2004/122/ΕΚ.

Με το Ν. 3340/2005, ο οποίος αντικατέστησε τις διατάξεις του Π.Δ. 53/1992, εντάσσονται πλέον σε ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο οι δύο πλέον συνήθεις και δύσκολα εποπτευόμενες παραβατικές συμπεριφορές : η κατάχρηση προνομιακής πληροφόρησης και η χειραγώγηση της αγοράς¹⁴⁶. Προστατευτέα αγαθά του νόμου είναι η εξασφάλιση της ακεραιότητας των κοινοτικών χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές αυτές. Ο νόμος εισάγει ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο, αποτελούμενο από διατάξεις διοικητικής και ποινικής φύσης, που υπό προϋποθέσεις λαμβάνουν και την μορφή κακούργηματος.

Επιπλέον, ο Ν. 3340/2005, εκτός από το νέο ρυθμιστικό και ποινικό πλαίσιο για την αντιμετώπιση της κατάχρησης της αγοράς, εισάγει και μία σειρά μέτρων που δρουν προληπτικά, υπό την έννοια ότι έχουν ως στόχο την ενίσχυση της ορθής, έγκαιρης και επαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Αυτό οδηγεί στην ισχυροποίηση της διαφάνειας της αγοράς και στην αποτροπή φαινομένων κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς¹⁴⁷.

3.2. Διάρθρωση του Ν. 3340/2005

Ο Ν. 3340/2005 δομείται σε έντεκα κεφάλαια :

Στο πρώτο κεφάλαιο (άρθρα 1-2) προσδιορίζεται ο σκοπός του νόμου και περιλαμβάνονται οι ορισμοί των εννοιών.

¹⁴⁶ Χαρακτηριστικό είναι ότι 40% των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αφορούσαν την κατάχρηση αγοράς, Βλέπε Ημερεσία (6.7.2003),σελ 7.

¹⁴⁷ Βελέντζας Γ. (2006) : Προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, σελ. 3 επ.

Στο δεύτερο κεφάλαιο (άρθρα 3-6) περιλαμβάνονται οι διατάξεις που αφορούν την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών.

Στο τρίτο κεφάλαιο (άρθρα 7-9) περιλαμβάνονται οι νέες διατάξεις για τη χειραγώγηση της αγοράς.

Στο τέταρτο κεφάλαιο (άρθρα 10-19) περιλαμβάνονται τα προληπτικά μέτρα για την κατάχρηση της αγοράς.

Στο πέμπτο κεφάλαιο (άρθρα 20-21) προσδιορίζεται το πεδίο εφαρμογής του νόμου και η αρχή που είναι αρμόδια για την τήρηση των διατάξεών του.

Στο έκτο κεφάλαιο (άρθρο 22) ρυθμίζονται οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδιας εποπτικής αρχής.

Στο έβδομο κεφάλαιο (άρθρα 23-25) περιλαμβάνονται τα μέτρα και οι κυρώσεις διοικητικής φύσεως.

Στο όγδοο κεφάλαιο (άρθρα 26-28) περιλαμβάνονται οι διατάξεις που αφορούν στη συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών των κρατών μελών στο πλαίσιο εφαρμογής του νόμου.

Στο ένατο κεφάλαιο (άρθρα 29-31) προβλέπονται οι ποινικές κυρώσεις για τους παραβάτες των διατάξεων του νόμου.

Στο δέκατο κεφάλαιο (άρθρο 32) προβλέπεται η κατάργηση, η αντικατάσταση και η τροποποίηση των διατάξεων του υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου.

Και τέλος, στο ενδέκατο κεφάλαιο (άρθρο 33) προσδιορίζεται η έναρξη ισχύος του νόμου.

3.3. Πεδίο εφαρμογής του Ν. 3340/2005

Όπως ορίζεται στο άρθρο 20 του Ν. 3340/2005, αυτός εφαρμόζεται σε πράξεις ή παραλείψεις, που λαμβάνουν χώρα:

α) Στην ελληνική επικράτεια ή στην αλλοδαπή και αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, που εδρεύει ή λειτουργεί στην ελληνική επικράτεια.

β) Στην ελληνική επικράτεια και αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που εδρεύει ή λειτουργεί σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

γ) Στις πράξεις ή τις παραλείψεις που λαμβάνουν χώρα στην ελληνική επικράτεια ή στην αλλοδαπή και αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης, τον οποίο διαχειρίζεται πιστωτικό ίδρυμα ή ΑΕΠΕΥ.

Για τις διατάξεις που αφορούν ειδικά την κατάχρηση προνομιακής πληροφόρησης μεταφέρθηκαν πιστά στην εγχώρια νομοθεσία οι διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

3.4. Διάκριση μεταξύ κατάχρησης προνομιακής πληροφόρησης και χειραγώγησης της αγοράς

Η ελληνική, πως άλλωστε και η κοινοτική, έννοια για την κατάχρηση της αγοράς, όπως αυτή ρυθμίζεται από το Ν. 3340/2005, περιλαμβάνει δύο έννοιες καταρχήν διακριτές μεταξύ τους: την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών και την χειραγώγηση της αγοράς. Σε αρκετές περιπτώσεις όμως, πράξεις προσώπων θα μπορούσαν να υπαχθούν στις διατάξεις και των δύο εννοιών, οι οποίες συχνά αλληλεπικαλύπτονται. Σκόπιμο θα ήταν στο σημείο αυτό να προβούμε στην εννοιολογική διάκριση των δύο μορφών κατάχρησης της αγοράς, όπως αυτή πραγματοποιείται από τη θεωρία και τη νομολογία.

Συγκεκριμένα έχει υποστηριχθεί από αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και μέρος της νομολογίας ότι η χειραγώγηση της αγοράς μέσω διενέργειας προσυνεννοημένων συναλλαγών αποτελεί ταυτόχρονα και καταχρηστική αξιοποίηση προνομιακών πληροφοριών. Η συλλογιστική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι οι χειραγωγοί της αγοράς είναι και κάτοχοι της προνομιακής πληροφορίας της ίδιας της χειραγώγησης. Η προνομιακή δηλαδή πληροφορία που κατέχουν, είναι η πρόθεσή τους να προβούν σε χειραγώγηση της αγοράς και οι πράξεις που διενεργούν προς την κατεύθυνση αυτή¹⁴⁸.

¹⁴⁸ ΔΠρΠειρ 175/1997 (1998) Δελτίο Συνδέσμου. ΑΕ & ΕΠΕ 226, ΔΠρΠειρ 187/1997 (1999) Επιθεώρηση Τραπεζικού, Αξιογραφικού και Χρηματιστηριακού Δικαίου 181, ΔΠρΑθ 80/1998 (1998) Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου 546, ΔΠρΑθ 140/1998 (1998) Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου 550, ΔΠρΑθ 7959/1998 (1999) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 86, ΔΠρΑθ 10748/2000. Βλέπε και Λ. Γεωργακόπουλος και Ν. Γεωργακόπουλος (1999): «Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά την έννοια του π.δ 53/1992.», ΝοΒ 89

Η αντίθετη άποψη έχει υποστηριχθεί από ένα άλλο μέρος της νομολογίας και της θεωρίας¹⁴⁹, που υποστηρίζει πως η χειραγώγηση της αγοράς δε συνιστά και κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας καθόσον ρυθμίζεται ειδικώς και χωριστά και φέρει διαφορετικά και διακριτά χαρακτηριστικά σε σχέση με την κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας¹⁵⁰. Ειδικότερα οι διατάξεις για τη χειραγώγηση της αγοράς καλύπτουν κάθε πρόσωπο που διαδίδει ψευδείς ή ανακριβείς ειδήσεις ή συμμετέχει σε συναλλαγές που αποσκοπούν στη δημιουργία τεχνητών εντυπώσεων για τον όγκο ή την τιμή κινητών αξιών, ενώ οι διατάξεις για την κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας περιορίζονται στους επονομαζόμενους πρωτογενείς ή δευτερογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών¹⁵¹. Περαιτέρω, στην αξιοποίηση προνομιακής πληροφορίας οι παράνομες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν επί τη βάσει σημαντικών, μη δημοσιευμένων πληροφοριών, ενώ στην περίπτωση της χειραγώγησης με προσυνηνομημένη συναλλαγή ο αγοραστής και ο πωλητής είναι γνώστες της επικείμενης χειραγώγησης και δεν τίθεται ζήτημα προνομιακής πληροφόρησης¹⁵².

Μία ακόμη διάκριση είναι ότι για να έχουμε παράβαση των διατάξεων περί προνομιακής πληροφόρησης θα πρέπει η πληροφορία να μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κινητών αξιών. Αντιθέτως στην περίπτωση της χειραγώγησης δεν απαιτείται οποιαδήποτε επίδραση επί της χρηματιστηριακής τιμής των κινητών αξιών, αλλά αρκεί οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές του χειραγωγού να δύνανται να επηρεάσουν τεχνητώς τις χρηματιστηριακές τιμές. Οι κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών δηλαδή συναλλάσσονται χωρίς να στοχεύουν στον επηρεασμό των τιμών αλλά στην επίτευξη κερδών από την προνομιακή πληροφορία που κατέχουν. Από την άλλη μεριά, οι χειραγωγοί δεν επιδιώκουν την εκμετάλλευση του πληροφοριακού τους προβαδίσματος αλλά στοχεύουν στον επηρεασμό των τιμών.

Τέλος, επιχείρημα προς την κατεύθυνση της διάκρισης μεταξύ χειραγώγησης της αγοράς και κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών αποτελεί και η διάταξη του

¹⁴⁹ Σταϊκούρας, Π. (2004), σελ 470

¹⁵⁰ ΔιοικΠρΛειβ 23/1997 (1998) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 169, ΔιοικΕφΠειρ 1090/2001 (2002) Χρηματιστηριακά Θέματα 52, ΔιοικΠρΑθ 1585/2003 (2003) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 798.

¹⁵¹ Μιχαλόπουλος, Γ. (1991): «Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο.», σελ. 60

¹⁵² Αναλυτικότερα βλέπε Σελέκος, Π. (1998): «Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής κινητών αξιών ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών κατά την έννοια του π.δ 53/1992.», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, σελ. 556

προσίμιο της κοινοτικής Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, η οποία ενσωματώθηκε με τον Κώδικα Κεφαλαιαγοράς στην ελληνική έννομη τάξη και αναφέρει: «Δεδομένου ότι η απόκτηση ή εκχώρηση χρηματοπιστωτικών μέσων σημαίνει ότι οπωσδήποτε έχει ληφθεί προηγουμένως απόφαση για απόκτηση ή διάθεση εκ μέρους του προσώπου που προβαίνει στις ενέργειες αυτές, η διενέργεια της απόκτησης ή εκχώρησης δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι συνιστά αφ' εαυτής χρησιμοποίηση προνομιακών πληροφοριών». Εξ αντιδιαστολής συνάγεται ότι όταν ο χειραγωγός προβαίνει σε συναλλαγές χειραγώγησης δε σημαίνει ταυτόχρονα πως συναλλάσσεται επί τη βάση της προνομιακής πληροφορίας που κατέχει ότι προτίθεται να χειραγωγήσει την αγορά.

3.5. Παρουσίαση του Ν. 3340/2005

3.5.1. Κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών

Όπως και στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ, τα υποκειμενικά όρια του πεδίου εφαρμογής της κατηγοριοποιούνται σε δύο ομάδες. Κριτήριο για τη διαφοροποίηση αποτελεί ο βαθμός συμμετοχής και γνώσης των επιχειρηματικών αποφάσεων και των γεγονότων που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων και των παραγώγων τους. Η ομάδα των προσώπων που βρίσκονται εγγύτερα στον πυρήνα λήψης των αποφάσεων ονομάζονται «πρωτογενείς» κάτοχοι ενώ στη δεύτερη ομάδα των «δευτερογενών» κατόχων ανήκουν όλα τα άλλα πρόσωπα που κατέχουν, και το γνωρίζουν ή όφειλαν να το γνωρίζουν ότι κατέχουν, μια προνομιακή πληροφορία.

Προκειμένου να κριθεί το στοιχείο του «γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει» θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ένας συνετός επενδυτής στο πλαίσιο των συγκεκριμένων περιστάσεων¹⁵³. Η απαγόρευση δηλαδή, προϋποθέτει την ύπαρξη του υποκειμενικού στοιχείου της γνώσης σε αντίθεση με το Π.Δ 53/1992 που όριζε ότι δεν απαιτείται γνώση¹⁵⁴.

¹⁵³ Ν. 3340/2005, άρθρο 5.

¹⁵⁴ Διοικ. Πρ.Αθ. 1944/1997 ΕπισκΕΔ 1999.311, ΔιοικΠρ.Κερκ. 30/2003 ΕτρΑΞΧρΔ 2004.189, Μον.Διοικ.Πρ. Χαν 57/2001 ΕτρΑΞΧρΔ 2004.485, ΜονΔιοικΠρΠειρ 187/1997 ΕτρΑΞΧρΔ 1999. 181, ΜονΠρΠειρ 179/1997 ΕτρΑΞΧρΔ 1998.173.

3.5.2. Ορισμός κατάχρησης «προνομιακής» πληροφορίας

Ο Ν. 3340/2005 μεταφέρει τον ορισμό της Οδηγίας 2006/3/ΕΚ για την κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης αντικαθιστώντας τους όρους «εμπιστευτική» με τον όρο «προνομιακή» πληροφορία, «ορθολογικός» με τον όρο «συνετός» επενδυτής και «επηρεάζω αισθητά» με τον όρο «επηρεάζω σημαντικά». Η επιλογή του ελληνικού νομοθέτη να χρησιμοποιήσει τον όρο «προνομιακή» έναντι του όρου «εμπιστευτική» κατά την εσωτερικοποίηση της κοινοτικής Οδηγίας υπαγορεύεται από την αποφυγή συγχύσεως, καθόσον ο όρος «εμπιστευτική» παραπέμπει σε «υποχρέωση πίστης» για την εφαρμογή της διάταξης, γεγονός που δεν ανταποκρίνεται στη βούληση ούτε του κοινοτικού νομοθέτη.

Κατά τα άλλα, ο ελληνικός νόμος ενσωματώνει επακριβώς την κοινοτική Οδηγία. Συγκεκριμένα, για να είναι μια πληροφορία «προνομιακή», θα πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις: α) να είναι συγκεκριμένη, β) να μην έχει δημοσιοποιηθεί, γ) να αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και δ) να είναι ουσιώδεις.

Α) Μια πληροφορία είναι συγκεκριμένη όταν αφορά κατάσταση ή γεγονός που υφίσταται ή ευλόγως αναμένεται ότι θα λάβει χώρα και επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις επιπτώσεις που θα έχει στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων. Δεν εμπίπτουν στο θεσμό της πληροφορίας δεδομένα ή στοιχεία που δε γίνονται καν αντιληπτά.

Β) Κριτήριο για τη δημοσιοποίηση ή μη της πληροφορίας δεν αποτελεί ο τρόπος δημοσιοποίησης¹⁵⁵, αλλά ακολουθείται το ουσιαστικό κριτήριο της γνωστοποίησης ή μη της πληροφορίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Γ) Γενικά στην κατηγορία των πληροφοριών που αφορούν άμεσα τους εκδότες ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα εμπίπτουν οι πληροφορίες που εκπορεύονται από τους ίδιους τους εκδότες ή αφορούν εταιρικά γεγονότα. Αντιθέτως στην ομάδα των πληροφοριών που αφορούν έμμεσα χρηματοπιστωτικά προϊόντα ή εκδότες, ανήκουν οι πληροφορίες των οποίων η πηγή δεν είναι οι εκδότες. Ενδεικτικά παρατίθεται κατάλογος πληροφοριών που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τους εκδότες ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα όπως αυτές έχουν κριθεί από τη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων:

¹⁵⁵ Ο νόμος προβλέπει ειδικούς τρόπους δημοσιοποίησης. Βλ. Άρθρο 10.

<p>Πληροφορίες που αφορούν άμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες¹⁵⁶</p>	<p>Πληροφορίες που αφορούν έμμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Σημαντική μεταβολή της επιχειρηματικής δραστηριότητας του εκδότη ή εταιρείας που περιλαμβάνεται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του εκδότη • Σύναψη ή λύση σημαντικών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών στην Ελλάδα ή το εξωτερικό • Απόκτηση αδειών ευρεσιτεχνίας και πατεντών • Δημόσια πρόταση αγοράς σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις • Συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, διάσπασης ή εξαγοράς καθώς και σημαντικής απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών • Αλλαγή στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου • Αλλαγή των γενικών διευθυντών, των ελεγκτών, του υπεύθυνου οικονομικών υπηρεσιών • Διανομή και καταβολή μερισμάτων • Πράξεις έκδοσης νέων χρηματοπιστωτικών μέσων, διανομής, εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής, αναδιοργάνωση λειτουργίας ή δραστηριοτήτων που αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στην οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα • Προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών • Αιτήσεις πτώχευσης και δικαστικές αποφάσεις περί πτώχευσης καθώς και άλλες νομικές ή δικαστικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη • Ανάκληση απόφασης για τη χορήγηση πιστώσεων από πιστωτές προς τον εκδότη ή άρνηση χορήγησης τέτοιων πιστώσεων • Αφερεγγυότητα οφειλετών του εκδότη που μπορεί να επηρεάσει την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη • Αλλαγή ουσιωδών στοιχείων που περιέχονται στο πλέον πρόσφατο ενημερωτικό δελτίο του εκδότη, συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί για τη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων 	<ul style="list-style-type: none"> • Στατιστικά ή άλλα στοιχεία από δημόσιους φορείς που εκδίδουν στατιστικές μελέτες • Αποφάσεις της κεντρικής τράπεζας για την επιτοκιακή πολιτική • Κυβερνητικές αποφάσεις για τη φορολογική πολιτική ή τους όρους εισόδου σε συγκεκριμένο κλάδο • Αποφάσεις εποπτικών αρχών σχετικά με εισηγμένες εταιρείες • Αποφάσεις των οργανωμένων αγορών σχετικά με τους όρους εισαγωγής

¹⁵⁶ Για τον Πίνακα βλ. Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ. (2009), σελ 259.

Δ) Τέλος, για να είναι μια πληροφορία ουσιώδης θα πρέπει η δημοσιοποίησή της να μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά τη τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

3.5.3. Υποχρέωση ανακοίνωσης προνομιακών πληροφοριών

Σύμφωνα με το Ν. 3340/2005 και την Απόφαση 3/347/12.7.2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι εταιρείες υποχρεούνται σε δημοσιοποίηση «χωρίς υπαίτια βραδύτητα»¹⁵⁷ των προνομιακών πληροφοριών που τους αφορούν άμεσα, καθώς και να διατηρούν διαδικτυακό ιστότοπο στον οποίο οι πληροφορίες θα παραμένουν δημοσιευμένες για τουλάχιστον έξι μήνες. Ειδικότερα, η δημοσιοποίηση προβλέπεται πως γίνεται στην ελληνική γλώσσα και καταχωρείται:

- Στο διαδικτυακό τόπο της οργανωμένης αγοράς αμέσως,
- Στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και
- Στην ιστοσελίδα που διατηρεί ο εκδότης στο διαδίκτυο. Η δημοσιοποίηση στην ιστοσελίδα του εκδότη πρέπει να είναι μεταγενέστερη και πανομοιότυπη με αυτή που πραγματοποιείται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η ανακοίνωση θα πρέπει να είναι ορισμένη, ορθή, επαρκής και να μη δημιουργεί καμιά ασάφεια ως προς την ερμηνεία της. Σε περίπτωση που η ανακοίνωση δεν εμπεριέχει κάποιο από τα ανωτέρω στοιχεία και δημιουργεί ασάφειες ή παρερμηνείες παραπλανώντας των αναγνώστη επενδυτή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Χρηματιστήριο Αθηνών ζητούν την άμεση παροχή των απαραίτητων πρόσθετων πληροφοριών. Με την ίδια υποχρέωση δημοσίευσης πρόσθετων πληροφοριών βαρύνεται ο εκδότης και στην περίπτωση που απαιτείται επικαιροποίηση της ήδη δημοσιευθείσας πληροφορίας λόγω μεταγενέστερης σημαντικής μεταβολής ή εξέλιξης αυτής.

Αλλά και σε περιπτώσεις που κάποια πληροφορία, η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των κινητών αξιών δημοσιοποιείται από τρίτο

¹⁵⁷ Ο όρος αναφέρεται στο άρθρο 10 του Ν. 3340/2005 και σημαίνει χωρίς καθόλου καθυστέρηση παρά μόνο σε περιπτώσεις ανωτέρας βίας.

πρόσωπο, η εταιρεία που την αφορά υποχρεούται σε διάψευση ή επιβεβαίωση¹⁵⁸. Είναι συχνό φαινόμενο ανυπόστατες φήμες ή ψευδείς πληροφορίες να διαρρέουν μέσω του τύπου όπως π.χ επικείμενες συγχωνεύσεις ή εξαγορές και οι εταιρείες να πρέπει να διαψεύσουν την πληροφορία αυτή άμεσα.

Σε ιδιαιτέρως εξαιρετικές περιπτώσεις υπάρχει πρόβλεψη του Νόμου για δικαίωμα των εταιρειών να προβούν σε προσωρινή αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις και με σκοπό την εξασφάλιση των νομίμων συμφερόντων τους¹⁵⁹. Προϋπόθεση για την αναβολή αυτή είναι να μην ενέχεται κίνδυνος παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού, αλλά και ο εκδότης να μπορεί να διασφαλίσει ότι η εν λόγω πληροφορία θα παραμείνει εμπιστευτική για όσο διάστημα διαρκεί η αναβολή δημοσιοποίησης. Η χρήση του δικαιώματος αυτού από πλευράς των εκδοτών πρέπει να γίνεται με φειδώ, ενώ εσφαλμένη χρήση επισύρει τις κυρώσεις της μη έγκαιρης οφειλόμενης δημοσιοποίησης. Ενδεικτικά δύο από τις περιπτώσεις που επιτρέπεται η αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών αναφέρονται στην Απόφαση 3/347/12.7.2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και είναι οι εξής:

1. Διαπραγματεύσεις εν εξελίξει ή συναφή στοιχεία, η δημοσιοποίηση των οποίων ενδέχεται να επηρεάσει την ομαλή ροή τους. Ειδικότερα σε περίπτωση σοβαρού και επικείμενου κινδύνου για την επιχειρησιακή βιωσιμότητα του εκδότη που δεν είναι όμως αφερέγγυος, η δημοσιοποίηση πληροφοριών μπορεί να καθυστερήσει για να μην υπονομευθεί η ολοκλήρωση των ειδικών διαπραγματεύσεων.
2. Αποφάσεις που έλαβε ή συμβάσεις που συνήψε, το διοικητικό όργανο του εκδότη και οι οποίες για να τεθούν σε ισχύ απαιτείται έγκριση από άλλο όργανο του εκδότη.

Σε περίπτωση που μια εταιρεία επιλέξει να μη δημοσιοποιήσει μια προνομιακή πληροφορία υποχρεούται α) να λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα ώστε να αποκλειστεί η πρόσβαση στη συγκεκριμένη πληροφορία στα πρόσωπα που δεν τους είναι απαραίτητη για την άσκηση των καθηκόντων τους, β) να συνάπτει συμβάσεις εμπιστευτικότητας με τα πρόσωπα, τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες και γ) τα πρόσωπα, τα οποία είναι κάτοχοι των προνομιακών

¹⁵⁸ Απόφαση 5/204/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, άρθρο 2.

¹⁵⁹ Νόμος 3340/2005, άρθρο 11.

πληροφοριών να έχουν πλήρη γνώση του νομοθετικού ρυθμιστικού πλαισίου για την κατάχρηση αγοράς και των προβλεπόμενων από αυτό κυρώσεων.

3.5.4. Εξαιρέσεις από την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών

Ο Ν. 3340/2005 εξαιρεί από το πεδίο εφαρμογής του τις ακόλουθες περιπτώσεις:

- Οι έρευνες και οι εκτιμήσεις του εκδότη ή και τρίτων, οι οποίες εκπονούνται αποκλειστικά με βάση δεδομένα, στα οποία το ευρύ κοινό έχει πλήρη πρόσβαση, δεν αποτελούν προνομιακές πληροφορίες. Εκ του λόγου αυτού, οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται και βασίζονται σε αυτά τα στοιχεία δεν συνιστούν κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.
- Δεν συνιστά καταχρηστική εκμετάλλευση προνομιακών πληροφοριών η συναλλαγή που πραγματοποιείται προς εκπλήρωση μιας απαιτητής υποχρέωσης για την απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων, όταν η υποχρέωση αυτή απορρέει από συμφωνία που συνήφθη πριν από την απόκτηση της προνομιακής πληροφορίας.
- Η χρήση προνομιακών πληροφοριών μία εταιρείας για μία άλλη εταιρεία στο πλαίσιο μιας δημόσιας προσφοράς εξαγοράς ή συγχώνευσης δε συνίσταται κατάχρηση προνομιακής πληροφόρησης.
- Όταν ειδικοί διαπραγματευτές ή εξουσιοδοτημένοι φορείς να ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι ή πρόσωπα που εκτελούν εντολές για λογαριασμό τρίτων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, περιορίζονται μόνο στην άσκηση των καθηκόντων τους, αυτό από μόνο του δεν μπορεί να θεωρηθεί χρησιμοποίηση των προνομιακών πληροφοριών.

3.5.5. Κυρώσεις

Για την αποτελεσματικότερη καταπολέμηση της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών ο Έλληνας νομοθέτης, κατ' εφαρμογή της σχετικής κοινοτικής Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, ορίζει στα άρθρα 22-31 την ενίσχυση των αρμοδιοτήτων της εποπτικής, ήτοι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και τις διοικητικές και ποινικές κυρώσεις που προβλέπονται για τα πρόσωπα με παραβατική συμπεριφορά.

3.5.5.1. Διοικητικές κυρώσεις

Στο άρθρο 23 παρ. 1 προβλέπεται η επιβολή προστίμου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ποσού από 10.000 μέχρι 2.000.000 Ευρώ, σε περίπτωση παράβασης των άρθρων 3 έως 5, ποσό το οποίο μπορεί και να τριπλασιαστεί σε περίπτωση υποτροπής. Στην παρ. 2 ορίζεται ότι σε περίπτωση παράβασης των προληπτικών μέτρων που προβλέπονται στα άρθρα 10 έως 18 του Ν. 3340/2005, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από 3.000 έως 500.000 Ευρώ, τριπλασιαζόμενο σε περίπτωση υποτροπής. Το ίδιο πρόστιμο επιβάλλεται σύμφωνα με την παρ. 3 σε όποιον παρακαλύει τον έλεγχο που διενεργείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αρνείται ή παρέχει ψευδείς πληροφορίες, αποκρύπτει στοιχεία ή δεν προσέρχεται να καταθέσει ενώπιον της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όταν κληθεί. Στην παρ. 4 του ίδιου άρθρου ορίζονται τα κριτήρια που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για την επιμέτρηση του προστίμου που επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπως η αξία των παράνομων συναλλαγών, το οικονομικό όφελος που αποκομίστηκε, η επίπτωση της παράβασης στη λειτουργία της αγοράς, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά την διάρκεια ελέγχου, και η τυχόν καθ' υποτροπή τέλεση των ίδιων παραβάσεων. Τα πρόστιμα που επιβάλλονται σε πιστωτικά ιδρύματα κοινοποιούνται και στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Στο άρθρο 24 προβλέπεται η δυνατότητα λήψης και άλλων διοικητικών μέτρων, εκτός της επιβολής διοικητικών προστίμων. Συγκεκριμένα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα σε περίπτωση παράβασης του Ν. 3340/2005:

A) Να αναστέλλει προσωρινώς για περίοδο μέχρι ενός (1) έτους τη λειτουργία των νομικών προσώπων ή την άσκηση επαγγελματικής δραστηριότητας των φυσικών προσώπων που αδειοδοτούνται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς,

B) Να απαγορεύσει εντελώς την άσκηση επαγγελματικής δραστηριότητας των φυσικών προσώπων που πιστοποιούνται ή αδειοδοτούνται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Ειδικώς για τα πιστωτικά ιδρύματα ορίζεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος, ανεξάρτητα από την επιβολή κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δύναται να αναστείλει ή να απαγορεύσει εντελώς την άσκηση της επαγγελματικής τους δραστηριότητας κατόπιν εισηγήσεως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή αυτοτελώς.

Λόγω της σπουδαιότητας των υποθέσεων κατάχρησης αγοράς, για την εύρυθμη λειτουργία αυτής προβλέπεται ειδική διαδικασία δικαστικής εξέτασης των σχετικών υποθέσεων, η οποία είναι ταχύτερη και εισάγεται ενώπιον ανώτερου Δικαστηρίου.

Το άρθρο 25 του Ν. 3340/2005 εισάγει ένα ειδικό δικονομικό πλαίσιο για τις διαφορές που προκύπτουν από τις αποφάσεις επιβολής διοικητικών κυρώσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Συγκεκριμένα προβλέπει ότι η αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που εκδίδονται σύμφωνα με τα ανωτέρω αναφερθέντα άρθρα 23 και 24 του Ν. 3340/2005 υπόκεινται σε προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, ως διοικητικές διαφορές ουσίας¹⁶¹. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η άσκηση προσφυγής απ' εαυτή δεν αναστέλλει την εκτέλεση της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Σε περίπτωση δε που συντρέχουν λόγοι αναστολής, ο Πρόεδρος του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών δύναται να αναστέλλει την εκτέλεση αυτής, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 200 επ. του ΚΔιοικΔικ. Τέλος, η προσφυγή αυτή εκδικάζεται μέσα σε 3 μήνες από την ημέρα κατάθεσής της, με δυνατότητα μόνο μίας αναβολής για δικάσιμο που δεν δύναται να απέχει περισσότερο από ένα μήνα της αρχικής δικασίμου.

3.5.5.2. Ποινικές κυρώσεις

Επιπλέον, ο Ν. 3340/2005 στοχεύοντας στην αποτελεσματικότερη προστασία του επενδυτικού κοινού και την ενίσχυση της ακεραιότητας και ασφάλειας της Κεφαλαιαγοράς, εισάγει ένα νέο πλαίσιο ποινικών κυρώσεων για το αδίκημα της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, τόσο πλημμεληματικής όσο και κακουργηματικής μορφής.

Ειδικότερα, προβλέπεται¹⁶² ότι τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον ενός (1) έτους όποιος με σκοπό να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος, χρησιμοποιεί με γνώση του, προνομιακές πληροφορίες για να αποκτήσει ή να διαθέσει, ο ίδιος ή μέσω άλλου προσώπου χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές. Η ποινική αυτή διάταξη καταλαμβάνει τόσο τους πρωτογενείς όσο και τους δευτερογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών. Εκτός αυτών όμως έχει εφαρμογή και σε κάθε πρόσωπο, το οποίο κατέχει προνομιακές πληροφορίες, εν γνώσει του προνομιακού τους χαρακτήρα, ανεξαρτήτως του αν

¹⁶¹ Μέσα σε προθεσμία 60 ημερών από την κοινοποίησή τους.

¹⁶² Ν. 3340/2005, άρθρο 29 παρ. 1

γνωρίζει ή όχι το πρόσωπο από το οποίο προέρχεται η εν λόγω πληροφορία. Η νέα ποινική διάταξη δεν καλύπτει την περίπτωση ανακοίνωσης προνομιακών πληροφοριών σε τρίτο πρόσωπο. Εξεταστέο δηλαδή είναι για την εφαρμογή της ή μη το στοιχείο της γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας και της ύπαρξης αιτιώδους σχέσης μεταξύ της χρησιμοποίησής της και της απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η νέα δηλαδή ποινική διάταξη είναι ευρύτερου πεδίου εφαρμογής καθόσον απαιτεί απόδειξη σκοπού απόκτησης περιουσιακού οφέλους, το οποίο όμως δεν χρειάζεται να είναι σημαντικό, ενώ καθιερώνει αυστηρότερη ποινή φυλάκισης τουλάχιστον ενός (1) έτους έναντι των τριών (3) μηνών που προβλεπόταν.

Στην παρ. 2 του άρθρου 29 προβλέπεται κάθειρξη έως δέκα (10) έτη σε περίπτωση που η παράβαση των διατάξεων γίνεται κατ' επάγγελμα ή κατά συνήθεια και εφόσον συντρέχει σωρευτικά και μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Η αξία των παράνομων συναλλαγών υπερβαίνει το 1.000.000 Ευρώ ή
- Αποκομίζει ο ίδιος ή προσπορίζει σε τρίτον περιουσιακό όφελος που υπερβαίνει τις 300.000 Ευρώ.

Η ποινική δίωξη για την τέλεση των παραπάνω αξιόποινων πράξεων ασκείται αυτεπαγγέλτως¹⁶³. Συγκεκριμένα ο Εισαγγελέας Πρωτοδικών υποβάλλει στον αρμόδιο Εισαγγελέα Εφετών μνητήριες αναφορές για τις τέλεση αυτών των αξιόποινων πράξεων. Και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όμως δύναται να αναφερθεί απευθείας στο Εισαγγελέα Εφετών για τις αξιόποινες πράξεις των άρθρων 29 και 30 του Ν. 3340/2005.

Εν συνεχεία ο Εισαγγελέας Εφετών διενεργεί ο ίδιος προκαταρκτική εξέταση ή παραγγέλλει τη διενέργεια αυτής από γενικό ή ειδικό προανακριτικό υπάλληλο¹⁶⁴. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται αφού λάβει γνώση της δικογραφίας, εφόσον επιθυμεί, να υποβάλλει έκθεση με τις απόψεις τις για όλες τις καταγγελμένες πράξεις που διερευνώνται¹⁶⁵.

Τέλος, σε περίπτωση που μετά το πέρας της προκαταρκτικής εξέτασης προκύψουν επαρκείς ενδείξεις ο Εισαγγελέας Εφετών διαβιβάζει τη δικογραφία στον

¹⁶³ Ν. 3340/2005, άρθρο 21 παρ. 1.

¹⁶⁴ Άρθρο 31 παρ. 2 ΚποινΔ.

¹⁶⁵ Μέσα σε προθεσμία 30 ημερών από την επίδοση σε αυτήν της σχετικής κλήσης. Η εν λόγω προθεσμία δύναται να συντμηθεί σε περίπτωση άμεσου κινδύνου παραγραφής των εν λόγω αδικημάτων.



αρμόδιο Εισαγγελέα Πλημμελειοδικών με την παραγγελία για άσκηση ποινικής δίωξης¹⁶⁶.

3.5.5.3. Η προβληματική του διπλού συστήματος κυρώσεων

Σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 4 του 7^{ου} Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ «Κανείς δεν πρέπει να διώκεται ή να τιμωρείται ποινικά από τις αρχές του ίδιου κράτους εξαιτίας παράβασης για την οποία αθωώθηκε ή καταδικάστηκε με οριστική απόφαση σύμφωνα με το νόμο και την ποινική δικονομία του εν λόγω κράτους.» Η εφαρμογή της αρχής αυτής έχει κριθεί νομολογιακά και ερμηνευτεί διασταλτικά ώστε να μην περιορίζεται στην στενή έννοια της ποινικής καταστολής αλλά να περιλαμβάνει και την έννοια της διοικητικής δίωξης. Από τη θεωρία λοιπόν, στηριζόμενοι στην ανωτέρω παραδοχή έχει επικριθεί η επιλογή των κρατών-μελών να επιλέξουν διπλό σύστημα κυρώσεων, διοικητικών και ποινικών, ως αντίθετο προς της αρχή non bis in idem.

Επί του θέματος η νομολογία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου είναι περιορισμένη αλλά και αντικρουόμενη, τείνοντας μάλλον προς την άποψη του επιτρεπτού της παράλληλης συνύπαρξης διοικητικών και ποινικών κυρώσεων. Σύμφωνα με τη λιγότερο υποστηριζόμενη άποψη στην υπόθεση Grandinger κατά Αυστρίας¹⁶⁷, το Δικαστήριο του Στρασβούργου έκρινε ότι η διπλή καταδίκη σε διοικητικό και ποινικό επίπεδο προσώπου που διέπραξε ανθρωποκτονία από αμέλεια σε κατάσταση μέθης, είναι ανεπίτρεπτη.

Το επιχείρημα της αντίθετης άποψης, η οποία είναι μάλλον κρατούσα στη νομολογία¹⁶⁸ του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου, είναι ότι σε περίπτωση παράλληλης ποινικής και διοικητικής δίωξης για την ίδια πράξη δεν κάμπτεται η αρχή non bis in idem. Και αυτό διότι για την καταδίκη σε ποινικό επίπεδο απαιτείται η ύπαρξη δόλου, ενώ η διοικητική δικαιοσύνη αρκείται στην αντικειμενική υπόσταση της πράξης. Έχει δηλαδή υποστηριχθεί και κριθεί πως εκ του λόγου αυτού πρόκειται για δύο διαφορετικές πράξεις που χρήζουν διαφορετικής δικαστικής μεταχείρισης.

¹⁶⁶ Σε αντίθετη περίπτωση με αιτιολογημένη διάταξη του θέτει την υπόθεση στο αρχείο.

¹⁶⁷ Βλ. υπ. 15963/90, 23.10.1995, www.echr.coe.int.

¹⁶⁸ Απόφαση του ΕΔΔΑ της 30.4.1998, Υπόθεση Oliveira κατά Ελβετίας και Υπόθεση 36855/97, 41731/98 Ponsetti και Chesnel κατά Γαλλίας

3.5.6. Η ισχύς των απαγορευμένων πράξεων

Παρότι τόσο στον προϊσχύον δίκαιο όσο και στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ δεν υπάρχει καμία απολύτως ρητή πρόβλεψη σχετικά με το κύρος των απαγορευμένων πράξεων, εντούτοις από την γραμματική και τελεολογική ερμηνεία αυτών μπορεί να συναχθεί οι ακυρότητα των συναλλαγών που αντιβαίνουν στις διατάξεις τους.

Συγκεκριμένα από την ανάλυση του Ν. 3340/2005, ο οποίος ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την Οδηγία 2003/6/ΕΚ, γίνεται δεκτό ότι μπορεί να εφαρμοστεί το άρθρο 174 ΑΚ, σύμφωνα με το οποίο «δικαιοπραξία που αντιβαίνει σε απαγορευτική διάταξη νόμου είναι άκυρη». Με αυτόν τον τρόπο θεωρούνται ως άκυρες οι συναλλαγές, οι οποίες συνιστούν, κατά τα ανωτέρω προλεχθέντα, κατάχρηση αγοράς, λόγω του ότι παραβιάζουν τις διατάξεις αναγκαστικού δικαίου του Ν. 3340/2005.

Η αναγνώριση ακυρότητας των συναλλαγών αυτών προστατεύει κατ' ουσία τους αντισυμβαλλομένους αφού δύνανται όχι μόνο να την επικαλεσθούν στο ΣΑΤ¹⁶⁹, αλλά και να διεκδικήσουν αποζημίωση βάσει των διατάξεων του Αστικού Κώδικα περί αδικοπραξίας¹⁷⁰ ή και των διατάξεων περί αδικαιολογήτου πλουτισμού¹⁷¹. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι η ασφάλεια των συναλλαγών είναι απόλυτη καθότι τυγχάνουν εφαρμογής και οι διατάξεις των άρθρων 1036 και 1039 του Αστικού Κώδικα υπέρ του καλόπιστου τρίτου, στον οποίο έχουν μεταβιβαστεί τίτλοι από τον παραβάτη-καταχρώντα της αγοράς.

3.5.8. Διαφορές του Ν. 3340/2005 με το προϊσχύον Π.Δ 53/1992

Ο Ν. 3340/2005 αντικαθιστώντας εξ ολοκλήρου το προϊσχύον δίκαιο επέφερε σημαντικές αλλαγές σε ό, τι αφορά το χρόνο δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 6 του Ν. 3340/2005, ο εκδότης που εισάγει τις μετοχές του σε οργανωμένη αγορά οφείλει να δημοσιοποιεί τις προνομιακές πληροφορίες ακόμη και πριν αυτές οριστικοποιηθούν. Αντιθέτως, μέχρι πριν την ψήφιση του Ν. 3340/2005, υποχρέωση προς δημοσιοποίηση είχε ο εκδότης, μόνο εφόσον οι προνομιακές πληροφορίες, οι οποίες κατείχε λάμβαναν την επίσημη μορφή της απόφασης. Επίσης, η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών

¹⁶⁹ Επί άυλων χρηματοπιστωτικών μέσων.

¹⁷⁰ ΑΚ 914επ.

¹⁷¹ ΑΚ 904επ.

πρέπει να δημοσιεύεται από τον εκδότη όχι μόνο στο διαδικτυακό τόπο του Χρηματιστηρίου Αθηνών και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όπως απαιτούσε το προϊσχύον νομικό πλαίσιο, αλλά παράλληλα και στην ιστοσελίδα του εκδότη.

Επιπροσθέτως, το προϊσχύον δίκαιο προέβλεπε τη δυνατότητα χορήγησης απαλλαγής από το Χρηματιστήριο Αθηνών στον εκδότη από την υποχρέωσή του για δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών. Με το Ν. 3340/2005 όμως, εκτός του ότι καθορίζεται επακριβώς το ύψος του νόμιμου συμφέροντος που μπορεί να δικαιολογήσει την αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών¹⁷², προβλέπεται υποχρέωση του εκδότη να λάβει τα απαραίτητα εκείνα μέτρα προκειμένου να διασφαλίσει –για όσο χρόνο διαρκεί η αναβολή αυτή– την εμπιστευτικότητα αυτών. Μάλιστα σε περίπτωση που ο εκδότη αποτύχει να διασφαλίσει την εμπιστευτικότητά τους, σύμφωνα με τα ανωτέρω, υποχρεούνται κατά το ισχύον νομικό πλαίσιο να προβεί σε άμεση και πλήρη δημοσιοποίησή τους.

Δύο καινοτόμα μέτρα του νέου νόμου είναι:

- 1) η υποχρέωση των εκδοτών να διατηρούν κατάλογο των προσώπων που απασχολούν και τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες και
- 2) η υποχρέωση γνωστοποίησης από τα διευθυντικά στελέχη όλων των συναλλαγών που καταρτίζουν στη μετοχή του εκδότη, το ποσό των οποίων υπερβαίνει τα 5.000 Ευρώ ανά ημερολογιακό έτος. Τα ονόματα των παραπάνω προσώπων που υποχρεούνται να γνωστοποιούν τις συναλλαγές, θα πρέπει να τηρούνται σε σχετικό κατάλογο.

Οι ανωτέρω κατάλογοι πρέπει να βρίσκονται ανά πάσα στιγμή στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τέλος ο Ν. 3340/2005 καταργεί πλέον την υποχρέωση προαναγγελίας των συναλλαγών και των δεσμευτικών δηλώσεων προθέσεων των μετοχών.

¹⁷² Όπως για παράδειγμα στην περίπτωση που διαπραγματεύσεις βρίσκονται σε εξέλιξη και η δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας ενδέχεται να επηρεάσει την έκβαση αυτών.

Επίλογος

Η κεφαλαιαγορά αποτελεί κατ' εξοχήν πεδίο διακίνησης και ανταλλαγής πληροφοριών, οι οποίες αποτελούν τη βάση για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Παροχείς των πληροφοριών αναδυκνούνται κυρίως οι εκδότες των χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς και τρίτοι όπως δημοσιογράφοι, αναλυτές, επιχειρήσεις επενδύσεων κ.α. Αποδέκτες των πληροφοριών είναι οι επενδυτές, οι οποίοι κατά κανόνα επιδιώκουν την πληροφόρηση για διαμορφώσουν την επενδυτική τους απόφαση και να προφυλαχθούν από κινδύνους που την αφορούν. Σε όλους τους τόπους της παρούσας μελέτης αναλύθηκε η νομοθετική καθιέρωση υποχρεώσεων πληροφόρησης με σκοπό την άμβλυση του φαινομένου της πληροφοριακής ασυμμετρίας, η οποία συνιστά διαρκή απειλή για τους επενδυτές και της κεφαλαιαγορές εν γένει.

Στο πλαίσιο διαμόρφωσης ενός ασφαλούς περιβάλλοντος για τους επενδυτές ο κοινοτικός νομοθέτης αρχικώς εξέδωσε με τη διαδικασία Lamfalussy, την Οδηγία 2003/6/EK, την οποία ο Έλληνας νομοθέτης ενσωμάτωσε με το Νόμο 3340/2006. Σύμφωνα με το νέο νομοθετικό πλαίσιο, ο κάτοχος μιας πληροφορίας, η οποία υπό προϋποθέσεις είναι προνομιακή υποχρεούται σε απαγόρευση χρήσης της, ενώ ο εκδότης αυτής υποχρεούται σε άμεση δημοσίευση της. Ο χαρακτηρισμό μίας πληροφορίας ως προνομιακής, είναι μια διαδικασία πολλές φορές δυσχερής, λόγω του ιδιαίτερου χαρακτήρα της, ενώ θα πρέπει να γίνεται πάντοτε σε συνάρτηση με την δυναμική της αγοράς το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και τις συνθήκες που συνέτρεχαν.

Αναμφισβήτητα, η Οδηγία και ο ελληνικός νόμος κάλυψαν ένα σημαντικό κενό στο υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο για την ακεραιότητα της αγοράς και συνέδραμαν αποφασιστικά στην ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Ωστόσο, η έκταση και η ένταση της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ανέδειξαν, όπως ήταν εύλογο, την ανάγκη επανεξέτασης του ισχύοντος ρυθμιστικού σχεδιασμού που διέπει τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Ευρωπαϊκή Ένωση¹⁷³.

Ειδικότερα στις 20 Απριλίου 2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε Κλήση για Σχόλια αναφορικά με την αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/EK. Ορισμένα από τα

¹⁷³ Γκόρτσος Χ. (2009), ό.π. σελ. 6.

ζητήματα που προτείνεται να αναθεωρηθούν, με γνώμονα την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της Οδηγίας είναι τα εξής:

- οι αγορές και τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας,
- η δυνατότητα των εκδοτών εισηγμένων εταιρειών να αναβάλλουν τη δημοσιοποίηση μιας εμπιστευτικής πληροφορίας,
- η δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από τους εκδότες παράγωγων προϊόντων επί εμπορευμάτων,
- η δυνατότητα των αρμοδίων αρχών να έχουν πρόσβαση σε αρχεία τηλεφωνικών καταγραφών και σε άλλα αρχεία, και
- η υποχρέωση κατάρτισης καταλόγων των προσώπων που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες¹⁷⁴.

Μάλιστα υπάρχει έντονη συζήτηση γύρω από το θέμα επέκτασης της νομοθετικής ρύθμισης για την κατάχρηση των προνομιακών πληροφοριών και σε άλλες συναλλαγές, όπως τις τραπεζικές δραστηριότητες¹⁷⁵, στα δημόσια έργα, στις κρατικές προμήθειες και επιχορηγήσεις, σε αποφάσεις κρατικών και κυβερνητικών φορέων, ώστε να δημιουργηθεί ένα νομοθετικό πλαίσιο ρυθμίσεων για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και προβαίνουν στην καταχρηστική τους εκμετάλλευση για το σύνολο των συναλλαγών.

¹⁷⁴ Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, Έγγραφο εργασίας σχετικά με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, τη μακροπροληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη θέσπιση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (2009), διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση : http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/econ/dt/797/797720/797720eL.pdf

¹⁷⁵ Hopt, K. (1991), σελ.289

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΠΗΓΕΣ

1. Διεθνείς πηγές

IOSCO (2000) : Public Document No. 103, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, IOSCO Technical Committee, May 2000 (the IOSCO Market Manipulation Report).

IOSCO (2008) : Objectives and Principles of Securities Regulation, February 2008.

IOSCO (2008) : Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, February 2008.

2. Ευρωπαϊκές πηγές

Οδηγία 79/279/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 5ης Μαρτίου 1979 περί συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών, ΕΕΕΕ L 066, 16.03.1979 σελ. 21-32.

Οδηγία 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), ΕΕΕΕ L 375, 31.12.1985, σελ. 3-18.

Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ΕΕΕΕ L 334, 18.11.1989, σελ. 30-32.

Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10^{ης} Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, ΕΕΕΕ L 141, 11.6.1993, σελ. 27-46.

Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), ΕΕΕΕ L 96, 12.04.2003, σελ. 16-25.

Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, ΕΕΕΕ L 339, 24.12.2003, σελ. 70-72.

Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων, ΕΕΕΕ L 339, 24.12.2003, σελ. 73-77.

Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, ΕΕΕΕ L 145, 30.04.2004, σελ. 1-44.

Οδηγία 2004/72/EK της Επιτροπής της 29^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά στις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών, ΕΕΕΕ L 162, 30.04.2004, σελ. 70-75.

Οδηγία 2004/109/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 2004 για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/EK, ΕΕΕΕ L 390, 31.12.2004, σελ. 38-57.

Οδηγία 2008/26/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11^{ης} Μαρτίου 2008 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2003/6/EK σε σχέση με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), όσον αφορά στις εκτελεστικές αρμοδιότητες που ανατίθενται στην Επιτροπή, ΕΕΕΕ L 81, 20.03.2008 σελ. 42-44.

Απόφαση 1999/468/EK του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιουνίου 1999 για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή ΕΕΕΕ L 184, 17.07.1999, σελ. 23-26.

Απόφαση 2001/527/EK της Επιτροπής της 6^{ης} Ιουνίου 2001 για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών, ΕΕΕΕ L 191, 13.07.2001 σελ. 43-44 (ως τροποποιήθηκε με την Απόφαση 2004/7/EK της Επιτροπής ΕΕΕΕ L 3, 7.01.2004, σελ. 32.)

Απόφαση 2001/528/EK της Επιτροπής, της 6ης Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών, ΕΕΕΕ L 191, 13.07.2001, σελ. 45-46.

Απόφαση 2006/512/EK του Συμβουλίου της 17^{ης} Ιουλίου 2006 για την τροποποίηση της απόφασης 1999/468/EK περί καθορισμού των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή ΕΕΕΕ L 200, 22.07.2006, σελ. 11-13.

Σύσταση 77/534/ΕΟΚ της Επιτροπής της 25ης Ιουλίου 1977, περί καθιέρωσης ευρωπαϊκού κώδικα συμπεριφοράς όσον αφορά τις συναλλαγές στον τομέα των κινητών αξιών, ΕΕΕΕ L 212, 20.08.1977, σελ. 37 – 43.

Ανακοίνωση της Επιτροπής (1999), Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες : Εφαρμογή του Πλαισίου για τις Χρηματοπιστωτικές Αγορές : Πρόγραμμα Δράσης, COM (1999) 232, 11.05.1999.

Γνωμοδότηση της Επιτροπής (2001) σύμφωνα με το άρθρο 251, παράγραφος 2, τρίτο εδάφιο, στοιχείο γ) της Συνθήκης ΕΚ, επί των τροπολογιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στην κοινή θέση του Συμβουλίου σχετικά με την πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=en&ihtmlang=en&lng1=en,el&lng2=da,de,el,en,es,fi,fr,it,nl,pt,sv,&val=267108:cs&page=>

Γνωμοδότηση της Επιτροπής Νομικών Θεμάτων και Εσωτερικής Αγοράς προς την Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής (2002) σχετικά με την πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά), A5-69/2002 (19.02.2002, PE 307.438).

Έγγραφο εργασίας της Επιτροπής Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, (2009) σχετικά με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, τη μακροπροληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη θέσπιση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση :

http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/econ/dt/797/797720/797720_eLpdf

European Central Bank (2001) Opinion of the European Central Bank of 22 November 2001 at the request of the Council of the European Union concerning a proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), ΕΕΕΕ C 24/8 της 26.01.2002, σελ. 8-10.

European Central Bank (2008) : Financial Integration in Europe, April, European Central Bank, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financial_integrationineurope200804en.pdf

Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets (2001), Brussels, 15 February 2001, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf

FESCO (2000) : Market Abuse : FESCO's Response to the Call For Views From Securities Regulators Under the EU's Action Plan For Financial Services, COM (1999), June 2000.

CESR (2002) : "CESR's advice on Level 2 implementing measures for the proposed Market Abuse Directive" (CESR/02-089d) διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=156>

CESR (2003) : CESR's advice on Possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, (CESR/02-089d), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=156>

CESR (2005) : Market Abuse Directive -Level 3 –First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3282>

CESR (2005) : Frequently Asked Questions, 05-365, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3409>

CESR (2007) : Market Abuse Directive -Level 3 –Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4683>

CESR (2007) : An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive A report to the Financial Services Committee (FSC) (CESR/07-334b), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4670>

CESR (2007) : Report on Administrative and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the (CESR/07-693), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4853>

CESR (2008) : Feedback Statement on CESR's advice on Level 2 Implementing measures for the proposed Market Abuse Directive (CESR/02-287b), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=158>

CESR (2009) : Market Abuse Directive -Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Guidelines, διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση : <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5727>

CESR (2009) : Review Panel report: Market Abuse Directive –options and discretions, (CESR/09-1120), March, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6537>

Δελτίο Τύπου της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2002) : IP/02/669, "Commission welcomes Council agreements on market abuse and financial conglomerates", διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/669&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

3. Αλλοδαπές πηγές

UK Code of Market Conduct (2001), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps59_76.pdf

4. Ελληνικές πηγές

N. 3632/1928 «Περί Χρηματιστηρίων αξιών» ΦΕΚ Α, 137, 26.07.1928, σελ. 1065-1076.

N. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών», ΦΕΚ Α 37, 30.3.1963, σελ. 247-263.

N. 1969/1991 «Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ Α 167, 30.10.1991, σελ. 2209-2224β.

N. 2526/1997 «Σύσταση Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία «Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών Ανώνυμη Εταιρεία («Δ.Ε.Κ.Α. ΑΕ») και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ Α 205, 8.10.1997, σελ. 6871-6875.

N. 2651/1998 «Ρυθμίσεις θεμάτων της χρηματιστηριακής αγοράς και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ Α 248, 3.11.1998, σελ. 3609-3621.

N. 3340/2005 «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», ΦΕΚ Α 112, 10.05.2005, σελ. 1331-1342.

N. 3371/2005 «Θέματα Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ Α 178, 14.07.2005, σελ. 2857-2892.

N. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις.», ΦΕΚ Α 195, 17.8.2007, σελ. 4173 - 4180-32.

Π.Δ. 53/1992 «Για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/592/ΕΟΚ» ΦΕΚ Α 22, 14.02.1992, σελ. 358-360.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14-11-2000 «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεομένων με αυτές προσώπων», ΦΕΚ Β' 1487, 16-12-2000 σελ. 20041-20052 (και η τροποποιημένη της απόφαση της ΕΚ 3/348/19-7-2005).

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/347/12.7.2005 «Υποχρεώσεις των Προσώπων που Διαμεσολαβούν κατ' Επάγγελμα στην Κατάρτιση Συναλλαγών σχετικά με την Πρόληψη Περιπτώσεων Κατάχρησης της Αγοράς», Φ.Ε.Κ. Β 983, 13.07.2005 σελ. 13884-13885.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/347/12.7.2005 «Υποχρεώσεις των Εκδοτών για τη Δημοσιοποίηση Προνομιακών Πληροφοριών», Φ.Ε.Κ. Β 983, 13.07.2005 σελ. 13885-13888.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 4/347/12.7.2005 «Υποχρεώσεις των Προσώπων που Εκπονούν ή Διαδίδουν Αναλύσεις» Φ.Ε.Κ. Β 983, 13.07.2005 σελ. 13888-13891.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/347/12.7.2005 «Διαδικασία και Κριτήρια για τον Χαρακτηρισμό Πρακτικών της Αγοράς ως Αποδεκτών» Φ.Ε.Κ. Β 983, 13.07.2005 σελ. 13892-13893.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/503/13.3.2009 Αποδεκτή πρακτική αγοράς: Αγορά ιδίων μετοχών και διακράτησή τους για μελλοντική απόκτηση μετοχών άλλης εταιρείας, ΦΕΚ Β 764, 27.04.2009 σελ. 9662-9664.

Εγκύκλιος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 30/17.03.2006.

Έκθεση Πεπραγμένων Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (2009) διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση [2009http://www.hba.gr/5Ekdosis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf](http://www.hba.gr/5Ekdosis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf) :

Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (2007-2008), διαθέσιμες στις ηλεκτρονικές διευθύνσεις http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2009.pdf και http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2008.pdf

Β. ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΕΙΣ ΠΗΓΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ- ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

Ελληνόγλωσσα κείμενα

Ανγουλέας, Αμ. (2009) : Γενική Εισαγωγή στην κατάχρηση αγοράς και δικαιοπολιτική αιτιολογία ρύθμισης αυτής, στο συλλογικό τόμο : Πρακτικά 5^{ου} Τριήμερου Συνεδρίου Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα : Δικαιοσύνη, Εποπτικές Αρχές και Εποπτευόμενοι Φορείς στο νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό Περιβάλλον, Εκδόσεις Ευρασία, σελ. 299 επ.

Αυγητίδης, Δ. (2006) : Η παραβίαση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ως χειραγώγηση της χρηματιστηριακής αγοράς, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, τόμος ΝΖ', σελ. 1 επ.

Βελέντζας, Γ. (2006) : Προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, Ερμηνευτική προσέγγιση του νέου νομοθετικού πλαισίου (Ν. 3340/2005) και της σχετικής νομοθεσίας που εκδόθηκε κατ' εξουσιοδότηση, Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού Χρηματοπιστηριακού Δικαίου σελ. 3 επ.

Γεωργακόπουλος, Α. και Γεωργακόπουλος, Ν. (1999): «Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά την έννοια του π.δ 53/1992.», ΝοΒ 89

Γκόρτσος, Χ. (2005): Το Ευρωπαϊκό Ρυθμιστικό Πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η Λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό, Γκόρτσος Χ., Ομιλία στο 4ο Διεθνές Τραπεζικό Forum.

Γκόρτσος Χρ. (2006) : Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού δικαίου : Πρέπει να προχωρεί το κοινοτικό δίκαιο με γενικές αρχές ή με λεπτομερείς ρυθμίσεις (rules v. principles) ;, Κοινοτικό δίκαιο και Εμπορικό Δίκαιο, 16 Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 285-324 (αναδημοσιευμένο στο Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο α' τετραμηνία 2007, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα σελ. 20-37).

Γκόρτσος, Χ. (2009): Διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, στο συλλογικό τόμο (επ. Χ. Παμπούκης): Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ 831-869.

Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ. (2009): «Στοιχεία ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ 255 επ.

Ιωαννίδου, Σ. (2003): « Η διαδικασία συναπόφασης του άρθρου 251 ΣΕΚ» στον Σκουρή, Β. Ερμηνεία Συνθηκών για την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωπαϊκή Κοινότητα.

Λιβαδά, Χ. (2007): Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, σελ. 206 επ.

Μιχαλόπουλος, Γ. (1991): «Καταχρηστική Αξιοποίηση Εμπιστευτικών Πληροφοριών στο Χρηματιστήριο.» σελ. 1-123

Μιχαλόπουλος, Γ. (2003): Παράρτημα Β: Παράνομη Αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο, στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Γενικές Διατάξεις, Τόμος Δεύτερος, Τεύχος Α', σελ. 409 επ.

Παπαντώνη, Μ. (1999): Η απαγόρευση κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, σελ. 251 επ.

Παπαντώνη, Μ. (2008) : Κατάχρηση αγοράς στο κοινοτικό και εθνικό δίκαιο στο συλλογικό τόμο : Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς. Πρακτικά δεύτερης ετήσιας εσπερίδας της Ελληνικής Εταιρίας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Σελέκος, Π. (1998): «Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής κινητών αξιών ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών κατά την έννοια του π.δ 53/1992.», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, σελ. 543 επ.

Σταϊκούρας Π. (2002): Προς ένα νέο νομικό πλαίσιο για τη ρύθμιση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Η πρόταση Οδηγίας του 2001 και η σημασία της για την ελληνική έννομη τάξη, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, τόμος ΝΓ' σελ. 508 επ.

Σταϊκούρας Π. (2004): «Το έκτο βιβλίο του Κώδικα Κεφαλαιαγοράς για τη κατάχρηση της αγοράς, οι νέες προκλήσεις για την ελληνική θεωρία και νομολογία», ΕμπΔ, σελ. 455-478.

Στεφάνου – Γκόρτσος, (2006): «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», σελ. 185-190

Ελληνική Νομολογία

ΔΠρΠειρ 175/1997 (1998) Δελτίο Συνδέσμου ΑΕ & ΕΠΕ 226

ΔΠρΠειρ 187/1997 (1999) Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού και Χρηματιστηριακού Δικαίου 181

Διοικ. Πρ.Αθ. 1944/1997 ΕπισκΕΔ 1999.311

ΜονΠρΠειρ 179/1997 ΕτρΑξΧρΔ 1998.173

ΔιοικΠρΛειβ 23/1997 (1998) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 169

ΔΠρΑθ 80/1998 (1998) Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου 546

ΔΠρΑθ 140/1998 (1998) Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου 550

ΔΠρΑθ 7959/1998 (1999) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 86

ΔΠρΑθ 10748/2000 (Αδημοσίευτη)

ΔιοικΕφΠειρ 1090/2001 (2002) Χρηματοπιστηριακά Θέματα 52

Μον.Διοικ.Πρ. Χαν 57/2001 ΕτρΑξΧρΔ 2004.485

ΔιοικΠρ.Κερκ. 30/2003 ΕτρΑξΧρΔ 2004.189

ΔιοικΠρΑθ 1585/2003 (2003) Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών 798

Ξενόγλωσσα κείμενα

Blair, W. and Walker, G. (2006) : Financial Services Law, Oxford University.

European Central Bank, (2008) : Financial Integration in Europe, European Central Bank, April 2008, σελ. 6

Ippolito, R.A.,(2005) : «Economics for Lawyers» Princeton University Press,σελ. 1-36

Keynes, J.M., (ελλ. Εκδ.,2001): « Η γενική θεωρία της απασχόλησης του τόκου και του χρήματος», σελ 185

ECB (2001a): The euro money market, European Central Bank, Frankfurt

FASB (1976): The market hypothesis, p. 122-130

Ferran, E. (2004) : Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, Cambridge, σελ. 61-74 και 99-107

Ferrarini,G. And Wymeersch, E. (2006): “Investor Protection in Europe”, σελ. 366-377

Ferrarini, G. (2004): The European Market Abuse Directive, 41 Common Market Law Review 711.

Hansen, J. (2004): “MAD in A Hurry : The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive, European Business Law Review 15, p. 183–22

Herring, R. and Litan, R.E. (1995): Financial Regulation in the Global Economy, Washington D.C., σελ.49-64

Hopt, K. (1991) : «Inderwissen und Insiderknflikte ins europaischen und deutschen Bankrecht σελ. 289 επ.

Hopt, K. (1996) : “Insider regulation and timely disclosure” 21 Forum international, σελ. 6 επ.

Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht. σελ.420-421

Moloney, N. (2004): I. Time to Take Stock on the Markets : The Financial Services Action Plan Concludes as the Company Law Action Plan Rolls Out,. International and Comparative Law Quarterly, VoL 53, σελ. 999 επ

- Moloney, N. (2008)** : EC Securities Regulation, Oxford University Press, 916-1005
- Scott, H. (1996)**: "Federal Regulation of Securities" in Morrison, Alan B. "Fundamentals of American Law, σελ. 475-595
- Schmidt, (2001)** Insider Trading, Maßnahmen zur Vermeidung bei US Banken, σελ 1-86

Ξενόγλωσση Νομολογία

- Basic, Inc. v. Levison, 108 S.Ct 978 (1988)
- Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (1952)
- Blau v. Lehman, 368 U.S. 403 (1962)
- Chiarella v. U.S., 445 (1980)
- Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)
- J.I. Case Co. v. Borak, 337 U.S. 426 (1964)
- Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (1946)
- Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 90 (1971)
- US v. Carpenter, 791 F.2d 1024 (1986)

Γ. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

- Committee of European Securities Regulators (www.cesr.eu).
- Financial Services Authority (www.fsa.gov.uk).
- Financial Times (www.ft.com).
- International Organization of Securities Commissions (www.iosco.org).
- Δικηγορικός Σύλλογος Αθηνών (www.dsa.gr).
- ΔΕΕ (Ευρετήριο Νομολογίας) (curia.europa.eu).
- Ελευθεροτυπία (www.enet.gr)
- Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (www.hcmc.gr).
- Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (www.hba.gr).
- Ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (europa.eu.int).
- Καθημερινή (www.kathimerini.gr)
- Νόμος (Βάσεις Νομικών Πληροφοριών και Νομικό Forum) (lawdb.intrasoftnet.com).

