



*ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ : ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΚΑΙ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ*

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ : «Η ΟΔΗΓΙΑ 89/592/ΕΟΚ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ 13^{ΗΣ}
ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 1989 ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ
ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ»**

**Επιβλέπων Καθηγητής : Επ.Καθ.Χρ.Γκόρτσος
Εισηγήτρια : Γεωργούτσου Π. Γεωργία
(Α.Μ. 1299Μ023)**

**ΑΘΗΝΑ
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2001**

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

Νομικά περιοδικά

CMLR	Common Market Law Review
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών
ΕεμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΕΤ	Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
ΕλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου
Κριτ.Ε	Κριτική Επιθεώρηση
NoB	Νομικό Βήμα
Revue Trim. Dr. Europ.	Revue Trimestrielle de Droit Europeen

Πηγές

ΑΠ	Άρειος Πάγος
C-0	Αριθμός υπόθεσης του ΔΕΚ
COB	Commission des Operations de Bourse
ΔΕΚ	Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕΕΚ	Επίσημη Εφημερίδα Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕΣΔΑ	Ευρωπαϊκή Σύμβαση των Δικαιωμάτων του
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΟΚΕ	Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή
ΠΔ	Προεδρικό Διάταγμα
ΠΚ	Ποινικός Κώδικας
SEA	Securities and Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
ΣυνθΕΕ	Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ...	1
A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
B. ΚΟΙΝΟΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ	13
1. ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΣΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΩΔΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ (1977) ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΕΠΙ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	13
2. Η ΣΥΜΒΑΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ (1989)	16
2.1. Τα γενικά χαρακτηριστικά της σύμβασης του Συμβουλίου της Ευρώπης (1989)- Ο επιδιωκόμενος στόχος της θέσπισής της	16
2.2. Το περιεχόμενο της Σύμβασης- Η κατ' άρθρο ανάλυσή της	20
3. Η ΟΔΗΓΙΑ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ 13^{ΗΣ} ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 1989 ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟ ΤΩΝ ΝΟΜΟΘΕΣΙΩΝ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ (89/592/ΕΟΚ)	25
3.1. Το προστάδιο, το νομικό υπόβαθρο και το ιστορικό περιβάλλον μέσα στο οποίο γεννήθηκε η Οδηγία	25
<i>3.1.1. Η γνώμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής</i>	26
<i>3.1.2. Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών</i>	29
<i>3.1.2.1. Τα πρόσωπα που αποτελούν κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το περιεχόμενο της πρότασης οδηγίας</i>	30
<i>3.1.2.2. Οι πράξεις των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών</i>	30
<i>3.1.2.3. Οι κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σύμφωνα με την τροποποιημένη πρόταση οδηγίας</i>	32
<i>3.1.2.4. Τα μέτρα προστασίας των επενδυτών</i>	32
<i>3.1.2.4.1. Προληπτικά μέτρα προστασίας των επενδυτών</i>	32
<i>3.1.2.4.2. Κατασταλτικά μέτρα προστασίας των επενδυτών</i>	33
<i>3.1.2.5. Συμπερασματικά σχόλια- Καταληκτικές παρατηρήσεις</i>	34
3.2. Η αναγκαιότητα θέσπισης αυτής της Οδηγίας	35
3.3. Η έννοια, η φύση και ο σκοπός της εσωτερικής πληροφορίας	36
3.4. Η έννοια των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων	41
3.5. Κατηγορίες κατόχων εσωτερικών πληροφοριών	43
<i>3.5.1. Πρωτεύοντες κάτοχοι</i>	43
<i>3.5.2. Δευτερογενείς κάτοχοι</i>	48
<i>3.5.3. Οι απαγορευμένες δραστηριότητες των πρωτεύοντων και δευτερογενών κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών</i>	50
<i>3.5.3.1. Μια γενική θεώρηση των δραστηριοτήτων αυτών</i>	50
<i>3.5.3.2. Απαγορευμένες δραστηριότητες από κοινού για πρωτεύοντες και δευτερεύοντες κατόχους</i>	52
<i>3.5.3.3. Οι απαγορευμένες δραστηριότητες αποκλειστικά των πρωτεύοντων κατόχων</i>	54

3.6. Ο έλεγχος του insider trading (εποπτικές αρχές- κατασταλτικά και προληπτικά μέτρα)	55
3.6.1. Εισαγωγικά στοιχεία.....	55
3.6.2. Η οργάνωση και η δραστηριότητα των εποπτικών αρχών.....	56
3.6.3. Η λήψη προληπτικών μέτρων για την αντιμετώπιση του insider trading.....	57
3.6.4. Το καθεστώς των επιβληθεισών κυρώσεων.....	58
3.6.5. Ο διεθνής χαρακτήρας του insider trading και η διασυνοριακή συνεργασία για την καταπολέμησή του.....	60
3.6.6. Η εφαρμογή της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών από τη νομολογιακή πρακτική του ΔΕΚ.....	63
3.7. Συμπερασματικά σχόλια για την συνδρομή αυτής της οδηγίας προς την πορεία μιας ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ...	65
Γ. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ	69
1. Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την αντιμετώπιση του φαινομένου του insider dealing	69
2. Η ανάλυση του ορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας, όπως παρατίθεται στο ΠΔ 53/92	70
3. Τα υποκείμενα της καταχρηστικής εκμετάλλευσης της εμπιστευτικής πληροφορίας όπως ορίζονται στο ΠΔ 53/92	74
4. Το απαγορευτικό πλαίσιο των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών	75
4.1. Η ποινικοποίηση της διασποράς εμπιστευτικών πληροφοριών.....	77
4.2. Οι περιπτώσεις άρσης του απαγορευτικού πλαισίου.....	79
5. Η εποπτεία του νομοθετικού πλαισίου που διέπει το insider trading- Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	80
6. Η ποινική ευθύνη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών- Άρθρο 30 του Ν. 1806/1988	82
6.1 Ο συσχετισμός του αδικήματος προς συγγενή αδικήματα	85
6.1.1. Απλή γνωστοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών.....	85
6.1.2. Διάδοση ψευδών πληροφοριών.....	86
6.2. Ποινική πρόβλεψη εκτός πεδίου νόμου 1806/1988	87
6.2.1. Διατάξεις Ποινικού Κώδικα.....	87
6.2.2. Διατάξεις Ν 146/14 περί αθεμίτου ανταγωνισμού.....	87
6.2.3. Διατάξεις κν 2190/20.....	88
7. Η Ελληνική νομολογία	88
7.1. Οι έννοιες της χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών και του scalping (απόκτηση μετοχών εν γνώσει επικείμενης δημοσιοποίησης ίδιας πρότασης αγοράς ή ευμενούς αξιολόγησής της και με το σκοπό επίτευξης κέρδους).....	93
Δ. ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΟΔΗΓΙΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (ΚΑΤΑΧΡΗΣΤΙΚΕΣ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ)	98
1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις-Λόγοι που καθιστούν αναγκαία την θεσμοθέτηση της πρότασης οδηγίας	98
2. Το περιεχόμενο της πρότασης οδηγίας-Οι βασικές εννοιολογικές Παράμετροι-Το πεδίο εφαρμογής της	102

3. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά.....	103
4. Οι εννοιολογικές προσεγγίσεις των βασικών όρων που περιλαμβάνονται στην πρόταση οδηγίας και το περιεχόμενο των υπόλοιπων άρθρων.....	104
5. Συμπερασματικά σχόλια αναφορικά με την σημασία της πρότασης οδηγίας.....	113
Ε. ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	114

ΣΤ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ζ. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

- 1. Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών*
- 2. Η οδηγία του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 (89/592/ΕΟΚ) για τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών*
- 3. Η υπόθεση C-28/99 του ΔΕΚ*
- 4. Το ΠΔ 53/92 για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, το οποίο ενσωματώνει την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ στην ελληνική έννομη τάξη*
- 5. Σχέδιο της πρότασης της Επιτροπής για οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά)*

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια προσπάθεια ερμηνευτικής προσέγγισης του φαινομένου της χρηματιστηριακής απάτης που εντοπίζεται στις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών από την οπτική γωνία του κοινοτικού δικαίου, το οποίο εδώ και μια δεκαετία χαρακτηρίζεται και κυριαρχείται από την εφαρμογή της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.

Θα μελετήσουμε λοιπόν αρχικά τόσο το νομικό και το ιστορικό υπόβαθρο όσο και τους γενεσιουργούς λόγους αυτής της Οδηγίας καθώς και την υπάρχουσα νομολογιακή πρακτική. Ύστερα από μια εκτενή και λεπτομερή παρουσίαση της προαναφερθείσας Οδηγίας ακολουθεί η προβολή της ελληνικής νομοθετικής πραγματικότητας και συγκεκριμένα η ανάλυση του Π.Δ. 53/92 που ενσωματώνει με ακρίβεια το κοινοτικό παράγωγο δίκαιο καθώς και του άρθρου 30 του ν. 1806/1988 το οποίο αναφέρεται στις ποινικές κυρώσεις που επισύρει η διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών από όσους είναι κάτοχοι αυτών των εμπιστευτικών πληροφοριών. Η παρούσα μελέτη ολοκληρώνεται

με την παρουσίαση της νεότερης πρότασης οδηγίας της Επιτροπής για τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, η οποία στοχεύει μεταξύ άλλων και στην κάλυψη των αδυναμιών της Οδηγίας του 1989, η οποία φαίνεται να μην ανταποκρίνεται πλέον στις απαιτήσεις μιας σύγχρονης κοινωνίας της πληροφορίας και της συνεχούς μεταφοράς τεχνογνωσίας.

Η ενασχόλησή μου μ' αυτό το αντικείμενο μελέτης και έρευνας ήταν κυρίως απόρροια του διαχρονικού και του σύγχρονου χαρακτήρα του. Η προβληματική που αναπτύσσεται αναφορικά με τη χρηματιστηριακή απάτη είναι περισσότερο από κάθε άλλη φορά έντονη και οδηγεί συχνά σε έντονη δυσπιστία των συναλλασσόμενων στις χρηματιστηριακές αγορές σχετικά με την διαφάνεια των χρηματιστηριακών πράξεων. Η δημοσιοποίηση και η ανακάλυψη πράξεων χρηματιστηριακής διαφθοράς από τις αρμόδιες Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς κάθε κράτους μέλους, το μέγεθος της παράνομης απόκτησης κέρδους που συνοδεύεται από την εκτεταμένη χρήση απατηλών πρακτικών έχουν γεννήσει πολλά ερωτηματικά όσον αφορά την αποτελεσματική εφαρμογή της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ.

Σ' αυτή μου την προσπάθεια πολύτιμος αρωγός, καθοδηγητής και σύμβουλος χωρίς την πολύτιμη βοήθεια του οποίου θα ήταν αδύνατη η περάτωση της παρούσας εργασίας υπήρξε ο εποπτεύων μου Επ. Καθηγητής του Παντείου Πανεπιστημίου, Γεν. Γραμματέας της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών κ. Χρ. Γκόρτσος, τον οποίο θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά. Επίσης θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες και στα μέλη του Κέντρου Ευρωπαϊκής Τεκμηρίωσης και κυρίως στον Πρόεδρο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών του Παντείου Πανεπιστημίου Καθηγητή κ. Κων. Στεφάνου, οι οποίοι ανταποκρίθηκαν πρόθυμα και συνέδραμαν την προσπάθεια αναζήτησης και συλλογής του πληροφοριακού και βιβλιογραφικού μου υλικού.

Αθήνα, Οκτώβριος 2001
Γεωργία Παν. Γεωργούτσου

Α. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ορθή αξιολόγηση τόσο της οδηγίας του Συμβουλίου του 1989 (89/592/ΕΟΚ) όσο και της πρόσφατης πρότασης οδηγίας της Επιτροπής του Μαΐου του 2001 για τις πράξεις των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας εργασίας επιβάλλει καταρχήν τον καθορισμό του νομικού πλαισίου πάνω στο οποίο στηρίζεται η πολιτική των κοινοτικών οργάνων, σχετικά με τα χρηματιστήρια και γενικότερα την κεφαλαιαγορά.

Η αλληλοδιείσδυση των εθνικών χρηματιστηριακών αγορών αποτελεί έναν από τους παράγοντες που προωθούν την πραγμάτωση της ενιαίας αγοράς των κεφαλαίων. Πράγματι, ο στόχος των χρηματιστηριακών νομοθεσιών συνίσταται πρωταρχικά στη διευκόλυνση των επενδύσεων. Αυτός ο σκοπός δεν είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί χωρίς τη διασφάλιση της σωστής λειτουργίας της αγοράς. Από την πλευρά της, η σωστή λειτουργία της αγοράς απαιτεί την ισότητα ευκαιριών μεταξύ των επενδυτών και την τόνωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις κινητές αξίες.

Καθίσταται όμως σ' αυτό το σημείο απαραίτητη μια διευκρίνιση. Τα κοινοτικά όργανα δεν αντιλαμβάνονται την ενοποίηση των αγορών με τρόπο που αυτή να

**Η πορεία
προς μια
ενιαία αγορά
κεφαλαίων**

καταλήγει στη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίθετα, επιδιώκεται η διατήρηση των εθνικών χρηματιστηριακών αγορών, με τέτοιο πάντως τρόπο, ώστε να διασφαλίζεται η ισότιμη προστασία των επενδυτών στα κράτη μέλη της Κοινότητας. Παράλληλα, προωθείται η συνεργασία των αρμοδίων αρχών των κρατών μελών, για τα ζητήματα που σχετίζονται με περισσότερες από μια χρηματιστηριακές αγορές.

Όπως είναι γνωστό μια ακμάζουσα ευρωπαϊκή οικονομία που βασίζεται σε μια ολοκληρωμένη ενιαία αγορά προάγει το συμφέρον όλων των κατοίκων των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αφού οδηγεί σε αύξηση των επενδυτικών κινήτρων και στην δημιουργία πιο ανταγωνιστικών επιχειρήσεων¹. Γι' αυτό και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δίνει μεγάλη σημασία στην ολοκλήρωση της χρηματιστηριακής αγοράς, αφού αυτή αποτελεί καταλυτικό παράγοντα ρύθμισης μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης και έναν μεταβατικό μηχανισμό για όλη την οικονομία.

Οι θετικές συνέπειες

Από τη μια μεριά βρίσκονται οι επιχειρηματίες με τις πρωτοποριακές ιδέες, εταιρίες που επιθυμούν να υλοποιήσουν ερευνητικά προγράμματα, να αναπτύξουν νέα τεχνολογία, να επεκτείνουν την επιχειρηματική τους δράση σε νέες αγορές και από την άλλη οι πολίτες που αναζητούν τον πιο αποτελεσματικό και κερδοφόρο τρόπο αποταμίευσης και επένδυσης των οικονομικών τους αποθεμάτων. Συνδυετικός κρίκος αυτών αποτελούν λοιπόν οι χρηματαγορές που φέρνουν σε επαφή τους ανθρώπους που επιθυμούν να επενδύσουν με τους φορείς που αναζητούν χρήματα. Αν οι χρηματαγορές λειτουργήσουν σωστά, τότε θα επιτευχθεί η πιο αποτελεσματική χρήση του κεφαλαίου και θα μειωθεί το κόστος πρόσβασης των επιχειρήσεων στην εύρεση κεφαλαίου. Αυτό θα ενθαρρύνει τους επιχειρηματίες να προάγουν νέες τεχνολογίες και καινοτομία. Οι κίνδυνοι θα διαχέονται αποτελεσματικά και θα αυξηθεί η χρηματοοικονομική σταθερότητα. Όσο πιο μεγάλες και ολοκληρωμένες χρηματαγορές χτίζονται τόσο θα μειώνεται το κόστος και ο κίνδυνος διακύμανσης των τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά και θα προάγεται η ευημερία.

Η Επιτροπή σε συνεργασία με το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έχει σημειώσει αξιοσημείωτη πρόοδο σ' αυτό τον τομέα προμηθεύοντας τις επιχειρήσεις με «διαβατήρια», παρέχοντάς τους το δικαίωμα να αναπτύξουν διασυνοριακό ανταγωνισμό, δημιουργώντας κοινά κριτήρια για την προστασία των επενδυτών σ' όλη την Ευρώπη. Οι επιχειρήσεις έχουν σε ένα μεγάλο βαθμό αξιοποιήσει αυτές τις ευκαιρίες προβαίνοντας σε διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Επιπλέον, η τεχνολογική καινοτομία, η καινοτομία της αγοράς και η χρησιμοποίηση από όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ ενός ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, έχουν δημιουργήσει νέες δυνατότητες για τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές.

Η σύγχρονη κατάσταση της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς

Παρ' όλα αυτά οι ευρωπαϊκές χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές παραμένουν κατακερματισμένες. Οι τιμές ορισμένων οικονομικών αγαθών διαφέρουν αρκετά ανάλογα με τον τόπο προσφοράς τους. Οι καταναλωτές δεν διαθέτουν την απαραίτητη γνώση προκειμένου να προβούν σε διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών, ενώ το επίπεδο του venture capital στην Ευρώπη αντιστοιχεί στο 1/5 εκείνου των ΗΠΑ².

¹ Γι' αυτό το λόγο άλλωστε οι επικεφαλές των κρατών μελών στη Λισσαβόνα τον Μάρτιο του 2000 ζήτησαν από την ΕΕ να γίνει η πιο ανταγωνιστική και δυναμική βασισμένη στην γνώση οικονομία του κόσμου με μεγαλύτερη κοινωνική συνοχή και ευημερία, βλ. COM (2001) 281 τελικό-Πρόταση Οδηγίας της Επιτροπής για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και τη χειραγώγηση της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά), Αιτιολογική έκθεση σελ. 1.

² Κατά συνέπεια οι πιο κερδοφόρες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις προτιμούσαν μέχρι πρόσφατα να εισάγουν τους προς διαπραγμάτευση τίτλους τους στα χρηματιστήρια της Αμερικής παρά στα αντίστοιχα της ΕΕ λόγω του κόστους, του επιχειρηματικού κινδύνου και της νομικής αβεβαιότητας που επικρατούσαν στα τελευταία, βλ. Internal Market "The integration of the European financial

Αφού εντοπίσαμε κάποια βασικά στοιχεία της λειτουργίας της ευρωπαϊκής κυρίως κεφαλαιαγοράς ας αναφερθούμε λίγο στη συνέχεια στο νομοθετικό πλαίσιο που ρυθμίζει και διέπει την ευρωπαϊκή αγορά κινητών αξιών και στις προσπάθειες που έχουν καταβληθεί μέχρι σήμερα για την εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών με στόχο την επίτευξη μιας ενιαίας κοινοτικής κεφαλαιαγοράς.

Θα πρέπει αρχικά να επισημανθεί ότι η προσέγγιση που υιοθετήθηκε για την πραγματοποίηση της ενιαίας αγοράς κινητών αξιών είναι παρεμφερής με εκείνη που ακολουθήθηκε για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και βασίστηκε σε τρεις άξονες:

- Εναρμόνιση βασικών κανόνων
- Αμοιβαία αναγνώριση από τις εθνικές εποπτικές αρχές των ελέγχων που διενεργούνται στη χώρα στην οποία εδρεύει ο χρηματοπιστωτικός οργανισμός
- Συντονισμός των εποπτικών αρχών από τη χώρα καταγωγής

Οι πρώτες πρωτοβουλίες αναλήφθηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 80, με τη θέσπιση τριών οδηγιών που απετέλεσαν τη βάση της ενοποίησης των αγορών κινητών αξιών. Οι οδηγίες αυτές αφορούσαν το συντονισμό των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών (**Οδηγία 79/279/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 5^{ης} Μαρτίου 1979), καθώς και των όρων καταρτίσεως, ελέγχου και διαδόσεως του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών (**Οδηγία 80/390/ΕΟΚ** της 17^{ης} Μαρτίου 1980) και το ελάχιστο περιεχόμενο των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιεύουν, σε περιοδική βάση, οι εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αξιών (**Οδηγία 82/121/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 15^{ης} Φεβρουαρίου 1982). Αντιπροσώπευαν μόνο ένα πρώτο βήμα προς τη δημιουργία μιας πραγματικά ενιαίας αγοράς, δεδομένου ότι τα κράτη μέλη διατηρούσαν τις αρμοδιότητές τους όσον αφορά τις διατυπώσεις και τους ελέγχους που διενεργούνται κατά την εισαγωγή κινητής αξίας στα χρηματιστήριά τους.

Η αρχή της διενέργειας του ελέγχου από τη χώρα καταγωγής καθιερώθηκε για πρώτη φορά στον τομέα αυτό με μια οδηγία που εναρμόνιζε τις υφιστάμενες ρυθμίσεις σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (**Οδηγία 85/611/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 20ης Δεκεμβρίου 1985). Η καθιέρωση της αρχής αυτής οδήγησε στην τροποποίηση της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη εισαγωγή εταιρίας σε χρηματιστήριο αξιών, κατά τρόπο ώστε τα δελτία που εγκρίνονται σε ένα κράτος μέλος να αναγνωρίζονται από τα άλλα κράτη μέλη (**Οδηγία 87/345/ΕΟΚ**).

Η ίδια οδηγία τροποποιήθηκε εκ νέου κατά τρόπο ώστε να εξασφαλιστεί η αμοιβαία αναγνώριση του ενημερωτικού δελτίου προσφοράς τίτλων στο κοινό ως ενημερωτικού δελτίου εισαγωγής σε χρηματιστήριο αξιών (**Οδηγία 90/211/ΕΟΚ**). Τον Μάιο 1994 θεσπίστηκε μία νέα τροποποίηση που αποσκοπούσε στην απλούστευση των απαιτήσεων όσον αφορά την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου (**Οδηγία 94/18/ΕΚ**). Στον ίδιο τομέα σημειώθηκε επίσης σημαντική πρόοδος και όσον αφορά:

- Τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (**Οδηγία 88/627/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 12^{ης} Δεκεμβρίου 1988)

Το
προϋπάρχον
νομικό
πλαίσιο

- Τη νομοθετική ρύθμιση των πράξεων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών (Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989)

Η ελευθέρωση των συναλλαγών κινητών αξιών υλοποιήθηκε την 1^η Ιανουαρίου 1996, ημερομηνία κατά την οποία άρχισαν να ισχύουν οι δύο οδηγίες που θεσπίστηκαν κατά τη διάρκεια του 1993. Οι οδηγίες αυτές, οι οποίες αφορούν αντίστοιχα τις «επενδυτικές υπηρεσίες» (Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993)³ και την «επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων» (Οδηγία 93/6/ΕΟΚ)⁴ επέτρεψαν την καθιέρωση στην πράξη του δικαιώματος εγκατάστασης και της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών στον τομέα αυτόν.

Η ελευθέρωση των συναλλαγών κινητών αξιών

Στις 3 Μαρτίου 1997 εγκρίθηκε η Οδηγία 97/9/ΕΚ με την οποία τα κράτη μέλη υποχρεούνταν να θεσπίσουν σύστημα αποζημίωσης των επενδυτών (ανάλογο με το σύστημα εγγύησης καταθέσεων που είχε προταθεί στον τραπεζικό τομέα).

Επειδή το επίπεδο της νομοθετικής πρόβλεψης για τη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών ήταν αρκετά χαμηλό, τον Μάιο του 1999 η Επιτροπή υιοθέτησε ένα Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες το οποίο αναφερόταν σε μια σειρά ενεργειών που είναι απαραίτητες για την οικοδόμηση μιας ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς⁵.

Τον Ιανουάριο 2001, η Επιτροπή δημιούργησε ένα δίκτυο εξωδικαστικής επίλυσης των διαφορών (FIN-NET) στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Στόχος του δικτύου αυτού είναι να βοηθήσει τον καταναλωτή που δεν είναι ικανοποιημένος από μια υπηρεσία να βρει μια συμβιβαστική λύση, εφόσον ο φορέας παροχής της είναι εγκατεστημένος σε άλλο κράτος μέλος. Η πρωτοβουλία αυτή, με σκοπό την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των πελατών, βασίστηκε στις ίδιες αρχές με το πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (ΠΔΧΥ) και την ανακοίνωση που εξέδωσε η Επιτροπή σχετικά με μια νέα στρατηγική για τις υπηρεσίες, μετά το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας.

Το ΠΔΧΥ

Στις 15 Φεβρουαρίου 2001, ο Alexandre Lamfalussy παρουσίασε την τελική έκθεση της Επιτροπής για τη ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών, την λεγόμενη έκθεση της «Επιτροπής Σοφών»⁶, όπως προέβλεπε η Τρίτη έκθεση της 8^{ης} Νοεμβρίου

Η τελική έκθεση της Επιτροπής των Σοφών

³ Με την οδηγία για τις «επενδυτικές υπηρεσίες» οι μη τραπεζικές επιχειρήσεις επενδύσεων μπορούν να ακούν τις δραστηριότητές τους σε όλα τα κράτη μέλη, εφόσον έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στο κράτος μέλος καταγωγής («ευρωπαϊκό διαβατήριο»), βλ. Αγορά κινητών αξιών: «Παρούσα κατάσταση και προοπτικές», europa.eu.int-scadplus, σελ.2

⁴ Η οδηγία για την «επάρκεια κεφαλαίων», η οποία καθορίζει το ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο για τη σύσταση επιχείρησης επενδύσεων, αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή του «ευρωπαϊκού διαβατηρίου», Αγορά κινητών αξιών, ό.π., σελ.2

⁵ Στη συνέχεια, στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας τον Μάρτιο του 2000 και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης έναν χρόνο αργότερα, οι ανώτατοι κυβερνητικοί εκπρόσωποι των ευρωπαϊκών κρατών μελών ζήτησαν την πλήρη εφαρμογή του ΠΔΧΥ μέχρι το 2005, βλ. <http://LoadDoc.cmf?MAX=1&DOC=!!!&BID=76&DID=60933&GRP=2379&LANG=1>, Lisbon European Council: Presidency Conclusions “Αποτελεσματικές και ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές” και <http://LoadDoc.cmf?MAX=1&DOC=!!!&BID=76&DID=65819&GRP=3314&LANG=1>, Stockholm European Council: Presidency Conclusions “Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου”

⁶ Η Επιτροπή των Σοφών για την Νομοθετική Ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών εγκαθιδρύθηκε από το Συμβούλιο (ECOFIN) τον Ιούλιο του 2000 με τον εξής στόχο:

- Να δημιουργήσει τις κατάλληλες συνθήκες για την εφαρμογή του νομοθετικού πλαισίου για τις κεφαλαιαγορές στην ΕΕ
- Να ερευνήσει πώς θα μπορούσε ο μηχανισμός λειτουργίας των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών να ανταποκριθεί κατά τον καλύτερο τρόπο στις διενεργούμενες προσπάθειες ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών
- Να προτείνει τέλος, σχέδια για την προσαρμογή σύγχρονων πρακτικών που θα διασφαλίσουν μεγαλύτερη διαφάνεια και συνεργασία και θα λάβουν υπόψη τους νέες αναπτυξιακές πρακτικές

2000 για το ΠΔΧΥ, η οποία περιλαμβάνει δύο κεφάλαια: στο πρώτο εξηγείται γιατί είναι αναγκαία η αλλαγή και το δεύτερο συνιστά μια μεταρρύθμιση των ισχυουσών κανονιστικών ρυθμίσεων. Στο κείμενο αυτό επισημαίνονται επίσης με αυστηρότητα οι δυσλειτουργίες, τα κενά των κανονιστικών ρυθμίσεων για την ευρωπαϊκή αγορά κινητών αξιών και η εσφαλμένη εφαρμογή της ισχύουσας νομοθεσίας ενώ παράλληλα διαπιστώνεται ότι η ρύθμιση της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών δεν είναι εναρμονισμένη και ότι είναι πολύ αργή, δύσκαμπτη και ανεπαρκής.

Η «Επιτροπή Σοφών» αναφέρει επίσης ότι τα προβλήματα προέρχονται και από την κακή λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού καθώς και από την ανομοιογένεια των νομικών και φορολογικών συστημάτων. Για το λόγο αυτό, προτείνει μια μεταρρύθμιση των νομοθετικών πράξεων σε τέσσερα επίπεδα:

- Σε πρώτο επίπεδο θα εγκριθούν οι αρχές- πλαίσιο μετά από διαβούλευση της Επιτροπής με όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.
- Σε δεύτερο επίπεδο προβλέπεται η δημιουργία δικτύου των εθνικών ρυθμιστικών αρχών, της Επιτροπής και μιας νέας Επιτροπής Κινητών Αξιών που θα εργασθούν για την εφαρμογή των αρχών- πλαισίου,
- Σε τρίτο επίπεδο θα συνεργασθούν οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές για να εξασφαλιστεί η ενσωμάτωση των κειμένων του πρώτου και δεύτερου επιπέδου
- Σε τέταρτο επίπεδο η Επιτροπή θα οργανώσει αυστηρό έλεγχο της εφαρμογής των θεσπισθέντων κειμένων.

Η έκθεση τονίζει τέλος την ανάγκη να εξασφαλισθεί απόλυτη και θεσμοθετημένη διαφάνεια της όλης νομοθετικής διαδικασίας, να καθοριστεί ένα σταθερό χρονοδιάγραμμα, να καθιερωθεί μια διοργανική παρακολούθηση και να γίνει μια αναθεώρηση του συστήματος το 2004 με τη συμμετοχή του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης χαιρέτισε αυτή την έκθεση καθώς και την πρόθεση της Επιτροπής για άμεση ίδρυση της Επιτροπής Κινητών Αξιών και έκανε δεκτό ένα ψήφισμα⁷ για πιο αποτελεσματική νομοθετική ρύθμιση των κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση το οποίο έκανε λόγο για την εφαρμογή σε τέσσερα επίπεδα⁸ της προτεινόμενης από την Επιτροπή των Σοφών νομοθετικής

**Το ψήφισμα
του
Ευρωπαϊκού
Συμβουλίου
της
Στοκχόλμης**

των κεφαλαιαγορών, καταργώντας οποιαδήποτε εμπόδια, βλ. COM (2001) 1493 final: "Draft Commission Decision of June 2001 establishing the European Securities Committee (Text with EEA relevance)-(2001/.../EC)-Explanatory Memorandum 1.1., σελ. 2

⁷ Στο ψήφισμα αναφέρονταν μεταξύ άλλων και τα εξής: «Οι χρηματαγορές παίζουν έναν σημαντικό ρόλο σ' ολόκληρη την οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Γι' αυτό και είναι πολύ σημαντική η ταχεία εφαρμογή του μεγάλης προτεραιότητας Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες. Η δημιουργία μια δυναμικής και αποτελεσματικής ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς αποτελεί βασικό στοιχείο αυτής της στρατηγικής. Θα πρέπει από όλα τα κράτη μέλη να καταβάλλεται κάθε δυνατή προσπάθεια για την εφαρμογή των σταδίων δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης κεφαλαιαγοράς μέχρι το τέλος του 2003, συμπεριλαμβανομένων κυρίως των προτεραιοτήτων που έχουν τεθεί στην έκθεση της Επιτροπής των Σοφών και για την αναγνώριση της ανάγκης περαιτέρω εναρμόνισης των εποπτικών πρακτικών και των κριτηρίων ελέγχου. Προκειμένου να επιτευχθούν αυτά θα πρέπει να επιταχυνθεί η νομοθετική διαδικασία. Το ρυθμιστικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών θα πρέπει να είναι επαρκώς ευέλικτο προκειμένου να ανταποκρίνεται στους αναπτυξιακούς ρυθμούς της αγοράς και να διασφαλίζεται η ανταγωνιστικότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η προσαρμογή των πρακτικών της αγοράς, σεβόμενο ταυτόχρονα τις απαιτήσεις της διαφάνειας και της νομικής βεβαιότητας. Αυτά μπορούν και πρέπει να επιτευχθούν με πλήρη σεβασμό των διατάξεων της Συνθήκης και της υπάρχουσας νομοθετικής ισορροπίας», Βλ. Stockholm European Council: Presidency Conclusions, Παράρτημα I, Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για την αποτελεσματικότερη ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Στοκχόλμη 23 Μαρτίου 2001.

⁸ Το πρώτο επίπεδο θα αποτελείται από νομοθετικές πράξεις, κυρίως οδηγίες ή κανονισμούς, οι οποίες θα υιοθετούνται βάσει συναπόφασης του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, όπως ορίζει

προσέγγισης προκειμένου να διασφαλιστεί η διαφάνεια και η αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών.

Ας μην αναφερθούμε ωστόσο πιο εκτενώς στην σύγχρονη οργάνωση της κεφαλαιαγοράς, η οποία θα μονοπωλήσει το ενδιαφέρον μας στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας κι ας εστιάσουμε σ' αυτό το σημείο την προσοχή μας στο κύριο ζήτημα της παρούσας εργασίας, την πραγματοποίηση συναλλαγών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών ή άλλως, insider trading. Επειδή η νομοθετική προσέγγιση του ζητήματος αυτού των τελευταίων 30 ετών θα εξεταστεί πιο διεξοδικά σε επόμενη ενότητα, είναι αναγκαίο να αναφερθούμε πρωταρχικά στην προβληματική του insider trading⁹.

Το insider trading είναι ένας όρος που υπόκειται σε διάφορες ερμηνευτικές προσεγγίσεις και σχετίζεται τόσο με νόμιμη όσο και με παράνομη δραστηριότητα¹⁰. Το insider trading λαμβάνει χώρα καθημερινά μέσα σε νόμιμα πλαίσια όταν οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών- εργαζόμενοι, διευθύνοντες σύμβουλοι-αγοράζουν ή πωλούν μετοχές των εταιριών τους σεβόμενοι τόσο την επιχειρηματική πολιτική της εταιρίας όσο και τους κανόνες που διέπουν αυτή τη μορφή συναλλαγών. Το είδος insider trading που αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι αυτό που έχει αθέμιτο και παράνομο χαρακτήρα¹¹. Άλλωστε οι περισσότεροι από εμάς έχουμε ταυτίσει τον όρο αυτό με αθέμιτες και καταχρηστικές πρακτικές που λαμβάνουν χώρα στην χρηματιστηριακή αγορά. Πρόκειται συγκεκριμένα για συναλλαγές χρεογράφων που διενεργούνται από πρόσωπα που έχουν το προνόμιο να κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες για καίρια ζητήματα και τα οποία

Η έννοια του
insider
trading

και η ΣυνθΕΕ. Το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θα αποφασίζουν για τη φύση και το εύρος των εφαρμοζόμενων μέτρων τα οποία θα καθορίζονται στο δεύτερο επίπεδο βάσει των προτάσεων της Επιτροπής. Όπως άλλωστε δηλώνεται και στο ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Στοκχόλμης «ο διαχωρισμός μεταξύ των αρχών – πλαίσιο (επίπεδο 1) και των εφαρμοζόμενων μέτρων (επίπεδο 2) θα πρέπει να διενεργείται με ξεκάθαρο και διαφανή τρόπο και να εξετάζεται για κάθε περίπτωση χωριστά. Τα εφαρμοζόμενα μέτρα του επιπέδου 2 θα πρέπει να χρησιμοποιούνται πιο συχνά προκειμένου να διασφαλιστεί το γεγονός ότι οι τεχνικές διατάξεις θα συνάδουν και θα συμβαδίζουν με την αναπτυξιακή πορεία της αγοράς». Τα εφαρμοζόμενα τεχνικά μέτρα θα υιοθετηθούν στο επίπεδο 2 κατ' εφαρμογή της Απόφασης του Συμβουλίου 1999/468/ΕΚ της 28^{ης} Ιουνίου 1999 για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή. Ο στόχος κλειδί του επιπέδου 3 θα είναι η διασφάλιση της εφαρμογής των πράξεων των επιπέδων 1 και 2 στα προκαθορισμένα χρονικά πλαίσια μέσω της αυξημένης συνεργασίας και της ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών που θα επιτυγχάνεται με την έναρξη της λειτουργίας της Committee of European Securities Regulation. Στο επίπεδο 4 η Επιτροπή και τα κράτη μέλη θα ενδυναμώνουν την εφαρμογή του κοινοτικού δικαίου, βλ. Stockholm European Council, ό.π., σελ. 2

⁹ Επειδή οι όροι insider trading (= συναλλαγές ή εξαγορές επιχειρήσεων κλπ. που γίνονται με βάση εμπιστευτικές ή απόρρητες πληροφορίες και στοιχεία από τους ιδιοκτήτες ή τα στελέχη των εταιριών κλπ.) και insider dealing (= συναλλαγές σε μετοχές κλπ. με βάση εμπιστευτικές πληροφορίες, οι οποίες συνήθως γίνονται από πρόσωπο που κατέχει τα μυστικά της επιχείρησης) είναι σχεδόν ταυτόσημοι και παρουσιάζουν ελάχιστες εννοιολογικές αποκλίσεις, η χρησιμοποίηση και εναλλαγή τους στην παρούσα εργασία δεν συνεπάγεται στον ελάχιστο βαθμό κάποια πρόθεση εννοιολογικής διαφοροποίησης. Για τον ακριβή ορισμό των λέξεων βλ. Ι. Χρυσοβιτισιώτης-Ι. Σταυρακόπουλος “Λεξικό Αγγλοελληνικό και Ελληνοαγγλικό Εμπορικών-Τραπεζικών και Χρηματο-Οικονομικών Όρων”, Εκδόσεις Παπαζήση, Δ' Έκδοση 1995.

¹⁰ Βλ. και “What is Insider Trading?”, I though that was illegal, Investorama p.1, 28/04/2001

¹¹ Η παράνομη και αθέμιτη όψη του insider trading απέκτησε στις ΗΠΑ εκτεταμένη δημοσιότητα το 1980 λόγω της επιβολής από την αρμόδια επιτροπή (SEC) πολλών διοικητικών προστίμων καθώς και λόγω της άσκησης ποινικής δίωξης εναντίον του Michael Milken και του Ivan Boesky, από την παράνομη δραστηριότητα των οποίων στη χρηματιστηριακή αγορά εμπνεύστηκε και η ταινία “Wall Street”, βλ. U.S. Securities and Exchange Commission, Speech by SEC Staff: “Insider Trading-A .S. Perspective” (T. Newkirk, M. Robertson), 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England, 19/9/1998, σελ 2.

χρησιμοποιούν αυτό το ιδιαίτερο γνωστικό πλεονέκτημα για να αποκομίσουν κέρδη ή να αποφύγουν ζημίες στην χρηματιστηριακή αγορά, σε βάρος των επενδυτών που πωλούν ή αγοράζουν μετοχές χωρίς το πλεονέκτημα της γνώσης εμπιστευτικής¹² πληροφορίας.

Οι δυο βασικές αρχές που διατρέχουν όλο το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς-προστασία της λειτουργίας της αγοράς ως κρίσιμου οικονομικού θεσμού (Institutionsschutz) και ατομική προστασία του επενδυτή (Individualschutz)- μπορεί να μην αποτελούν *stricto sensu* τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος, αλλά αποτελούν κατά κανόνα συγκοινωνούντα δοχεία. Η προληπτικά δρώσα απαγόρευση χορήγησης εμπιστευτικών πληροφοριών ωφελεί όλη την κεφαλαιαγορά και αποβαίνει προς το συμφέρον των επενδυτών ατομικά. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις, κυρίως στη δικαιική πρακτική των ΗΠΑ, όπου σοβεί ένταση ή και σύγκρουση μεταξύ αυτών των δύο αρχών¹³.

Στις ΗΠΑ, «μητέρα» του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η σύγκρουση αυτή όσο κι αν φαίνεται παράδοξο για την ατομικιστική μεθοδολογική προσέγγιση των θεσμών που υιοθετείται στη χώρα αυτή, επιλύεται υπέρ της προέχουσας προστασίας του θεσμού της κεφαλαιαγοράς και του επενδυτικού κοινού γενικά και σε βάρος της προστασίας του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή. Έτσι λοιπόν, η διάταξη που είναι γνωστή ως rule 10b-5 SEA (Securities and Exchange Act), η οποία εκδόθηκε το 1942 από τη SEC (Securities and Exchange Commission), ως εκτελεστική διάταξη στη λεγόμενη anti- fraud rule 10b SEA και η οποία αποτελεί την κεντρική γενική ρήτρα του αμερικανικού δικαίου για τις εμπιστευτικές πληροφορίες, έχει ως αφετηρία την ιδανική παράταση της ισότητας των ευκαιριών στη χρηματιστηριακή αγορά και γι' αυτό στρέφεται και εναντίον κάθε διακριτικής μεταχείρισης σε σχέση με το επίπεδο των κατεχόμενων πληροφοριών. Εξαιτίας της διατύπωσής της ως γενικής ρήτρας, αλλά και της διασταλτικής ερμηνείας και εφαρμογής της αποτέλεσε η 10b-5 SEA το αποφασιστικό νομοθετικό όπλο στα χέρια της SEC για την προστασία κατά προτεραιότητα των συμφερόντων του επενδυτικού κοινού γενικά σε σχέση με το ατομικό συμφέρον των επενδυτών¹⁴.

**Το
νομοθετικό
πλαίσιο στις
ΗΠΑ**

¹² Για την διαφορετική εννοιολογική χροιά που αποδίδεται στον όρο “inside”(εμπιστευτική) πληροφορία από τα διάφορα δικαιικά συστήματα θα γίνει λεπτομερής αναφορά στο κεφάλαιο Γ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ, «2. Η ανάλυση του ορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας, όπως παρατίθεται στο ΠΔ 53/92», σελ 62

¹³ Πρόκειται για περιπτώσεις της αμερικανικής νομολογίας όπου η ερμηνεία και η εφαρμογή της διάταξης του Section 10 (b) 5 κινήθηκε μεταξύ διασταλτικής (κατώτερα δικαστήρια) και συσταλτικής (U.S. Supreme Court) μεθόδου (για το περιεχόμενο της Section 10 (b) 5 βλέπε υποσημείωση αρ.13). Η πρώτη υπόθεση στην οποία αναλύθηκαν οι προϋποθέσεις παραβίασης της παραπάνω διάταξης από την Επιτροπή Αξιών και Χρηματιστηρίου (S.E.C.) και αναπτύχθηκε η έννοιά της σε πράξη υποχρέωσης των “εσωτικών” σε αποκάλυψη (affirmative duty to disclose) ήταν η *re Cady, Roberts and Co*. Το θέμα της ευθύνης από εμπιστευτική συναλλαγή αντιμετωπίστηκε για πρώτη φορά από το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ στην υπόθεση *Chiarella*. Τα επόμενα χρόνια η αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά αξιών κλονίστηκε από σοβαρές περιπτώσεις σκανδάλων «εμπιστευτικής συναλλαγής» μια από τις οποίες είναι και αυτή της *Merrill Lynch*. Συγκεκριμένα στα μέσα Μαρτίου 1987 ο *Nahum Vaskevitch* προϊστάμενος του τμήματος συγχωνεύσεων της μεγαλύτερης χρηματιστηριακής εταιρίας των ΗΠΑ της *Merrill Lynch*, στο Λονδίνο, κατηγορήθηκε από τη SEC ότι, χρησιμοποιώντας πληροφορίες αμερικανών πελατών της *Merrill Lynch*, αυτός και ένας συνεταιίρος του κέρδισαν \$ 4 εκατ., Βλ. Λάμπρος Ε. Κοτσίρης «Κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας στο αμερικάνικο δίκαιο περί συναλλαγών χρηματιστηριακών αξιών», σελ. 510 στο Αφιέρωμα Δελούκα 1990

¹⁴ Η απάτη περί τις χρηματιστηριακές συναλλαγές αντιμετωπίστηκε με όπλο κυρίως τις διατάξεις των Sections 10 (b) της Securities Exchange Act του 1934 και ιδιαίτερα της διάταξης 10 (b) (5), που διατυπώθηκε ως διάταξη καταλαμβάνουσα κάθε είδος απάτης περί τις αξίες (catch-all-fraud). Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, είναι παράνομο για κάθε πρόσωπο άμεσα ή έμμεσα, με χρήση οποιουδήποτε τρόπου ή μέσου διαπολιτειακού εμπορίου ή Ταχυδρομείου ή οποιασδήποτε

Η εν λόγω στάθμιση συμφερόντων που πραγματοποίησε το αμερικανικό δίκαιο επηρέασε καθοριστικά και το δίκαιο της ΕΕ (και κατά συνέπεια και το ελληνικό δίκαιο, που μετέφερε αυτούσια στην εμπιστευτική έννομη τάξη με το Π.Δ. 53/1992 την οδηγία 89/592/ΕΟΚ), το οποίο ακολουθεί την αμερικανική προσέγγιση και για το οποίο θα γίνει εκτενής λόγος στη συνέχεια. Η πιο βασική διαφορά μεταξύ της Οδηγίας του Συμβουλίου 89/592/ΕΟΚ και της νομοθεσίας των ΗΠΑ για την απαγόρευση του insider trading όπως αυτή διατυπώνεται στην Παράγραφο 10b και συγκεκριμένα στην διάταξη 10b-5 με την έννοια που της αποδίδεται από την αμερικάνικη νομολογία, είναι το γεγονός ότι η ευρωπαϊκή Οδηγία δεν απαιτεί από τον κάτοχο της εμπιστευτικής πληροφορίας την παραβίαση του καθήκοντος πίστεως όσον αφορά την πηγή της πληροφορίας προκειμένου να καταλογιστεί ενοχή¹⁵.

Ας επιστρέψουμε όμως τώρα στην θεωρητική προσέγγιση της προβληματικής του insider trading για να δούμε λοιπόν ποια επιχειρήματα προβάλλουν όσοι είναι υπέρμαχοι της μη απαγόρευσης και μη ποινικοποίησης του insider trading¹⁶.

- Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι το insider trading είναι μια νόμιμη και θεμιτή μορφή αποζημίωσης για τους εργαζόμενους σε μια εταιρία και αποτελεί ένα κίνητρο ανανέωσης το οποίο υπόσχεται τεράστια οφέλη από την δημιουργία ενός σχεδίου που αναμένεται να προκαλέσει ανοδική πορεία στις μετοχές. Αυτό το επιχειρήμα,

**Επιχείρημα
τα υπέρ της
μη
ποινικοποίη
σης του
insider
trading**

εγκατάστασης εθνικού χρηματιστηρίου: α) να χρησιμοποιεί οποιοδήποτε τέχνασμα ή σχήμα για εξαπάτηση, β) να κάνει οποιαδήποτε αναληθή δήλωση για ουσιώδες γεγονός ή να παραλείπει να δηλώσει ουσιώδες γεγονός αναγκαίο για τις γενόμενες δηλώσεις ή να κάνει παραπλανητικές δηλώσεις, γ) ν' αναμειχθεί σε οποιαδήποτε πράξη, ενέργεια ή επιχείρηση που λειτουργεί ή θα μπορούσε να λειτουργήσει ως απάτη ή δολιότητα σε βάρος οποιουδήποτε προσώπου, «σε σχέση με την αγορά ή πώληση οποιασδήποτε αξίας (« in connection with the purchase or sale of any security»)). Η έκδοση από τη SEC της διατάξεως (Rule) 10b-5 με τον τίτλο Employment of Manipulative and Deceptive Devices στις 21.5.1942 αποτελεί αποκρυστάλλωση των σημαντικών εμπειριών που συγκεντρώθηκαν από την εφαρμογή του άρθρου 16 της Securities Exchange Act από τη SEC. Σύμφωνα με το άρθρο 16 της Securities Exchange Act : κάθε πρόσωπο που είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου ή στέλεχος (officer) ή μέτοχος που συμμετέχει με ποσοστό πάνω από 10% (beneficial owner) στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρίας, υποχρεούται να ενημερώνει κάθε μήνα τη SEC για την κίνηση του χαρτοφυλακίου μετοχών της εταιρίας ή εταιριών του ίδιου ομίλου του οποίου είναι κύριος. Επίσης απαγορεύεται στους ανωτέρω εταιρικούς παράγοντες να προβαίνουν σε πώληση που ακολουθείται από αγορά ή σε αγορά που ακολουθείται από πώληση τίτλων της εταιρίας τους που είναι εισηγμένοι στο χρηματιστήριο αν μεταξύ των δύο πράξεων (αγορά- πώληση) μεσολαβεί χρόνος μικρότερος από εξάμηνο. Σε περίπτωση παραβάσεως, κάθε όφελος που αποκτήθηκε από τις απαγορευμένες αγοραπωλησίες, επιστρέφεται στην εταιρία. Κάθε μέτοχος της εκδότριας εταιρίας των κρίσιμων τίτλων μπορεί να επιδιώξει με αγωγή την επιστροφή του οφέλους από τον insider στην εταιρία το δε δικαίωμά του αυτό υπόκειται σε διετή παραγραφή. Στη συνέχεια το νομοθετικό οπλοστάσιο κατά του insider trading ενισχύθηκε από την Insider Trading Sanction Act του 1984, ενώ μια Act του 1989 επέκτεινε το πεδίο εφαρμογής των κυρώσεων κατά του insider trading και στα νομικά ή φυσικά πρόσωπα που «ελέγχουν» άμεσα ή έμμεσα τον insider και γνωρίζουν ή αγνοούν από αμέλεια το γεγονός ότι ο insider που τελεί «πρό των ελέγχό τους» (υπάλληλος, προστιθείς) προβαίνει σε καταχρηστική αξιοποίηση στο Χρηματιστήριο των εμπιστευτικών πληροφοριών που κατέχει. Στις 31 Μαΐου 1996, η SEC προέβη σε τροποποίηση των ρυθμίσεων και τυπικών προϋποθέσεων που προβλέπονταν από τη Section 16 της Securities Exchange Act του 1934. Οι νομοθετικές αυτές αλλαγές αφορούσαν τόσο το άρθρο 16(a) όσο και το 16(b), το οποίο προσπαθεί να αποτρέψει τις κερδοσκοπικές, “short-swing” συναλλαγές. Τέλος, στις 10 Αυγούστου του 2000, η SEC υιοθέτησε τον κανονισμό για τη δίκαιη δημοσίευση (διαφάνεια) (Regulation Fair Disclosure) και τους Rule 10b5-1 και Rule 10b5-2. Σύμφωνα με αυτόν τον Κανονισμό η επιλεκτική γνωστοποίηση ουσιώδους πληροφορίας από ορισμένους εκδότες αποτελεί παράβαση νομοθετικής διάταξης χωρίς να καθίσταται αναγκαία η απόδειξη της πραγματοποίησης συναλλαγών ή επίτευξη κέρδους ως συνέπεια της επιλεκτικής γνωστοποίησης. Οι Rules 10b5-1 και 10b5-2 εξειδικεύουν τις απαγορευτικές διατάξεις του insider trading, Βλ. Ιωάννης Α. Αψουρής «Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο», σελ. 286 Ελληνική Δικαιοσύνη 36(1995)

¹⁵ Βλέπε SEC Speech: Insider Trading-U.S. Perspective (Newkirk, Robertson), ό.π. σελ. 9

¹⁶ SEC Speech, ό.π. σελ. 2 επ.

ωστόσο, δεν συμβαδίζει με τον πραγματικό και σημαντικό κίνδυνο της δημιουργίας ενός επικίνδυνου κινήτρου για τους εργαζόμενους μιας εταιρίας που θα τους οδηγήσει σε ριψοκίνδυνα εγχειρήματα με στόχο το βραχυπρόθεσμο προσωπικό όφελος.

- Υποστηρίζεται επίσης η άποψη ότι η θεμελίωση του δικαίου των ΗΠΑ σε πολλές νομοθετικές διατάξεις που απαγορεύουν τις καταχρηστικές συμπεριφορές και την απάτη, καθώς και η έλλειψη σ' αυτό ενός καθοριζόμενου από τον νόμο ορισμού του insider trading μπορεί να οδηγήσει σε άδικη καταδίκη κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών των οποίων η συμπεριφορά φαινομενικά μόνο έχει παράνομο και καταχρηστικό χαρακτήρα. Αυτή όμως η άποψη αποτελεί μια αυταπάτη για δύο λόγους. Πρώτον, το κριτήριο της γνώσης και του δόλου που διέπει μια συμπεριφορά είναι δεκτικό απόδειξης. Δεύτερον, έχοντας ως δεδομένο τις σύμφυτες δυσκολίες έρευνας και απόδειξης περιπτώσεων insider trading, είναι γεγονός ότι υπάρχει ένα αξιόλογο ποσοστό παράνομης δραστηριότητας, η οποία δεν ανακαλύπτεται και κατά συνέπεια διαφεύγει του ποινικού κολασμού.
- Υπάρχουν και ένθερμοι οπαδοί της άποψης ότι το insider trading είναι μια παράβαση χωρίς θύματα (victimless crime) και γι' αυτό άλλωστε και οι διατάξεις που απαγορεύουν το insider trading είναι ασύμφορες ως προς το κόστος. Το ποσό των χρημάτων που καταβάλλεται ως αποζημίωση δεν δικαιολογεί τα υψηλά χρηματικά ποσά που διατίθενται και το έμψυχο δυναμικό που χρησιμοποιείται στην έρευνα και την δίωξη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών. Όσον αφορά τις συναλλαγές με μετοχές που αντιπροσωπεύουν ίδια και όχι δανειακά κεφάλαια, είναι αλήθεια ότι οι συναλλαγές των μετόχων θα λαμβάνουν χώρα ανεξάρτητα από το αν ένας κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας ενήργησε νόμιμα ή όχι στη χρηματιστηριακή αγορά. Όμως η αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσως (options market) είναι μια διαφορετική περίπτωση. Οι επαγγελματίες πωλητές όψιον προβαίνουν σε πωλήσεις μόνο εφόσον υπάρχει κάποια συγκεκριμένη ζήτηση. Αν αυτή η ζήτηση προέλθει από έναν κάτοχο εμπιστευτικής πληροφορίας που έχει στην κατοχή του μια ουσιώδη εμπιστευτική πληροφορία, τότε ο πωλητής όψιον ζημιώνεται.
- Ένα τελευταίο συνηθισμένο επιχείρημα το οποίο αντιστρατεύεται τον ποινικό κολασμό του insider trading είναι ότι το χρηματιστήριο δεν μπορεί να λειτουργήσει χωρίς συνειδητή ή ασυνείδητη κερδοσκοπία. Παρόλο που αυτή η παρατήρηση είναι ορθή, δεν αποτελεί καταλυτικό επιχείρημα αφού η εμπιστευτική πληροφορία διαφέρει από την διαθέσιμη και προσβάσιμη στο κοινό πληροφορία η οποία προέρχεται από την ανάλυση του χαρτοφυλακίου. Το προοίμιο της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ, η οποία αποτελεί αντικείμενο ανάλυσης σε επόμενη ενότητα, ορίζει ρητά ότι εκτιμήσεις που πηγάζουν από δεδομένα προσιτά στο κοινό δεν μπορούν να θεωρηθούν ως εμπιστευτική πληροφορία και οποιαδήποτε συναλλαγή ή μεταβίβαση που βασίζεται σ' αυτές δεν αποτελεί insider trading. Αυτό προφυλάσσει τους αναλυτές χαρτοφυλακίου και τους συμβούλους επενδύσεων των οποίων η εργασία συνίσταται στην απόκτηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με χρεόγραφα που τους ενδιαφέρουν. Πρέπει όμως σ' αυτό το σημείο να μην παραβλέψουμε δύο ουσιώδεις παράγοντες. Πρώτον συνήθως είναι πολύ δύσκολο για τους αναλυτές να αποκτούν πληροφορία που αναφέρεται σε μελλοντικές επενδύσεις απευθείας από τους διαχειριστές μια εταιρίας. Η πρακτική των συνεντεύξεων των διαχειριστών¹⁷ ή

¹⁷ Θα ήταν ωφέλιμο και σε άλλες χώρες εκτός από τις Η.Π.Α. να θεσμοθετηθούν είτε από τους κανόνες και τον Κανονισμό που διέπουν την λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών είτε από το δίκαιο των κρατών μελών σχετικά με το insider trading κατευθυντήριες αρχές σχετικά με τις συνεντεύξεις των

του διοικητικού συμβουλίου ή των επισκέψεων των αναλυτών στον χώρο των βιομηχανικών εγκαταστάσεων συνηθίζεται κυρίως στις Η.Π.Α. αλλά επεκτείνεται και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Σύμφωνα με τους όρους της Οδηγίας τόσο οι αναλυτές όσο και το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να είναι προσεκτικοί ώστε να μην διοχετεύουν στην χρηματιστηριακή αγορά εμπιστευτική πληροφορία. Αν όμως διαρρεύσει τυχαία κάποια εμπιστευτική πληροφορία τότε θα πρέπει να προσέξουν να καταστεί γνωστή στο κοινό πριν χρησιμοποιηθεί από τους ίδιους. Θα πρέπει επιπλέον να γίνει μια διάκριση ανάμεσα στην αποκλειστική χρήση και εκμετάλλευση των διαθέσιμων και προσιτών στο κοινό δεδομένων και των συναλλαγών που σχετίζονται μ' αυτά. Ένα καλό παράδειγμα είναι το front-running¹⁸. Αν λοιπόν ο σύμβουλος επενδύσεων που πρόκειται να δώσει μια συμβουλή στο κοινό για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης αγοράσει ή πουλήσει τα αναφερόμενα χρεόγραφα πριν από τους πελάτες του ή το κοινό, αυτό είναι παράνομο. Αυτή η διαδεδομένη πρακτική δεν συνάδει φυσικά με τα επαγγελματικά καθήκοντα ενός συμβούλου επενδύσεων προς τους πελάτες του. Θα μπορούσε τέλος να ειπωθεί ότι ακόμα κι αν το περιεχόμενο μιας συμβουλής είναι γνωστό στο κοινό, σύμφωνα με το προοίμιο της Οδηγίας, το γεγονός ότι ο σύμβουλος των επενδύσεων θα δώσει τη συμβουλή και μ' αυτόν τον τρόπο θα ασκήσει μια σημαντική επίδραση στην αξιολόγηση ενός χρεογράφου αποτελεί εμπιστευτική πληροφορία.

Ολοκληρώνοντας τη θεωρητική αυτή προσέγγιση του φαινομένου του insider trading η οποία σχετίζεται και με την αναγκαιότητα ή όχι ποινικοποίησής του θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι περισσότερες εθνικές νομοθεσίες σε παγκόσμιο επίπεδο έχουν καταδικάσει την πρακτική αυτή, λόγω του μεγέθους της κοινωνικής και ηθικής απαξίας της. Ακόμα, λοιπόν και αν τα υποκείμενα της χρηματιστηριακής απάτης δεν διενεργήσουν συναλλαγές εκμεταλλευόμενα τις αποκτηθείσες πληροφορίες, οι λοιποί συναλλασσόμενοι ζημιούνται μακροχρόνια, καταλυτικά και ανεπανόρθωτα έστω αν οι υπαίτιοι δεν ωφελούνται, διότι υπονομεύεται η εμπιστοσύνη των συναλλασσόμενων στην πιστότητα και ακρίβεια των τιμών. Η δυνατότητα κάποιων προσώπων να αποκομίσουν βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα κέρδος, χρησιμοποιώντας αθέμιτες πρακτικές εκμετάλλευσης εσωτερικών πληροφοριών σε βάρος άλλων προσώπων που προωθούν νόμιμα τα συμφέροντά τους στην χρηματιστηριακή αγορά προκαλεί το μένος και την οργή αφού με αυτόν τον τρόπο νοθεύεται ο ανταγωνισμός, η διαφάνεια των συναλλαγών και σε τελική ανάλυση θίγεται το κύρος της χρηματιστηριακής αγοράς. Το insider trading μέσω του οποίου κερδίζουν πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες, αντιστρατεύεται, σε τελική ανάλυση την ισότητα ως προς την επενδυτική ικανότητα καθώς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών, δηλαδή πρωταρχικούς παράγοντες για την ομαλή λειτουργία των αγορών των κινητών αξιών.

**Συμπερασμα
τικό σχόλιο**

διαχειριστών μιας εταιρίας, βλ. Klaus J. Hopt "The European Insider Dealing Directive" in Common Market Law Review (27), Kluwer Academic Publishers 1990, σελ. 61.

¹⁸ front running: προήγηση. Η έννοια αυτή χρησιμοποιείται για χρηματιστή που καθυστερεί σκοπίμως να εκτελέσει εντολή πελάτη του, για αγορά μεγάλου πακέτου μετοχών, προβαίνοντας σε αγορές για δικό του λογαριασμό, ώστε να επωφεληθεί πρώτος από την αναμενόμενη άνοδο της τιμής των μετοχών. (Παρόμοια τακτική πιθανόν να ακολουθήσει και ο διευθυντής αμοιβαίου κεφαλαίου), βλ. Ι. Χρυσοβιτσιώτης-Ι. Σταυρακόπουλος, ό.π.

1. ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΣΤΟΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΩΔΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ (1977) ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΕΠΙ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

Η κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών πρωτοαπασχόλησε την Ευρωπαϊκή Κοινότητα το 1970 στην πρόταση του Συμβουλίου για το καταστατικό της Ευρωπαϊκής Ανώνυμης Εταιρίας και ειδικότερα στα άρθρα 82¹⁹, 282 και 283 του εισηγητικού σχεδίου, η οποία όμως δεν έγινε τελικά δεκτή από την Επιτροπή. Το θέμα συζητήθηκε εκ νέου τον Απρίλιο του 1975 στο Λονδίνο, στο Second International Securities Law Conference χωρίς όμως να διατυπωθούν συγκεκριμένες προτάσεις. Κατόπιν άσκησης βρετανικής επιρροής προέβη η Επιτροπή της ΕΟΚ την 25.7.1977 σε συστάσεις στα κράτη μέλη προκειμένου να θεσμοθετηθεί ενιαίος κώδικας συμπεριφοράς για το εμπόριο χρηματιστηριακών αξιών. Το θέμα ξανα συζητήθηκε στο Συμβούλιο της Ευρώπης τον Νοέμβριο του 1983 στο Μιλάνο²⁰.

Το ιστορικό και νομικό υπόβαθρο

Παράλληλα εντεινόταν ο παγκόσμιος ανταγωνισμός για τη δημιουργία ελκυστικότερων χρηματιστηριακών αγορών μεταξύ των χωρών της Κοινότητας, των Η.Π.Α. και της Ιαπωνίας. Αφού μεσολάβησε μια σειρά σκανδάλων που συνδέονται με την χρηματιστηριακή απάτη, όπως η υπόθεση Boesky/Levine στις Η.Π.Α. όπου επιβλήθηκε η μεγαλύτερη ποινή όλων των εποχών²¹, η υπόθεση Recruit Cosmos στην Ιαπωνία, που οδήγησε σε πτώση την κυβέρνηση Takeshita και η υπόθεση Pechiney στη Γαλλία²², ήρθαν το 1989 οι αντιδράσεις εντός της Κοινότητας. Έτσι οδηγηθήκαμε στην ενιαία λύση ενός ζητήματος, που απασχολούσε τις πρωτοβιομηχανικές χώρες ήδη από τον 19^ο αιώνα και τέθηκε η βάση της δικαϊκής εναρμόνισης για τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τα χρηματιστηριακά σκάνδαλα της δεκαετίας του 80

Κατόπιν προτάσεων Οδηγιών της Επιτροπής στις 25 Μαΐου 1987 και 4 Οκτωβρίου 1988 συζητήθηκε το θέμα στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και επιτεύχθηκε

¹⁹ Η βασική ρύθμιση του άρθρου 82 είχε διατυπωθεί στα πρότυπα της section 16 της Securities and Exchange Act 1934 του δικαίου των Η.Π.Α. και της γαλλικής ρύθμισης του δικαίου των initities του 1968, βλέπε Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης «Το έννομο καθεστώς των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών», Κριτ.Ε 1994/2, σελ. 139

²⁰ Για τη συνάντηση αυτή στο Μιλάνο βλέπε κατωτέρω υποσημείωση αρ.31.

²¹ Η υπόθεση Boesky αποτελεί το μεγαλύτερο μεταπολεμικό σκάνδαλο της Wall Street. Συγκεκριμένα, τον Νοέμβριο του 1986 κατηγορήθηκε από την Securities Exchange Commission (SEC) ο Ivan Boesky, από τους βασιλείς της επενδυτικής αμερικανικής κοινότητας, με κύρια δραστηριότητα το arbitrage μετοχών (βραχυπρόθεσμες αγοραπωλησίες), για παράνομη εμπιστευτική συναλλαγή ύψους επενδύσεων \$ 1 δισεκατ. Ο Boesky δέχθηκε την ενοχή του για το κακούργημα της χρηματιστηριακής απάτης, συμφώνησε να καταβάλει στο αμερικανικό δημόσιο \$ 100 εκατ. από αθέμιτα κέρδη, να εγκαταλείψει εφ' όρου ζωής την χρηματιστηριακή αγορά και να συνεργασθεί με την SEC στην περαιτέρω έρευνά της, βλ. Λάμπρος Ε. Κοτσίρης, ό. π., σελ.506

²² Στην υπόθεση Pechiney ένας σύμβουλος αμερικανική εταιρίας, της οποίας οι μετοχές ήταν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς αγοράς από την Pechiney, αφού έλαβε εμπιστευτικές πληροφορίες κατά τη διάρκεια των προκαταρκτικών συζητήσεων ανάμεσα στις δύο εταιρίες, τις ανακοίνωσε από τη Γαλλία όπου κατοικούσε σε πρόσωπα που με μια σειρά εντολών αγοράς και πώλησης πραγματοποίησαν σημαντικές πράξεις στους τίτλους της εταιρίας στόχου η οποία ήταν εισηγμένη στη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ. Με αφορμή την υπόθεση Pechiney προέκυψε ένα ενδιαφέρον ζήτημα τοπικής αρμοδιότητας των γαλλικών ποινικών δικαστηρίων. Το πρόβλημα πάνω στο οποίο στηρίχτηκε και η ένσταση αναρμοδιότητας ήταν ότι η πράξη αγοράς μετοχών της αμερικανικής εταιρίας Triangle έλαβε χώρα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Το Ακυρωτικό Δικαστήριο απέρριψε την ένσταση κρίνοντας πως το αδίκημα θεωρείτο ότι τελέστηκε σε γαλλικό έδαφος από τη στιγμή που έστω και ένα από τα στοιχεία της ειδικής του υποστάσεως πληρώθηκε στη Γαλλία. Περαιτέρω το Ακυρωτικό έκρινε πως η συγκεκριμένη πράξη του κατόχου εμπιστευτικής πληροφορίας (initie) έπληττε τα συμφέροντα των Γάλλων επενδυτών οι οποίοι επενδύουν στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, βλ. Ιωάννης Α. Αψουρής, ό.π., σελ. 290.

ομοφωνία στο Συμβούλιο. Στις 13 Νοεμβρίου 1989 εκδόθηκε η Οδηγία 89/592 του Συμβουλίου για το συντονισμό των εσωτερικών δικαίων των κρατών μελών για τους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών (άρθρο 149 ΣυνθΕΟΚ) η οποία ερείδεται στο άρθρο 100 ΣυνθΕΟΚ²³, σε αντίθεση με την πρόταση Οδηγίας του 1987, που ερείδονταν στο άρθρο 54 παράγραφος 3 εδάφιο ζ ΣυνθΕΟΚ, η οποία αποτελεί αντικείμενο εκτεταμένης μελέτης σε επόμενη ενότητα αυτής της διπλωματικής εργασίας.

Στοιχεία για μια πρώτη σε κοινοτικό επίπεδο προσέγγιση του ζητήματος της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, δίνονται από τον κώδικα συμπεριφοράς του 1977, ο οποίος εκ προοιμίου θέτει ως βασικό σκοπό την εισαγωγή αρχών χρηστής συμπεριφοράς που συντελούν στην αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς (δηλαδή στη σύμπτωση προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων υπό τους καλύτερους δυνατούς όρους) και διασφαλίζουν την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών.

Παράλληλα με το έργο της εναρμόνισης μέσω των οδηγιών, εισήχθη από την Επιτροπή αυτός ο κώδικας συμπεριφοράς με την μορφή μιας πρότασης της Επιτροπής, ο οποίος στοχεύει στη διασφάλιση του γεγονότος ότι αυτοί που είναι σε θέση να επηρεάζουν τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών τηρούν τις αρχές που θέτει ο κώδικας συμπεριφοράς χωρίς να αντιστρατεύεται όμως και τη διατήρηση της ποικιλομορφίας των μεθόδων εποπτείας των διαφόρων ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού τίθενται έξι γενικές αρχές (principes généraux) εκ των οποίων η πρώτη παρέχει ερμηνευτικά στοιχεία για την εφαρμογή του κώδικα, έτσι ώστε κάθε συναλλαγή στις αγορές κινητών αξιών να διενεργείται σύμφωνα με τους κανόνες και τις πρακτικές της κάθε χώρας ενώ οι υπόλοιπες πέντε επιβάλλουν: α) την υποχρέωση πλήρους, σαφούς και έγκαιρης πληροφόρησης προς όφελος των επενδυτών, αφού η έλλειψη γνώσης αποτελεί πηγή ατέλειας, ανεπάρκειας και αδυναμίας σε κάθε αγορά²⁴ β) την αρχή ίσης μεταχείρισης μεταξύ των κατόχων τίτλων της ίδιας κατηγορίας²⁵, γ) την υποχρέωση αποχής των εταιρικών οργάνων από κάθε ενέργεια που θα μπορούσε να διαταράξει την ομαλή λειτουργία της αγοράς και να ζημιώσει τους άλλους μετόχους²⁶, δ) το καθήκον τήρησης από μέρους των παραγόντων της χρηματιστηριακής αγοράς, χρηστής συμπεριφοράς ακόμα κι αν αυτό συνεπάγεται τη στέρηση άμεσης απολαβής οικονομικών ωφελημάτων και ε) την υποχρέωση αποφυγής από μέρους των εμπλεκόμενων οικονομικών παραγόντων

Οι βασικές αρχές του κώδικα συμπεριφοράς

²³ Το άρθρο 100 της ΣυνθΕΟΚ ορίζει: «Το Συμβούλιο, αποφασίζοντας ομόφωνα, μετά από πρόταση της Επιτροπής και διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, εκδίδει οδηγίες για την προσέγγιση των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών μελών, οι οποίες έχουν άμεση επίπτωση στην εγκαθίδρυση ή τη λειτουργία της κοινής αγοράς».

²⁴ Αν δεν παρέχεται μια πληροφορία, ή είναι ακατανόητη ή εσφαλμένα ερμηνευμένη από αυτούς στους οποίους απευθύνεται, ή ακόμη κι αν είναι δολίως διαστρεβλωμένη, οι τιμές των διαπραγματευόμενων κινητών αξιών θα είναι εντελώς τεχνητές και η αγορά δεν θα μπορέσει να εκπληρώσει το ρόλο της, βλ. Eur-Lex: Community Legislation in force, 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European Code of conduct relating to transactions in transferable securities, Official Journal L 212, 20/08/1977, σελ. 3

²⁵ Αυτή η αρχή συνοδεύεται από δύο συμπληρωματικές αρχές εκ των οποίων η υπ' αριθ. 17 αναφέρεται στην εφαρμογή της ίσης μεταχείρισης σε άλλους μετόχους στους οποίους δίδεται ένα συμμετοχικό μερίδιο ελέγχου ενώ ταυτόχρονα δέχεται ότι η προστασία αυτών των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί και με άλλα μέσα. Αυτή η αρχή παρουσιάζει την προσέγγιση και το πνεύμα μέσα στο οποίο πρέπει να διενεργούνται ορισμένες συναλλαγές, βλ. 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European Code of conduct relating to transactions in transferable securities, ό.π., σελ. 3

²⁶ Αυτή η τέταρτη γενική αρχή εφαρμόζεται σε ορισμένα υποκείμενα της κεφαλαιαγοράς, όπως το δ.σ. των εταιριών, ό.π., σελ 3

(intermédiaires financiers, δηλαδή τραπεζών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών), οποιασδήποτε σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ αυτών και των πελατών τους ή των πελατών μεταξύ τους. Την εξειδίκευση των αρχών αυτών αναλαμβάνει μια σειρά συμπληρωματικών διατάξεων (dispositions complémentaires)²⁷, εκ των οποίων ειδικό ενδιαφέρον εν προκειμένω παρουσιάζουν οι υπ' αριθμ. 7 έως και 9.

Η υπ' αριθμ. 7 διάταξη αντιμετωπίζει το ζήτημα της διάδοσης ψευδών πληροφοριών και κρίνει ότι είναι αντίθετη προς το σκοπό του κώδικα κάθε απόπειρα ή ενέργεια προσώπων τα οποία δρουν ομού ή ατομικώς και, διαμέσου οποιωνδήποτε απατηλών μέσων επιχειρούν ή επιτυγχάνουν την άνοδο ή πτώση της τιμής κινητών αξιών. **Το άρθρο 7**

Ειδικότερο ενδιαφέρον έχουν οι δυο επόμενες υπ' αριθμ. 8 και 9 διατάξεις. Κατά την πρώτη, οι εμπλεκόμενοι οικονομικοί παράγοντες επιδιώκουν να διαφυλάξουν ακόμα και μεταξύ διαφορετικών τομέων ή υπηρεσιών του χώρου τους, τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών που κατέχουν εξ αφορμής των αρμοδιοτήτων του, εφόσον αυτές δεν έχουν ακόμα δημοσιευθεί και οι οποίες, αν είχαν γίνει γνωστές, θα επιδρούσαν αισθητώς στην τιμή των κινητών αξιών. Κατά δε τη συμπληρωματική διάταξη υπ' αριθμ. 9, κάθε πρόσωπο που κατέχει εξ αφορμής της άσκησης του επαγγέλματος ή των αρμοδιοτήτων του μη δημοσιοποιημένη πληροφορία σχετικά με εταιρία ή την πορεία των τίτλων της ή με κάθε γεγονός που αφορά γενικότερα την αγορά και η οποία αν είχε γίνει γνωστή θα επιδρούσε αισθητώς στην τιμή μιας ή περισσότερων κινητών αξιών, απέχει από την άμεση ή έμμεση διενέργεια συναλλαγής εκμεταλλεόμενο την πληροφορία αυτή, καθώς και από τη γνωστοποίησή της σε τρίτο πρόσωπο με σκοπό την εκμετάλλευση απ' αυτό της πληροφορίας πριν αυτή γίνει γνωστή στο κοινό. Κοινό τόπο των παραπάνω ρυθμίσεων αποτελεί η αρχή ότι κανείς επενδυτής ή ομάδα επενδυτών δεν μπορεί να τύχει ευνοϊκότερης μεταχείρισης, όσον αφορά την πληροφόρηση από άλλους επενδυτές ή το κοινό και ότι κατά συνέπεια η πρόσβαση στην πληροφόρηση είναι ελεύθερη χωρίς περιορισμούς για κάθε επενδυτή²⁸. **Τα άρθρα 8 και 9**

Όπως και κάθε κώδικας συμπεριφοράς έτσι κι αυτός δεν είχε δεσμευτικό χαρακτήρα για τα κράτη στα οποία απευθυνόταν. Η επιτυχής, λοιπόν, εφαρμογή αυτού εξαρτιόταν σε μεγάλο βαθμό από την ενεργό συνεργασία των αρχών που επέπτευαν την εφαρμογή του. Ο κώδικας αυτός απλώς προετοίμασε το έδαφος για την υιοθέτηση το 1989 της νομικά δεσμευτικής οδηγίας του Συμβουλίου (89/592/ΕΟΚ) που αφορά τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και έθεσε τις θεμελιώδεις βάσεις χωρίς να επιβάλλει όμως καμία δεσμευτική ρύθμιση στην έννομη τάξη των κρατών τα οποία αφορούσε.

²⁷ Αυτές οι συμπληρωματικές διατάξεις στοχεύουν-όπως άλλωστε φαίνεται και από το όνομά τους- στην διευκρίνιση των γενικών αρχών. Δεν είναι εξαντλητικές και μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες: α) αυτές που αναφέρονται στους οικονομικούς διαμεσολαβητές και β) αυτές που αναφέρονται στην ανάγκη για πληροφορία. Οι τελευταίες με τη σειρά τους μπορούν να διαχωριστούν σε διάφορα τμήματα ανάλογα με το σημείο αναφοράς τους: α) δημιουργία μιας τεχνητής αγοράς (αρχή 7), β) καταχρηστική εκμετάλλευση της ευαίσθητης ως προς την τιμή πληροφορίας (αρχές 8 έως 10), γ) πληροφορία που γνωστοποιείται στο κοινό από τις αρχές της κεφαλαιαγοράς και τις επιχειρήσεις (αρχές 11 έως 14), δ) ίση πρόσβαση στην πληροφορία από όλους τους επενδυτές (αρχές 15 και 16) και τέλος ε) παρεχόμενη πληροφορία σε περίπτωση εξαγοράς ή μεταβίβασης ενός εταιρικού μεριδίου που συνεπάγεται τη μεταβίβαση του de jure ή de facto ελέγχου της εταιρίας, βλ. Μιχαλόπουλος Γ. «Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο (v. 1806/1988)», σελ. 90 επ., Σάκκουλας 1991

²⁸ Βλ. Eur-Lex: Community Legislation in force, 77/534/EEC: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European Code of Conduct relating to transactions in transferable securities, Official Journal L 212, 20/08/1977, σελ. 4.

2. Η ΣΥΜΒΑΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ (1989)

2.1. Τα γενικά χαρακτηριστικά της Σύμβασης του Συμβουλίου της Ευρώπης (1989)- Ο επιδιωκόμενος στόχος της θέσπισής της

Στις 20 Απριλίου 1989 το Συμβούλιο της Ευρώπης στο Στρασβούργο αποτελούμενο από 26 κράτη μέλη δρομολόγησε για υπογραφή μια διεθνή συνθήκη υπό την ονομασία Σύμβαση σχετικά με την καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών (Insider Trading), η οποία συνοδεύτηκε από ένα πρωτόκολλο το οποίο τέθηκε προς υπογραφή στις 11 Σεπτεμβρίου 1989²⁹. Ήδη μέχρι το 1991 η Σύμβαση είχε επικυρωθεί από την Νορβηγία (11 Σεπτεμβρίου 1989), τη Σουηδία (3 Ιουνίου 1991) και το Ηνωμένο Βασίλειο (21 Δεκεμβρίου 1990). Πολλές άλλες χώρες είχαν εκδηλώσει από την αρχή την επιθυμία τους να επικυρώσουν τη Σύμβαση και γι' αυτό προέβησαν σταδιακά και στην εναρμόνιση του εσωτερικού τους δικαίου με τις επιταγές της Σύμβασης.

Ιστορική
αναδρομή

Πριν από τη σύναψη της Σύμβασης του 1989, το Συμβούλιο της Ευρώπης εξέτασε προσεκτικά τις υπάρχουσες διεθνείς συνθήκες στον τομέα της αμοιβαίας βοήθειας σε ζητήματα αστικού, εμπορικού, ποινικού και διοικητικού δικαίου τα οποία ήταν ενδεχόμενο να προκύψουν στην περίπτωση του insider trading. Αυτή η έρευνα αφορούσε συγκεκριμένα την Σύμβαση της Χάγης του 1970 για την αποδεικτική διαδικασία του αστικού και εμπορικού δικαίου, την Ευρωπαϊκή Σύμβαση του 1978 για την απόκτηση πληροφορίας από το εξωτερικό και την αποδεικτική διαδικασία σε διοικητικά ζητήματα και την Ευρωπαϊκή Σύμβαση του 1959 για την αμοιβαία βοήθεια σε θέματα ποινικού δικαίου καθώς και το Πρωτόκολλο της³⁰. Ωστόσο, η αμοιβαία διεθνής βοήθεια που ρυθμίζεται από τις προαναφερθείσες συμβάσεις είναι χρονοβόρα και δεν συμβαδίζει κατά συνέπεια με την ταχύτητα που είναι αναγκαία για την αναζήτηση του insider trading. Επιπλέον, κάθε μία από τις συνθήκες που αναφέρθηκαν ασχολείται με ζητήματα είτε αστικού, είτε ποινικού, είτε διοικητικού δικαίου αλλά όχι με συνδυασμούς αυτών σε αντίθεση με τον τομέα του insider trading όπου κανείς έρχεται αντιμέτωπος με ένα μείγμα αυτών των κλάδων δικαίου.

Επεξεργασία
προγενέστερων
συναφών
Συμβάσεων

Για τους λόγους αυτούς το Συμβούλιο της Ευρώπης κατέληξε ότι μόνο ένα νέο και ειδικό εργαλείο θα μπορούσε να ανταποκριθεί στην ανάγκη που είχε ήδη το ίδιο επισημάνει. Έτσι το Συμβούλιο ανέθεσε την εργασία στην Επιτροπή των ειδικών εκπροσώπων των κυβερνήσεων για το insider trading, στην οποία προέδρευε ο καθηγητής Lutz Krauskopf (Ελβετία)³¹.

²⁹ Στο Πρωτόκολλο περιλήφθηκε και μια διάταξη (άρθρο 16 δις) με την ονομασία «ρήτρα αποσύνδεσης» (disconnection clause) η οποία αναφερόταν στα μέρη της Σύμβασης που ήταν και μέλη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, βλέπε Council of Europe-ETS no.133-Protocol to the Convention on Insider Trading, Strasbourg 11.IX. 1989

³⁰ Αυτές οι συνθήκες εφαρμόζονται βασικά σε διαδικασίες που έχουν ήδη ξεκινήσει ή ολοκληρωθεί. Για παράδειγμα η Σύμβαση του 1978 επιτρέπει την άρνηση παροχής βοήθειας που σχετίζεται με την διαρροή εμπιστευτικής πληροφορίας (άρθρο 7(1)γ), η οποία χρειάζεται για την ανακάλυψη των δυσλειτουργιών του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα, βλέπε Emmanuel Gaillard "Insider Trading: The Laws of Europe, the United States and Japan"-Chapter 2 "The Council of Europe's Convention of 1989" by Frits W. Hondius, Kluwer Law and Taxation Publishers, Boston 1992, σελ. 25

³¹ Η Σύμβαση για το Insider Trading αποτέλεσε συγκεκριμένα καρπό της εργασίας μιας επιτροπής ειδικών (committee of experts) η οποία δημιουργήθηκε από την Επιτροπή των Υπουργών του Συμβουλίου της Ευρώπης βάσει των συμπερασμάτων μιας Διάσκεψης που οργανώθηκε στο Μιλάνο από τις 16 έως τις 18 Νοεμβρίου 1983 από το Συμβούλιο της Ευρώπης, το πανεπιστήμιο της Μπολόνια και το πανεπιστήμιο του εμπορικού δικαίου Bocconi του Μιλάνου, υπό την προεδρία του Καθηγητή Joseph Voyame. Στο έργο αυτής της Επιτροπής Ειδικών, συμμετείχαν ως παρατηρητές και

Σε γενικές γραμμές η Σύμβαση στόχευε στην επιτυχή αντιμετώπιση των Ο
δυσκολιών που είχαν προκύψει σε διεθνές επίπεδο αναφορικά με την συλλογή
πληροφοριών και την δίωξη προσώπων που διενεργούσαν συναλλαγές σε
οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές καθώς και στην καταπολέμηση της
διατάραξης των χρηματιστηριακών αγορών που προερχόταν από την λειτουργία των
υπεράκτιων (off-shore) εταιριών, οι δραστηριότητες των οποίων ελάμβαναν χώρα σε
οποιοδήποτε μέρος του κόσμου ανεξάρτητα πόσο μικρό ή απομακρυσμένο μπορεί να
ήταν χάριν στις νέες τεχνολογικές μεθόδους επικοινωνίας και διάδοσης της
πληροφορίας. Γι' αυτό άλλωστε και χρησιμοποιήθηκε ως τίτλος η λέξη «Σύμβαση» κι
όχι «Ευρωπαϊκή Σύμβαση».

επιδιωκόμε
νος σκοπός
θέσπισης της
Σύμβασης

Η Σύμβαση αυτή αποτέλεσε μια καινοτομία αφού ήταν η πρώτη διεθνής
πολυμερής σύμβαση σχετικά με το insider trading ενώ ταυτόχρονα άνοιξε το δρόμο
για την υιοθέτηση της Οδηγίας του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989, η οποία
εναρμονίζει τις εθνικές νομοθεσίες αναφορικά με το insider dealing. Ωστόσο η
(μεταγενέστερη) κοινοτική οδηγία 89/592/ΕΟΚ υπερτερεί έναντι των ρυθμίσεων της
Σύμβασης οι οποίες εφαρμόζονται μόνο όπου υπάρχει αντίστοιχο κενό στις
κοινοτικές διατάξεις (άρθρο 16 bis της Σύμβασης)³².

Ιεραρχική
κατωτερότητα
έναντι της
Οδηγίας
89/592/ΕΟΚ

Η Σύμβαση παρουσιάζει τέλος περισσότερο ενδιαφέρον γιατί ήταν ανοιχτή
στην εισδοχή χωρών εκτός της Ευρώπης, ιδιαίτερα μη ευρωπαϊκών κρατών μελών
του ΟΑΣΑ.

Για να κατανοήσουμε όμως πλήρως τη σκοπιμότητα που εξυπηρετούσε η
θέσπιση της Σύμβασης αυτής θα πρέπει να αναφερθούμε συνοπτικά στο κλίμα μέσα
στο οποίο γεννήθηκε η ιδέα της δημιουργίας της καθώς και στις πολιτικές συγκυρίες
της εποχής εκείνης.

Η Σύμβαση υπογράφηκε λίγες εβδομάδες πριν από την κατάρρευση του
τείχους του Βερολίνου και της πτώσης του κομμουνισμού, ο οποίος συνίσταται στην
επιβολή κρατικού ελέγχου και στον κρατικό σχεδιασμό των οικονομιών των χωρών
της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Η Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης
ολοκληρώθηκε, λοιπόν, την πιο ευνοϊκή χρονική στιγμή για την προσέγγιση των
νομοθεσιών των χωρών που κυριαρχούσαν ήδη στις χρηματιστηριακές αγορές της
Ευρώπης με εκείνες των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.
Ανεξάρτητα αν αυτές οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης κατάφεραν
να αποτρέψουν τους πολίτες τους από την ανάμειξή τους σε πρακτικές insider
trading, η υπογραφή μιας διεθνούς συνθήκης για το insider trading δεσμευτικού
χαρακτήρα, θα τις βοηθούσε να προστατέψουν τις νέες αγορές χρεογράφων, οι οποίες
αρχικά διέτρεχαν τον κίνδυνο να γίνουν έρμαιο μιας εξωγενούς χειραγώγησης, η
οποία θα τις καθιστούσε ταυτόχρονα περισσότερο ελκυστικές στους εξωτερικούς
επενδυτές.

Το πολιτικό
κλίμα

Η ιδέα μιας πολυμερούς συνθήκης, η οποία θα συνάπτονταν μέσα στα πλαίσια
ενός διεθνούς οργανισμού όπως είναι το Συμβούλιο της Ευρώπης γεννήθηκε λόγω
της δυσκολίας εκτέλεσης και συντονισμού της πληθώρας των διμερών συμφωνιών
ενάντια στο insider trading, οι οποίες καταρτίστηκαν μεταξύ των ΗΠΑ και ορισμένων
ευρωπαϊκών κυβερνήσεων και οι οποίες εξυπηρετούσαν αρχικά κατά κύριο λόγο τα
συμφέροντα των ΗΠΑ.

Το πρώτο επιχείρημα που δικαιολογεί τη δημιουργία αυτής της Σύμβασης είναι
η φύση της Οδηγίας του Συμβουλίου του 1989 για τις πράξεις προσώπων που

Οι
γενεσιουργοί
λόγοι της
Σύμβασης

εκπρόσωποι της Φινλανδίας, των ΗΠΑ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βλ. Emmanuell Gaillard ό.π.,
σελ. 28

³² Λεπτομερή ανάλυση του περιεχομένου της Σύμβασης κατ' άρθρο παρατίθεται κατωτέρω στην
ενότητα 2.2.

κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες (89/592/ΕΟΚ), η οποία δεν της επέτρεπε να εφαρμοστεί σε άλλες χώρες εκτός από τις 12 αν και αποτελούσε αναμφισβήτητο ζωτικό στοιχείο της εγκαθίδρυσης της Ενιαίας Αγοράς, η οποία τότε (1989) περιελάμβανε μόνο 12 από τις 32 χώρες της Ευρώπης. Εκτός από το γεγονός ότι η Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης κάλυπτε μια ευρύτερη γεωγραφική περιοχή απ' ό,τι η Οδηγία του Συμβουλίου του 1989, ένας άλλος λόγος που συνηγορεί υπέρ της σύναψης αυτής της Σύμβασης είναι η δυνατότητα συμμετοχής σ' αυτή χωρών που δεν έχουν δικές τους αγορές χρεογράφων, αλλά που επιθυμούν να καταπολεμήσουν το insider trading που προέρχεται από το έδαφός τους, όπως για παράδειγμα το Λιχτενστάιν και το Σαν Μαρίνο. Ένα τελευταίο επιχείρημα που αξιολογήθηκε θετικά ως προς τη δημιουργία αυτής της συνθήκης είναι ότι το insider trading μπορεί να αναπτύσσεται με μια σειρά δραστηριοτήτων σε διάφορες χώρες. Για παράδειγμα ο έλεγχος, σε διμερή βάση, μιας συναλλαγής που διεξήχθη από ένα πρόσωπο κάτοικο της χώρας Α ο οποίος είναι ύποπτος για την διενέργεια μιας παράνομης δραστηριότητας στην αγορά χρεογράφων της χώρας Γ μέσω μιας εταιρίας η οποία διαπραγματεύεται τους εισηγμένους τίτλους της στη χρηματιστηριακή αγορά της χώρας Β, απαιτεί στην καλύτερη περίπτωση την ταυτόχρονη εφαρμογή τριών συμφωνιών, με τον όρο ότι υπάρχουν και είναι συμβατές. Αν σ' αυτή την αλυσίδα της διεθνούς νομικής συνεργασίας λείπει μία ή περισσότερες συμφωνίες τότε τίθεται σε κίνδυνο η αποτελεσματικότητα της διεθνούς δράσης. Τότε είναι επίσης πολύ πιθανό οι κάτοχοι εσωτερικών πληροφοριών να εκμεταλλευτούν προς όφελός τους οποιαδήποτε κενά του συστήματος της διεθνούς συνεργασίας.

Κατά τη διάρκεια του προπαρασκευαστικού σταδίου της Σύμβασης το Συμβούλιο της Ευρώπης ενημερώθηκε για τα διάφορα συστήματα ελέγχου των συμμετεχόντων κρατών μελών και κρατών μη μελών. Αρχικά εξέτασε το φαινόμενο της αυτορρύθμισης-αυτοεποπτείας (self-regulation) ως μέτρο ελέγχου της χρηματιστηριακής αγοράς μέσω του οποίου οι οργανωμένοι χρηματιστές που διενεργούν αγοραπωλησίες κυρίως κατ' εντολή και για λογαριασμό των πελατών τους (stock brokers) επιδιώκουν την καταπολέμηση του insider trading. Προσβολές των διατάξεων του Κανονισμού μιας χρηματιστηριακής αγοράς μπορούν να εγείρουν πολλές πειθαρχικές κυρώσεις όπως είναι για παράδειγμα η δημοσίευση των διενεργούμενων χρηματιστηριακών παραβάσεων, η αποβολή ή η εξαίρεση από το δικαίωμα άσκησης ενός επαγγέλματος της χρηματιστηριακής αγοράς ή η απώλεια ποσοστού των μετοχών.

Η αυτορρύθμιση δεν αρκεί, ωστόσο. Πολλές χώρες αναγνωρίζουν την ανάγκη πραγματοποίησης εξωτερικών ελέγχων και κυρώσεων από ρυθμιστικά σώματα τα οποία ενεργούν έχοντας την επίσημη υποστήριξη της κυβέρνησης. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η Securities and Exchange Commission (SEC) των Η.Π.Α., η Commission des operations de Bourse (COB) της Γαλλίας, η Bankinspektionen της Σουηδίας και η National Companies and Securities Commission της Αυστραλίας.

Λαμβάνοντας υπόψη τα σχετικά πλεονεκτήματα της αυτορρύθμισης και της κρατικής εποπτείας το Συμβούλιο της Ευρώπης τόνισε ότι από την άποψη της διεθνούς αλληλεπίδρασης των χρηματιστηριακών αγορών, η κρατική εποπτεία είναι επιθυμητή. Όταν μια εποπτική αρχή κρατικού χαρακτήρα σε μια χώρα Α αναζητεί τη συνεργασία μιας αντίστοιχης αρμόδιας αρχής της χώρας Β η οποία απολαμβάνει την επίσημη υποστήριξη της κυβέρνησης, τότε οι πιθανότητες να βρει αντίκρισμα αυτή η επιδίωξη συνεργασίας είναι ιδιαίτερα αυξημένες.

Το Συμβούλιο της Ευρώπης πρόβαλε επίσης δυο αντισταθμιζόμενες αρχές: τη δημοσιότητα και το καθήκον πίστεως. Η αρχή της δημοσιότητας σημαίνει ότι η εμπιστευτική πληροφορία που αφορά τα πρόσωπα των οποίων τα εισηγμένα

**Τα
συστήματα
εποπτείας
των
χρηματιστη
ριακών
αγορών**

**Οι αρχές του
καθήκοντος
πίστεως και
της
δημοσιότητας**

χρεόγραφα αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεων στην χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να γίνει γνωστή στο κοινό, έτσι ώστε να προασπίζεται το συμφέρον της προστασίας των καταναλωτών και της ισότητας όλων των επενδυτών. Η δεύτερη αρχή υπονοεί ότι οι υπάλληλοι και οι εργαζόμενοι οι οποίοι λόγω των επαγγελματικών τους καθηκόντων, έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτική πληροφορία δεν πρέπει να την εκμεταλλευτούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό κάποιων τρίτων προσώπων.

Η προσβολή των δύο αυτών προαναφερθέντων αρχών μπορεί να δώσει έναυσμα για την επιβολή αστικών, ποινικών ή διοικητικών κυρώσεων από τις οποίες οι αστικές κυρώσεις δεν επιβάλλονται εύκολα λόγω της δυσκολίας απόδειξης των γεγονότων και των απωλειών που προκαλούνται από μια πράξη insider trading.

Ο πρωταρχικός στόχος της εποπτείας της χρηματιστηριακής αγοράς δεν εστιάζεται στην καταστολή και τιμωρία του insider trading αλλά στην πρόληψή του. Αυτό το έργο είναι δύσκολο γιατί οι συναλλαγές που εγείρουν υπόνοιες κάποιας παρανομίας μοιάζουν εξωτερικά ως απόλυτα νόμιμες. Η έλλειψη νομιμότητας δεν εξαρτάται από τη φύση της συναλλαγής αλλά από τη φύση της χρησιμοποιούμενης πληροφορίας και τη θέση των προσώπων που την εκμεταλλεύονται. Είναι ωστόσο ζωτικό για τις εποπτικές αρχές να έχουν πλήρη και ταχεία πρόσβαση στην πληροφορία που σχετίζεται με συναλλαγές της χρηματιστηριακής αγοράς και την ταυτότητα των προσώπων που διενεργούν αυτές τις συναλλαγές. Τα εποπτικά όργανα είναι εξουσιοδοτημένα να εποπτεύουν τις πράξεις που λαμβάνουν χώρα στην χρηματιστηριακή αγορά της δικαιοδοσίας τους, χωρίς όμως να έχουν τη δυνατότητα να ελέγχουν τι συμβαίνει στο εξωτερικό παρόλο που η πρόσβαση σε πληροφορία στο εξωτερικό καθίσταται αναγκαία και απαραίτητη, διότι η σύγχρονη τεχνολογία επιτρέπει την ταχεία πραγματοποίηση και διενέργεια πράξεων της χρηματιστηριακής αγοράς και εκτός των συνόρων καθώς και σε διάφορες χρονικές ζώνες.

Ο στόχος της εποπτείας της χρηματιστηριακής αγοράς

Μέσα σ' αυτό το πλαίσιο η Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης αποτέλεσε, όπως προαναφέρθηκε και στην αρχή της παρούσας ενότητας, ένα μέσο συνεργασίας, με το οποίο τα κράτη μέλη δεσμεύονταν να παρέχουν το ένα στο άλλο στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό αμοιβαία βοήθεια για την καταπολέμηση του insider trading. Το Συμβούλιο σκόπιμα προτίμησε αυτή την προσέγγιση από την προσπάθεια εναρμόνισης του ουσιαστικού δικαίου που ρυθμίζει την λειτουργία των αγορών χρεογράφων, η οποία τότε ήταν ένας αρκετά φιλόδοξος στόχος για έναν οργανισμό που αποτελούνταν από 26 χώρες μέλη και επιθυμούσε να περιλάβει κι άλλες χώρες σ' αυτή την προσπάθεια. Επιπλέον έχει γίνει ήδη φανερό ότι υπήρχαν και υπάρχουν ακόμα αμέτρητες διαφορές μεταξύ των αρχών και των νομοθεσιών που διέπουν την λειτουργία των κεφαλαιαγορών διάφορων κρατών, για την εξάλειψη των οποίων απαιτούνταν διεθνής καλή θέληση και αρκετό χρονικό διάστημα. Το πρόβλημα του insider trading απαιτούσε, όμως, εκείνη τη στιγμή άμεση και γρήγορη αντιμετώπιση. Οι κυβερνήσεις δεν μπορούσαν να ματαιώνουν κάθε συντονισμένη διεθνή προσπάθεια επίλυσης αυτού του προβλήματος αναμένοντας το αποτέλεσμα των προσπαθειών που διενεργούνταν προς την κατεύθυνση της εναρμόνισης του ουσιαστικού δικαίου των συμμετεχόντων κρατών.

Η ανάγκη άμεσης και γρήγορης αντιμετώπισης του insider trading

2.2. Το περιεχόμενο της Σύμβασης- Η κατ' άρθρο ανάλυσή της

Η Σύμβαση αποτελείται από τα εξής τέσσερα κεφάλαια: α) το κεφάλαιο I το οποίο περιέχει τους ορισμούς ορισμένων όρων που χρησιμοποιούνται στη Σύμβαση, β) το κεφάλαιο II το οποίο εισάγει ένα σύστημα αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ των αρχών των διάφορων μερών, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η απαραίτητη διαφάνεια

Η διάρθρωση του περιεχομένου της Σύμβασης

κάθε φορά που μια χρηματιστηριακή συναλλαγή εγείρει υπόνοιες παράβασης των αρχών που περιλαμβάνονται στη Σύμβαση, γ) το κεφάλαιο III το οποίο επεκτείνει την διεθνή συνεργασία και στην ποινική διαδικασία και τέλος δ) το κεφάλαιο IV το οποίο περιέχει τις τελικές διατάξεις που υπάρχουν στις περισσότερες συμβάσεις και συμφωνίες που καταρτίζει το Συμβούλιο της Ευρώπης.

Στο κεφάλαιο I, το άρθρο 1³³ της Σύμβασης προσδιορίζει το insider trading ως μια «αντικανονική πράξη» μιας οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς³⁴, η οποία διενεργείται από ένα πρόεδρο (το αγγλικό κείμενο της Σύμβασης προσθέτει επίσης «ή πρόεδρο επιτροπής-chairman») ή από ένα μέλος του διοικητικού συμβουλίου, ή άλλα διαχειριστικά ή εποπτικά όργανα, που εν γνώσει τους χρησιμοποιούν την πληροφορία, η οποία δεν έχει ακόμα γίνει γνωστή στο κοινό και η οποία είναι ικανή να ασκήσει σημαντική επιρροή στη χρηματιστηριακή αγορά, με σκοπό την εξασφάλιση πλεονεκτήματος για λογαριασμό του ή για λογαριασμό ενός τρίτου προσώπου [άρθρο 1(1)α]. Ο ορισμός εφαρμόζεται επίσης σε πρόσωπα που κατέχουν τέτοια εμπιστευτική πληροφορία λόγω του επαγγέλματός τους ή της άσκησης των καθηκόντων τους (υποπαράγραφος β). Οι ειδικοί οι οποίοι προετοίμασαν τη Σύμβαση προέβλεψαν ως παράδειγμα: τους κυβερνητικούς εκπροσώπους ή τους εξωτερικούς συμβούλους που έχουν προσληφθεί από μια χρηματοοικονομική εταιρία. Ο ορισμός αυτός δεν εφαρμόζεται όμως σε πρόσωπα που αποκτούν πληροφορία εντελώς τυχαία. Κατά τις διαπραγματεύσεις για την διαμόρφωση του τελικού κειμένου της Σύμβασης αναφέρθηκαν ως παράδειγμα ατόμων οι οποίοι δεν υπάγονται στη ρύθμιση της υποπαραγράφου β οι οδηγοί ταξί. Η υποπαράγραφος γ επεκτείνει τέλος το περιεχόμενο της διάταξης και σ' άλλα πρόσωπα τα οποία έχουν αποκτήσει μη δημοσιευμένη πληροφορία από πρωτεύοντες κατόχους (συνήθως είναι γνωστοί με τον όρο «tippees» ή «δευτερεύοντες κάτοχοι»).

Το περιεχόμενο του άρθρου 1

Υπάρχει ένα τεκμήριο γνώσης για τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του άρθρου αυτού όσον αφορά των εμπιστευτικό χαρακτήρα της συγκεκριμένης πληροφορίας. Ωστόσο αυτό το τεκμήριο δεν συνοδεύεται απαραίτητα με την ύπαρξη δόλου. Ο κάτοχος είναι αυτός που «εν γνώσει» (“sciemment” στο γαλλικό κείμενο) χρησιμοποιεί πληροφορία η οποία έχει τέτοιο χαρακτήρα ώστε να ασκεί σε κάθε περίπτωση σημαντική επιρροή στη χρηματιστηριακή αγορά, όμως η Σύμβαση δεν αναφέρει ποιος είναι αρμόδιος να κρίνει αυτήν την πιθανότητα, αφού άλλωστε δεν διεισδύει σε λεπτομέρειες σχετικά με τους μηχανισμούς ελέγχου.

Το τεκμήριο γνώσης

Η παράγραφος 2 προσδιορίζει εννοιολογικά τους όρους «μετοχή», «οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά» και «πράξη». Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο όρος «μετοχή» δεν περιλαμβάνει μόνο τα εισηγμένα χρεόγραφα των εταιριών και επιχειρήσεων αλλά και «άλλων εκδοτών». Ο τελευταίος προαναφερθείς όρος καλύπτει, όπου αυτό είναι δυνατόν, το κράτος και τον δημόσιο τομέα. Όταν διαπραγματευόταν το κείμενο της Σύμβασης το Συμβούλιο της Ευρώπης αναφερόταν συγκεκριμένα στον δημόσιο τομέα των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Αν και σήμερα αυτές οι χώρες έχουν υιοθετήσει το δυτικό μοντέλο των επιχειρήσεων και εταιριών, η διάταξη μπορεί παρόλα αυτά να αποβεί χρήσιμη από την σκοπιά της συνεργασίας με άλλες χώρες του Τρίτου Κόσμου.

Οι έννοιες της «μετοχής», της «χρηματιστηριακής αγοράς» και της «πράξης»

³³ Το άρθρο 1 προσδιορίζει γενικότερα την έννοια και τον σκοπό ορισμένων όρων που συναντώνται στη Σύμβαση και σχετίζονται με τις συναλλαγές χρεογράφων.

³⁴ Ο όρος «αγορά» που αναφέρεται στην υποπαράγραφο α δεν καλύπτει μόνο την τιμή αλλά επίσης και τη διακύμανση των διαπραγματευόμενων χρεογράφων, τη γενική θέση και κίνηση των μετοχών και άλλων χρηματιστηριακών αγαθών, βλ. <http://conventions.coe.int/treaty/en/Reports/Html/130.htm>, “Convention on Insider Trading (ETS no. 130) and Protocol (ETS no. 133)”, Explanatory Report, σελ.

Η Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης χρησιμοποιεί τον ορισμό του insider trading σε στενή έννοια όπως προσδιορίζεται στο άρθρο 1. Δεν περιορίζεται μόνο σε καταχρηστικές πρακτικές της αγοράς που αποβλέπουν στο κέρδος αλλά καλύπτει οποιαδήποτε συναλλαγή που παράγει ή επιδιώκει την παραγωγή κάποιου πλεονεκτήματος.

Όσον αφορά άλλες παραβάσεις³⁵ που σχετίζονται με τη λειτουργία του χρηματιστηρίου η Επιτροπή των Ειδικών (Group of Experts) για το Insider trading κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν ήταν δυνατή σε ευρωπαϊκό επίπεδο εκείνη την εποχή οποιαδήποτε άλλη ρύθμιση που να αφορά τις δυσλειτουργίες της χρηματιστηριακής αγοράς, αν πρώτα δεν αναγνωρίζονταν ως παράνομες στις εθνικές έννομες τάξεις. Οποιοσδήποτε προσπάθειες για να περιληφθούν αυτές στη Σύμβαση που ρυθμίζει το insider trading θα καθυστερούσαν τη σύναψή της για πολλά χρόνια και ίσως θα συνέβαλαν στην οριστική ματαίωσή της.

Αντί γι' αυτό αποφασίστηκε να περιληφθεί στην Σύμβαση μια ειδική ρήτρα η οποία παρατίθεται στο άρθρο 3, η οποία θα χρησιμοποιούνταν για την καταπολέμηση των καταχρηστικών πράξεων που δεν αφορούν το insider trading. Έγινε ευρέως αποδεκτό και κατανοητό ότι όπως η ανταλλαγή πληροφοριών είναι απαραίτητη για τον αγώνα ενάντια στο insider trading έτσι κι αυτές οι ανταλλαγές κρίθηκαν καίριες για την πάταξη άλλων παράνομων δραστηριοτήτων. Το άρθρο 3 επιτρέπει σε κάθε μέρος της Σύμβασης να κάνει μια καταγγελία στο Γενικό Γραμματέα του Συμβουλίου της Ευρώπης, υπό τον όρο της αμοιβαιότητας, αναφορικά με την ανταλλαγή πληροφοριών «απαραίτητων για την εποπτεία των πράξεων που διενεργούνται στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν δυσμενώς την ίση πρόσβαση στην πληροφορία για όλους τους χρήστες της χρηματιστηριακής αγοράς ή την ποιότητα της παρεχόμενης στους επενδυτές πληροφορίας προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηστή διενέργεια των συναλλαγών». Το μέρος που καταθέτει αυτή την αναφορά ενδέχεται να επιθυμεί να διευκρινίσει το είδος της χρηματιστηριακής παράβασης η οποία μπορεί να μην σχετίζεται με το insider trading. Μπορεί άλλα μέρη να θελήσουν να ακολουθήσουν ανάλογη πορεία και γι' αυτό το λόγο στη συνέχεια καταθέτουν παρόμοιες καταγγελίες σύμφωνες πάντα με τη ρύθμιση του άρθρου 3 ή απευθύνουν τις αναγκαίες αναφορές στο

**Η ειδική
ρήτρα του
άρθρου 3**

³⁵ Οι συμβαλλόμενες χώρες είχαν φυσικά επίγνωση άλλων δραστηριοτήτων που απειλούσαν την ολοκλήρωση της χρηματιστηριακής αγοράς όπως είναι για παράδειγμα η χειραγώγηση της τιμής των μετοχών και το ξέπλυμα βρώμικου χρήματος (money laundering). Μερικά απ' αυτά τα προβλήματα παρουσιάστηκαν ήδη κατά τη διάρκεια του διεθνούς συμποσίου για τη «Διεθνή Συνεργασία και την Οικονομική Ηθική» το οποίο έλαβε χώρα στις Βρυξέλλες στις 12 και 13 Φεβρουαρίου 1990 από το Ινστιτούτο των Ευρωπαϊκών Σπουδών του Free University υπό την αιγίδα του Γενικού Γραμματέα του Συμβουλίου της Ευρώπης και του Προέδρου της Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Ο γενικός συντονιστής του Συμποσίου, Καθηγητής Eddy Wymeersch (Πανεπιστήμιο του Ghent) επισήμανε ότι υπάρχουν συνεχώς νέα αναδυόμενα είδη πράξεων, που δεν έχουν ακόμη απαγορευτεί από το δίκαιο αλλά που δυσχεραίνουν σε μεγάλο βαθμό και βλάπτουν την ολοκλήρωση της αγοράς.

Ένα από τα ζητήματα που προβλήθηκαν ήταν και το money laundering καθώς και τα υποπροϊόντα του εγκλήματος με τα οποία ασχολήθηκε η Επιτροπή του Συμβουλίου της Ευρώπης για τα προβλήματα που συνδέονται με εγκληματικές ενέργειες (Council of Europe's Committee on Crime Problems-CDPC). Το ξέπλυμα βρώμικου χρήματος δεν εμποδίζει αφ' εαυτού την χρηματιστηριακή αγορά. Αντίθετα, αναζητεί τρόπο διοχέτευσης-όσο νόμιμα γίνεται- του χρήματος που αποκτάται από παράνομες δραστηριότητες. Η σύμβαση για το ξέπλυμα βρώμικου χρήματος, την αναζήτηση, την κατάσχεση και την δήμευση των κερδών που προέρχονται από εγκληματικές ενέργειες ετέθη προς υπογραφή στις 8 Νοεμβρίου 1990 στο Στρασβούργο. Αν και πραγματευόταν διαφορετικό αντικείμενο οι Συμβάσεις για το Insider trading και για το Money laundering θεωρούνται «αδελφές» συμβάσεις αφού η μία ασχολείται με το έγκλημα του χρήματος και η άλλη με το έγκλημα που διαπράττεται κατά του χρήματος, Emmanuel Gaillard, ό.π., σελ. 28 επ.

συμβούλιο των ειδικών, όπως προβλέπεται από το άρθρο 18³⁶ το οποίο αξιολογεί την εφαρμογή της Σύμβασης και προβαίνει στις κατάλληλες προτάσεις.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 του Κεφαλαίου II, τα κράτη μέλη αναλαμβάνουν την υποχρέωση να ανταλλάσσουν πληροφορία η οποία ενδέχεται να προκαλεί υπόνοια διενέργειας insider trading. Ακολουθώντας τη συνήθη πρακτική των Συνθηκών για την αμοιβαία βοήθεια, τα κράτη πρέπει να διορίσουν μια αρμόδια αρχή ή αρχές (άρθρο 4). Σε αντίθεση με την Οδηγία του Συμβουλίου του 1989, η οποία στο άρθρο 7 προβλέπει την επιβολή στα κράτη μέλη της υποχρέωσης εγκαθίδρυσης εποπτικών αρχών, το Συμβούλιο της Ευρώπης αφήνει την εγκαθίδρυση των εποπτικών αρχών αποκλειστικά στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών. Η «αρμόδια αρχή» η οποία ορίζεται στο άρθρο 4 της Σύμβασης μπορεί να είναι μια εποπτική αρχή, αν υπάρχει, ή κάποια άλλη αρχή, για παράδειγμα μια υπηρεσία Υπουργείου.

Όταν ζητείται μια πληροφορία θα πρέπει να αναφέρονται οι λόγοι, ο σκοπός της και ο τρόπος με τον οποίο θα χρησιμοποιηθεί (άρθρο 5) γι' αυτό και οι χώρες οι οποίες παρέχουν την πληροφορία διεξάγουν έρευνες σύμφωνα με το εθνικό ουσιαστικό και δικονομικό τους δίκαιο (άρθρο 6).

Ένα από τα πιο ακανθώδη προβλήματα που αντιμετώπισε το Συμβούλιο της Ευρώπης ήταν πώς να συμβιβαστεί στη Σύμβαση η ποικιλία και ο συνδυασμός των αλληλοεξαρτώμενων και αλληλοσυγκρουόμενων αρχών που σχετίζονται με την πληροφορία: ο ιδιωτικός χαρακτήρας, η προστασία των δεδομένων, το επαγγελματικό απόρρητο, η πρόσβαση στην πληροφορία και η ελευθερία πληροφορίας. Δεν υπάρχει μόνο διαφορετική ιεραρχία μεταξύ αυτών των αρχών στα διάφορα δίκαια των κρατών μελών, αλλά επιπλέον οι αρχές αυτές ρυθμίζονται από τα άρθρα 8 (ιδιωτικός χαρακτήρας), και 10 (ελευθερία της πληροφορίας) της Ευρωπαϊκής Σύμβασης για τα Ανθρώπινα Δικαιώματα (ΕΣΔΑ), η οποία αποτελώντας αναγκαστικό δίκαιο (ius cogens) κατισχύει όλων των άλλων Συμβάσεων.

Τα άρθρα 6,7, και 10 της Σύμβασης για το Insider trading, παραθέτουν μια προσεκτικά ισορροπημένη κατηγορία κανόνων. Η αρχή της χώρας από την οποία ζητείται η πληροφορία έχει το καθήκον να επιβλέπει την μυστικότητα αυτής της αναζήτησης καθώς και την πληροφορία που συλλέγεται. Αν μια χώρα επιθυμεί να απαλλαγεί απ' αυτή την υποχρέωση τότε θα πρέπει να ανακοινώσει επίσημα την πρόθεσή της αυτή κατά τη στιγμή που διορίζει την αρμόδια αρχή και μόνο υπό την προϋπόθεση ότι υπάρχουν εφαρμοστέες διατάξεις στην εθνική της νομοθεσία σχετικά με τα ακόλουθα θέματα που απαριθμούνται στη Σύμβαση: α) το δικαίωμα πρόσβασης των πολιτών σε οποιαδήποτε πληροφορία που κατέχουν οι δημόσιες αρχές, β) υποχρέωση της αρχής για παροχή πληροφορίας σε άλλη δικαστική ή διοικητική αρχή και γ) έρευνες για παραβάσεις του δικαίου από την χώρα η οποία παρέχει την πληροφορία.

Το άρθρο 7 συγκεκριμένα προσθέτει ότι χωρίς τη συναίνεση της αρχής που παρέχει την πληροφορία η ληφθείσα πληροφορία δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για διαφορετικό σκοπό απ' αυτόν ο οποίος εκτέθηκε αρχικά. Η παράγραφος 2 του άρθρου 7 υποδεικνύει ότι η αρχή από την οποία ζητείται η πληροφορία μπορεί να αρνηθεί να παράσχει την πληροφορία ή να εναντιωθεί αντίστοιχα στην

Το περιεχόμενο του Κεφαλαίου II-Άρθρα 2,4,5,6

Αρνηση παροχής πληροφορίας υπό προϋποθέσεις (άρθρο 7)

³⁶ Το άρθρο 18 ορίζει: «1. Μετά την θέση σε ισχύ της παρούσας Σύμβασης, μια ομάδα ειδικών (group of experts) η οποία θα αντιπροσωπεύει τα μέρη της Σύμβασης και τα κράτη μέλη του Συμβουλίου της Ευρώπης που δεν είναι μέρη της Σύμβασης θα συγκροτείται ύστερα από σχετικό αίτημα τουλάχιστον δύο μερών ή με πρωτοβουλία του Γενικού Γραμματέα του Συμβουλίου της Ευρώπης. 2. Αυτή η ομάδα θα έχει ως καθήκον της την προετοιμασία της αξιολόγησης της εφαρμογής της Σύμβασης και την δημιουργία κατάλληλων προτάσεων», βλ. <http://conventions.coe.int/treaty/en/Treaties/Html/130.htm>: "Convention on Insider Trading", Strasbourg, 20.IV.1989, σελ. 6

χρησιμοποίηση της ήδη παρασχεθείσας πληροφορίας εκτός κι αν ο χαρακτήρας της πληροφορίας καθώς και η χρήση για την οποία προορίζεται συνάδουν με το σκοπό και τους ορισμούς των άρθρων 1 και 2 ή τα πραγματικά περιστατικά πληρούν και στις δύο χώρες την αντικειμενική υπόσταση ενός κανόνα δικαίου, η παράβαση του οποίου επισύρει ποινές. Κανείς θα μπορούσε εύλογα να αναρωτηθεί γιατί μια χώρα που επιθυμεί αρχικά να παράσχει μια πληροφορία στην συνέχεια εναντιώνεται στην χρήση της. Ο λόγος είναι ότι η αποτελεσματικότητα της διεθνούς συνεργασίας αναφορικά με το insider trading εξαρτάται από την ταχύτητα. Ενδέχεται μια αρχή να αποφασίσει να παράσχει μια πληροφορία η οποία εγείρει υπόνοιες καταστρατήγησης του νόμου σ' αυτή που τη ζήτησε προκειμένου η τελευταία να ενεργήσει χωρίς καμία καθυστέρηση. Αν στη συνέχεια αποδειχτεί ότι αυτή η πληροφορία δεν έχει καμία σχέση με μία πράξη insider trading, τότε η χώρα που παρείχε την πληροφορία θα θελήσει να εμποδίσει οποιαδήποτε χρησιμοποίησή της.

Το άρθρο 8 παρουσιάζει κάποιους λόγους για τους οποίους μια αρχή μπορεί να αρνηθεί να χορηγήσει την ζητηθείσα πληροφορία: α) αν δεν συμβιβάζεται με τις επιταγές της Σύμβασης, β) αν ενδέχεται να είναι επιβλαβής για την εθνική κυριαρχία, την εθνική ασφάλεια, τα κυριαρχικά συμφέροντα και την εθνική πολιτική της χώρας η οποία χορηγεί την πληροφορία γ) λόγω του γεγονότος ότι οι υποτιθέμενες παραβάσεις ή κυρώσεις έχουν παραγραφεί ή το γεγονός ότι οι διαδικασίες έχουν ήδη ξεκινήσει, έχουν ολοκληρωθεί ή έχει αποφασιστεί να προχωρήσει ή να σταματήσει η διαδικασία λόγω της ύπαρξης δεδικασμένου (ne bis in idem).

Ο ιδιωτικός χαρακτήρας (άρθρο 8)

Το άρθρο 10 προβλέπει μια κύρωση για την χώρα- αποδέκτη της πληροφορίας η οποία παραβαίνει την υποχρέωσή της να διατηρήσει εμπιστευτική την ληφθείσα πληροφορία. Σ' αυτή την περίπτωση η αρχή η οποία δίνει την πληροφορία θα πρέπει να απαιτήσει την εφαρμογή των προαναφερθέντων αρχών του κεφαλαίου II.

Η ελευθερία της πληροφορίας (άρθρο 10)

Προς το τέλος των διαπραγματεύσεων της Σύμβασης για το insider trading, τέθηκαν ορισμένα ερωτήματα αναφορικά με τη σχέση της με τις υπάρχουσες ευρωπαϊκές συμβάσεις στον τομέα του ποινικού δικαίου. Δεν θα ήταν προτιμότερο αναρωτήθηκαν ορισμένοι ειδικοί να υπάρξει μια αναφορά σ' αυτές τις συμβάσεις; Συμφώνησαν, λοιπόν, ότι αυτή η διασύνδεση όχι μόνο δεν θα επιτάχυνε και δεν θα διευκόλυνε τις ποινικές διαδικασίες σε περίπτωση που ανακαλύπτονταν μια πράξη insider trading αλλά και θα ενθαρρύνονταν επιπλέον τα κράτη να γίνουν μέλη των Συμβάσεων του ποινικού δικαίου, και συγκεκριμένα της Ευρωπαϊκής Σύμβασης του 1959 για την αμοιβαία βοήθεια σε ποινικά ζητήματα, ενώ προτάθηκε ταυτόχρονα οι χώρες που δεν ήταν μέλη της τελευταίας Σύμβασης να γίνουν μέρη μόνο και μόνο για τους σκοπούς της Σύμβασης για το insider trading.

Η σχέση της με ισχύουσες ευρωπαϊκές συμβάσεις

Αυτή η πρόταση, ωστόσο, απορρίφθηκε γιατί παρά το γεγονός ότι η Σύμβαση αναφέρεται στην αρχή ne bis in idem, δεν αποτελεί εργαλείο του ποινικού δικαίου. Ασχολείται με την ανταλλαγή πληροφοριών που προηγείται οποιασδήποτε ποινικής διαδικασίας, και όχι με την ίδια τη διαδικασία. Περαιτέρω η στενή και αδιαμφισβήτητη διασύνδεση της Σύμβασης του 1959 για την Αμοιβαία Βοήθεια με την Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης για το insider trading θα μπορούσε να αποτρέψει ορισμένες χώρες από το να αποτελέσουν μέλη της Σύμβασης του 1989 για το insider trading.

Μέσα σ' ένα πνεύμα συμβιβασμού υιοθετήθηκε, λοιπόν, το άρθρο 12, σύμφωνα με το οποίο τα κράτη μέλη αναλαμβάνουν την υποχρέωση να παρέχει το ένα στο άλλο «την μεγαλύτερη αμοιβαία βοήθεια σε ποινικά ζητήματα που σχετίζονται με παραβάσεις του insider trading», το οποίο στη δεύτερη παράγραφο του αναφέρει ότι η Σύμβαση δεν μπορεί να περιορίζει ή να προκαταλαμβάνει αρνητικά την εφαρμογή της Σύμβασης του 1959 και του Πρωτοκόλλου της ή άλλων συναφών συμφωνιών.

Η υποχρέωση αμοιβαίας βοήθειας του άρθρου 12

Συνοψίζοντας όσα προαναφέρθηκαν θα πρέπει να επισημάνουμε τα εξής:

- Η Σύμβαση δεν επιβάλλει στα μέρη της την συγκρότηση εποπτικών ή ελεγκτικών αρχών για τις χρηματιστηριακές αγορές. Ωστόσο, η συνεργασία μέσω της ανταλλαγής πληροφοριών προϋποθέτει την ύπαρξη σε εθνικό επίπεδο κάποιας επαρκούς υποδομής σε νομοθετικό και θεσμικό επίπεδο κατάλληλης να εξασφαλίσει την συλλογή, την εξέταση και την μετάδοση της πληροφορίας. Χωρίς αυτή την υποδομή θα ήταν δύσκολο για τα κράτη να ανταποκριθούν στην ταχύτητα και διακριτικότητα που απαιτεί η Σύμβαση.
- Ο μηχανισμός λειτουργίας της Σύμβασης έχει σκόπιμα προσαρμοστικό χαρακτήρα. Είναι πιθανόν ορισμένα κράτη να μην θελήσουν να συμμετάσχουν ή να μην το κρίνουν τη δεδομένη στιγμή αναγκαίο. Αυτή η στάση δεν θα πρέπει να αποτρέψει και τα άλλα κράτη από την πλήρη εφαρμογή της Σύμβασης στις σχέσεις τους με άλλα κράτη. Γι' αυτό το λόγο είχε προβλεφθεί ότι η Σύμβαση θα ετίθετο σε ισχύ μόλις επικυρωνόταν από έναν περιορισμένο αριθμό κρατών.
- Κατά την προετοιμασία της Σύμβασης εξετάστηκε και το ενδεχόμενο της ανάπτυξης των τεχνικών χρηματιστηριακών πρακτικών στο μέλλον. Μια εξέλιξη, λοιπόν, ενός εθνικού νομοθετικού πλαισίου ήταν αναμενόμενο ότι θα οδηγούσε στο μέλλον σε μια αναθεώρηση των διαδικασιών που προβλέπονται στη Σύμβαση, οι οποίες αντανακλούν αποκλειστικά το νομοθετικό πνεύμα των εθνικών δικαίων της εποχής που θεσπίστηκε η Σύμβαση.

Τα κύρια
χαρακτηριστικά της

3. Η ΟΔΗΓΙΑ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ 13¹¹² ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 1989 ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟ ΤΩΝ ΝΟΜΟΘΕΣΙΩΝ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ (89/592/ΕΟΚ)

3.1. Το προστάδιο, το νομικό υπόβαθρο και το ιστορικό περιβάλλον μέσα στο οποίο γεννήθηκε αυτή η Οδηγία

Η οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13¹¹⁵ Νοεμβρίου 1989 που αναφέρεται στο συντονισμό των νομοθεσιών που σχετίζονται με τις πράξεις των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών αποτελεί μέρος μιας προσπάθειας σταδιακής εγκαθίδρυσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση μιας ολοκληρωμένης αγοράς κινητών αξιών και γενικότερα μιας κοινής αγοράς υπηρεσιών για την οποία η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επανειλημμένα έχει υπογραμμίσει ότι αποτελεί μία από τις πρωταρχικές προϋποθέσεις διασφάλισης της οικονομικής ευημερίας.

Το
προστάδιο
της Οδηγίας
89/592/ΕΟΚ

Από την υπογραφή της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης τον Φεβρουάριο του 1986, πολλαπλασιάστηκαν οι προσπάθειες που είχαν ως στόχο την εναρμόνιση του κανονιστικού πλαισίου των χρηματιστηρίων των διαφόρων κρατών μελών και την ανάπτυξη εντός της Κοινότητας ενός μηχανισμού διαπραγματεύσεων των τίτλων διεθνούς κύρους. Τα κοινοτικά δικαιοδοτικά όργανα εξακολουθούσαν να διατηρούν σε ισχύ τους πρωτογενείς κανόνες δικαίου βάσει των οποίων δημιουργούνταν κι ένα πλούσιο παράγωγο δίκαιο προκειμένου να διευκολυνθεί η πρόσβαση στα χρηματιστήρια αξιών των κρατών μελών της Κοινότητας και να επιτραπεί ο πιο αποτελεσματικός ανταγωνισμός όχι μόνο στα χρηματιστήρια των μη κοινοτικών χωρών αλλά εξίσου στις ανεπίσημες και μη υπαγόμενες σε εποπτεία κοινοτικές χρηματιστηριακές αγορές³⁷.

³⁷ Όπως είδαμε και στο εισαγωγικό μέρος αυτής της εργασίας, πολλές οδηγίες έχουν υιοθετηθεί προς αυτή την κατεύθυνση. Άλλες είναι ακόμη στο στάδιο των προτάσεων. Ορισμένες αφορούν το καθεστώς των επαγγελματιών χρηματιστών. Οι οδηγίες που εμπνεύστηκαν από τον Ευρωπαϊκό Κώδικα Συμπεριφοράς του 1977 και αφορούν τις συναλλαγές που έχουν ως αντικείμενο κινητές αξίες στοχεύουν στην διασφάλιση της διάδοσης ακριβών και έγκυρων πληροφοριών και στην ισότητα των

Από ιστορικής πλευράς αξίζει να επισημανθεί ότι μια αρχική πρόταση οδηγίας παρουσιάστηκε από την Επιτροπή στο Συμβούλιο στις 25 Μαΐου 1987, η οποία είχε ως νομική βάση το άρθρο 54 παρ.3 στοιχείο ζ ενώ περιείχε και εννοιολογικές παρεκκλίσεις και διαφοροποιήσεις σε σχέση με τη μεταγενέστερη τροποποιημένη πρόταση οδηγίας η οποία αναλύεται λεπτομερώς στη συνέχεια. Στη συνέχεια η Επιτροπή λαμβάνοντας υπόψη τις τις γνωμοδοτήσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής, τροποποίησε την αρχική της πρόταση.

Το νομικό υπόβαθρο

Πριν από την παρουσίαση των γνωμοδοτήσεων του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της ΟΚΕ που ακολουθεί, θα πρέπει να τονίσουμε ότι κατά τον κατ' άρθρο αναλυτικό σχολιασμό του τελικού κειμένου της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ γίνεται επιμέρους αναφορά στις προτάσεις και απόψεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της ΟΚΕ, τα οποία με τις προσθήκες και τις τροποποιήσεις που υπέβαλαν στην κρίση του Συμβουλίου, συνέβαλαν καταλυτικά στην οριστική διαμόρφωση του περιεχομένου της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ.

3.1.1. Η γνώμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου³⁸ και της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής³⁹

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έχοντας υπόψη του την αρχική πρόταση οδηγίας της Επιτροπής προς το Συμβούλιο, υποβληθείσα την 25 Μαΐου 1987, έχοντας να κληθεί από το Συμβούλιο να γνωμοδοτήσει σύμφωνα με το άρθρο 54 της Συνθήκης ΕΟΚ, θεωρώντας ότι το άρθρο 100Α της Συνθήκης ΕΟΚ αποτελεί προσήκουσα νομική βάση της παρούσας πρότασης και έχοντας υπόψη του την έκθεση της Επιτροπής Νομικών Θεμάτων και Δικαιωμάτων των Πολιτών και τη γνωμοδότηση της Επιτροπής Οικονομικής, Νομισματικής και Βιομηχανικής Πολιτικής εξέδωσε το ψήφισμα νομοθετικού περιεχομένου που αποτελούσε τη οδηγία για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών με το οποίο μεταξύ άλλων:

Η γνωμοδότηση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου

- Ενέκρινε ύστερα από σχετική ψηφοφορία την πρόταση της Επιτροπής με την επιφύλαξη των τροποποιήσεων που της επέφερε το Κοινοβούλιο
- Κάλεσε την Επιτροπή να τροποποιήσει την πρότασή της, σύμφωνα με το άρθρο 149(3) της Συνθήκης ΕΟΚ, ενσωματώνοντας τις τροπολογίες που εγκρίθηκαν από το Κοινοβούλιο και να ενημερώσει το Κοινοβούλιο για οιοσδήποτε περαιτέρω μεταβολές που θα επιφέρει στην πρότασή της και

προσώπων που ασχολούνται επαγγελματικά με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Οι πιο συγκεκριμενοποιημένες απ' αυτές έχουν ήδη υιοθετηθεί από το Συμβούλιο. Σ' αυτές ανήκουν όσες αναφέρονται στις προϋποθέσεις εισαγωγής των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο, στο ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής στο χρηματιστήριο και στις πληροφορίες που οφείλουν να δημοσιεύουν οι εισηγμένες εταιρίες είτε κατά την απόκτηση είτε κατά την εκχώρηση μιας σημαντικής συμμετοχής στο κεφάλαιο μιας εισηγμένης εταιρίας. Σ' αυτό το ενοποιημένο νομοθετικό πλαίσιο ανήκει και η Οδηγία της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 σχετικά με τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, βλ. Emmanuel Gaillard & Isabelle Pingel: "Les operations d'initiales dans la Communaute economique europeenne" in Revue Trimestrielle de Droit Europeen, 26 (2) avr.-juin, Sirey 1990, σελ. 332 επ.

³⁸ Βλ. ΕΕΕΚ Αριθ. C 187/93 (έγγρ. Α 2-55/88): Ψήφισμα νομοθετικού περιεχομένου (διαδικασία συνεργασίας: πρώτη ανάγνωση) που αποτελεί τη γνώμη του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου πάνω στην πρόταση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο σχετικά με οδηγία για το συντονισμό όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.

³⁹ Βλ. ΕΕΕΚ Αριθ. C 35/22: Γνωμοδότηση της ΟΚΕ για την πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων, τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (88/C 35/10)

- Κάλεσε το Συμβούλιο να συμπεριλάβει τις τροπολογίες του Κοινοβουλίου στην κοινή θέση την οποία θα ενέκρινε, σύμφωνα με το άρθρο 149(2)(α) της Συνθήκης.

Στις 29 Ιουνίου 1987, το Συμβούλιο αποφάσισε σύμφωνα με το άρθρο 54 της Συνθήκης για την ίδρυση της ΕΟΚ, να ζητήσει από την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή γνωμοδότηση για την παραπάνω πρόταση. Το τμήμα οικονομικών, δημοσιονομικών και νομισματικών υποθέσεων, στο οποίο ανατέθηκε η προετοιμασία των σχετικών εργασιών, υιοθέτησε τη γνωμοδότησή του στις 8 Δεκεμβρίου 1987 βάσει της εισηγητικής έκθεσης του κ. Meyer-Horn. Η ΟΚΕ εξέδωσε ομόφωνα κατά την 251^η σύνοδο ολομέλειάς της (συνεδρίαση της 16^{ης} Δεκεμβρίου 1987) την ακόλουθη γνωμοδότηση, η οποία περιελάμβανε τόσο γενικές όσο και ειδικές κατ' άρθρο παρατηρήσεις.

**Η
γνωμοδότη
ση της
ΟΚΕ**

Στις γενικές παρατηρήσεις η ΟΚΕ μεταξύ άλλων υποστήριξε την πρόθεση της Επιτροπής να καθιερώσει κοινοτικές νομικές διατάξεις για πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και να μην επιτρέπει πλέον τους οικειοθελώς αποδεκτούς κανόνες συμπεριφοράς, οι οποίοι τηρούνται μόνο από τις εταιρίες (και από τα πρόσωπα) που αυτοδεσμεύονται με ανάλογες δηλώσεις. Επιπλέον, θεώρησε ότι θα ήταν προς το συμφέρον της νομικής ασφάλειας και της ομοιόμορφης ενσωμάτωσης της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο, αν η Επιτροπή τουλάχιστον στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης οδηγίας ή στις αιτιολογικές σκέψεις απαριθμούσε υπό μορφή καταλόγου ως παραδείγματα ορισμένες περιπτώσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και καταχρηστικής χρησιμοποίησής τους για εμπορικούς σκοπούς και ότι για τη συνεργασία των αρμόδιων αρχών, συμπεριλαμβανομένου και ενός κύκλου χωρών εκτός των ορίων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, θα ήταν δυνατόν να είναι χρήσιμη η προετοιμαζόμενη σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης, που επρόκειτο να εγκριθεί στις αρχές του 1988.

**Οι γενικές
παρατηρή
σεις της**

Επεσήμανε στη συνέχεια ότι μια απαγόρευση της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών θα μπορούσε να επιβληθεί όσο το δυνατόν νωρίτερα αν όλα τα κοινοτικά κράτη προέβαιναν βάσει της οδηγίας με ομοιόμορφο τρόπο στη δίωξη των παραβάσεων και ότι φαινόταν σκόπιμο όπως η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ενεργούσε με τρόπο ομοιόμορφο (ώστε να αποφευχθεί π.χ. ότι σε μια χώρα επιβάλλονται μέτρια χρηματικά πρόστιμα ενώ σε μια άλλη ποινές φυλάκισης) και μάλιστα κατά το δυνατό στα πλαίσια της συνεργασίας και συντονισμού που προβλεπόταν στο άρθρο 10 (επιτροπή επαφών) και εφόσον παρίστατο ανάγκη με προσφυγή στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο. Τέλος επειδή η πρόταση οδηγίας (στο άρθρο 4) προέβλεπε ρητά ότι μερικές κοινοτικές χώρες θεσπίζουν ή διατηρούν σε ισχύ αυστηρότερες διατάξεις, τότε, παρά τη νεότερη κοινοτική ρύθμιση έκρινε ότι θα ήταν δυνατό οι σχετικές με τις εμπιστευτικές πληροφορίες ρυθμίσεις να εφαρμόζονται με τρόπο ανόμοιο.

Όσον αφορά τις ειδικές παρατηρήσεις και συγκεκριμένα το άρθρο 1 η ΟΚΕ εκτίμησε ότι:

- Η πρώτη παράγραφος του άρθρου αυτού θα έπρεπε να διατυπωθεί εκ νέου και με τρόπο ακριβέστερο ως εξής: «Τα κράτη μέλη απαγορεύουν σε κάθε πρόσωπο που στο πλαίσιο παροχής –μόνιμης ή πρόσκαιρης- υπηρεσιών σε μια επιχείρηση ή για μια επιχείρηση αποκτά γνώση μη δημοσιευμένων εμπιστευτικών πληροφοριών σχετικά με την επιχείρηση αυτή ή μια άλλη επιχείρηση, της οποίας οι κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο ή υπόκεινται σε καθεστώς ρυθμιζόμενων δικαιπραξιών (μεταξύ ιδιωτών ή μεταξύ τραπεζών), να χρησιμοποιεί τις εν λόγω εμπιστευτικές πληροφορίες, είτε το ίδιο είτε μέσω άλλου προσώπου, για να αγοράζει ή να πωλεί κινητές αξίες των εν λόγω επιχειρήσεων, με σκοπό να επιτύχει ιδιαίτερο πλεονέκτημα βάσει της εμπιστευτικής πληροφορίας για τον εαυτό του ή τρίτους».

**Οι ειδικές
κατ' άρθρο
παρατηρή
σεις της**

Το άρθρο 1

- Η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων θα ήταν ωφέλιμο να εξετάσει αν –και πώς- θα ήταν δυνατόν στο άρθρο 1 της πρότασης οδηγίας να συμπεριληφθεί και η πράξη «επί τη εμφανίσει» για τις αξιώσεις που αφορούν τη διανομή κινητών αξιών (π.χ. στην περίπτωση ανασύστασης ή ιδιωτικοποίησης επιχειρήσεων).
- Για την έννοια της επικράτειας, σύμφωνα με την οδηγία, παρατηρείται ότι αυτή προφανώς δεν περιλαμβάνει περιοχές για τις οποίες – όπως π.χ. τα βρετανικά νησιά της Μάγχης- ισχύει ειδικό καθεστώς. Για τέτοιες περιοχές, στις οποίες θα ήταν δυνατό να γίνονται «καταχρήσεις» εμπιστευτικών πληροφοριών, επιβάλλεται να εξευρεθούν κατάλληλες λύσεις, που θα πειτρέπουν και εκεί την εφαρμογή της οδηγίας.
- Η απαγορευτική εξαίρεση, η οποία δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι ενδιαφερόμενοι γνωρίζονται προσωπικά (face to face) και ότι ενδεχομένως μπορούν να λαμβάνουν γραπτές διαβεβαιώσεις για τις εμπιστευτικές πληροφορίες, επικροτείται.

Όσον αφορά το άρθρο 2 η ΟΚΕ παρατήρησε ότι η απαγόρευση έστω και της απλής περαιτέρω γνωστοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών – ακόμα και υπό μορφή επιπολαιότητας, φαίνεται να παρουσιάζει προβλήματα από πλευράς δικαίου ενώ για το άρθρο 3 η ΟΚΕ έκρινε ότι η διατύπωση της παραγράφου 1 («εν γνώσει» έχουν αποκτήσει εμπιστευτικές πληροφορίες) θα πρέπει να μεταβληθεί σε: «που έχουν συνείδηση του γεγονότος ότι απέκτησαν από ένα πρόσωπο μια εμπιστευτική πληροφορία».

Τα άρθρα 2 και 3

Η ρύθμιση του άρθρου 4 δίνει σύμφωνα με τη γνώμη της ΟΚΕ λαβή σε δύο παρατηρήσεις: Έτσι, η πιθανή υιοθέτηση αυστηρότερων μέτρων είναι αντίθετη προς το στόχο της εναρμόνισης που επιδιώκεται με την οδηγία ενώ η έννοια των όρων «διατάξεις που δεν εισάγουν διακρίσεις» είναι διφορούμενη.

Το άρθρο 4

Στο άρθρο 5 προτείνεται η αναφορά ως πρόσθετα παραδείγματα κινητών αξιών εκτός από μετοχές και χρεόγραφα και οι μετατρέψιμες ομολογίες και άλλες νέες μεικτές μορφές, όπως τίτλοι συμμετοχής. Η ΟΚΕ υποστηρίζει επίσης ότι οι ορισμοί που θεσπίζονται στο άρθρο 6, δηλαδή πληροφορία «συγκεκριμένου χαρακτήρα» και «αισθητός» επηρεασμός των τιμών των κινητών αξιών, δεν είναι για όλες τις χώρες επαρκώς σαφείς, ιδίως ως γεγονός που επισύρει μια ποινική κύρωση και ότι αντί για τη φράση «δεν γνωρίζει το κοινό» είναι ορθότερο να τεθεί η φράση «μη δημοσιευμένη είτε γνωστοποιημένη».

Τα άρθρα 5 και 6

Στη συνέχεια προτείνεται η τροποποίηση της διατύπωσης του άρθρου 7 και η υιοθέτηση, προσαρμοσμένου κατάλληλα, του αναφερόμενου στην ακόλουθη ενότητα «3.6.3. Η λήψη προληπτικών μέτρων για την αντιμετώπιση του insider trading» περισσότερο ικανοποιητικού κειμένου του σημείου Γ, αριθ. 5 α) της οδηγίας 79/279/ΕΟΚ της 5^{ης} Μαρτίου 1979 για την εισαγωγή αξιών στα χρηματιστήρια.

Το άρθρο 7

Επιπλέον φαίνεται αμφίβολο κατά τη γνώμη της ΟΚΕ αν μια «αρμόδια αρχή», όπως προβλέπεται στο άρθρο 2 της πρότασης οδηγίας όπως επίσης και στην οδηγία της 17^{ης} Μαρτίου 1980, είναι σε θέση με βάση τις γνώσεις, την πείρα και τη δυνατότητα να σχηματίσει κρίση, να λύσει το πρόβλημα της άμεσης δημοσίευσης μιας επιχειρηματικής απόφασης, πράγμα που και για μια εταιρία είναι ακόμη πολύ δύσκολο. Τέλος, φαίνεται κατά την άποψη της σκοπιμότερο να αφεθεί στη διάθεση της ίδιας της εταιρίας ο χρόνος ανακοίνωσης σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 7 με την προϋπόθεση όμως ότι δεν καθυστερεί την ανακοίνωση κατά τρόπο ανεπίτρεπτο.

Όσον αφορά το άρθρο 8 κρίνει σκόπιμη την προβλεπόμενη από το άρθρο αυτό συνεργασία των «αρμοδίων αρχών», που διαθέτουν τις απαραίτητες «αρμοδιότητες και εξουσίες ελέγχου» και τέλος επικροτεί το περιεχόμενο του άρθρου 12, το οποίο

Τα άρθρα 8 και 12

προβλέπει μια εναρμόνιση όσον αφορά το περιεχόμενο και το χρονοδιάγραμμα της παρούσας οδηγίας με την πρόταση οδηγίας που προετοίμασε η Επιτροπή σχετικά με τους συμβούλους επενδύσεων.

3.1.2. Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών⁴⁰

Το κείμενο που αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας μελέτης, εγγράφεται στο ίδιο πλαίσιο και στο ίδιο πνεύμα που διέπει την συναφθείσα δύο έτη αργότερα Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης (1989) για το Insider Trading.

Οι τροποποιήσεις που επήλθαν στην αρχική πρόταση οδηγίας της Επιτροπής της 25^{ης} Μαΐου 1987 ύστερα και από την αξιολόγηση των γνωμοδοτήσεων του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής, αν και σχετικά ολιγάριθμες ήταν σημαντικές και αφορούσαν κατά κύριο λόγο το πεδίο εφαρμογής της πρότασης. Ωστόσο, ως προς τα μέτρα προστασίας των επενδυτών που προτάθηκαν οι διαφορές ήταν μικρότερες.

Το πεδίο εφαρμογής της ευρωπαϊκής πρότασης καθορίζεται:

- από τα πρόσωπα στα οποία επιτάσσει υποχρεώσεις,
- από τις πράξεις των οποίων τη διενέργεια απαγορεύει και τέλος
- από τις κινητές αξίες στις οποίες αναφέρεται.

Το πεδίο εφαρμογής της

3.1.2.1. Τα πρόσωπα που αποτελούν κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το περιεχόμενο της πρότασης οδηγίας

Η πρόταση της Επιτροπής με στόχο την πληρέστερη διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε κινητές αξίες, περιλαμβάνει στο πεδίο εφαρμογής της δύο κατηγορίες προσώπων, που δύνανται να είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Ως εμπιστευτική πληροφορία, το άρθρο 6 θεωρεί την πληροφορία που το κοινό είτε δεν έχει στη διάθεσή του είτε δε δύναται να τη γνωρίζει. Αυτή η πληροφορία απαιτείται να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα και να αφορά τον εκδότη των κινητών αξιών ή ακόμη και αυτές τις κινητές αξίες. Επιπρόσθετα, επιβάλλεται η προϋπόθεση ότι η διάδοση αυτής της πληροφορίας θα επηρέαζε αισθητά την τιμή των σχετικών κινητών αξιών.

Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας

Η πρώτη κατηγορία προσώπων στην οποία αναφέρεται η πρόταση, συνίσταται από τα πρόσωπα που, εξαιτίας του επαγγέλματος ή του λειτουργήματος που ασκούν, έχουν αποκτήσει εμπιστευτικές πληροφορίες (primary insiders, inities primaires). Ενδεχόμενος περιορισμός όμως του ορισμού των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, θα στερούσε την πρόταση από ένα μεγάλο μέρος της αξίας της, ως μέσο προστασίας του επενδυτικού κοινού. Στις σύγχρονες χρηματιστηριακές αγορές παρατηρείται συχνά το φαινόμενο ιδιώτες να λαμβάνουν γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών από τους primary insiders. Η τόνωση επομένως

Ο ορισμός των primary insiders

⁴⁰ Βλ. ΕΕΕΚ Αριθ. C 277/13: Τροποποίηση στην πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών COM (88) 549 τελικό-SYN 85 (Υποβληθείσα από την Επιτροπή σύμφωνα με το άρθρο 149 παράγραφος 3 της συνθήκης ΕΟΚ στις 4 Οκτωβρίου 1988), (88/C 277/18)

της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές κινητών αξιών υπαγορεύει την επέκταση του πεδίου εφαρμογής ενδεχόμενης νομοθετικής ρύθμισης των πράξεων των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και στα πρόσωπα τα οποία αποκτούν τέτοιες πληροφορίες από τους primary insiders και τις χρησιμοποιούν για λογαριασμό τους (secondary insiders, inities secondaires). Αυτά τα πρόσωπα αποτελούν τη δεύτερη κατηγορία προσώπων στην οποία η πρόταση αναφέρεται.

Ο ορισμός των secondary insiders, που επιχειρείται από το άρθρο 3(1) της πρότασης είναι υπερβολικά στενός καθόσον περιλαμβάνει τα «πρόσωπα που εν γνώσει τους έχουν αποκτήσει... (εμπιστευτικές) πληροφορίες... κατά την άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους». Κατά συνέπεια, περιπτώσεις που έχουν αντληθεί από νομολογιακά παραδείγματα, όπως αυτή του ιδιώτη που, κατά τη στιγμή που είχε επισκεφτεί τα γραφεία ιδιωτικής επιχείρησης για προσωπικούς λόγους, τυχαία πληροφορήθηκε για επικείμενη απόκτηση μετοχών κάποιας εταιρίας και με βάση αυτή την πληροφορία προέβη σε αγορά κινητών αξιών δεν καλύπτονται από το άρθρο 3(1).

Ο ορισμός των secondary insiders

Με την προσθήκη μιας παραγράφου στο άρθρο 1 η Επιτροπή πρότεινε την επέκταση του ορισμού των primary insiders και στα πρόσωπα που de jure ή de facto ασκούν τη διοίκηση εταιρίας για λογαριασμό της οποίας συνομολογήθηκε χρηματιστηριακή σύμβαση με αντικείμενο κινητές αξίες, με βάση εμπιστευτική πληροφορία, που αποκτήθηκε με τους όρους του άρθρου 1(1). Αυτή τουλάχιστον θα πρέπει να είναι η έννοια της δυσνόητης εξαιτίας της κακής της σύνταξης διάταξης του άρθρου 1(2).

3.1.2.2. Οι πράξεις των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

Η ευρωπαϊκή πρόταση απαγορεύει τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών για την αγορά ή την πώληση κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά, όπου οι insiders ασκούν τα καθήκοντά τους. Παράλληλα τα άρθρα 2 και 3 της πρότασης επιδιώκουν την αποτροπή της δυνατότητας καταστράτηγησης των διατάξεων της, με την παρεμβολή τρίτων προσώπων. Το άρθρο 2, που αναφέρεται στους primary insiders απαγορεύει σ' αυτούς τη γνωστοποίηση σε τρίτο της εμπιστευτικής πληροφορίας που έχουν αποκτήσει. Καθιερώνεται επομένως μ' αυτό τον τρόπο υποχρέωση εχεμύθειας αυτών των προσώπων.

Οι απαγορευμένες δραστηριότητες

Αποβλέποντας στη διευκόλυνση άσκησης του επαγγέλματος ή του λειτουργήματος που ασκούν οι primary insiders, η πρόταση προβλέπει μια εξαίρεση από την εν λόγω απαγόρευση: η γνωστοποίηση της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο επιτρέπεται, εφόσον πραγματοποιείται στο πλαίσιο της άσκησης των επαγγελματικών τους εργασιών.

Η εξαίρεση από την απαγορευτική διάταξη

Επιπρόσθετα, το άρθρο 2(β) απαγορεύει στους primary insiders να υποδεικνύουν σε τρίτους την απόκτηση ή την εκχώρηση των κινητών αξιών, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην χρηματιστηριακή αγορά στην οποία ασκούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα.

Παρατηρεί κανείς από την εμπειριστατωμένη μελέτη αυτών των διατάξεων, ότι το πεδίο εφαρμογής τους περιορίζεται στην απόκτηση ή την εκχώρηση κινητών αξιών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, όπου οι insiders ασκούν τα καθήκοντά τους. Αυτός ο

Ο περιορισμός του πεδίου εφαρμογής

περιορισμός του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας οδηγεί σε πλημμελή προστασία των επενδυτών σε ορισμένες περιπτώσεις⁴¹.

Αξίζει να επισημανθεί η διαφορά ως προς τη σύνταξη των άρθρων 2(β) και 3(2)(β). Το άρθρο 3(2) περιέχει αντίστοιχες διατάξεις με αυτές του άρθρου 2, που αναφέρονται όμως στους secondary insiders. Η απαγόρευση όμως σύστασης σε τρίτους ορισμένων πράξεων, αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση κινητών αξιών, που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών στις χρηματιστηριακές αγορές της χώρας, στην οποία οι insiders ασκούν το επάγγελμά τους. Οι όροι απόκτηση ή εκχώρηση που χρησιμοποιούνται στο άρθρο 2, είναι πιο πρόσφοροι από τους όρους αγορά και πώληση. Η αναφορά στις κινητές αξίες που έχουν εισαχθεί σε ένα χρηματιστήριο της χώρας των insiders, δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι secondary insiders δεν ασκούν αναγκαία δραστηριότητες σε μια συγκεκριμένη αγορά της χώρας τους, όπως συμβαίνει με τους primary insiders.

Ο περιορισμός όμως του πεδίου εφαρμογής της απαγόρευσης, που επιτυγχάνεται με την αναφορά σε ορισμένες χρηματιστηριακές αγορές, έρχεται σε αντίθεση με τη διεθνοποίηση των αγορών των κινητών αξιών.

3.1.2.3. Οι κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σύμφωνα με την τροποποιημένη πρόταση οδηγίας

Ο όρος κινητές αξίες -για την εφαρμογή της οδηγίας- για τις πράξεις των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, έχει ευρύτατο περιεχόμενο. Η έννοια του όρου Περιλαμβάνει όχι μόνο τις αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεων στις «κινητές χρηματιστηριακές αγορές, αλλά και το μεταβιβάσιμο δικαίωμα επιλογής (option) επί των αξιών αυτών» «κινητές αξίες»

Οι διατάξεις που προτείνει η Επιτροπή δεν εφαρμόζονται στις κινητές αξίες που εκδίδονται από ένα κράτος ή από τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης αυτού του κράτους. Η πρόταση αναφέρεται πάντως στις κινητές αξίες που έχουν εισαχθεί είτε στην κύρια είτε στην παράλληλη αγορά. Καταρχήν, η εφαρμογή των διατάξεων της επεκτείνεται και ως προς την απόκτηση ή την εκχώρηση κινητών αξιών που πραγματοποιούνται εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς, δίχως την παρέμβαση προσώπου που διαμεσολαβεί, λόγω της επαγγελματικής του ιδιότητας. Συγχρόνως, όμως, παρέχεται στους εθνικούς νομοθέτες η δυνατότητα να θεσπίσουν την αντίθετη λύση περιορίζοντας κατ' αυτό τον τρόπο το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας.

3.1.2.4. Τα μέτρα προστασίας των επενδυτών

⁴¹ Ως παράδειγμα αναφέρουμε την ακόλουθη υπόθεση. Η εταιρία Α, της οποίας οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο Χ, πρόκειται να προβεί στην απόκτηση μιας σημαντικής μετοχής στο κεφάλαιο της εταιρίας Β, που έχει εισάγει τις μετοχές της στο χρηματιστήριο Ψ. Η πρόθεση της εταιρίας Α τηρείται μυστική, η απόκτηση όμως της συμμετοχής πρόκειται να ασκήσει σημαντική επίδραση στο ύψος της τιμής των μετοχών της εταιρίας Β, οι οποίες δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο Ψ. Επομένως, η σύσταση από ένα μέλος του διοικητικού συμβουλίου χρηματιστηριακής εταιρίας που προσφέρει υπηρεσίες στην εταιρία Α στο χρηματιστήριο Χ, να αποκτήσει μετοχές της εταιρίας Β, δεν εμπίπτει στο γράμμα της διάταξης του άρθρου 2(β), επειδή αυτές οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο Ψ, βλέπε Σπήλιος Αντ. Μούζουλας «Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», Ελληνική Δικαιοσύνη 30(1989), σελ. 1446 επ

Αποβλέποντας στην κατά το δυνατό πληρέστερη προστασία των επενδυτών, η Επιτροπή δεν αρκείται στην πρόβλεψη μέτρων καταστολής των πράξεων των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, αλλά θεσπίζει περαιτέρω και μέτρα για την πρόληψη της τέλεσης τέτοιων πράξεων.

3.1.2.4.1. Προληπτικά μέτρα προστασίας των επενδυτών

Το αποτελεσματικότερο μέτρο προληπτικής προστασίας από τις πράξεις των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες συνίσταται στη διασφάλιση ταχείας, επαρκούς και ορθής πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Όσο μειώνονται οι πληροφορίες που είναι εμπιστευτικές, τόσο λιγοστεύουν και οι δυνατότητες εκμετάλλευσης της θέσης ορισμένων προσώπων για την άσκηση καταχρηστικών πράξεων, με βάση αυτές τις πληροφορίες.

Η ανάγκη ταχείας, επαρκούς και ορθής πληροφόρησης του κοινού

Η ταχεία διάδοση των πληροφοριών, αν και περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, εντούτοις δεν εξαφανίζει τις πιθανότητες τέλεσης του εγκλήματος. Ένα ελάχιστο χρονικό διάστημα, κατά το οποίο οι insiders θα δύνανται να ενεργήσουν, θα υφίσταται σε κάθε περίπτωση.

Η πρόταση επιβάλλει στους εκδότες κινητών αξιών που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, να ενημερώνουν αμέσως το κοινό για κάθε γεγονός, το οποίο ενδέχεται να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτών των κινητών αξιών.

Παρατηρεί κανείς την αντίθεση μεταξύ αυτής της διάταξης και του άρθρου 6, που δίνει τον ορισμό της εμπιστευτικής πληροφορίας⁴². Ενώ στην πρώτη διάταξη αρκεί ενδεχόμενη επιρροή στη τιμή των κινητών αξιών, η δεύτερη απαιτεί βέβαιη επίδραση στην τιμή των κινητών αξιών⁴³.

Η υποχρέωση ενημέρωσης του κοινού δεν υπόκειται σε καμιά προθεσμία. Η σχετική πληροφορία, σύμφωνα με το άρθρο 7(1), τίθεται στη διάθεση των επενδυτών αμέσως. Αυτή η λύση της πρότασης αποδεικνύει την αναγνώριση, εκ μέρους της Επιτροπής, της ανάγκης ταχείας διάδοσης των πληροφοριών. Ενδεχόμενη προθεσμία θα συνιστούσε στην πραγματικότητα ένα χρονικό διάστημα κατά το οποίο οι πληροφορίες θα παρέμεναν εμπιστευτικές και οι insiders θα μπορούσαν να επιχειρήσουν την τέλεση των απαγορευμένων από την πρόταση πράξεων. Επιπλέον, ο όρος «αμέσως» προσφέρει στα δικαστήρια ένα επιπρόσθετο στοιχείο για να διαπιστώσουν την αξιόποινη πράξη, εάν εκτιμούν ότι σε μια συγκεκριμένη περίπτωση, καθυστέρησε σκόπιμα η διάδοση μιας πληροφορίας, για την εξυπηρέτηση ατομικών συμφερόντων.

Η γνωστοποίηση της πληροφορίας είναι δυνατό, σε μια δεδομένη στιγμή, να θίξει τα νόμιμα συμφέροντα του εκδότη των κινητών αξιών. Τα συμφέροντα αυτά τείνει να διασφαλίσει το άρθρο 7(2), επιτρέποντας στις εκάστοτε αρμόδιες αρχές, οι

Εξαιρέση από την υποχρέωση ενημέρωσης του κοινού

⁴² Το άρθρο 6 της αρχικής πρότασης οδηγίας είχε το ακόλουθο περιεχόμενο: «Κατά την έννοια της παρούσας οδηγίας, θεωρείται εμπιστευτική πληροφορία, μια πληροφορία την οποία δεν γνωρίζει το κοινό, η οποία έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες και η οποία, αν γινόταν γνωστή στο κοινό, ενδέχεται να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών». Το άρθρο 6 της τροποποιημένης πρότασης οδηγίας είχε το ίδιο σχεδόν περιεχόμενο με την μόνη διαφορά ότι «...θεωρείται εμπιστευτική πληροφορία, μια πληροφορία...και η οποία αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα επηρεάζε αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών», βλ. COM (87) 111 τελικό Πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (87/C/09)

⁴³ Η διαφορά μεταξύ των δύο διατάξεων οφείλεται προφανώς σε αβλεψία. Συγκεκριμένα, το άρθρο 6 τροποποιήθηκε σ' αυτό το σημείο, σε σχέση με την αρχική πρόταση. Κατ' αυτό τον τρόπο όμως ο ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας είναι πιο στενός και επομένως λιγότερο προστατευτικός για τους επενδυτές, βλ. Σπήλιος Μούζουλας ό.π, σελ. 1447

οποίες προηγουμένως θα πρέπει να έχουν ενημερωθεί σχετικά, να απαλλάξουν τον εκδότη από την υποχρέωση ενημέρωσης του κοινού.

Ως προς τον καθορισμό και τις εξουσίες των αρμόδιων αρχών, το άρθρο 8 της πρότασης παρέχει ευρεία διακριτική ευχέρεια στα κράτη μέλη. Αυτές οι αρχές πάντως πρέπει να έχουν όλες τις εποπτικές και ανακριτικές εξουσίες, που είναι απαραίτητες για την αποτελεσματική εκπλήρωση της αποστολής τους. Εξάλλου, οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών εξασφαλίζουν μεταξύ τους, προς αυτό το σκοπό, κάθε αναγκαία συνεργασία.

3.1.2.4.2. Κατασταλτικά μέτρα προστασίας των επενδυτών

Το άρθρο 11 της ευρωπαϊκής πρότασης αρκείται να επιβάλλει στα κράτη μέλη τη θέσπιση κυρώσεων, για τις πράξεις που συνιστούν παράβαση των διατάξεων των σχετικών με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Η οδηγία όμως δεν καθορίζει ποια πρέπει να είναι τα συγκεκριμένα μέτρα που οι εθνικοί νομοθέτες οφείλουν να υιοθετήσουν.

Η διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών ως προς την επιβολή των κυρώσεων

Αυτή η λύση της πρότασης, αν και απολήγει στην έλλειψη συντονισμού των εθνικών δικαίων, είναι επιβεβλημένη, επειδή η συνθήκη της Ρώμης δεν παρέχει στα κοινοτικά όργανα αρμοδιότητες ποινικού χαρακτήρα. Οι διαφορές όμως των εθνικών νομοθεσιών σ' αυτό το σημείο θα παραμείνουν και τα αδικήματα θα διαπράττονται περισσότερο στις εθνικές αγορές, όπου οι κυρώσεις θα είναι λιγότερο αυστηρές.

Προς αποφυγή αυτών των αρνητικών αποτελεσμάτων, η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας προβλέπει ότι για να εξασφαλιστεί η τήρηση των μέτρων που οι εθνικές νομοθεσίες επιβάλλουν, οι εν λόγω κυρώσεις πρέπει να έχουν επαρκή αποτρεπτικό χαρακτήρα. Η νομική αξία πάντως αυτής της διάταξης είναι περιορισμένη, διότι δεν αίρει τη διακριτική ευχέρεια των εθνικών νομοθετών. Η αδυναμία όμως της ρύθμισης θα πρέπει να αναζητηθεί περισσότερο στην έλλειψη ποινικών αρμοδιοτήτων των κοινοτικών οργάνων, παρά στη γενικότητα του άρθρου 11 της ευρωπαϊκής πρότασης.

3.1.2.5. Συμπερασματικά σχόλια- Καταληκτικές παρατηρήσεις

Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας για τις πράξεις των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες περιέχει διατάξεις γενικού χαρακτήρα, που παρέχουν στους εθνικούς νομοθέτες ευρεία διακριτική ευχέρεια. Τα κράτη μέλη δύνανται να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις απ' αυτές της πρότασης οδηγίας, με τον όρο όμως ότι δεν εισάγονται διακρίσεις.

Αξίζει να σημειωθεί η μεταβολή της νομικής βάσης της πρότασης, η οποία δε βασίζεται στο άρθρο 54, αλλά στο άρθρο 100^A(1), που επιβάλλει στο Συμβούλιο την έκδοση των μέτρων τα οποία σχετίζονται με την προσέγγιση των διατάξεων των εθνικών νομοθεσιών και που έχουν ως αντικείμενο την εγκαθίδρυση και τη λειτουργία της εμπιστευτικής αγοράς.

Η μεταβολή της νομικής βάσης της αρχικής πρότασης

Μετά την έκδοση της τροποποιημένης πρότασης Οδηγίας του Συμβουλίου για το συντονισμό των ρυθμίσεων που αφορούν τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, η οποία υπεβλήθη από την Επιτροπή στις 4 Οκτωβρίου 1988 έχοντας υπόψη τη Συνθήκη για την ίδρυση της ΕΟΚ και ιδίως το άρθρο 100Α και σε συνεργασία με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο⁴⁴ λαμβάνοντας υπόψη του την κοινή θέση του Συμβουλίου (έγγρ. Γ3-

Η απόφαση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου

⁴⁴ Βλ. ΕΕΕΚ Αριθ. C 291/54 (έγγρ. Α3-41/89): Απόφαση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για την κοινή θέση του Συμβουλίου σχετικά με την πρόταση της Επιτροπής για οδηγία για τον συντονισμό των

18/89-SYN 85) καθώς και τις διατάξεις της Συνθήκης ΕΟΚ και του Κανονισμού του που εφαρμόζονται εν προκειμένω τροποποίησε την κοινή θέση του Συμβουλίου σχετικά με την πρόταση της Επιτροπής για οδηγία για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών ως εξής:

- Το άρθρο 4 διατυπώθηκε με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να επιβάλλονται όχι μόνο οι προβλεπόμενες στο άρθρο 2 αλλά και στο άρθρο 3 απαγορεύσεις πέραν των προσώπων που αναφέρονται στο άρθρο 2 και σε κάθε πρόσωπο το οποίο, εν γνώσει του, κατέχει μία εμπιστευτική πληροφορία, η οποία δεν μπορεί να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα, παρά μόνον από πρόσωπο που αναφέρεται στο άρθρο 2.
- Το άρθρο 5 περιέλαβε στη διατύπωσή του εκτός από τη φράση «τις πράξεις που λαμβάνουν χώρα στο έδαφός του» και την έκφραση «τα πρόσωπα που διαμένουν στο έδαφός του» ως προς τα οποία κάθε κράτος μέλος επιβάλλει τις προβλεπόμενες στα άρθρα 2,3 και 4 απαγορεύσεις, εφόσον οι συγκεκριμένες κινητές αξίες είναι δεκτές προς διαπραγμάτευση σε αγορά ενός κράτους μέλους.
- Τέλος από το άρθρο 6 αφαιρέθηκε η φράση «...και να επιβάλλουν στα πρόσωπα που αναφέρονται στο άρθρο 4 τις απαγορεύσεις που προβλέπονται στο άρθρο 3», ενώ το υπόλοιπο περιεχόμενο του άρθρου παρέμεινε αναλλοίωτο.

Ως προς την ελληνική χρηματιστηριακή νομοθεσία, η τροποποιημένη πρόταση της Επιτροπής δεν επέφερε σημαντικές αλλαγές, σε σχέση με την αρχική πρόταση, αν εξαιρέσει κανείς τον ορισμό της εμπιστευτικής πληροφορίας. Συγκεκριμένα, το άρθρο 30 (4) του ν. 1806/1988 είχε βασιστεί στη σύνταξη του άρθρου 6 της αρχικής ευρωπαϊκής πρότασης, η οποία αρκείτο στο γεγονός ότι το κοινό δε γνώριζε τη συγκεκριμένη πληροφορία Αυτή η διάταξη ορίζει εφεξής, ως προϋπόθεση για το χαρακτηρισμό μιας πληροφορίας ως εμπιστευτικής, το γεγονός ότι το κοινό δεν δύναται να τη γνωρίζει ή δεν την έχει στη διάθεσή του. Η αναγκαιότητα ύπαρξης σημαντικού περιουσιακού οφέλους ή ζημίας ήταν εξάλλου αντίθετη με τις ευρωπαϊκές προτάσεις, ενώ η προϋπόθεση της ύπαρξης δόλου ως στοιχείο του εγκλήματος καθώς και η ανάγκη επιδίωξης σημαντικού περιουσιακού οφέλους ή επέλευσης σημαντικής ζημίας, οδηγούσαν σε σοβαρά ερμηνευτικά προβλήματα.

3.2. Η αναγκαιότητα θέσπισης αυτής της Οδηγίας

Η υιοθέτηση των μέτρων που σχετίζονται με τις πράξεις των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών κρίθηκε αναγκαία, όπως άλλωστε υπογράμμισε και η Επιτροπή στην αιτιολογική έκθεση της πρότασής της, προκειμένου να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της κοινοτικής αγοράς των κινητών αξιών. Προκειμένου να αναπτυχθεί μια κοινή αγορά η οποία θα εμπνέει εμπιστοσύνη στους επενδυτές θεωρήθηκε απαραίτητη η ποινική καταστολή των πράξεων που πλήττουν τη διαφάνεια της αγοράς και η ηθικοποίηση των πράξεων που διενεργούνται στις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές. Ήδη πολλά κράτη μέλη κυριευμένα από την επιθυμία της περαιτέρω ανάπτυξης των χρηματιστηριακών αγορών της επικράτειάς τους έχουν εισάγει στο εθνικό τους δίκαιο ρυθμίσεις σχετικές με πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών⁴⁵.

Οι λόγοι
δημιουργίας
της Οδηγίας

ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (Διαδικασία συνεργασίας: δεύτερη ανάγνωση)

⁴⁵ Για παράδειγμα το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Δανία και η Ολλανδία έχουν υιοθετήσει νομοθετικά κείμενα που χαρακτηρίζουν ποινικά κολάσιμη οποιαδήποτε εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, χωρίς βέβαια να ταυτίζονται απόλυτα ως προς την περιγραφή των πραγματικών

Η Οδηγία της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 δίνει αρχικά τον ορισμό της πράξης που αποτελεί καταχρηστική αξιοποίηση ή εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας και γενικότερα προσδιορίζει εννοιολογικά όλους τους όρους που απαντώνται στην Οδηγία. Αφήνει όμως στην διακριτική ευχέρεια των αρμόδιων αρχών των κρατών μελών τον έλεγχο αυτών των πράξεων χαράσσοντας μόνο ορισμένες γενικές αρχές. Η οδηγία 89/592/ΕΟΚ η οποία εναρμονίζει τις νομοθεσίες όσον αφορά το insider dealing υιοθετήθηκε από το Συμβούλιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων στις 13 Νοεμβρίου 1989. Η ταχύτητα με την οποία υιοθετήθηκε –λιγότερο από 18 μήνες μεσολάβησαν μεταξύ της πρώτης πρότασης της Επιτροπής και της διατύπωσης του τελικού κειμένου- καταδεικνύει την επιθυμία των κρατών μελών να επιτύχουν μια ολοκληρωμένη αγορά κινητών αξιών μέχρι το 1992 σε συνδυασμό με τους στόχους της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης που υπεγράφη τον Φεβρουάριο του 1986.

Πριν από την υιοθέτηση της οδηγίας υπήρχαν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των κρατών μελών στην αντιμετώπιση του φαινομένου του insider trading. Σε μερικά κράτη το insider trading αντιμετωπιζόταν ως ένα αδίκημα που επισύρει ποινικό κολασμό⁴⁶, σε άλλα ρυθμιζόταν από μη δεσμευτικούς κώδικες συμπεριφοράς⁴⁷, ενώ σε άλλα δεν υπήρχαν καθόλου ειδικές διατάξεις⁴⁸. Οι διαφορές στις εθνικές νομοθεσίες ήταν επιβλαβείς για την διαφάνεια της αγοράς των χρεογράφων και δυσχέραιναν «την ανακάλυψη διασυννοριακά της καταχρηστικής αξιοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας».

**Το
προϋπάρχον
νομικό
καθεστώς**

Με την υιοθέτηση μιας ενιαίας νομοθεσίας η οποία είναι περισσότερο αποτελεσματική από μη δεσμευτικούς προαιρετικούς κανόνες συμπεριφοράς και η οποία ταυτόχρονα διασφαλίζει την επιδιωκόμενη εναρμόνιση των νομοθεσιών μεταξύ των κρατών μελών, η Κοινότητα θα ήταν καλύτερα εξοπλισμένη ως προς την καταπολέμηση του insider trading, το οποίο διενεργείται μεταξύ διάφορων ευρωπαϊκών αγορών. Απαγορεύοντας αυτήν τη μορφή κερδοσκοπίας, η Οδηγία θα βοηθούσε τις αγορές να αναπτυχθούν και να προάγουν «μια μεγαλύτερη αλληλεπίδραση των εθνικών κεφαλαιαγορών» σε συνδυασμό με τους στόχους που θέτει η Ευρωπαϊκή Κοινότητα.

περιστατικών που πληρούν την αντικειμενική υπόσταση του εγκλήματος. Άλλα κράτη όπως το Λουξεμβούργο έχουν απαγορεύσει εξίσου τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών αλλά μέχρι το 1990 δεν είχαν προβλέψει καμία ποινική κύρωση σε περίπτωση μη τήρησης των απαγορευτικών διατάξεων. Στην Γερμανία το ζήτημα αντιμετωπιζόταν για πολλά χρόνια κάπως διαφορετικά. Δεν υπήρχε εκεί κάποιο δεσμευτικό νομοθετικό κείμενο παρά μόνο ένας κώδικας συμπεριφοράς που εφαρμοζόταν προαιρετικά από τους επαγγελματίες στους οποίους απευθυνόταν. Αυτός ο κώδικας δημιουργήθηκε το 1970 και αναθεωρήθηκε το 1976 και το 1988. Το 1987 100 περίπου από τις 480 εισηγμένες εταιρίες που συναλλάσσονταν στις οκτώ γερμανικές χρηματιστηριακές αγορές δεν είχαν αποδεχτεί τις ρυθμίσεις που έθετε ο κώδικας. Το γερμανικό χρηματιστήριο ακολούθησε με πολύ αργά βήματα την πορεία ανάπτυξης και αναδιοργάνωσης των άλλων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων τα οποία έχουν παρέλθει το στάδιο της εφαρμογής ενός εθελούσιου κώδικα συμπεριφοράς.

Αυτή η ποικιλία των εθνικών ρυθμίσεων ή η απουσία τους –για παράδειγμα μέχρι το 1990 στην Ιταλία και στην Ιρλανδία δεν υπήρχε καμία ρύθμιση σχετικά με αυτόν τον τομέα- συνιστούσε εμπόδιο στον αγώνα προς την καταπολέμηση της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών από τους κατόχους τους, βλέπε Klaus J. Hopt “The European Insider Dealing Directive”-1.2. Development and content of the European insider law, p.54-57 in Common Market Law Review 27(1990)

⁴⁶ π.χ. στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ.

⁴⁷ π.χ. στη Γερμανία

⁴⁸ π.χ. στο Λουξεμβούργο

Η Οδηγία προσδιορίζει αρχικά τις δύο βασικές έννοιες που συναντώνται κατά τη διενέργεια των πράξεων των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών: α) την εμπιστευτική πληροφορία⁴⁹ και β) τον κάτοχό της.

3.3. Η έννοια, η φύση και ο σκοπός της εμπιστευτικής πληροφορίας

Η Οδηγία ξεκινάει ορθά με τον ορισμό της λέξης κλειδί κάθε νομοθετικού κειμένου για το insider trading, της εμπιστευτικής πληροφορίας. Οι έννοιες του κατόχου εμπιστευτικών πληροφοριών και των διαπραγματευσίμων κινητών αξιών και ακόμη περισσότερο οι ποικίλες υποχρεώσεις και απαγορεύσεις που υπάρχουν σε κάθε κανονιστική διάταξη σχετική με το insider trading, προσδιορίζονται από την έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας. Το κοινοτικό δίκαιο προσδιορίζει εννοιολογικά την εμπιστευτική πληροφορία⁵⁰ ως προς τη φύση της και τον σκοπό που εξυπηρετεί.

Ο ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας

Η οδηγία στο άρθρο 1(1) ορίζει την εμπιστευτική πληροφορία ως «μια πληροφορία που δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα, αναφέρεται σε έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή σε μία ή περισσότερες κινητές αξίες και η οποία αν γίνονταν γνωστή στο κοινό θα ήταν ικανή να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κινητών αξιών οι οποίες αποτελούν αντικείμενο συναλλαγής». Αυτός ο ορισμός αποτελείται από τέσσερα στοιχεία τα οποία εμφανίζουν αλληλεπίδραση, η οποία όμως δεν γίνεται εύκολα αντιληπτή με την πρώτη ματιά και συντρέχουν σωρευτικά.

Τα τέσσερα εννοιολογικά στοιχεία της πληροφορίας

- Πληροφορία που δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό

Από τη διατύπωση αυτής της πρώτης προϋπόθεσης συνάγεται το συμπέρασμα ότι σε αντίθεση με ορισμένες εθνικές ρυθμίσεις δεν μας ενδιαφέρει ο εμπιστευτικός χαρακτήρας της πληροφορίας. Αυτό που έχει σημασία είναι να μην έχει δημοσιευτεί η πληροφορία. Η διάταξη δεν έχει την διατύπωση «...που δεν έχει ακόμη γίνει γνωστή στο κοινό» έτσι ώστε να καλύπτεται και η περίπτωση που η εταιρία επιθυμεί να παραμείνει μυστική η πληροφορία. Συνήθως βέβαια η εταιρία δεν μπορεί να διατηρεί αδημοσίευτη μια ευαίσθητη ως προς τιμή (price-sensitive) πληροφορία διότι οι μέτοχοί της θα πρέπει να ενημερώνονται είτε μέσω ταχείας δημοσίευσης είτε μέσω της γνωστοποίησης του ισολογισμού και των ετήσιων εκθέσεων αναφορικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Αλλά το εάν η εταιρεία παραβιάζει την υποχρέωση δημοσίευσης είναι άσχετο με την έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας, αν και σε μερικές περιπτώσεις είναι δυνατόν να σχετίζεται με το αν κατ' εξαίρεση ο κάτοχος μιας εμπιστευτικής πληροφορίας δικαιολογείται να τη γνωστοποιεί σε άλλους.

Το πρώτο χαρακτηριστικό της γνώρισμα

Από τη διατύπωση της διάταξης φαίνεται επίσης ότι η εμπιστευτική πληροφορία παύει να είναι εμπιστευτική από τη στιγμή που γνωστοποιείται στο κοινό. Η σημασία της προαναφερόμενης φράσης μπορεί να έχει δυσπρόστατο χαρακτήρα: Απλώς και μόνο το γεγονός της περιέλευσης της πληροφορίας σε γνώση του κοινού ενδέχεται να είναι αρκετή. Μπορεί όμως να απαιτείται περαιτέρω η πληροφορία να έχει όντως γίνει γνωστή στο κοινό. Η διαφορά είναι λεπτή αλλά σημαντική. Υπό την πρώτη ερμηνεία τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μιας

Ο δυσπρόστατος χαρακτήρας της εμπιστευτικής πληροφορίας

⁴⁹ Η εναλλαγή των όρων «εμπιστευτική» ή «εσωτερική» (inside) πληροφορία δεν επέχει θέση κάποιας εννοιολογικής διαφοροποίησης, αφού στη λέξη πληροφορία αποδίδεται και με τους δύο αυτούς όρους η ίδια ακριβώς έννοια.

⁵⁰ Για τους διαφορετικούς επιθετικούς προσδιορισμούς που συνοδεύουν τον όρο πληροφορία (εμπιστευτική, εσωτερική, price-sensitive, privilegiee) γίνεται εκτενέστερα λόγος στην ενότητα Γ. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ “2. Η ανάλυση του ορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας, όπως παρατίθεται στο ΠΔ 53/92”, υποσημείωση υπ' αριθ. 92.

εταιρείας έχουν για παράδειγμα τη δυνατότητα να δίνουν τηλεφωνικά εντολές στο χρηματιστή τους από τη στιγμή που τα νέα δημοσιευτούν στη γενική συνέλευση⁵¹. Η συνέπεια αυτής της πρώτης ερμηνευτικής προσέγγισης είναι ότι οι κάτοχοι έχουν στη διάθεσή τους ένα μικρό χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο μπορούν να χρησιμοποιήσουν την –πλέον μη εμπιστευτική– πληροφορία προς το γενικό συμφέρον του επενδυτικού κοινού.

Η δεύτερη ερμηνευτική εκδοχή φαίνεται ωστόσο προτιμότερη γιατί ο κάτοχος δεν μπορεί να διαδόσει τα νέα. Σ' αυτή όμως την περίπτωση είναι αβέβαιο πότε μπορεί να θεωρηθεί ότι η εμπιστευτική πληροφορία έγινε γνωστή στο κοινό⁵².

Η καλύτερη πιθανόν ερμηνεία του άρθρου 1(1) είναι η ακόλουθη: απλώς και μόνο η γνωστοποίηση της πληροφορίας στο κοινό δεν αρκεί αλλά είναι απαραίτητο η πληροφορία να είναι διαθέσιμη στο επενδυτικό κοινό είτε μέσω της προβολής της στο ειδικό μηχάνημα του χρηματιστηρίου που λαμβάνει και τυπώνει σε ταινία τηλεγραφικά μηνύματα για τιμές χρεογράφων ή εμπορευμάτων και για τον όγκο των συναλλαγών συμβάλλοντας στη μετάδοση των ειδήσεων (ticker) είτε μέσω της δημοσίευσης της από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, όπως η τηλεόραση, το ραδιόφωνο ή από τον ηλεκτρονικό τύπο.

Σύμφωνα με το άρθρο 1 της Οδηγίας η εμπιστευτική πληροφορία θα πρέπει πρώτα απ' όλα να μην έχει δημοσιευτεί⁵³. Αποφάσεις των γαλλικών δικαστηρίων συγκεκριμενοποίησαν την έννοια της άγνωστης στο κοινό πληροφορίας. Σε μια απόφαση της 30^{ης} Μαρτίου 1979 το Πρωτοδικείο του Παρισιού υπογράμμισε ότι, έστω κι αν η πληροφορία έχει περιέλθει σε γνώση ενός πολύ περιορισμένου αριθμού προσώπων σε σχέση πάντα με το σύνολο των προσώπων που συναλλάσσονται στο χρηματιστήριο παραμένει εμπιστευτική. Ανάλογα το Εφετείο του Παρισιού έκρινε ότι μια πληροφορία που δημοσιεύτηκε τμηματικά σ' ένα περιοδικό «περιορισμένης

Η βέλτιστη
ερμηνευτική
εκδοχή του
άρθρου 1(1)

⁵¹ Μια ρύθμιση του αστικού δικαίου ενδέχεται να αρκείται και στην γνωστοποίηση της πληροφορίας μέσω τηλεγραφήματος ή αποστολής γράμματος στο χρηματιστήριο, βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 58.

⁵² Μερικές διατάξεις σχετικές με το insider trading απαιτούν από τον κάτοχο να περιμένει μέχρι τη στιγμή που η πληροφορία θα έχει αφομοιωθεί και αξιολογηθεί από τη χρηματιστηριακή αγορά και το κοινό ενώ κάποιες άλλες προϋποθέτουν ένα χρονικό διάστημα αναμονής 24 ωρών από τη δημοσίευση, βλ. Klaus. J. Hopt, ό.π. σελ. 58.

⁵³ Αυτή η βασική προϋπόθεση η οποία απαντάται σε όλες τις εθνικές νομοθεσίες καθώς-όπως είδαμε- και στη Σύμβαση του Συμβουλίου της Ευρώπης της 20^{ης} Απριλίου 1989 αναφορικά με την καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών, έγινε αντικείμενο συνεχών διαβουλεύσεων και αποτέλεσε τμήμα του περιεχομένου πολλών προγενέστερων σχεδίων κειμένων μέχρι να οριστικοποιηθεί το ακριβές περιεχόμενό της. Σύμφωνα με το άρθρο 6 της Πρότασης Οδηγίας η εμπιστευτική πληροφορία είναι πληροφορία «άγνωστη στο κοινό». Η Επιτροπή απέδωσε στον όρο την έννοια της «μη δημοσιευμένης» πληροφορίας. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρότεινε την τροποποίηση της διάταξης έτσι ώστε η εμπιστευτική πληροφορία να ερμηνεύεται ως πληροφορία «μη προσβάσιμη ή μη διαθέσιμη στο κοινό». Αυτή η τροποποίηση στόχευε στο να επιτρέψει στους οικονομικούς αναλυτές να εργαστούν ανεμπόδιστα, λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι ενώ οι εκθέσεις των επενδυτικών αναλυτών είναι άγνωστες στο κοινό, παρόλα αυτά η πληροφορία που αποτελεί αντικείμενο της εργασίας του αναλυτή είναι προσβάσιμη. Η Επιτροπή υιοθέτησε την διατύπωση που πρότεινε το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Το Συμβούλιο, ωστόσο, επειδή θεώρησε ότι αυτός ο ορισμός θα μπορούσε να αποτελέσει έναυσμα πολλών «ερμηνευτικών δυσχερειών» προτίμησε μια ερμηνευτική εκδοχή που να προσεγγίζει την αρχική πρόταση της Επιτροπής, σύμφωνα με την οποία η εμπιστευτική πληροφορία είναι πληροφορία «που δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό», βλ. Isabelle Pingel “The EC Directive of 1989” in Emmanuel Gaillard “Insider Trading: The Laws of Europe, the United States and Japan”, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer 1992, σελ. 6-7.

⁵⁴ Έστω κι αν η γαλλική νομοθεσία δεν ορίζει ρητά κάτι τέτοιο η νομολογία έχει προβεί σε κάποια παρόμοια ανάλυση. Σε μια απόφασή του της 30^{ης} Μαρτίου 1977, το Εφετείο του Παρισιού έκρινε ότι «μερικές ανησυχητικές φήμες δεν έχουν απαραίτητα ακριβή, συγκεκριμένο και βέβαιο χαρακτήρα» και ότι πρέπει να περιβληθούν με κάποια πληροφορία προκειμένου να θεωρηθούν εμπιστευτική πληροφορία, βλ. Isabelle Pingel ό.π., υποσημείωση υπ' αριθμ. 22, σελ. 8.

κυκλοφορίας απευθυνόμενου σε περιορισμένο κοινό» δεν θεωρείται ότι γνωστοποιήθηκε στο κοινό αφού «δεν επιβεβαιώθηκε με κάποιο επίσημο ανακοινωθέν και δεν είχε κανένα αντίκτυπο στον περιοδικό τύπο».

Προκειμένου όμως να διασφαλιστεί η ακώλυτη εργασία των οικονομικών αναλυτών το Συμβούλιο προσέθεσε μια παράγραφο σύμφωνα με την οποία «εκτιμήσεις προερχόμενες από διαθέσιμα στο κοινό δεδομένα δεν μπορούν να θεωρηθούν ως εμπιστευτική πληροφορία». Όπως άλλωστε έχει παρατηρήσει συχνά και η εποπτική αρχή του γαλλικού χρηματιστηρίου «οι καταχρηστικές αυτές πράξεις των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών δεν ταυτίζονται κατά κανένα τρόπο με το σύνολο των πράξεων που ασκούν οι χρηματιστές βάσει αναλύσεων και προγνωστικών τα οποία συμβάλλουν στην αναζωογόνηση και τη ρευστότητα της αγοράς».

- Πληροφορία συγκεκριμένου χαρακτήρα

Σύμφωνα με το άρθρο 1 της Οδηγίας η εμπιστευτική πληροφορία δεν θα πρέπει να είναι μόνο εμπιστευτική αλλά να έχει και συγκεκριμένο χαρακτήρα. Αυτή η διάταξη θεσπίστηκε προκειμένου να εξαιρεθούν οι φήμες και οι εικασίες από το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας. Μια απλή φήμη δεν μπορεί να θεωρηθεί εμπιστευτική πληροφορία. Αυτός ο περιορισμός είναι απαραίτητος. Σε αντίθεση πάντως με ό,τι πολλές φορές υποστηρίζεται από τη νομολογία και τους δικηγόρους η εικασία επιτελεί αξιόλογη οικονομική λειτουργία⁵⁴. Μερικοί συγγραφείς υποστήριξαν ότι αυτή η φόρμουλα είναι πολύ απόλυτη και θεώρησαν ότι μια πληροφορία για να είναι εμπιστευτική δεν απαιτείται να διαθέτει τίποτα περισσότερο από κάποια ακρίβεια.

Το δεύτερο
χαρακτηριστικό
στοιχείο
της
πληροφορίας-
Ο
συγκεκριμένος
χαρακτήρας
της

Η απαίτηση του συγκεκριμένου χαρακτήρα της πληροφορίας συναντάται στο δίκαιο πολλών χωρών. Για παράδειγμα το Βελγικό δίκαιο, όπως άλλωστε και το αγγλικό ορίζει ότι η εμπιστευτική πληροφορία θα πρέπει να έχει «επαρκώς συγκεκριμένο χαρακτήρα». Επίσης το άρθρο 1 του γαλλικού νόμου 90-08 αναφορικά με τη χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας, συμπληρώνοντας τον νόμο της 2^{ης} Απριλίου 1989 διευρύνει τις αρμοδιότητες της Commission des operations de bourse (COB) και ορίζει ότι η εμπιστευτική πληροφορία πρέπει να είναι «συγκεκριμένη».

Αναφορές
νομοθετικών
κειμένων

- Πληροφορία η οποία αναφέρεται σε έναν ή περισσότερους εκδότες διαπραγματεύσιμων χρεογράφων ή σε μία ή περισσότερες κινητές αξίες.

Το τρίτο
γνώρισμά της

Η πληροφορία θα πρέπει να συνδέεται με έναν ή περισσότερους εκδότες διαπραγματεύσιμων χρεογράφων ή με μία ή περισσότερες κινητές αξίες.

Η Επιτροπή διακρίνει την πληροφορία που σχετίζεται με έναν εκδότη σε «εξωτερική» και «εσωτερική». Ως παράδειγμα «εσωτερικής» πληροφορίας παραθέτει την αύξηση των κερδών ενός εκδότη ενώ για την «εξωτερική πληροφορία» χρησιμοποιεί ως παράδειγμα την εξαγορά ενός εκδότη από μια άλλη εταιρεία. Η τελευταία περίπτωση θα πρέπει να ερμηνευτεί με τρόπο που να μην εμποδίζει αυτόν που στοχεύει σε μια εξαγορά να αγοράζει τις μετοχές της εταιρείας στόχου. Το παράδειγμα αυτό της «εξωτερικής πληροφορίας» καταδεικνύει απλώς ότι αυτός που στοχεύει σε μια εξαγορά δεν μπορεί να αποκτήσει μετοχές της εταιρείας στόχου που να ξεπερνούν το μέγεθος των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο αγοραπωλησίας της εξαγοράς⁵⁵.

Η διάκριση σε
«εσωτερική»
και
«εξωτερική»
πληροφορία

⁵⁵ Η γαλλική νομολογία αποδέχεται επίσης τη μία ή την άλλη εκδοχή. Σε μια απόφασή του της 26^{ης} Μαΐου 1977 το Πρωτοδικείο του Παρισιού έκρινε ένοχο για το αδίκημα της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικής πληροφορίας το γενικό διευθυντή μιας εταιρίας ο οποίος ανήσυχος για τις απώλειες που είχε η εταιρία, μεταπώλησε 6000 τίτλους της εταιρίας επιπλέον των 19580 που παρακρατούσε. Το δικαστήριο εκτίμησε ότι η γνώση των ζημιών των οποίων το ποσό είχε ήδη υπολογιστεί σε 12 εκατομμύρια γαλλικά φράγκα οι οποίες επήλθαν αμέσως πριν από τα πραγματικά

Όσον αφορά στη συνέχεια τον εννοιολογικό προσδιορισμό της πληροφορίας που σχετίζεται με τις διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες, η Επιτροπή διακρίνει ανάμεσα στην πληροφορία «αναφορικά με την θέση ή τις προοπτικές μίας ή περισσότερων κινητών αξιών» και στην πληροφορία «ικανή να επηρεάσει την αγορά αφ' εαυτή». Η Επιτροπή παραθέτει ως παράδειγμα του δεύτερου τύπου πληροφορίας την απόφαση μιας κεντρικής τράπεζας να μεταβάλλει το προεξοφλητικό της επιτόκιο⁵⁶. Επιπλέον, ο ορισμός του τι συνιστά πληροφορία σε κινητές αξίες μιας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας είναι ιδιαίτερα ευρύς. Σχετικά ευρύς είναι επίσης και ο ορισμός της Επιτροπής για τις διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες⁵⁷.

Η πληροφορία που αφορά τις κινητές αξίες μπορεί να συνίσταται σε ειδήσεις σχετιζόμενες άμεσα μ' αυτές τις κινητές αξίες, όπως η απόφαση μη επιχορήγησης προνομίων προεγγραφής ή μέτρων σχεδιασμού για την αποδυνάμωση της τιμής μιας μετοχής. Συνήθως αυτή η πληροφορία θα προέλθει από την ίδια την εταιρεία, αλλά μπορεί να προέλθει και από έξω, όπως για παράδειγμα η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου του χρηματιστηρίου που αφορά την διαδικασία εισαγωγής χρεογράφων στο χρηματιστήριο. Η πληροφορία μπορεί επίσης να σχετίζεται και με περισσότερες κινητές αξίες και μπορεί να λάβει χώρα έμμεσα, μέσω της αγοράς.

Η διάκριση, ωστόσο, των ειδήσεων οικονομικού χαρακτήρα από τις ευκρινώς πολιτικές ειδήσεις οι οποίες μπορεί να έχουν επίδραση στις χρηματιστηριακές αγορές είναι σχετικά δυσχερής. Από αυτό τεκμαίρεται ότι ακόμα και η είδηση του θανάτου του προέδρου ή του επικείμενου πολέμου ή η εκλογική επιτυχία ενός κόμματος το οποίο υποστηρίζει ένα πρόγραμμα εχθρικό προς την επιχειρηματική αγορά θα μπορούσε να θεωρηθεί εμπιστευτική πληροφορία. Γίνεται, λοιπόν, εμφανές ότι ο ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας ο οποίος περιέχεται στο άρθρο 1(1) είναι ιδιαίτερα ευρύς. Η οριοθέτηση είναι απαραίτητη αλλά θα πρέπει να επιδιωχθεί και να αναζητηθεί κυρίως στην έννοια του κατόχου εμπιστευτικής πληροφορίας και των επαγγελματικών απαγορεύσεων και καθηκόντων που επιβάλλονται από την Οδηγία.

- Πληροφορία ικανή να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κινητών αξιών

Η είδηση ως πληροφορία που αφορά κινητές αξίες

Ο διαχωρισμός μεταξύ ειδήσεων οικονομικού χαρακτήρα και πολιτικών ειδήσεων

Ο τέταρτος εννοιολογικός σύνδεσμος

περιστατικά συνιστούσαν «λόγω της σημασίας τους και του αιφνίδιου χαρακτήρα της αποκάλυψής τους εμπιστευτική πληροφορία». Το αγγλικό δίκαιο επεξηγεί τη διαφορά ανάμεσα σ' αυτές τις δύο καταστάσεις κάνοντας λόγο για συμπεριφορά που εκδηλώνεται με μια «συγκεκριμένη ιδιότητα» και για αγορά τίτλων της εταιρίας στόχου που έχει μια άλλη ιδιότητα». Οποιαδήποτε άλλη άποψη θα καθιστούσε αδύνατη μια εξαγορά, βλ. Emmanuel Gaillard-Isabelle Pingel "Les operations d'initiales dans la Communauté économique européenne", Revue Trimestrielle de Droit Européen, Sirey 1990, σελ. 335.

⁵⁶ Επιπλέον οι κυβερνητικές αποφάσεις για την ψήφιση ενός νόμου που θα απαγορεύει τις εξαγωγές στη Νότια Αφρική ή ο οποίος θα ευνοήσει ακόμα περισσότερο τις οικονομικές επενδύσεις σε μια συγκεκριμένη περιοχή ή ειδήσεις σχετικά με την εν αναμονή έκδοση μιας σημαντικής απόφασης όπως για παράδειγμα του Αρείου Πάγου μπορεί να αποτελούν εμπιστευτική πληροφορία, βλ. Klaus J. Hopt ό.π. σελ. 59

⁵⁷ Η αρχική πρόταση της Επιτροπής ανέφερε συγκεκριμένα μόνο μετοχές, χρεωστικά ομόλογα και εμπορικές όψιον που σχετίζονται με τέτοιου είδους κινητές αξίες. Στη γνωμοδότησή της αναφορικά με την προαναφερθείσα πρόταση η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή πρότεινε να δοθούν περισσότερα παραδείγματα που θα στοχεύουν στη διεύρυνση του όρου των διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών. Το Συμβούλιο στη συνέχεια διεύρυνε το σκοπό του όρου «έτσι ώστε να συμπεριληφθούν στις κινητές αξίες όχι μόνο κατάλληλα και διαπραγματεύσιμα όψιον αλλά κάθε δικαίωμα σχετιζόμενο μ' αυτές τις κινητές αξίες καθώς και καθορισμένα οικονομικά μέσα», τα οποία αποτελούν αντικείμενο συναλλαγής και διαπραγμάτευσης σε μια αγορά, η οποία ρυθμίζεται και εποπτεύεται από εθνικές αρμόδιες αρχές, λειτουργεί τακτικά και παρέχει άμεση ή έμμεση πρόσβαση στο κοινό, βλ. Isabelle Pingel, ό.π., σελ. 9

Σύμφωνα με το άρθρο 1 της Οδηγίας η εμπιστευτική πληροφορία θα πρέπει εκτός από τα τρία προαναφερθέντα χαρακτηριστικά γνωρίσματα να είναι ικανή, αν γίνει γνωστή στο κοινό, να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κινητών αξιών στις οποίες αυτή αναφέρεται. Αυτή η επίδραση δεν μπορεί εύκολα να εκτιμηθεί διότι θα πρέπει να αξιολογηθεί βάσει μιας πρόγνωσης κατά το χρόνο της συναλλαγής. Είναι αδιάφορο το αν έχουν όντως επηρεαστεί ή όχι οι ενδεικτικές τιμές των χρεογράφων στη χρηματιστηριακή αγορά, εφόσον αυτό μπορεί να είναι απλώς αποτέλεσμα πολλών αιτιών και συμπτώσεων. Μόνο συγκεκριμένες επιδράσεις λαμβάνονται υπόψη⁵⁸.

Κάθε νομοθετική διάταξη σχετική με το insider trading περιλαμβάνει το στοιχείο του ευαίσθητου ως προς την τιμή ή ουσιώδους γεγονότος. Οι περισσότερες νομοθεσίες όπως για παράδειγμα ο προϊσχύσας γερμανικός κώδικας συμπεριφοράς και το αγγλικό, δανέζικο και ολλανδικό δίκαιο περιλαμβάνουν ορισμούς συναφείς με αυτόν που περιέχεται στην Οδηγία, δηλαδή θέτουν ως απαραίτητη προϋπόθεση του εννοιολογικού προσδιορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας την ουσιώδη επίδρασή της στην τιμή των κινητών αξιών στις οποίες αναφέρεται.

Η έννοια του ουσιώδους γεγονότος

Αυτή η απαίτηση των εσωτερικών νομοθεσιών δικαιολογείται από το γεγονός ότι η πληροφορία που δεν είναι γνωστή στο κοινό δεν είναι υποχρεωτικά εμπιστευτική πληροφορία, όπως άλλωστε συμβαίνει στην περίπτωση που η πληροφορία δεν ασκεί καμία επίδραση στην τιμή των κινητών αξιών στις οποίες αναφέρεται. Σύμφωνα και με τις επισημάνσεις της ίδιας της Επιτροπής διαφορετική νομοθετική πρόβλεψη θα απέτρεπε τους διαχειριστές, μέλη του διοικητικού συμβουλίου αλλά ακόμη και τους εργαζόμενους σε μια εταιρεία από την αγοραπωλησία και διαπραγμάτευση χρεογράφων της εταιρείας τους, διότι πάντοτε κατέχουν πληροφορία που δεν έχει δημοσιευτεί.

Αν αυτά τα προαναφερθέντα τέσσερα χαρακτηριστικά στοιχεία εφαρμοστούν κατά γράμμα, τότε στην περίπτωση που κάποιος θελήσει να επιχειρήσει μια εξαγορά πριν από τη δημόσια ανακοίνωσή της⁵⁹ έχοντας στην κατοχή του εμπιστευτική πληροφορία, αποκλείεται από την αγορά μετοχών. Αυτή δεν ήταν όμως η επιδίωξη των εμπνευστών της Οδηγίας. Σύμφωνα με το προοίμιο της Οδηγίας η απλή απόκτηση ή εκχώρηση χρεογράφων δεν συνιστά από μόνη της εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας, εφόσον η απόκτηση ή η εκχώρηση συνοδεύονται απαραίτητα από μια προηγούμενη απόφαση απόκτησης ή εκχώρησης κινητών αξιών.

Η αδυναμία της κατά γράμμα εφαρμογής του ορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας

3.4. Η έννοια των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων

Ο ορισμός των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων υπό την έννοια της Οδηγίας είναι εξαιρετικά εκτενής. Καλύπτει πρακτικά όλους τους τύπους κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεων στην κεφαλαιαγορά. Το άρθρο 1(2) απαριθμεί τέσσερις ομάδες : α) μετοχές και ομολογίες καθώς και οι αξίες που

Ο ορισμός των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων

⁵⁸ Όπως είδαμε σε προηγούμενη ενότητα, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρότεινε αρχικά την τροποποίηση της διάταξης «πληροφορία...ικανή να έχει ένα ουσιαστικό αποτέλεσμα» με την ακόλουθη «πληροφορία...η οποία θα είχε ένα ουσιαστικό αποτέλεσμα» στην τιμή των κινητών αξιών. Αυτή η διατύπωση υιοθετήθηκε από την Επιτροπή στην τροποποιημένη πρόταση οδηγίας αλλά όχι από το Συμβούλιο, το οποίο έκανε δεκτό τον ορισμό που περιλαμβάνεται στην παρούσα οδηγία. Άλλωστε και η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή στη γνωμοδότηση της αναφορικά με την πρόταση οδηγίας επεσήμανε ότι η προτεινόμενη προϋπόθεση δεν φαίνεται να είναι «επαρκώς ξεκάθαρη για όλες τις χώρες», βλ. Isabelle Pingel, ό.π. σελ.8.

⁵⁹ Η εμπειρία έχει δείξει μέχρι τώρα ότι ένα σημαντικό τμήμα του insider dealing διενεργείται στις προαναφερθείσες περιπτώσεις.

εξομοιώνονται με μετοχές και ομολογίες β) οι συμβάσεις ή τα δικαιώματα προεγγραφής, απόκτησης ή εκχώρησης των αξιών που αναφέρονται στο στοιχείο α) γ) οι συμβάσεις υπό προθεσμία, τα δικαιώματα προτιμήσεως (όψιον) και τα χρεόγραφα υπό προθεσμία με αντικείμενο τις αξίες που αναφέρονται στο στοιχείο α) και δ) οι συμβάσεις με ρήτρα για αξίες που προβλέπονται στο στοιχείο α), εφόσον γίνονται δεκτές προς διαπραγμάτευση σε αγορά, η οποία διέπεται από ορισμένους κανόνες και εποπτεύεται από δημοσίως αναγνωρισμένες αρχές, λειτουργεί κανονικά και είναι άμεσα ή έμμεσα ανοιχτή στο κοινό. Τα δύο προγενέστερα σχέδια οδηγιών περιείχαν έναν πιο στενό ορισμό και ανέφεραν μόνο μετοχές, ομολογίες και διαπραγματεύσιμα όψιον που σχετίζονταν με τις κινητές αξίες. Η διεύρυνση ανατρέπει στις προτεινόμενες αλλαγές του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και είναι αναμφισβήτητη. Παρόλο που το insider dealing είναι πιο έμμεσο όταν πραγματοποιείται σε τέτοιους χρηματοοικονομικούς τίτλους ενώ ταυτόχρονα ενδέχεται να είναι ακόμα πιο περίπλοκος και δύσκολος ο εντοπισμός του διότι οι συναλλαγές διενεργούνται σε ξεχωριστές αγορές, αποτελεί αναμφίβολα ένα πλήρως αναπτυγμένο insider dealing.

Αυτά τα χρεόγραφα καλύπτονται από τις ρυθμίσεις της Οδηγίας όταν γίνονται αντικείμενο συναλλαγής σε επίσημη αγορά. Η Οδηγία απαιτεί από μια αγορά η οποία οργανώνεται και εποπτεύεται από αρχές οι οποίες αναγνωρίζονται από τα κρατικά όργανα, να λειτουργεί τακτικά και να παρέχει άμεση ή έμμεση πρόσβαση στο κοινό. **Η απαίτηση της επίσημης χρηματιστηριακής αγοράς**

Αυτός ο ορισμός είναι έτσι διατυπωμένος ώστε να αποφεύγονται οι παγίδες που θα δημιουργούνταν από τη χρησιμοποίηση των λέξεων επίσημη εισαγωγή χρεογράφων στο χρηματιστήριο (official listing) ή ακόμα και χρηματιστήριο αξιών (stock exchange).

Σύμφωνα με την Οδηγία καλύπτονται όλα τα τμήματα των χρηματιστηριακών συναλλαγών, δηλαδή όχι μόνο οι συναλλαγές χρεογράφων για τα οποία έχει τηρηθεί η επίσημη διαδικασία εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (official listing- amtlicher Handel) αλλά και εκείνες της ελεγχόμενης αγοράς (regulated market- geregelter Markt) καθώς και εκείνες του ελεύθερου εμπορίου (free trade- Freiverkehr), οι οποίες επιτρέπονται υπό τη σκέπη και τις οδηγίες του Κανονισμού του χρηματιστηρίου⁶⁰. **Είδη επιτρεπόμενων χρηματιστηριακών συναλλαγών**

3.5. Κατηγορίες κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

Αν ο καθένας που κατείχε εμπιστευτική πληροφορία θεωρούνταν insider αυτό θα αποτελούσε τροχοπέδη για οποιαδήποτε δημοσίευση εμπιστευτικής πληροφορίας στο κοινό. Κάθε νομοθεσία σχετική με το insider trading πρέπει να προσδιορίσει

⁶⁰ Η ρύθμιση της τελευταίας περίπτωσης είναι πολύ σημαντική αφού στη Γερμανία το ελεύθερο εμπόριο ρυθμιζόταν μέχρι πρόσφατα πολύ χαλαρά. Το παράδειγμα της Γερμανίας είναι καλό επίσης και για τη διατύπωση μιας δεύτερης επισήμανσης. Η πρόσφατη συζήτηση σχετικά με την έννοια του χρηματιστηρίου αξιών έχει δείξει ότι μπορεί να υπάρχει η πιθανότητα να έχουμε χρηματιστήρια κατά την νομική έννοια του Κανονισμού του Γερμανικού Χρηματιστηρίου Αξιών του 1896 όπως τροποποιήθηκε τον Ιούλιο του 1989 και χρηματιστήρια με την οικονομική έννοια που παραμένουν εκτός του ρυθμιστικού πλαισίου του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών και των αρμοδιοτήτων που παρέχονται στο Lander (περιφέρεια της γερμανικής εδαφικής επικράτειας). Αυτό είναι σημαντικό για νέα είδη χρηματιστηριακών αγορών, όπως είναι τα ποικίλα είδη των αυτοματοποιημένων αγορών χρεογράφων τα οποία δεν συγκεντρώνουν τα παραδοσιακά στοιχεία της έννοιας της χρηματιστηριακής αγοράς και κυρίως δεν προϋποθέτουν την φυσική παρουσία των συμμετεχόντων σ' αυτή, βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 66-67.

εννοιολογικά την έννοια του insider πέρα από την απλή κατοχή εμπιστευτικής πληροφορίας.

**Οι
κατηγορίες
των insiders**

Συνήθως διακρίνουμε δυο κατηγορίες κατόχων:

- την κατηγορία των προσώπων που λόγω της θέσης ή του επαγγέλματός τους βρίσκονται κοντά στην πηγή της εμπιστευτικής πληροφορίας και
- αυτή των προσώπων που αποκτούν την πληροφορία από τους πρώτους.

Τα άτομα που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία ορισμένες φορές ονομάζονται και εταιρικοί κάτοχοι εμπιστευτικής πληροφορίας (company insiders), ενώ τα πρόσωπα της δεύτερης κατηγορίας συχνά αποκαλούνται tippees. Ο πρώτος όρος είναι πολύ ευρύς και θα ήταν προτιμότερο να αντικατασταθεί από τον όρο πρωταρχικοί κάτοχοι σε αντίθεση με τους δευτερογενείς κατόχους ή tippees. Έστω κι αν είναι λίγο άχρωμοι οι όροι πρωταρχικοί/δευτερογενείς κάτοχοι υποδηλώνουν ότι η έκταση και η σκιαγράφηση των δύο αυτών κατηγοριών εξαρτάται πλήρως από τη σχετική νομοθεσία που διέπει το insider trading.

**Οι company
insiders και
οι tippees**

Το άρθρο 2 της Οδηγίας διευρύνει τον κύκλο της πρώτης κατηγορίας. Εκτός λοιπόν από την παραδοσιακή κατηγορία των πρωτευόντων κατόχων περιλαμβάνονται ως δεύτερη κατηγορία οι μέτοχοι μιας εταιρείας και ως τρίτη όλοι εκείνοι γενικά που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτική πληροφορία λόγω της θέσης ή του επαγγέλματός τους, για παράδειγμα άτομα που δεν έχουν καμία απολύτως σχέση με την εταιρεία. Αντί για τον όρο πρωτεύοντες κάτοχοι κανείς θα μπορούσε να κάνει λόγο και για επαγγελματίες κατόχους. Οι δευτερογενείς κάτοχοι λαμβάνουν την εμπιστευτική πληροφορία από πρωτεύοντες κατόχους κυρίως μέσω της διασποράς εσωτερικών πληροφοριών (η οποία ρυθμίζεται στο άρθρο 3), π.χ. ο πρωτεύων κάτοχος δίνει μια εμπιστευτική πληροφορία ή συμβουλή που βασίζεται σ' αυτή στον δευτερεύοντα κάτοχο (tippee).

**Οι τρεις
κατηγορίες
πρωτευόντων
κατόχων**

3.5.1. Πρωτεύοντες κάτοχοι

Η παράγραφος 1 του άρθρου 2 της Οδηγίας αναφέρει, όπως προεκτέθηκε, τρεις κατηγορίες πρωτευόντων κατόχων. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει κάθε πρόσωπο που κατέχει εμπιστευτική πληροφορία «λόγω του ότι αποτελεί μέλος των διοικητικών, διευθυντικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη κινητών αξιών»⁶¹. Στην κατηγορία των πρωτευόντων κατόχων περιλαμβάνονται και ορισμένοι μέτοχοι που έχουν στην κυριότητα και κατοχή τους ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου του κεφαλαίου του εκδότη, σύμφωνα με την πρόβλεψη πολλών νομοθεσιών.

**Η πρώτη
κατηγορία
πρωτευόντων
κατόχων**

Όμως η Οδηγία δεν παίρνει ξεκάθαρη θέση στο ερώτημα αν μόνο η θέση κάποιου προσώπου ως διευθυντή ή προέδρου του διοικητικού συμβουλίου αρκεί για να καταλήξει κανείς στο συμπέρασμα ότι αυτό το πρόσωπο είναι κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας ή αν μια παράβαση του insider trading απαιτεί απόδειξη

**Παράδει
γματα**

⁶¹ Αυτή η απαρίθμηση αντιστοιχεί στα διαφορετικά συστήματα εταιρικού δικαίου των διάφορων κρατών μελών που αφορούν την οργάνωση των διοικητικών επιτροπών. Μερικές χώρες όπως η Γερμανία εφαρμόζουν το δυαδικό σύστημα (διοικητικό συμβούλιο και εποπτική αρχή) ενώ άλλες όπως για παράδειγμα η Γαλλία εφαρμόζει ένα σύστημα το οποίο περιλαμβάνει ένα αδιαίρετο συμβούλιο με επικεφαλής τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου. Σ' αυτή την κατηγορία ανήκει κάθε μορφή οργάνωσης του διοικητικού συμβουλίου οποιασδήποτε εταιρείας εκτός από τις συμμετοχικές εταιρίες. Αν για παράδειγμα σύμφωνα με ένα εθνικό χρηματιστηριακό δίκαιο οι περιορισμένες ευθύνης εταιρίες καθώς και άλλες εταιρίες όπως συντεχνίες ή έμποροι- φυσικά πρόσωπα χρησιμοποιήσουν χρεωστικά ομόλογα το μέλος ή τα μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου θεωρούνται πρωταρχικοί κάτοχοι. Αυτός ο κλασικός ορισμός ο οποίος αναφέρεται ειδικότερα στους διαχειριστές μιας εταιρείας απαντάται επίσης στο γαλλικό και το αγγλικό δίκαιο, βλ. Klaus J. Hopt, σελ. 62 επ.

του γεγονότος ότι ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας ή ο διευθυντής της έχει στην κατοχή κάποια εμπιστευτική πληροφορία.

Το γεγονός ότι υπάρχει μια ειδική διάταξη για τους διευθυντές μιας εταιρείας και τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου αποδεικνύει ότι η πρόθεση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ήταν να τους υποβάλλει σε διαφορετικό επίπεδο απόδειξης. Ως αντεπιχείρημα μπορεί όμως να προβληθεί το γεγονός ότι αυτή η ερμηνεία είναι άνευ σημασίας αν εφαρμοστεί στους μετόχους (ιδιαίτερα στην περίπτωση των μικρομετόχων), παρόλο που η Οδηγία τους εξασφαλίζει ίση αντιμετώπιση με αυτή που παρέχει στους διευθυντές μιας εταιρείας και στα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου.

Η σημασία της προϋπόθεσης κατοχής μιας εμπιστευτικής πληροφορίας μπορεί να εκμηδενιστεί αφού η Οδηγία απαγορεύει στα μέλη των διευθυντικών, διοικητικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη να πωλούν ή να αγοράζουν διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα εκμεταλλευόμενα την εμπιστευτική πληροφορία που έχουν στην κατοχή τους «εν γνώσει τους». Η διατύπωση αυτή υπονοεί ότι τα αναφερόμενα σ' αυτή πρόσωπα μπορούν να εφεύρουν την απόδειξη ότι ποτέ δεν κατείχαν τέτοιου είδους πληροφορία, ή ότι ποτέ δεν την εκμεταλλεύτηκαν έχοντας «πλήρη γνώση των γεγονότων» («εν γνώσει τους»). Η Οδηγία καλύπτει και όλους τους μετόχους οι οποίοι, όπως οι διευθυντές μιας εταιρείας και τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν πληροφορία που κατέχουν «εν γνώσει τους».

Η δεύτερη κατηγορία των πρωτευόντων κατόχων περιλαμβάνει κάθε πρόσωπο που κατέχει εμπιστευτική πληροφορία «λόγω της συμμετοχής του στο κεφάλαιο του εκδότη». Η διάταξη αυτή εσωκλείει στους εννοιολογικούς της κόλπους όλους τους μετόχους, χωρίς ιδιαίτερη αναφορά στο μέγεθος της εταιρικής συμμετοχής τους. Αυτή η απαγόρευση που ισχύει για όλους τους μετόχους ανεξάρτητα από το μέγεθος της εταιρικής συμμετοχής, κρίνεται ωφέλιμη παρόλο που μέτοχοι με εταιρική συμμετοχή που δεν υπερβαίνει το 10% σπάνια θα κατέχουν εσωτερικές πληροφορίες λόγω της ιδιότητάς τους ως μέτοχοι. Κράτη μέλη που έχουν εισαγάγει το σύστημα εγγραφής σε μητρώο των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών που έχουν οποιασδήποτε μορφής σχέση με μια εταιρεία θα μπορούσαν να εξαιρέσουν τους μεγαλομετόχους –για παράδειγμα αυτούς που έχουν μερίδιο μεγαλύτερο του 10%- από την απαίτηση εγγραφής.

**Παράδειγμα
της δεύτερης
κατηγορίας
πρωτευόντων
κατόχων**

Η τρίτη κατηγορία πρωτευόντων κατόχων είναι η ευρύτερη απ' όλες και περιλαμβάνει κάθε πρόσωπο που έχει πρόσβαση σε εμπιστευτική πληροφορία «λόγω της άσκησης της εργασίας του, του επαγγέλματός του ή των καθηκόντων του», δηλαδή κατόχους που εργάζονται στην εταιρεία με εξαίρεση τους διευθύνοντες συμβούλους και κατόχους εκτός εταιρείας. Αυτή η κατηγορία υπάρχει επίσης σε όλα τα εθνικά δίκαια των κρατών μελών και είναι ετερογενής. Περιλαμβάνει κατόχους που συνδέονται στενά με τον εκδότη κινητών αξιών όπως για παράδειγμα εργαζόμενους⁶² ή ελεγκτές της εταιρείας⁶³ αλλά και κατόχους που δεν έχουν στενή

⁶² Σύμφωνα με τις σχετικές με το insider trading Κατευθυντήριες Αρχές της γερμανικής νομοθεσίας από τη ρύθμιση αυτή καλύπτονται μόνο οι περιπτώσεις εργαζομένων που λόγω της εργασίας τους έχουν συνήθως πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες. Η Οδηγία δεν περιλαμβάνει τέτοια ρύθμιση. Η δυνατότητα πρόσβασης σε μια εμπιστευτική πληροφορία ενός εργαζόμενου λόγω της εργασίας του σημαίνει απλώς ότι ο εργαζόμενος αποκτά εμπιστευτική πληροφορία ως απόρροια της εργασίας του. Δεν είναι όμως απαραίτητο να έχει συστηματική και τακτική πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες. Αρκεί να έχει πρόσβαση σε μια εξαιρετική περίπτωση όπως για παράδειγμα σε μια κατάσταση ανάγκης. Για μια ακόμη φορά οι νομοθέτες ενός κράτους μέλους μπορούν να επιβάλλουν περιορισμούς στο σύστημα εγγραφής όσον αφορά εργαζόμενους που αποκτούν συνήθως εμπιστευτική πληροφορία, βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 63 επ.

σχέση με τον εκδότη όπως για παράδειγμα υπάλληλοι της χρηματιστηριακής αγοράς και δημόσιοι υπάλληλοι. Απαραίτητο στοιχείο είναι να έχουν πρόσβαση στην εμπιστευτική πληροφορία λόγω της θέσης τους. Οι ελεγκτές μπορούν να θεωρηθούν πρωτεύοντες κάτοχοι λόγω του επαγγέλματός τους. Αντίστοιχα και άλλα πρόσωπα που έχουν εμπορικές και επιχειρηματικές σχέσεις με τον εκδότη θεωρούνται εξίσου κάτοχοι, όπως οι δικηγόροι, οι τράπεζες, οι προμηθευτές προϊόντων ή υπηρεσιών, οι πελάτες, οι ενώσεις ή οι συμμετέχοντες σε μια μελλοντική συγχώνευση. Τα περισσότερα απ' αυτά τα πρόσωπα είναι επαγγελματίες που αποκτούν την εμπιστευτική πληροφορία χάριν της άσκησης του επαγγέλματός τους. Είναι όμως πιθανό να εκπληρώνουν ορισμένα καθήκοντα που αφορούν τον εκδότη χωρίς να ασκούν κάποιο επάγγελμα. Εδώ υπάγεται και η περίπτωση κάποιου που ενεργεί ατομικά ως σύμβουλος, παρέχοντας ορισμένες συμβουλευτικές υπηρεσίες. Τέτοια πρόσωπα μπορούν να αποκτήσουν εμπιστευτική πληροφορία και θεωρούνται πρωτεύοντες κάτοχοι λόγω των καθηκόντων τους.

Όλα τα προαναφερθέντα πρόσωπα έχουν μια συμβατική ή οιονεί συμβατική σχέση με τον εκδότη των κινητών αξιών. Θα μπορούσε να προβληθεί το επιχείρημα ότι οι πρωτεύοντες κάτοχοι είναι εκείνοι οι οποίοι έχουν ένα ειδικό καθήκον πίστεως απέναντι στον εκδότη είτε ως κάτοχοι της εταιρείας είτε λόγω της συμβατικής ή οιονεί συμβατικής σχέσης τους με τον εκδότη. Αυτό βέβαια μπορεί να ισχύει για ορισμένους πρωτεύοντες κατόχους αλλά όχι απαραίτητα για όλους. Μερικοί επαγγελματίες μπορεί να έχουν μια συμβατική σχέση με τον εκδότη η οποία όμως να μην συνοδεύεται και από ένα ιδιαίτερο καθήκον πίστεως. Αυτό ισχύει για τις σχέσεις αγοραπωλησίας. Άλλα πρόσωπα μπορεί να μην έχουν καθόλου συμβατικές ή οιονεί συμβατικές σχέσεις με τον εκδότη. Ωστόσο μπορεί να είναι πρωτεύοντες κάτοχοι, γιατί όπως άλλωστε είδαμε και παραπάνω στην έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας περιλαμβάνεται και η πληροφορία που επηρεάζει την χρηματιστηριακή αγορά ως τέτοια⁶⁴. Αν αυτοί εκμεταλλευτούν την ευαίσθητη ως προς την τιμή πληροφορία που δεν είναι προσιτή στο κοινό, για παράδειγμα αυτή που προκύπτει κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ενός οργάνου, παραβιάζουν τις υποχρεώσεις τους.

Η συμβατική ή οιονεί συμβατική σχέση με τον εκδότη των κινητών αξιών

Είναι απαραίτητο να γίνουν λίγα σχόλια για τα μέλη της οικογένειας του κατόχου εμπιστευτικής πληροφορίας και για τις σχέσεις που αναπτύσσονται ανάμεσα στα μέλη μιας εταιρείας. Όσον αφορά το πρώτο σκέλος, οι περισσότερες νομοθεσίες του insider trading ρυθμίζουν επίσης και την περίπτωση των μελών της οικογένειας του κατόχου⁶⁵.

Τα μέλη της οικογένειας του insider ως tippees

⁶³ Οι ελεγκτές μιας εταιρίας δεν είναι ούτε εργαζόμενοι ούτε όργανα της εταιρίας όπως είναι τα μέλη του διοικητικού και εποπτικού συμβουλίου αφού σύμφωνα με την άποψη που υιοθετείται από τη γερμανική πρακτική και θεωρία το καθεστώς ενός οργάνου της εταιρίας και η ανεξαρτησία που απαιτείται για την εκπλήρωση του καθήκοντος του ελεγκτή είναι ασυμβίβαστα.

⁶⁴ Παραδείγματα τέτοιου είδους πρωτεύοντων κατόχων είναι τα μέλη της κεντρικής τράπεζας, του τύπου, του κοινοβουλίου, οι υπάλληλοι του Υπουργείου Οικονομικών και άλλων οργανισμών, επιτροπών και σωμάτων που ενδέχεται να κατέχουν εμπιστευτική πληροφορία λόγω του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους, βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 64.

⁶⁵ Με μια δεύτερη όμως ματιά γίνεται αντιληπτό ότι αυτό συμβαίνει γιατί σε πολλές νομοθεσίες εφαρμόζεται το σύστημα της καταχώρισης των μετοχών της εταιρίας σε σχετικό μητρώο, στο οποίο καταχωρείται επίσης οποιαδήποτε μεταβίβασή τους το οποίο αντιστοιχεί και στη δήλωση που υποβάλλεται για έγκριση, από την αρμόδια επιτροπή του χρηματιστηρίου, σύμφωνα με τον νόμο, πριν από την έκδοση και κυκλοφορία των χρεογράφων (Η.Π.Α.).

Τα μέλη της οικογένειας του κατόχου, τα οποία υπάγονται στις απαγορεύσεις που αφορούν το insider dealing, δεν αντιμετωπίζονται ως πρωτεύοντες κάτοχοι, αφού εάν κατέχουν εμπιστευτική πληροφορία, θα την έχουν αποκτήσει από το σύζυγο τους ή κάποιον συγγενή τους που είναι πρωτεύων κάτοχος. Σύμφωνα με την Οδηγία τα μέλη της οικογένειας δεν είναι πρωτεύοντες κάτοχοι αλλά μπορούν να είναι δευτερογενείς ή tippees. Όσον αφορά τώρα τα μέλη του ίδιου ομίλου εταιριών περιλαμβάνονται ρητά κι αυτά στις ρυθμίσεις των νομοθεσιών του insider trading⁶⁶. Σύμφωνα με την Οδηγία τα μέλη του ίδιου ομίλου εταιριών ενδέχεται μερικές φορές να καλύπτονται από τις ρυθμίσεις ακόμη κι ως πρωτεύοντες κάτοχοι λόγω των μετοχών που έχουν στην κυριότητα και κατοχή τους. Αυτό ισχύει για τις περισσότερες μητρικές εταιρίες, και στην περίπτωση των αμοιβαίων εταιριών συμμετοχών (reciprocal holdings) για τις θυγατρικές τους. Δυσκολίες μπορεί να παρουσιαστούν αν έχουμε για παράδειγμα την εξής μορφή εταιρικής σχηματικής διάρθρωσης: μητρική- θυγατρική-θυγατρική της θυγατρικής, ή αν η διάρθρωση δεν είναι οριζόντια αλλά κάθετη.

Η διάρθρωση μητρικών-θυγατρικών εταιριών και οι reciprocal holdings

Η διατύπωση του άρθρου 2(1) του δεύτερου εδαφίου της Οδηγίας⁶⁷ δεν επιδέχεται καμία διαφορετική ερμηνεία: απαιτείται συμμετοχή στο κεφάλαιο του εκδότη, και μάλιστα άμεση κι όχι έμμεση. Αυτό θα ισχύει ειδικότερα αν το εθνικό δίκαιο που ενσωματώνει την Οδηγία επιβάλλει ποινικές κυρώσεις, διότι σ' αυτή την περίπτωση απαγορεύεται η κατ' αναλογία εφαρμογή αναφορικά με τα αδικήματα που διαπράττονται. Σ' αυτές τις περιπτώσεις τα μέλη ενός ομίλου εταιριών του εκδότη υπόκεινται στην απαγόρευση για το insider dealing αποκλειστικά ως δευτερογενείς κάτοχοι.

Η συμμετοχή στο κεφάλαιο του εκδότη

Η παράγραφος 2 του άρθρου 2 της Οδηγίας ορίζει ότι ο πρωτεύων κάτοχος μπορεί να είναι και νομικό πρόσωπο⁶⁸.

Η διοχέτευση εμπιστευτικών πληροφοριών που μπορούν να είναι κερδοφόρες (ιδίως πληροφορίες για άνοδο ή πτώση τιμής χρεογράφων κλπ) από πρωτεύοντες κατόχους απαγορεύεται από την Οδηγία⁶⁹. Το άρθρο 3 απαγορεύει τη δημοσίευση εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτα πρόσωπα καθώς και την πρόταση ή παρότρυνση σε ένα τρίτο πρόσωπο, βάσει της εμπιστευτικής πληροφορίας να αποκτήσει ή

Η απαγόρευση διασποράς εμπιστευτικής πληροφορίας και η εξαίρεσή της

⁶⁶ π.χ. όπως αναφέρεται στις μη δεσμευτικές Κατευθυντήριες Αρχές του insider trading του γερμανικού δικαίου.

⁶⁷ Η παράγραφος 1 του άρθρου 2 της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ ορίζει: «1. Όλα τα κράτη μέλη απαγορεύουν στα πρόσωπα τα οποία:

- Λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη,
- Λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη ή
- Επειδή έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές λόγω της άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους,

να είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, να αποκτούν ή να εκχωρούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα τις κινητές αξίες του ή των εκδοτών τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, βλ. ΕΕΕΚ L 334 της 18/11/1989, σελ. 0030-0032: Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.

Η έννοια των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που απορρέουν από τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων ενός πρωτεύοντα κατόχου

⁶⁸ Σ' αυτή την περίπτωση για την οποία έγινε για πρώτη φορά αναφορά στην τροποποιημένη πρόταση Οδηγίας, η απαγόρευση της αγοραπωλησίας διαπραγματευσίμων κινητών αξιών εφαρμόζεται «για κάθε φυσικό πρόσωπο που συμμετέχει στην απόφαση διενέργειας μιας συναλλαγής για λογαριασμό του αντιπροσωπευόμενου απ' αυτό νομικού προσώπου», βλ. COM (88) 549 τελικό- SYN 85: Τροποποίηση στην πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.

⁶⁹ Λεπτομερή ανάλυση των απαγορευμένων δραστηριοτήτων των πρωτεύοντων κατόχων γίνεται στην αντίστοιχη ενότητα της παρούσας εργασίας 3.5.3.

εκχωρήσει διαπραγματεύσιμους τίτλους αξιών. Η απαγόρευση δημοσίευσης συνοδεύεται από την ακόλουθη εξαίρεση. Η απαγόρευση αυτή δεν έχει ισχύ στην περίπτωση που αυτή η γνωστοποίηση σε τρίτους πραγματοποιήθηκε κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του πρωτεύοντα κατόχου. Αυτή η εξαίρεση είναι απαραίτητη προκειμένου να είναι επιτρεπτή η διοχέτευση της συνήθους πληροφορίας στους επιχειρηματικούς και επαγγελματικούς κύκλους. Διαφορετικά οι τράπεζες, οι χρηματιστές, οι δικηγόροι, οι ελεγκτές, οι δικαστικοί λειτουργοί και άλλοι επαγγελματίες δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιήσουν την εντεταλμένη εργασία τους.

Είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι η Οδηγία δεν αναφέρει σε τι συνίσταται η συνήθης άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων ενός πρωτεύοντα κατόχου. Το πλαίσιο των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων αυτών των επαγγελματιών και των πελατών τους ρυθμίζεται από τον οικείο κλάδο δικαίου. Ιδιαίτερα στις χώρες που διαθέτουν τραπεζικό σύστημα πολλαπλών ή γενικών συναλλαγών όπου οι συγκρούσεις συμφερόντων είναι εγγενείς σ' αυτό, το περιεχόμενο και ο σκοπός αυτών των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων μπορεί να είναι αμφισβητούμενος. Κάτω από ορισμένες συνθήκες οι τράπεζες είναι δυνατόν να υποχρεούνται να κοινοποιούν μια εμπιστευτική πληροφορία στους πελάτες τους προκειμένου να τους αποτρέψουν από κάποια ανεπανόρθωτη ζημιά.

Τέλος η απαγόρευση πρότασης για την εκχώρηση ή απόκτηση εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο πρόσωπο για την οποία θα γίνει αναλυτικά λόγος κατωτέρω, αποτελεί μια μεμονωμένη απαγόρευση επειδή μπορεί να υπάρξει διοχέτευση εμπιστευτικής πληροφορίας ακόμη και χωρίς τη γνωστοποίησή της σε τρίτο πρόσωπο.

3.5.2. Δευτερογενείς κάτοχοι

Η Οδηγία ορίζει ως «δευτερογενή κάτοχο» κάθε πρόσωπο, το οποίο έχοντας πλήρη γνώση των γεγονότων («εν γνώσει του»), κατέχει εμπιστευτική πληροφορία, η οποία πηγάζει άμεσα ή έμμεσα από έναν πρωτεύοντα κάτοχο⁷⁰. Ενώ η πρόταση Οδηγίας απαγόρευε όχι μόνο τη χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας αλλά και την γνωστοποίηση της πληροφορίας σε τρίτο πρόσωπο καθώς και τη χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας ως πρόταση σε ένα τρίτο πρόσωπο αγοραπωλησίας διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών, η Οδηγία στο τελικό της κείμενο απαγορεύει μόνο την εκμετάλλευση μιας εμπιστευτικής πληροφορίας από πρόσωπο που έχει πλήρη γνώση των γεγονότων. Η Οδηγία είναι, λοιπόν, σ' αυτό το σημείο λιγότερο περιοριστική απ' ό,τι ο ορισμός των «δευτερογενών κατόχων».

Ο ορισμός των ποικίλων κατηγοριών κατόχων εσωτερικών πληροφοριών που περιλαμβάνονται στην Οδηγία χαρακτηρίζεται ως «τόσο εξαντλητικός που είναι

Η έννοια του δευτερογενούς κατόχου

Ο εξαντλητικός χαρακτήρας του όρου

⁷⁰ Η πρόταση της Επιτροπής ανέφερε ειδικότερα ως «δευτερογενείς κατόχους» τα πρόσωπα που έχουν πληροφορηθεί «εν γνώσει τους» από πρωτεύοντες κατόχους. Στη γνωμοδότησή της, η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή πρότεινε, όμως, την επαναδιατύπωση της διάταξης «έτσι ώστε η «αλυσίδα» των προσώπων που είναι δυνατόν να τιμωρηθούν λόγω της διασποράς εμπιστευτικής πληροφορίας να μην περιορίζεται στους ονομαζόμενους «δευτερογενείς κατόχους». Το Συμβούλιο τέλος, αναζήτησε κάποιον συμβιβασμό. Στην κοινή του θέση, αποφάσισε να διευρύνει το σκοπό της αρχικής πρότασης προκειμένου να συμπεριλάβει «όλη την αλυσίδα των δευτερογενών κατόχων ανεξάρτητα εάν είχαν αποκτήσει ή όχι εμπιστευτική πληροφορία άμεσα από κάποιον πρωτεύοντα κάτοχο». Την ίδια στιγμή όμως το Συμβούλιο έθετε όρια στις απαγορεύσεις που επιβάλλονταν στους δευτερογενείς κατόχους, βλ. παραπάνω 3.1.1. «Η γνώμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής» καθώς και 3.2.1. «Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις προς' όν που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών»

Η ελαστική αντιμετώπιση των δευτερογενών κατόχων από την Οδηγία

δύσκολο να φανταστεί κανείς τι θα μπορούσε να αφηθεί στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών». Είναι αναμενόμενο ότι η ικανότητα που παρέχεται στα κράτη μέλη σύμφωνα με το περιεχόμενο του άρθρου 6 «να υιοθετούν διατάξεις πιο αυστηρές απ' αυτές που περιλαμβάνονται στην Οδηγία» δεν θα χρησιμοποιηθεί για τη διεύρυνση της έννοιας των κατόχων.

Οι δευτερογενείς κάτοχοι ή tippees (άτομα που απέκτησαν άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών και τις αξιοποιούν κερδοσκοπικά στο χρηματιστήριο είτε οι ίδιοι είτε μέσω τρίτων) αντιμετωπίζονται από την Οδηγία με λιγότερο αυστηρό τρόπο απ' ότι οι πρωτεύοντες. Το άρθρο 4 απαιτεί μόνο από τα κράτη μέλη να επεκτείνουν την απαγόρευση του άρθρου 2 και στους δευτερογενείς κατόχους⁷¹. Η απαγόρευση διασποράς των εμπιστευτικών πληροφοριών του άρθρου 3 είναι προαιρετική όπως άλλωστε ορίζει ρητά η δεύτερη πρόταση του άρθρου 6⁷². Παρόλο που η φύση της απαγόρευσης είναι αναμφίβολη, η έννοια του δευτερεύοντα κατόχου ή tippee δεν είναι. Το άρθρο 4 δεν χρησιμοποιεί καμία από αυτές τις δύο έννοιες αλλά αναφέρεται σε κάθε πρόσωπο που δεν είναι πρωτεύων κάτοχος, «το οποίο εν γνώσει του κατέχει εμπιστευτική πληροφορία, η οποία πηγάζει άμεσα ή έμμεσα από έναν πρωτεύοντα κάτοχο». Επιπλέον ο όρος tippee δεν είναι εντελώς ορθός. Ακόμα και χωρίς να υπάρχει άμεση σχέση με έναν πρωτεύοντα κάτοχο ένα πρόσωπο δεν μπορεί παρά να είναι δευτερογενής κάτοχος αν η εμπιστευτική πληροφορία πηγάζει από έναν πρωτεύοντα κάτοχο. Αντίστοιχα δεν είναι απαραίτητο να αποδείξει ποιος ήταν ο πρωτεύων κάτοχος και το σημείο απ' όπου αποκαλύφθηκε η εμπιστευτική πληροφορία. Αρκεί να αποδειχθεί ότι η εμπιστευτική πληροφορία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό και ότι πρέπει να έχει διαρρεύσει.

Ο δευτερογενής κάτοχος πρέπει να τελεί εν γνώσει αυτής της προφανούς σχέσης διότι πρέπει να δρα έχοντας πλήρη γνώση των γεγονότων. Στη θεωρία δεν έχει σημασία πόσα άτομα μεσολαβούν ανάμεσα στον πρωτεύοντα-όποιος κι αν είναι- και στον τελικό αποδέκτη- δευτερογενή κάτοχο. Αλλά στην πράξη στην περίπτωση που μεσολαβούν πολλά πρόσωπα η εμπιστευτική πληροφορία τείνει να χάσει τον εσωτερικό της χαρακτήρα γιατί έχει διαρρεύσει σε τρίτα πρόσωπα τα οποία μπορεί να μην γνωρίζουν τα σχετιζόμενα πραγματικά γεγονότα.

Η μεσολάβηση προσώπων μεταξύ πρωτεύοντα και δευτερογενή κατόχου

Για την απαγόρευση αυτή που σχετίζεται με τους δευτερογενείς κατόχους δεν ενδιαφέρει εάν ο πρωτεύων κάτοχος διοχέτευσε την πληροφορία θεμιτά ή αθέμιτα. Γι' αυτό και το άρθρο 4 δεν παραπέμπει στο άρθρο 3 και στον διαχωρισμό ανάμεσα σε θεμιτή και αθέμιτη γνωστοποίηση. Αυτό είναι λογικό διότι κάποιος που έχει αποκτήσει μια εμπιστευτική πληροφορία χωρίς να έχει παραβιάσει κανένα κανόνα δικαίου δεν έχει κατ' αναλογία το δικαίωμα να χρησιμοποιήσει αυτήν την εμπιστευτική πληροφορία στο χρηματιστήριο αξιών. Καθοριστικός παράγοντας είναι το γεγονός ότι μόνο από τον πρωτεύοντα κάτοχο μπορεί να πηγάζει η πληροφορία. Από τη στιγμή που η Οδηγία δεν απαιτεί να έχει δοθεί η εμπιστευτική πληροφορία αρκεί κάποιο πρόσωπο να έχει αποκτήσει αυτή την πληροφορία ακούγοντας μια συζήτηση ενός πρωτεύοντα κατόχου με άλλους⁷³. Από την άλλη μεριά, εάν ένα πρόσωπο που είναι «εμπορικός κατάσκοπος» αποκτήσει την εμπιστευτική

Η αθέμιτη γνωστοποίηση

Ο πρωτεύων κάτοχος ως πηγή της πληροφορίας

⁷¹ Αντίστοιχα και ένας οδηγός ταξί ο οποίος ακούει τη συζήτηση των μελών ενός διοικητικού συμβουλίου, τους οποίους μεταφέρει με το ταξί είναι δευτερογενής κάτοχος, βλ. Klaus J. Horst ό.π. σελ. 71-72.

⁷² Η διατύπωση του εδαφίου β' του άρθρου 6 της Οδηγίας είναι η ακόλουθη: «Ειδικότερα, τα κράτη μέλη **μπορούν** να επεκτείνουν την απαγόρευση του άρθρου 2 και να επιβάλλουν στα πρόσωπα που αναφέρονται στο άρθρο 4 τις απαγορεύσεις που προβλέπονται στο άρθρο 3».

⁷³ Αυτός ο περιορισμός δεν είχε περιληφθεί στις προηγούμενες προτάσεις οδηγιών, αλλά προστέθηκε στο τελευταίο στάδιο της υιοθέτησης μιας κοινής θέσης από το Συμβούλιο και αποτελεί μια απλή διευκρίνιση, βλ. έγγρ. Γ3-18/89-SYN 85

πληροφορία από τα βιβλία της εταιρείας χωρίς την ανάμειξη ενός πρωτεύοντα κατόχου, τότε σύμφωνα με την διατύπωση του άρθρου 4 αυτό το άτομο δεν είναι δευτερογενής κάτοχος. Αυτή η διαφοροποίηση είναι όχι μόνο παράξενη αλλά δεν συμμορφώνεται και με τον σκοπό του άρθρου 4 αφού πολύ συχνά η εμπιστευτική πληροφορία δεν πηγάζει από έναν πρωτεύοντα κάτοχο, αλλά μπορεί να είναι αντικείμενο κλοπής. Θα ήταν λοιπόν σκόπιμο τα κράτη μέλη να προβλέψουν και για τις δύο περιπτώσεις παρόμοια ρύθμιση προκειμένου να αποφευχθούν οι επιπόλαιες λύσεις.

3.5.3. Οι απαγορευμένες δραστηριότητες των πρωτευνόντων και δευτερογενών κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

3.5.3.1. Μια γενική θεώρηση των δραστηριοτήτων αυτών

Ο γενικός κανόνας είναι η απαγόρευση των συναλλαγών που αφορούν κινητές αξίες με βάση εμπιστευτικές πληροφορίες (insider dealing), όπως δηλώνεται στο άρθρο 2(1) της Οδηγίας η οποία έχει ήδη μετατραπεί σε εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών. Αυτός ο κανόνας απαγορεύει, όπως προαναφέρθηκε, στον κάτοχο εμπιστευτικής πληροφορίας να εκμεταλλευτεί την εμπιστευτική πληροφορία «εν γνώσει του» αποκτώντας ή εκχωρώντας για δικό του λογαριασμό ή για λογαριασμό ενός τρίτου προσώπου είτε άμεσα, είτε έμμεσα, διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα του εκδότη ή των εκδοτών στα οποία αναφέρεται η πληροφορία. Αυτή η διατύπωση έχει ένα τέτοιο εύρος ώστε να καλύπτει όλα τα είδη των έμμεσων συναλλαγών.

Ο γενικός κανόνας

Η συνηθισμένη πρακτική συναλλαγής μέσω εθνικών ή διεθνών εικονικών ομίλων εταιριών περιπλέκει ακόμη το ζήτημα όσον αφορά τις συγκρούσεις δικαίου, την απόδειξη και την εκτέλεση. Ωστόσο αυτή η απαγόρευση δεν μπορεί να παρακαμφθεί. Δεν είναι απαραίτητο η συναλλαγή να έχει αποφέρει κέρδος ή να έχει αποφευχθεί μια απώλεια εφόσον αυτό εξαρτάται από τυχαίες συνθήκες. Αποφασιστικής σημασίας είναι εκείνη η στιγμή όταν ο κάτοχος εν γνώσει του δίνει την εντολή ή αλλιώς πραγματοποιεί τη συναλλαγή. Ο όρος «έχοντας πλήρη γνώση των γεγονότων» ή η φράση που χρησιμοποιεί η ίδια η Οδηγία «εν γνώσει» σημαίνει ότι ο κάτοχος γνωρίζει τι κάνει. Απλή αμέλεια, ακόμη και ενσυνείδητη αμέλεια δεν αρκεί. Ακόμα και χωρίς αυτή τη ρήτρα καθέννας θα μπορούσε να σκεφτεί ότι η ποινική δίωξη ενός προσώπου που παραβιάζει την απαγόρευση μπορεί να αποβεί επιτυχής μόνο αν η παράβαση είναι προϊόν δόλου και γίνεται με πρόθεση.

Η ανάλυση του όρου «εν γνώσει»

Η απαγόρευση για το insider dealing απευθύνεται σε φυσικά πρόσωπα. Στην περίπτωση των νομικών προσώπων αυτή εφαρμόζεται στα φυσικά πρόσωπα που συμμετέχουν στην απόφαση πραγματοποίησης της συναλλαγής για λογαριασμό του εμπλεκόμενου νομικού προσώπου. Αυτός ο κανόνας αντιστρατεύεται το νομικό υπόβαθρο πολλών κρατών μελών το δίκαιο των οποίων δεν ρυθμίζει την ποινική δίωξη των νομικών προσώπων⁷⁴. Είναι αλήθεια ότι η θεωρητική διαφορά μεταξύ των ποινικά κολάσιμων αδικημάτων και των οιονεί ποινικά κολάσιμων παραβάσεων είναι λεπτή αλλά στην πράξη αυτή η διαφοροποίηση κάνει δυνατή τη σύλληψη του ίδιου

Η πρόβλεψη για τα νομικά πρόσωπα

⁷⁴ Για παράδειγμα στο γερμανικό δίκαιο ένα νομικό πρόσωπο δεν μπορεί να θεωρηθεί ένοχο για τη διάπραξη κάποιου αδικήματος αλλά είναι δυνατόν να του επιβληθεί ποινή ή πρόστιμο για την παραβίαση ενός κανόνα δικαίου (Ordnungswidrigkeit), βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 68 επ.

του εμπνευστή μιας άδικης πράξης και όχι μόνο των οργάνων του τα οποία αποτελούν σε τελική ανάλυση τα εξιλαστήρια θύματα που υπόκεινται στις κυρώσεις του αστικού δικαίου.

Η απαγόρευση του insider dealing θα πρέπει να εφαρμόζεται σε κάθε απόκτηση ή εκχώρηση διαπραγματεύσιμων χρεογράφων στη συναλλαγή των οποίων συμμετέχει ένας επαγγελματίας ενδιάμεσος⁷⁵, αλλά τα κράτη μέλη μπορούν να εξαιρέσουν απ' αυτή τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται εκτός της επίσημης χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς την ανάμειξη ενός επαγγελματία ενδιάμεσου. Αυτή η διάταξη η οποία περιλαμβάνεται στο άρθρο 2(3) διευκρινίζει ότι η απαγόρευση για το Insider dealing ενώ περιλαμβάνει όλα τα εισηγμένα στη χρηματιστηριακή αγορά χρεόγραφα, για παράδειγμα χρεόγραφα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε επίσημη αγορά, δεν εξαρτάται από το αν η συναλλαγή πραγματοποιήθηκε ή όχι. Φυσικά περιλαμβάνονται όλες οι συναλλαγές οι οποίες διενεργούνται σε διάφορα τμήματα της επίσημης αγοράς ή αγορών. Αλλά η εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας απαγορεύεται επίσης και στην περίπτωση που η συναλλαγή λαμβάνει χώρα εκτός της επίσημης αγοράς, με την προϋπόθεση ότι μεσολαβεί και ένας επαγγελματίας ενδιάμεσος.

Η συμμετοχή του επαγγελματία ενδιάμεσου στη χρηματιστηριακή συναλλαγή

Σύμφωνα με την προαναφερθείσα ρήτρα εξαίρεσης οι «πρόσωπο με πρόσωπο» (face to face) συναλλαγές (χωρίς τη μεσολάβηση ενός επαγγελματία ενδιάμεσου) ανάμεσα στον κάτοχο και τον αντισυμβαλλόμενο του μπορεί να επιτρέπονται από τα κράτη μέλη με τον όρο ότι διεξάγονται εκτός της επίσημης χρηματιστηριακής αγοράς. Η διατύπωση αυτής της ρήτρας εξαίρεσης συνεπάγεται ότι και οι δύο συνθήκες – έλλειψη της παρέμβασης ενός επαγγελματία ενδιάμεσου και διεξαγωγή της συναλλαγής εκτός της επίσημης αγοράς- πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά. Αν συμβαίνει αυτό τότε επηρεάζονται και οι συναλλαγές πακέτων μετοχών (block trading- Pakethandel)⁷⁶.

Η ρήτρα εξαίρεσης-οι face to face συναλλαγές

Η νομισματική, συναλλαγματική και εθνική διαχειριστική των χρεών πολιτική δεν περιλαμβάνεται στην απαγόρευση για το insider dealing. Το άρθρο 2(4) το ορίζει ξεκάθαρα. Αυτή η εξαίρεση από τον γενικό κανόνα στην οποία θα αναφερθούμε και στην ενότητα 3.5.3.2., θα πρέπει να ερμηνεύεται στενά.

Όπως και σε όλες τις άλλες νομοθετικές ρυθμίσεις που αφορούν το insider dealing οι παραλείψεις στις συναλλαγές που βασίζονται σε εμπιστευτική πληροφορία δεν απαγορεύονται από την Οδηγία. Σε θεωρητικό επίπεδο δύσκολα μπορεί αυτό να υποστηριχτεί αφού τα κέρδη που αποτελούν προϊόν παράλειψης είναι τόσο «αληθινά» όσο είναι και αυτά στην περίπτωση των πραγματοποιηθέντων αγορών ή πωλήσεων βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών. Από πρακτική όμως άποψη αυτή η απαγόρευση δεν θα ήταν ευχερώς δεκτική απόδειξης και γι' αυτό το λόγο εξαιρείται από το πεδίο εφαρμογής.

Η ρύθμιση των παραλείψεων στις χρηματιστηριακές συναλλαγές

Το προοίμιο της Οδηγίας θέτει τρία ακόμη προβλήματα τα οποία αφορούν την πιθανή εκμετάλλευση της εμπιστευτικής πληροφορίας:

⁷⁵ Οι επαγγελματίες ενδιάμεσοι είναι για παράδειγμα οι τράπεζες που εφαρμόζουν το τραπεζικό σύστημα πολλαπλών επιλογών ή οι επίσημοι ή οι ανεπίσημοι χρηματιστές (unofficial brokers-Freimakler), βλ. Klaus J. Hopt, ό.π. σελ. 68 επ.

⁷⁶ Στην Γερμανία αυτός είναι ένας τομέας τραπεζών, οι οποίες βοηθούν τους ιδιώτες αγοραστής και πωλητές καθώς και τις εταιρίες να βρίσκουν και να πραγματοποιούν τέτοιες συναλλαγές. Η λέξη «παρέμβαση, ανάμειξη, μεσολάβηση» είναι τόσο ευρεία ώστε να περιλαμβάνει τέτοια βοήθεια και παροχή συμβουλών έστω κι αν η τράπεζα δεν ενεργεί ως νομικός μεσάζοντας στην επιχειρηματική προμήθεια. Κατά συνέπεια αυτής της μορφής block trading δεν μπορεί να εξαιρεθεί παρά μόνο αν διενεργείται αποκλειστικά μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, βλ. και I. Χρυσοβιτισιώτης-Ι. Σταυρακόπουλος, ό.π.

- διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων για ίδιο λογαριασμό από τους βασικούς διαπραγματευτές (διαμόρφωση των συνθηκών αγοράς- market making),
- συναλλαγές που διενεργούνται για λογαριασμό άλλων και τέλος
- σταθεροποίηση της τιμής των κινητών αξιών

Όσον αφορά τους δημιουργούς αγοράς (market-makers) ή εξουσιοδοτημένα όργανα που ενεργούν ως «αντισυμβαλλόμενοι» είναι φανερό ότι μπορούν να εκπληρώσουν το νόμιμο καθήκον τους μόνο αν τους επιτρέπεται να επεμβαίνουν χωρίς όμως ταυτόχρονα να παραβιάζουν την απαγόρευση για το insider dealing. Επιπλέον μόνο και μόνο από το γεγονός ότι οι χρηματιστές που διενεργούν αγοραπωλησίες κυρίως κατ' εντολή και για λογαριασμό των πελατών τους (stock brokers) κατέχοντας εμπιστευτική πληροφορία πράγματι διεξάγουν την εντεταλμένη αγοραπωλησία δεν μπορεί να συναχθεί ότι αυτοί πραγματοποιούν συναλλαγές με βάση εμπιστευτικές πληροφορίες, δηλαδή ότι διαπράττουν το αδίκημα του insider dealing⁷⁷.

To market-making

Οι stock-brokers

Τέλος η σταθεροποίηση της τιμής των νέων μετοχών ή των άλλων διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών σε δευτερογενή δημόσια προσφορά (Kurspflege) δεν αποτελεί ως εκ τούτου insider dealing. Είναι άλλο ζήτημα υπό ποιες συνθήκες επιτρέπεται η σταθεροποίηση από το σχετικό δίκαιο. Σ' αυτό το ερώτημα δίνεται για παράδειγμα πολύ διαφορετική απάντηση στην Γερμανία όπου δεν ρυθμίζεται νομοθετικά η σταθεροποίηση και θεωρείται νόμιμη όταν δε γίνεται με δόλο και καταχρηστικά και στις Η.Π.Α. όπου οι περισσότερες μορφές σταθεροποίησης των τιμών χαρακτηρίζονται ως παράνομη χειραγώγηση των τιμών. Η Οδηγία διακρίνει επίσης μεταξύ συναλλαγών που απαγορεύονται α) από κοινού στους πρωτεύοντες και δευτερεύοντες κατόχους και β) αποκλειστικά στους πρωτεύοντες κατόχους.

Η σταθεροποίηση της τιμής νέων κινητών αξιών ή άλλων σε δευτερογενή δημόσια προσφορά

3.5.3.2. Απαγορευμένες δραστηριότητες από κοινού για πρωτεύοντες και δευτερεύοντες κατόχους

Το άρθρο 2 της Οδηγίας απαγορεύει σ' έναν πρωτεύοντα κάτοχο που «κατέχει μια εμπιστευτική πληροφορία να εκμεταλλευτεί αυτήν την πληροφορία έχοντας πλήρη γνώση των γεγονότων («εν γνώσει του») αποκτώντας ή διαθέτοντας για δικό του λογαριασμό ή για λογαριασμό ενός τρίτου προσώπου, είτε άμεσα είτε έμμεσα, διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες του εκδότη ή των εκδοτών με τους οποίους σχετίζεται αυτή η πληροφορία⁷⁸». Το άρθρο 4 επεκτείνει αυτή την απαγόρευση στους

Η απαγορευμένη δραστηριότητα του άρθρου 2

⁷⁷ Για μια ακόμη φορά η επαγγελματική δραστηριότητα του stock broker θα αποδυναμωνόταν εάν η αποκλειστική κατοχή μιας εμπιστευτικής πληροφορίας εμπόδιζε αυτούς τους χρηματιστές (stock brokers) να πραγματοποιήσουν την εντεταλμένη εργασία τους, βλ. Klaus J. Hopt, σελ. 69 επ.

⁷⁸ Ανάλογη ρύθμιση υπάρχει και στην νομοθεσία των ΗΠΑ, η οποία προβλέπει μεταξύ άλλων και την επιβολή διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Η απαγορευτική αυτή διάταξη εφαρμόζεται για παράδειγμα και σε έναν ερευνητή ο οποίος επειδή γνωρίζει εκ των προτέρων την αποτελεσματικότητα ενός φαρμάκου, αγοράζει την μετοχή της χορηγού φαρμακευτικής εταιρίας πριν από τη δημόσια γνωστοποίηση της αποτελεσματικότητας του φαρμάκου και γι' αυτό το λόγο ενδέχεται να παραβιάζει τις διατάξεις που αφορούν το insider trading. Σχετική είναι η περίπτωση ενός βοηθού Καθηγητή της Νευρολογίας στο Πανεπιστήμιο της Columbia, εναντίον του οποίου η SEC επέβαλε κυρώσεις. Ο νευρολόγος αυτός βοήθησε στη δημιουργία της μυστροφίνης, μιας νέας ουσίας που αναπτύχθηκε προκειμένου να καταπολεμηθεί η αρρώστια Lou Gehrig. Αγόρασε, λοιπόν, την μετοχή της Cephalon Inc έχοντας ως βάση τη γνώση που είχε αποκτήσει κατά τη διενέργεια εμπιστευτικών κλινικών ερευνών για την εταιρία το 1995. Στην αναφορά της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανέφερε ότι ο νευρολόγος είχε κερδίσει περισσότερα από \$ 26.000 παράνομα αγοράζοντας τη μετοχή της Cephalon λίγες βδομάδες μόλις πριν την ανακοίνωση από την εταιρία των θετικών επιδράσεων της φαρμακευτικής ουσίας, βλ. <http://www.upenn.edu/almanac/v44/n17/>

δευτερογενείς κατόχους. Η Οδηγία απαγορεύει τόσο την αγορά όσο και την πώληση των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων, οποιαδήποτε μορφή κι αν λάβει η συγκεκριμένη συναλλαγή, εφόσον το πρόσωπο που κατέχει μια εμπιστευτική πληροφορία μπορεί, στηριζόμενο στη φύση της κατεχόμενης πληροφορίας, να προβλέψει την άνοδο ή την πτώση της αξίας των μετοχών.

Η Οδηγία εφαρμόζεται σε κάθε αγορά ή πώληση χρεογράφων που αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης, έμμεσα ή άμεσα, στις χρηματιστηριακές αγορές, ανεξάρτητα αν τα χρεόγραφα είναι εισηγμένα ή διαπραγματεύσιμα σε μια παράλληλη αγορά όπως στην ανεπίσημη αγορά χρεογράφων της Γαλλίας (second marche). Η Οδηγία έχει εφαρμογή επίσης υπό ορισμένες προϋποθέσεις και σε εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές⁷⁹.

Προκειμένου να διαπραχθεί ένα αδίκημα σύμφωνα με όσα ορίζει η Οδηγία, η συναλλαγή θα πρέπει να εμπλέκει στους κόλπους της όχι μόνο την αγοραπωλησία χρεογράφων αλλά επίσης και τη χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας «με πλήρη γνώση των γεγονότων». Γίνεται, λοιπόν, φανερό ότι απαιτείται το στοιχείο του δόλου. Αυτό το κριτήριο δεν υπάρχει όμως σε όλα τα εθνικά δίκαια⁸⁰.

Η έννοια της χρήσης της πληροφορίας μπορεί επίσης να δημιουργήσει ερμηνευτικά προβλήματα. Από τη νομολογία γίνεται δεκτό ότι «δεν είναι απαραίτητο για τον κατηγορούμενο κάτοχο να έχει κάποιο κερδοσκοπικό σκοπό ή προσδοκία κέρδους προκειμένου να στοιχειοθετηθεί τα αδίκημα της κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφορίας». Αντίθετα το γαλλικό δίκαιο δέχεται ότι η επιδίωξη κέρδους από μια συναλλαγή αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης του σχετικού αδικήματος. Η οδηγία πρέπει να ακολουθήσει την ερμηνευτική εκδοχή της νομολογίας αν και το στοιχείο της πρόθεσης διαφαίνεται πολύ πιο έντονα απ' ό,τι στο γαλλικό δίκαιο. Οποιαδήποτε άλλη ερμηνεία θα περιόριζε υπέρμετρα τον σκοπό της Οδηγίας αφού η χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας με πλήρη γνώση των γεγονότων είναι ένα πιο γενικό κριτήριο από την επιδίωξη κέρδους.

Το επιχείρημα ενάντια στην άποψη ότι για την διάπραξη του αδικήματος απαιτείται η πρόθεση κέρδους του ένοχου- κατόχου από τη διενέργεια της συναλλαγής που σχετίζεται με την εμπιστευτική πληροφορία διατυπώνεται όλο και πιο έντονα. Η Οδηγία, ωστόσο, προϋποθέτει μόνο ότι η εμπιστευτική πληροφορία

Η επιρροή του κερδοσκοπικού σκοπού ή της προσδοκίας κέρδους του insider

traderisk. Html: "Are you at Risk for Insider Trading Liability?", Almanac, University of Pennsylvania, January 13, 1998, Volume 44, Number 17.

⁷⁹ Αυτή η παραδοχή των διατάξεων της Οδηγίας υπεβλήθη σε αξιοσημείωτες αλλαγές προτού καταστεί τελικό κείμενο. Η παράγραφος 2 του άρθρου 1 της αρχικής πρότασης της Επιτροπής ανέφερε ότι η απαγόρευση αγοράς και πώλησης δεν εφαρμόζεται «στην αγοραπωλησία χρεογράφων διαπραγματεύσιμων εκτός του χρηματιστηρίου χωρίς την παρέμβαση ενός επαγγελματία ενδιάμεσου». Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρότεινε μια τροποποίηση αυτής της διάταξης έτσι ώστε να τηρηθεί η ακόλουθη διατύπωση «υπό τον όρο ότι τα κράτη μέλη θα παραιτηθούν ειδικά από την απαγόρευση η διάταξη αυτή θα εφαρμοστεί και στις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές χωρίς την ανάμειξη ενός επαγγελματία ενδιάμεσου». Η Επιτροπή στη συνέχεια συνάδοντας με το πνεύμα της τροποποίησης άλλαξε την αρχική της πρόταση ως εξής: «Τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέψουν ότι η απαγόρευση... δεν θα εφαρμόζεται σε τέτοιου είδους διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα». Αυτή η διατύπωση διατηρήθηκε και στο τελικό κείμενο της Οδηγίας. Έτσι η αρχική απόκλιση από τη διάταξη αντιστράφηκε, εφόσον η Οδηγία όπως έχει σήμερα εφαρμόζεται στην αγοραπωλησία χρεογράφων εκτός χρηματιστηριακής αγοράς, χωρίς την παρέμβαση ενός ενδιάμεσου εκτός κι αν το κράτος μέλος προβλέπει διαφορετική ρύθμιση, βλ. παραπάνω υποσημ. υπ' αριθ. 70.

⁸⁰ Για παράδειγμα στο γαλλικό δίκαιο δεν περιλαμβάνεται ρύθμιση που να προβλέπει «ειδική πρόθεση για τη διάπραξη ενός αδικήματος». Παρόλο που αυτό αποτελεί έναν σημαντικό θεωρητικό προβληματισμό στην πράξη η επίδραση που ασκεί είναι περιορισμένη, βλ. Isabelle Pingel, ό.π. σελ. 14 επ.

Η εξαίρεση της παραγράφου 4 του άρθρου 2

που χρησιμοποιείται από έναν κάτοχο πρέπει να είναι ικανή να επηρεάσει αισθητά την τιμή του διαπραγματεύσιμου χρεογράφου ή των αμφισβητούμενων κινητών αξιών.

Στην παράγραφο 4 του άρθρου 2 η Οδηγία αναφέρει ότι οι απαγορεύσεις της αγοραπωλησίας διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών δεν ισχύουν για συναλλαγές που διεξήχθησαν από το κράτος, από την Κεντρική Τράπεζα ή από κάποιον που ενεργεί για λογαριασμό τους μέσα στα πλαίσια «της νομισματικής, συναλλαγματικής, η δημοσιονομικής πολιτικής». Αυτή η κλασσική ασφαλιστική δικλείδα που παρουσιάστηκε για πρώτη φορά στην τροποποιημένη πρόταση οδηγίας στοχεύει στη διασφάλιση του σεβασμού της οικονομικής κυριαρχίας των κρατών μελών.

3.5.3.3. Οι απαγορευμένες δραστηριότητες αποκλειστικά των πρωτεύοντων κατόχων

Η Οδηγία απαγορεύει κατ' αρχήν στους πρωτεύοντες κατόχους να γνωστοποιούν την εμπιστευτική πληροφορία σε ένα τρίτο πρόσωπο εκτός κι αν αυτή η γνωστοποίηση πραγματοποιείται κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους⁸¹. Η Επιτροπή υιοθέτησε μόνο ένα μικρό μέρος της προαναφερθείσας πρότασης της τροποποιημένης πρότασης οδηγίας, υποστηρίζοντας ότι η γνωστοποίηση μιας πληροφορίας από έναν κάτοχο επιτρέπεται κατά την άσκηση του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του –όπως ήδη αναφέρεται στην πρόταση οδηγίας- αλλά επίσης και κατά την άσκηση της εργασίας του, όπως άλλωστε προτεινόταν από το Κοινοβούλιο. Όμως η Επιτροπή δεν θεώρησε ότι η «έγκριση» αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση της γνωστοποίησης μιας πληροφορίας. Η διάταξη παρέμεινε κατά βάση αμετάβλητη, συνάδοντας προς το περιεχόμενο της αρχικής πρότασης οδηγίας.

Οι αποκλίσεις και οι διαφοροποιήσεις του περιεχομένου της Οδηγίας από τις αρχικές προτάσεις

Η Οδηγία απαγορεύει περαιτέρω στους πρωτεύοντες κατόχους να απευθύνουν προτάσεις αγοράς ή πώλησης διαπραγματεύσιμων χρεογράφων με βάση εσωτερικές πληροφορίες σε τρίτα πρόσωπα και θέτει αυστηρούς περιορισμούς στις απαγορεύσεις που αφορούν τη γνωστοποίηση της πληροφορίας και την πρόταση απόκτησης ή διάθεσης διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών από πρωτεύοντες κατόχους. Η πρόταση οδηγίας πρότεινε μια διαφορετική προσέγγιση υποβάλλοντας και τους δευτερογενείς κατόχους στους ίδιους περιορισμούς. Η ίδια όμως αυτή πρόταση περιόριζε αυτήν την τελευταία κατηγορία έτσι ώστε να περιλαμβάνονται σ' αυτή μόνο πρόσωπα που έχουν αποκτήσει την εμπιστευτική πληροφορία άμεσα από ένα πρόσωπο που κατέχει αυτή την πληροφορία λόγω της άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του. Παρόλο που το τελικό κείμενο της οδηγίας υιοθετεί έναν πιο διευρυμένο ορισμό των δευτερευόντων κατόχων απ' αυτόν της πρότασης οδηγίας, απαγορεύει μόνο την εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας που έχουν στην κατοχή τους. Σ' αυτό το σημείο η Οδηγία φαίνεται να είναι λιγότερο αυστηρή από τις προτάσεις της Επιτροπής.

Όμως το άρθρο 6 της Οδηγίας ορίζει ειδικότερα ότι τα κράτη μέλη έχουν τη δυνατότητα να επεκτείνουν και στους δευτερογενείς κατόχους τις απαγορεύσεις

⁸¹ Στην γνωμοδότησή της για την πρόταση οδηγίας η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή σημείωσε ότι ο σκοπός αυτής της διάταξης είναι «δυσεφάριστος, αφού δεν είναι πάντοτε ξεκάθαρο ποια εμπιστευτική πληροφορία γνωστοποιείται σ' ένα τρίτο πρόσωπο κατά τη συνήθη άσκηση του επαγγέλματος του κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας και ποια όχι». Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εκτίμησε ότι αυτή η διάταξη είναι αρκετά εκτενής και πρότεινε μια τροποποίηση σύμφωνα με την οποία η γνωστοποίηση μιας εμπιστευτικής πληροφορίας από τον πρωτεύοντα κάτοχο θα υπόκειται σε απαγόρευση «εκτός κι αν μια τέτοιου είδους γνωστοποίηση λαμβάνει χώρα κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας του, του επαγγέλματός του ή των καθηκόντων του», ό.π. υποσημ. υπ' αριθ. 70.

σχετικά με την γνωστοποίηση της πληροφορίας και τις προτάσεις αγοράς ή πώλησης κινητών αξιών που απευθύνονται από τους πρωτεύοντες κατόχους σε τρίτους. Αυτή η διάταξη θα μπορούσε να οδηγήσει σε διαφοροποιήσεις μεταξύ των εθνικών δικαίων ανάλογα με το αν τα κράτη μέλη αποφασίσουν να υιοθετήσουν πιο αυστηρά μέτρα για την τιμωρία της γνωστοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας από τους δευτερογενείς κατόχους. Παρέχει επιπλέον τη δυνατότητα στα κράτη μέλη να τροποποιήσουν την νομοθεσία τους όπου υπάρχει νομοθετικό κενό αναφορικά με τη συμμετοχή στη διαπραγμάτευση εισηγμένων στην χρηματιστηριακή αγορά χρεογράφων βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading).

3.6. Ο έλεγχος του insider trading (εποπτικές αρχές- κατασταλτικά και προληπτικά μέτρα)

3.6.1. Εισαγωγικά στοιχεία

Η Οδηγία δεν απαγόρευε άμεσα το insider dealing αλλά απευθυνόταν στα κράτη μέλη και απαιτούσε τη μετατροπή της σε εθνικό δίκαιο μέχρι την 1 Ιουνίου 1992. Αυτό αποτελούσε ένα επαρκές και γενναιόδωρο χρονικό διάστημα ακόμη και για τα κράτη μέλη που έπρεπε να ξεκινήσουν από το μηδέν. Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 90 μόνο η Γερμανία και το Λουξεμβούργο δεν είχαν μια νομικά δεσμευτική ρύθμιση για το insider trading, παρόλο που και οι δυο αυτές χώρες είχαν αυτορρυθμιζόμενα συστήματα (self-regulation) αντιμετώπισης αυτού του ζητήματος⁸².

Οι χώρες πρωτοπόροι στην νομοθετική ρύθμιση του insider trading είναι η Γαλλία που έχει ψηφίσει έναν ποινικό νόμο από το 1970 ο οποίος τροποποιήθηκε τον Αύγουστο του 1989 και η μεγάλη Βρετανία η οποία εφαρμόζει από το 1980 έναν ποινικό νόμο ο οποίος αποτελεί μέρος της Company Securities (Insider Dealing) Act 1985 η οποία αντικαταστάθηκε από την Financial Services Act 1986. Τα περισσότερα άλλα κράτη μέλη έχουν ψηφίσει ανάλογα νομοθετικά κείμενα του ποινικού δικαίου, για παράδειγμα το Βέλγιο από τον Μάρτιο του 1989, η Ολλανδία από τον Φεβρουάριο του 1989, η Δανία από το 1986, η Ελλάδα από τον Σεπτέμβριο του 1988, η Ισπανία από τον Αύγουστο του 1988 καθώς και η Πορτογαλία. Η Ελβετία έχει επίσης εισάγει στον Ποινικό της Κώδικα το άρθρο 161 (έχει τεθεί σε εφαρμογή από τον Ιούλιο του 1988) η υιοθέτηση του οποίου επισπεύσθηκε σε μεγάλο βαθμό από τις Η.Π.Α, οι οποίες θεώρησαν ότι αυτή η ρύθμιση αποτελεί απαραίτητο στοιχείο για την προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των δύο αυτών χωρών.

Η εναρμόνιση των νομοθεσιών αποτελεί στην ουσία έναν συμβιβασμό μεταξύ χωρών που διαθέτουν αυστηρό νομοθετικό σύστημα και χωρών με λιγότερο αυστηρό ή ανύπαρκτο θετικό δίκαιο. Συνήθως τα κράτη μέλη με αυστηρές διατάξεις έχουν τη δυνατότητα να τις διατηρήσουν (κατ' ακριβολογία: όλα τα κράτη μέλη μπορούν να υιοθετήσουν αυστηρότερες διατάξεις) υπό τον όρο ότι αυτοί οι κανόνες δεν αντιστρατεύονται τις κατοχυρωμένες από τη Συνθήκη ελευθερίες καθώς και το διασυνοριακό εμπόριο. Σε γενικές γραμμές τα κράτη μέλη κάνουν χρήση αυτής της επιλογής. Μερικές φορές όμως ο ίδιος ο διεθνής ανταγωνισμός δεν επιτρέπει την διατήρηση σε ισχύ αυστηρότερων κανόνων. Συνήθως κατά την ενσωμάτωση του κοινοτικού παραγώγου δικαίου στην εμπιστευτική έννομη τάξη των κρατών μελών, οι χώρες που προβλέπουν αυστηρότερες διατάξεις για το ρυθμιζόμενο ζήτημα τις διατηρούν σε ισχύ, έστω κι αν πολύ συχνά διατυπώνεται το επιχείρημα ότι η

Η ποινική αντιμετώπιση του insider trading από τα κοινοτικά νομοθετικά κείμενα

Η σύγκρουση μεταξύ αυστηρών και ελαστικών νομοθετικών συστημάτων

⁸² Στο Λουξεμβούργο υπήρχε μια σχετική διάταξη στον κανονισμό του Χρηματιστηρίου ενώ η Γερμανία είχε θεσπίσει προαιρετικού χαρακτήρα κατευθυντήριες αρχές.

αυστηρότερη ρύθμιση του insider trading θα αυξήσει τον διεθνή ανταγωνισμό μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών και των κέντρων όπου εδρεύουν και αναπτύσσουν δραστηριότητα οι υπεράκτιες (off-shore) εταιρίες⁸³.

Το άρθρο 6 της Οδηγίας κινείται στο ίδιο πνεύμα και επιτρέπει στα κράτη μέλη να υιοθετούν πιο αυστηρές διατάξεις, υπό την προϋπόθεση ότι έχουν γενική εφαρμογή. Το άρθρο 6 συνεχίζει, όπως άλλωστε προαναφέραμε, κάνοντας λόγο ειδικότερα για την δυνατότητα επέκτασης του σκοπού της απαγόρευσης του άρθρου 2 και την επέκταση της απαγόρευσης του άρθρου 3 και στους δευτερεύοντες κατόχους.

3.6.2. Η οργάνωση και η δραστηριότητα των εποπτικών αρχών

Η Οδηγία δεν έχει προβλέψει τη δημιουργία ενός σώματος της Ευρωπαϊκής Κοινότητας υπεύθυνο για την τήρηση των διατάξεων του insider trading, επιτρέποντας έτσι σε κάθε κράτος μέλος να ορίσει την αρμόδια διοικητική αρχή ή αρχές. Η Οδηγία, όμως, αναφέρει ότι προκειμένου να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους αυτά τα σώματα «πρέπει να διαθέτουν όλες τις εποπτικές, ελεγκτικές και ανακριτικές εξουσίες που είναι απαραίτητες για την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους». Για να πραγματοποιήσουν το καθήκον τους με τη μέγιστη αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα, οι αρχές πρέπει να εμφορούνται με ευρείες ελεγκτικές εξουσίες, έτσι ώστε να «μπορούν να ανακαλύπτουν την πραγματική ταυτότητα των μετόχων-πελατών των χρηματιστηριακών εταιρειών, ακόμα κι όταν χρησιμοποιούνται οικονομικοί ενδιάμεσοι».

Η αρμοδιότητα των εποπτικών διοικητικών αρχών των κρατών μελών

Προκειμένου να διευκολυνθεί η εναρμονισμένη εφαρμογή των διατάξεων της, η Οδηγία διευρύνει τις εξουσίες της Ομάδας Επαφής (Contact Committee) η οποία ιδρύθηκε με το άρθρο 20 της Οδηγίας 79/279/ΕΟΚ για τον συντονισμό των συνθηκών εισδοχής χρεογράφων για διαπραγμάτευση σε επίσημες χρηματιστηριακές αγορές. Οι εξουσίες της Ομάδας αυτής συνίστανται στην τακτική παροχή συμβουλών για κάθε πρακτικό πρόβλημα το οποίο πηγάζει από την εφαρμογή της Οδηγίας για το insider trading καθώς και στην ενημέρωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για κάθε προσθήκη ή τροποποίηση της Οδηγίας. Όπως άλλωστε υποστήριξε και η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή στη γνωμοδότησή της αναφορικά με την πρόταση οδηγίας, η επέκταση των εξουσιών της Ομάδας Επαφής (Contact Committee) σε συνδυασμό με το καθήκον συνεργασίας των εθνικών κανονιστικών αρχών έχουν καταστήσει περιττή και άσκοπη την ίδρυση μιας υπερεθνικής κανονιστικής αρχής. Τέλος, με την απουσία πρόβλεψης μεταφοράς κανονιστικών εξουσιών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, η Οδηγία απέτρεψε την άσκηση πίεσης στα κράτη μέλη που δεν επιθυμούσαν μείωση της εθνικής τους κυριαρχίας.

Οι εξουσίες της Contact Committee

3.6.3. Η λήψη προληπτικών μέτρων για την αντιμετώπιση του insider trading

Η Επιτροπή στην παράγραφο 1 του άρθρου 7 της αρχικής της πρότασης δήλωνε ότι «εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά ενός ή περισσότερων κρατών μελών ή αποτελούν αντικείμενο συναλλαγής και αγοραπωλησίας σε ένα άλλο χρηματιστήριο θα πρέπει αμέσως να ενημερώνουν το κοινό σε εκείνο ή εκείνα αντίστοιχα κράτη μέλη για κάθε ενέργεια ή απόφαση που ενδέχεται να έχει ουσιώδη αντίκτυπο στην τιμή αυτών των

Η ρύθμιση των παραγράφων 1 και 2 της αρχικής πρότασης οδηγίας της Επιτροπής

⁸³ Σε κάθε περίπτωση πάντως η προσέλκυση των επενδύσεων σε ένα επιχειρηματικό κέντρο οικονομικών δραστηριοτήτων δεν θα πρέπει να βασίζεται στην έλλειψη κανόνων δικαίου για το insider trading αλλά στην ποιότητα και τις τιμές των παρεχόμενων οικονομικών υπηρεσιών.

διαπραγματεύσιμων χρεογράφων». Η παράγραφος 2 του άρθρου 7 αποτελώντας εξαίρεση σ' αυτή τη διάταξη προέβλεπε ότι «όταν ένας εκδότης δεν μπορεί να ενημερώσει αμέσως το κοινό για την ενέργεια ή την απόφαση που περιγράφεται στην παράγραφο 1 επειδή η δημοσίευση θα μπορούσε να καταστεί βλαπτική για τα έννομα συμφέροντά του, πρέπει αμέσως να ενημερωθεί η αρμόδια αρχή η οποία έχει την δυνατότητα να τον απαλλάξει από την υποχρέωση της παραγράφου 1». Αυτή η διάταξη παρέμεινε αμετάβλητη στην τροποποιημένη πρόταση οδηγίας καθώς και κατά τις δύο συνεδριάσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Όμως, η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή στη γνωμοδότησή της για την πρόταση οδηγίας, επέμεινε στην ανάγκη τροποποίησης της διατύπωσης του άρθρου 7 και τόνισε ότι η υποχρέωση άμεσης κοινοποίησης κάθε ενέργειας ικανής να αποτελέσει εμπιστευτική πληροφορία «προχωράει βήματα πιο πέρα από την οδηγία 79/279/ΕΟΚ της 5^{ης} Μαρτίου 1979 για τη διαδικασία εισαγωγής χρεογράφων στο χρηματιστήριο αξιών». Πρότεινε αντίθετα να επαναδιατυπωθεί το άρθρο έτσι ώστε να δημιουργηθεί ένα πιο ικανοποιητικό κείμενο αναφορικά με το σημείο 5(α) του σχεδίου Γ της οδηγίας 79/279/ΕΟΚ της 5^{ης} Μαρτίου 1979. Η οδηγία έλαβε υπόψη της την πρόταση και έδωσε στο σημείο 5(α) του σχεδίου Γ το ακόλουθο περιεχόμενο: «η εταιρεία οφείλει να ενημερώνει το κοινό όσο το δυνατόν πιο έγκαιρα για οποιεσδήποτε σημαντικές νέες εξελίξεις στη σφαίρα της δραστηριότητάς της που δεν είναι προσιτές στη γνώση του ευρύ κοινού και οι οποίες είναι πιθανό λόγω της επίδρασής τους στα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό) και στο παθητικό ή την οικονομική κατάσταση ή τη γενική επιχειρηματική πολιτική της εταιρείας να οδηγήσουν σε αξιοσημείωτες διακυμάνσεις της τιμής των μετοχών».

Η
τροποποίηση
της
διατύπωσης
του άρθρου 7
από την
ΟΚΕ

Η Οδηγία επεκτείνει την υποχρέωση που επιβάλλεται από την οδηγία της 5^{ης} Μαρτίου 1979 μόνο στις εισηγμένες εταιρίες και στους εκδότες των οποίων τα χρεόγραφα είναι εισηγμένα και αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε ανεπίσημες χρηματιστηριακές αγορές, όπως η «Mercato Ristretto» στην Ιταλία, ή η «Unlisted Securities Market» στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η Οδηγία έχει επίσης ενσωματώσει στο κείμενό της και το περιεχόμενο του Σχεδίου Γ της διάταξης σύμφωνα με την οποία οι αρμόδιες αρχές απαλλάσσουν μια εταιρεία απ' αυτή την υποχρέωση όταν «η δημοσίευση ενδέχεται να έχει βλαπτική επενέργεια στα έννομα συμφέροντα της εταιρείας».

Σύμφωνα με την Επιτροπή η υποχρέωση δημοσίευσης πληροφορίας είναι «το καλύτερο μέσο για την αποτροπή του insider trading». Αυτή η υποχρέωση, η οποία περιέχεται στην Οδηγία του 1989 εντοπίζεται επίσης και στην 13^η πρόταση οδηγίας για τις εξαγορές και άλλες γενικότερα προσφορές, η οποία απαιτεί από τον προσφέροντα από τη στιγμή που λαμβάνει την απόφαση να προβεί σε προσφορά να ενημερώνει την αρμόδια αρχή και την εταιρεία στόχου και να γνωστοποιεί την απόφασή του στο κοινό μέσω του τύπου.

3.6.4. Το καθεστώς των επιβληθεισών κυρώσεων

Όπως συνήθως συμβαίνει στην περίπτωση εναρμόνισης των νομοθετικών κειμένων των κρατών μελών η επιβολή των κυρώσεων και η εκτέλεση παραμένουν στην αρμοδιότητα των κρατών μελών. Είναι αληθοφανές ότι οι διατάξεις ενός ευρείας έκτασης ουσιαστικού νόμου οι οποίες προβλέπουν λιγότερο αυστηρές κυρώσεις εφαρμόζονται με μεγαλύτερη ευκολία και έχουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα από λιγότερο «φιλόδοξες» διατάξεις που επιβάλλουν πιο αυστηρές κυρώσεις. Αυτό ισχύει όχι μόνο για την εναρμόνιση σε γενικές γραμμές του

Ο
καθορισμός
των
κυρώσεων
από τα
κράτη μέλη

ευρωπαϊκού δικαίου αλλά και για την εναρμόνιση ειδικότερα των διατάξεων που αφορούν το insider dealing.

Η πρώτη πρόταση του άρθρου 13 της Οδηγίας ακολουθεί το παραδοσιακό πρότυπο αφήνοντας στην αρμοδιότητα των κρατών μελών τον καθορισμό των κυρώσεων που επιβάλλονται σε περίπτωση παραβίασης των μέτρων που έχουν ληφθεί σύμφωνα με τις επιταγές της Οδηγίας.

Το πραγματικό πρόβλημα δεν εστιάζεται στην επιλογή των ποινικών ή αστικών κυρώσεων αλλά στην εγγύηση ότι κάθε κράτος μέλος επιβάλλει κυρώσεις που έχουν αποτελεσματικότητα. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σκέφτηκε πολύ ορθά σ' αυτό το ζήτημα. Χρησιμοποιώντας ως θεμέλιό της την έκθεση της Επιτροπής για το Δίκαιο και τα Αστικά Δικαιώματα η έκθεση Hoop έκρινε ότι η πρόταση της Επιτροπής ήταν ανεπαρκής σ' αυτό το σημείο και απαίτησε όχι μόνο την πρόβλεψη αστικής φύσεως κυρώσεων αλλά και την εναρμόνισή τους. Η Επιτροπή αν και ακολούθησε μια άλλη τροποποιημένη πρόταση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, αρνήθηκε να κάνει το ίδιο και σ' αυτή την περίπτωση από φόβο πρόκλησης πολιτικών και νομικών προβλημάτων. Προσέθεσε όμως μια δεύτερη πρόταση σύμφωνα με την οποία οι κυρώσεις θα πρέπει να έχουν τέτοιο αποτρεπτικό χαρακτήρα που να μην δικαιολογείται η εποπτεία εφαρμογής των διατάξεων. Το Συμβούλιο δεν ακολούθησε την ίδια διατύπωση γιατί θεώρησε ότι ακόμη και η πιο αυστηρή κύρωση δεν είναι ικανή να εγγυηθεί απόλυτα την επιτήρηση εφαρμογής του κανόνα. Αλλά η κύρια σημασία της δεύτερης πρότασης έτσι όπως είναι διατυπωμένη σήμερα είναι παρόμοια, π.χ. οι κυρώσεις θα πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να συνάδουν με αυτά τα μέτρα.

Δεν είναι αυτό το κατάλληλο σημείο για να ερευνήσουμε τι φύσεως κυρώσεις (αστικής ή ποινικής) είναι προτιμότερο να επιλέξουν τα κράτη μέλη. Το γεγονός ότι τα περισσότερα απ' αυτά έχουν ήδη θετικό ποινικό δίκαιο και ότι το κείμενο της Οδηγίας, αν και μη εξαντλητικό, προτείνει την επιβολή κυρώσεων μας οδηγεί στο δικαιολογημένο συμπέρασμα ότι τα εναπομείναντα κράτη μέλη, δηλαδή η Γερμανία και το Λουξεμβούργο που δεν είχαν θεσπίσει μέχρι το 1990 ένα δεσμευτικό νομοθετικό κείμενο στον τομέα της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών θα προέβαιναν σύντομα σ' αυτή τη ρύθμιση- αν και για τη Γερμανία δεν ήταν αρχικά απόλυτα βέβαιο. Σε μερικούς γερμανικούς κύκλους θεωρητικών υπήρχε διάχυτη η ιδέα της διατήρησης του συστήματος της εφαρμογής των γερμανικών κατευθυντήριων αρχών που σχετίζονται με το insider trading τουλάχιστον στους τομείς των κυρώσεων και της εκτέλεσης των διατάξεων της Οδηγίας. Μια όμως πιο προσεκτική ματιά αποδεικνύει ότι κάτι τέτοιο δεν θα συμβιβαζόταν με τις επιταγές της Οδηγίας. Μια απλή απώλεια κέρδους κατά την εφαρμογή της S 4 των Κατευθυντήριων Αρχών, όπως ίσχυε μετά την τροποποίηση του 1976 δεν συνιστούσε επαρκή κύρωση αφού δεν ήταν καθόλου αποτρεπτική για κάποιον που χάνει λιγότερα απ' αυτά που κερδίζει, αν τελικά συλληφθεί. Η τροποποίηση του 1988 προσέθεσε επιπλέον ότι η εταιρεία υποχρεούται να λάβει αποτελεσματικά κατασταλτικά μέτρα εναντίον του κατόχου, χωρίς όμως να προτείνει κάποια ιδιαίτερα πρακτική λύση.

Από την άλλη μεριά δεν θα πρέπει να παραβλέψουμε και την νομοθετική πρακτική άλλων κρατών μελών που έχουν θεσπίσει διάφορες αυτορρυθμιζόμενες ποινικές κυρώσεις για τη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών, οι οποίες όμως, όπως άλλωστε έχει αποδείξει και η διεθνής εμπειρία, κρίνονται ανεπαρκείς. Μερικές φορές ο συνδυασμός του αστικού και το διοικητικού δικαίου με τις πειθαρχικές και αυτορρυθμιζόμενες ποινές μπορεί να αποβεί πολύ αποτελεσματικός. Στο άρθρο 11 της αρχικής πρότασης της Επιτροπής αναφερόταν ότι «τα κράτη μέλη θα πρέπει να

Η προβληματική της αποτελεσματικότητας των αστικών ή ποινικών κυρώσεων

Οι Κατευθυντήριες Αρχές μη δεσμευτικού χαρακτήρα της γερμανικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας

Το περιεχόμενο του άρθρου 11 της αρχικής πρότασης οδηγίας και η γνωμοδότηση της ΟΚΕ

καθορίσουν τις κυρώσεις που θα επιβάλλονται σε κάθε περίπτωση παραβίασης των μέτρων που προβλέπονται και εφαρμόζονται σύμφωνα με τις επιταγές αυτής της Οδηγίας». Η πρόταση, λοιπόν, υπήγαγε τη δυνατότητα επιλογής των κυρώσεων στην διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών.

Η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή έδωσε έμφαση στην ανάγκη υιοθέτησης ανάλογων μέτρων στα διάφορα κράτη μέλη και επεσήμανε ότι η Επιτροπή θα πρέπει να χρησιμοποιήσει την επιρροή της για να προκαλέσει την επιβολή ισοδύναμων κυρώσεων.

Αναλόγως, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο υιοθέτησε κατά την πρώτη ανάγνωση μια τροποποίηση σύμφωνα με την οποία «η Επιτροπή θα πρέπει να δρομολογήσει προτάσεις για την εναρμόνιση των επιβαλλόμενων κυρώσεων σε κάθε κράτος μέλος». Επίσης πρότεινε την δημιουργία μιας διάταξης η οποία θα προβλέπει την καταβολή αποζημίωσης από εκείνα τα πρόσωπα που κερδίζουν από την εκμετάλλευση μιας εμπιστευτικής πληροφορίας σε εκείνα που μπορούν να αποδείξουν ότι έχουν υποστεί ζημία λόγω αυτής της εκμετάλλευσης.

Η πρόταση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου

Η Επιτροπή έλαβε γνώση αυτών των προτάσεων και παρόλο που δεν τις υιοθέτησε απόλυτα επεσήμανε στο άρθρο 11 της τροποποιημένης πρότασης οδηγίας ότι οι κυρώσεις «θα πρέπει να είναι επαρκώς αποτρεπτικές» ώστε να εξασφαλίζεται ο σεβασμός των διατάξεων της οδηγίας. Το Συμβούλιο απέρριψε αυτή την τροποποιημένη διατύπωση υποστηρίζοντας ότι «ανεξάρτητα από τη βαρύτητα των κυρώσεων δεν θα μπορούσε ποτέ να εξασφαλιστεί απόλυτη συμβατότητα με τα προβλεπόμενα σύμφωνα με τους όρους που θέτει η οδηγία μέτρα». Τελικά, το τελικό κείμενο της Οδηγίας υπογραμμίζει σε γενικές γραμμές ότι οι κυρώσεις πρέπει να είναι επαρκείς προκειμένου να προάγεται η συμβατότητα με τα προβλεπόμενα μέτρα που αναφέρονται στην Οδηγία.

Η οριστική διατύπωση του άρθρου 11 της Οδηγίας

Δεν ήταν δυνατόν η Οδηγία να απαιτήσει να τιμωρείται το insider trading σαν ένα ποινικό αδίκημα, αφού η Ευρωπαϊκή Κοινότητα δεν έχει δικαιοδοσία σ' αυτόν τον τομέα.

3.6.5. Ο διεθνής χαρακτήρας του insider trading και η διασυνοριακή συνεργασία για την καταπολέμησή του

Η Οδηγία δεν ρυθμίζει μόνο ζητήματα διεθνούς δικονομικού δικαίου αλλά και ιδιωτικού διεθνούς. Σύμφωνα με το άρθρο 5(1) κάθε κράτος μέλος πρέπει να εφαρμόζει τις διατάξεις για το insider dealing και για τους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών των άρθρων 2 και 4 τουλάχιστον σε πράξεις που λαμβάνουν χώρα μέσα στο έδαφός του στο βαθμό που τα σχετικά διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στην αγορά ενός κράτους μέλους. Αυτό οδηγεί στην προστασία όχι μόνο των χρηματιστηριακών αγορών του κράτους μέλους αλλά και των χρηματιστηρίων και κεφαλαιαγορών όλης της Κοινότητας. Ο Γερμανός μέτοχος που δίνει για παράδειγμα μια εντολή σε μια γαλλική τράπεζα να διενεργήσει μια αγοραπωλησία των μετοχών μιας εταιρείας η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Λονδίνου εκμεταλλευόμενος μια εμπιστευτική πληροφορία, θα παραβιάσει όχι μόνο το αγγλικό δίκαιο αλλά επίσης το δίκαιο της χώρας όπου βρίσκεται η αγορά και το χρήζον προστασίας επενδυτικό κοινό. Επιπλέον το γερμανικό και το γαλλικό δίκαιο που σχετίζεται με το insider trading θα πρέπει να επιβάλλουν κατασταλτικά μέτρα και ποινικές κυρώσεις αν οι πράξεις διενεργούνται και σε γερμανικό και σε γαλλικό έδαφος σε περίπτωση για παράδειγμα που ο Γερμανός συζητήσει για τη συναλλαγή με τη γαλλική τράπεζα που εδρεύει στην Γερμανία και οριστικοποιήσει την εντολή στη Γαλλία.

Τα όρια της εδαφικής επικράτειας-καθοριστικός παράγοντας για την επιβολή κυρώσεων

Παράδειγμα

Η αποδοχή και εφαρμογή του κριτηρίου του τόπου τέλεσης των πράξεων και όχι εκείνου της κατοικίας του κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας, η οποία προκρινόταν από πολλά σχέδια οδηγιών είναι προτιμότερη λύση γιατί σε αντίθετη περίπτωση θα εξαιρούνταν από το πεδίο εφαρμογής αλλοδαποί που δεν έχουν την κατοικία τους στο έδαφος της Κοινότητας. Ο νέος κανόνας της Οδηγίας προχωράει πιο πέρα από τη λύση που προτεινόταν στο σχέδιο αφού οδηγεί σε περισσότερες εμπλεκόμενες δικαιοδοσίες απ' ότι η αποκλειστική δικαιοδοσία της κατοικίας. Δράση αναλαμβάνεται στο έδαφος ενός κράτους μέλους σε κάθε περίπτωση που η ποινικά κολάσιμη πράξη της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών λαμβάνει χώρα σε μια επίσημη αγορά που λειτουργεί μέσα σ' αυτήν την επικράτεια.

Σύγκριση του κριτηρίου του τόπου τέλεσης των πράξεων και της δικαιοδοσίας της κατοικίας του κατόχου

Όσον αφορά τις παραδοσιακές χρηματιστηριακές αγορές οι οποίες βρίσκονται σε μια εμφανή φυσική τοποθεσία αυτό είναι αυταπόδεικτο.

Όμως, όπως πολύ σωστά προαναφέρθηκε, η έννοια του χρηματιστηρίου εμφανίζεται τα τελευταία χρόνια λίγο συγκεχυμένη και ίσως καταστεί δύσκολη η εύρεση της πραγματικής τοποθεσίας της αγοράς. Η Οδηγία σωστά εστιάζει το ενδιαφέρον της στο έδαφος διαπραγμάτευσης των χρεογράφων και λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς. Όμως δεν πρέπει να εξαπατόμαστε: οι σύγχρονες χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν με τη χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών είναι δυνατόν να έχουν περισσότερους από έναν τόπους λειτουργίας με αποτέλεσμα να υπάρχουν περισσότερες από μία νόμιμες δικαιοδοσίες.

Η σύγχρονη μορφή της χρηματιστηριακής αγοράς

Στην αρχική όσο και στην τροποποιημένη πρόταση οδηγίας υπήρχε ακόμη η διάταξη που προέβλεπε ότι καθοριστικό ρόλο στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς παίζει η κατοικία του αντισυμβαλλόμενου επαγγελματία κατόχου. Αυτή η διάταξη η οποία εμπνεύστηκε από τις διατάξεις για την προστασία του καταναλωτικού κοινού δεν περιλήφθηκε στο τελικό κείμενο της οδηγίας.

Στον τομέα του διεθνούς δικαίου το άρθρο 11 κάνει σαφές ότι η Κοινότητα μπορεί τηρώντας τις διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης να καταρτίζει συμφωνίες σχετικές με το φαινόμενο της καταπολέμησης της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών με χώρες μη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό δηλώνει απερίφραστα ότι τα κράτη μέλη δεν αμφισβητούν την αρμοδιότητα της Ευρωπαϊκής Κοινότητας σ' αυτόν τον τομέα ενώ η ίδια η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει με τη σειρά της αναγνωρίσει την αρμοδιότητα των κρατών μελών να συνάπτουν τέτοιες συμφωνίες μέχρι την ενεργοποίηση της αρμοδιότητας της κατάρτισης τέτοιων συμφωνιών από την ίδια υπό τον όρο όμως ότι δεν καταστρατηγούνται οι διατάξεις της Οδηγίας και δεν παρακωλύεται η ανάπτυξη του κοινοτικού δικαίου. Η αλήθεια είναι ότι η σύναψη τέτοιων διμερών ή πολυμερών συμφωνιών θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική για τα ζητήματα της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών από πρόσωπα που είναι κάτοχοι αυτών των πληροφοριών.

Η κατανομή της αρμοδιότητας μεταξύ των κρατών μελών σε περιπτώσεις όπου υπάρχει κάποιο στοιχείο αλλοδαπότητας αντιμετωπίζεται μόνο μερικώς από την Οδηγία. Η πρόταση της Επιτροπής επέβαλε στα κράτη μέλη την υποχρέωση να τιμωρούν κάθε πρόσωπο που εκμεταλλεύόμενο εμπιστευτική πληροφορία αγοράζει ή πουλά διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα στο έδαφός τους και να απαγορεύουν σε κάθε κάτοικο της επικράτειάς τους να δημοσιεύει μια τέτοια εμπιστευτική πληροφορία. Το Συμβούλιο αποδυνάμωσε αυτή την υποχρέωση στην κοινή θέση του της 20¹⁵ Ιουλίου 1989 υποχρεώνοντας κάθε κράτος μέλος να εφαρμόζει τις απαγορεύσεις που περιέχονται στην Οδηγία «τουλάχιστον για πράξεις που λαμβάνουν χώρα μέσα στα όρια της επικράτειάς του». Κατά τη δεύτερη ανάγνωση της πρότασης οδηγίας το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο τάχθηκε υπέρ της υιοθέτησης της αρχικής πρότασης η οποία

Η ύπαρξη στοιχείου αλλοδαπότητας στη διενεργού μενη συναλλαγή

προέβλεπε την επιβολή κυρώσεων τόσο στα φυσικά πρόσωπα που έχουν την κατοικία τους ή στα νομικά πρόσωπα που έχουν την έδρα τους στο έδαφος ενός κράτους μέλους όσο και για δραστηριότητες που λαμβάνουν χώρα στην επικράτεια ενός κράτους μέλους.

Το τελικό κείμενο της Οδηγίας απλά αναφέρει ότι κάθε κράτος μέλος πρέπει να εφαρμόζει τις απαγορεύσεις που επιβάλλονται «τουλάχιστον σε πράξεις που λαμβάνουν χώρα μέσα στα πλαίσια της επικράτειάς του στο βαθμό που τα αναφερόμενα εισηγμένα χρεόγραφα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά ενός κράτους μέλους». Αυτή η διατύπωση επιτρέπει στα κράτη μέλη να διατηρήσουν σε ισχύ άλλες ρυθμίσεις σ' αυτόν τον τομέα και δεν αποκλείουν ενδεχόμενη επικάλυψη της δικαιοδοσίας.

Όσον αφορά το εφαρμοστέο δίκαιο της Οδηγίας δεν υπάρχουν σχετικές διατάξεις. Από το γράμμα όμως και το πνεύμα της Οδηγίας συνάγεται ερμηνευτικά ότι κάθε κράτος μέλος μπορεί να εφαρμόζει το δικό του δίκαιο σε ενέργειες που λαμβάνουν χώρα μέσα στα πλαίσια της δικαιοδοσίας του.

Τέλος η εφαρμογή των κοινοτικών ρυθμίσεων αναφορικά με το insider trading αντιμετωπίζεται σχετικά εκτεταμένα στα άρθρα 8 και 10. Σύμφωνα με το άρθρο 8(1) κάθε κράτος μέλος θα πρέπει να ορίσει τις διοικητικές ή αρμόδιες αρχές οι οποίες σε συνεργασία με άλλες αρχές θα συμβάλλουν στην εκτέλεση των κοινοτικών διατάξεων στην εμπιστευτική έννομη τάξη της και στην ενημέρωση της Επιτροπής η οποία θα ενημερώνει κι αυτή με τη σειρά της τα άλλα κράτη μέλη. Αυτή η ξεκάθαρη και αναμφισβήτητη κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των κρατών μελών και των εκτελεστικών τους αρμόδιων αρχών είναι βασική ιδιαίτερα για την καταπολέμηση του insider dealing. Το άρθρο 8(2) αναφέρει περαιτέρω ότι οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να διαθέτουν όλες τις εποπτικές και ερευνητικές εξουσίες που είναι απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων τους δρώντας σε συνεργασία και με άλλες αρχές, όπου αυτό απαιτείται και εξαιρεί εκ προοιμίου κάθε ενδεχόμενη προσπάθεια εξακολούθησης της ισχύος των Κατευθυντήριων Αρχών των σχετικών με το insider trading του γερμανικού δικαίου διότι μόνο η προαιρετική αποδοχή και εφαρμογή των κανόνων που αναφέρονται στο insider trading δεν επαρκεί. Υπό την ισχύουσα λύση που προέκρινε μέχρι πρόσφατα το γερμανικό δίκαιο εξαρτιόταν από τον κάτοχο της εμπιστευτικής πληροφορίας αν θα εφαρμόσει και θα τηρήσει αυτές τις Κατευθυντήριες Αρχές ή όχι. Αν όχι, η Εποπτική Αρχή των χρηματιστηριακών αγορών δεν είχε αρμοδιότητα να επιτηρεί και να ελέγχει ή να αρχίσει σχετική έρευνα. Άλλωστε η ρυθμιστική προσέγγιση αυτών των αρχών απευθυνόταν μόνο στους πρωτεύοντες κατόχους, αφού για τους δευτερογενείς δεν προβλεπόταν ούτε η προαιρετική εφαρμογή τους, η οποία άλλωστε δεν ήταν σύμφωνη με το αυτορυθμιζόμενο σύστημα (self-regulatory system).

Η διατύπωση του άρθρου 8

Το άρθρο 9 ασχολείται με το επαγγελματικό απόρρητο των αρμόδιων αρχών και των τωρινών και προγενέστερων εργαζομένων. Η πληροφορία η οποία καλύπτεται απ' αυτό το επαγγελματικό απόρρητο δεν μπορεί να γνωστοποιείται σε οποιοδήποτε φυσικό πρόσωπο ή αρχή εκτός εάν επιτρέπεται από το νόμο. Το άρθρο αυτό δεν προσδιορίζει τη φύση και την έκταση κάθε νομοθετικής ρύθμισης. Ωστόσο, οι γενικοί κανόνες σχετικά με την αμοιβαία συνεργασία μεταξύ των ποικίλων εθνικών αρμόδιων αρχών δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ότι υπάγονται στην απαίτηση του άρθρου 9(2).

Το επαγγελματικό απόρρητο

Η διεθνής συνεργασία προσδιορίζεται λεπτομερώς στο άρθρο 10. Οφείλουμε να επισημάνουμε τρία στοιχεία. Σύμφωνα με το άρθρο 10(1) η συνεργασία και η ανταλλαγή πληροφοριών είναι υποχρεωτικές εάν ένα κράτος μέλος χρησιμοποιήσει

Η διεθνής συνεργασία

τις επιλογές των άρθρων 5 και 6(2)⁸⁴. Αυτό έχει μεγαλύτερο εύρος απ' ό τι φαίνεται με την πρώτη ματιά. Ακόμα κι αν ένα κράτος μέλος δεν θεσμοθετήσει μέσα στα προβλεπόμενα από την Οδηγία όρια, είτε στο ουσιαστικό του δίκαιο για το insider trading είτε στο δίκαιο που ρυθμίζει τις συγκρούσεις κανόνων δικαίου ή και στα δύο, όλα τα κράτη μέλη οφείλουν να συνεργαστούν και να δώσουν τις απαιτούμενες πληροφορίες. Το επιχείρημα ότι ορισμένη συμπεριφορά δεν αποτελεί insider dealing σύμφωνα με το εθνικό του δίκαιο δεν ασκεί καμία επίδραση και είναι άνευ σημασίας.

Σύμφωνα με το άρθρο 10(2) ένα κράτος μέλος μπορεί να αρνηθεί την ανταλλαγή πληροφοριών αν αυτή η γνωστοποίηση μπορεί να έχει βλαπτική επίδραση στην εθνική του κυριαρχία, την ασφάλεια ή τη δημόσια πολιτική του καθώς και αν για το ίδιο ζήτημα έχουν ξεκινήσει δικαστικές διαδικασίες (υπάρχει εκκρεμοδικία) ή έχουν εκδοθεί οριστικές αποφάσεις. Η πρώτη αρνητική ρήτρα ανταποκρίνεται στη συνήθη έννοια της εθνικής κυριαρχίας και στις επιφυλάξεις της δημόσιας τάξης. Το περιεχόμενο αυτών των ρητρών έχει περισσότερο πολιτική απ' ό τι νομική χροιά.

Παρόλο που η Οδηγία δεν ρυθμίζει την ίδρυση μιας υπερεθνικής εποπτικής αρχής, προβλέπει συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών του κάθε κράτους μέλους για την διασφάλιση της εφαρμογής των διατάξεων της Οδηγίας. Η επιτυχία των μέτρων που καθορίζονται από την Οδηγία εξαρτάται τελικά από το κατά πόσο οι εθνικές αρχές είναι πρόθυμες να συνεργαστούν. Η συνεργασία μπορεί να βελτιωθεί σημαντικά μέσω του έργου της Ομάδας Επαφής (Contact Committee), η οποία είναι μεταξύ άλλων αρμόδια να διοργανώνει τακτικές συναντήσεις των αρμόδιων αρχών με στόχο την διευκόλυνση της καταπολέμησης του insider trading.

Η αρνητική ρήτρα της άρνησης ανταλλαγής πληροφοριών

3.6.6. Η εφαρμογή της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τις πράξεις των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών από τη νομολογιακή πρακτική του ΔΕΚ

Η μόνη υπόθεση⁸⁵ η οποία έχει απασχολήσει το ΔΕΚ και σχετίζεται με την καταχρηστική αξιοποίηση 6^{ου} Τμήματος του ΔΕΚ της 3^{ης} Μαΐου 2001.

Η υπόθεση C-28/99 του ΔΕΚ

⁸⁴ Ένα πρόσφατο παράδειγμα διεθνούς συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών των κρατών είναι και το ακόλουθο: Η εποπτική αρχή της Κεφαλαιαγοράς της Ισπανίας ζήτησε τη βοήθεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) στην έρευνα που διενεργούσε τον Ιούνιο του 2000 για τη διαπίστωση ή μη παραβίασης των νομοθετικών ρυθμίσεων για το Insider Trading από τον πρόεδρο της Telefonica, Juan Villalonga. Συγκεκριμένα ο ισπανικός τύπος, μη κατονομάζοντας τις πηγές του, ασχολήθηκε εκτενώς με την αγορά από το Villalonga δικαιωμάτων αγοράς μετοχών (share options) της Telefonica τον Ιανουάριο του 1998 γνωρίζοντας ότι η εταιρία του διαπραγματευόταν μια μελλοντική συνεργασία με τις αμερικανικές εταιρίες MCI και Worldcom. Υποστηρίχτηκε από τον τύπο ότι η συμφωνία αυτή που συνιστούσε συναλλαγή βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading) απέφερε στον Villalonga καθαρό κέρδος \$ 121,000 λόγω της πώλησης των δικαιωμάτων αυτών αγοράς μόλις δυο βδομάδες μετά την αγορά τους, βλ. [http:// www.athensnews.gr/.../](http://www.athensnews.gr/.../), "Spain regulators seek US commission's help over insider trading", Athens News, 25/06/2000, Article code: C12683A192, page: A19

⁸⁵ Είναι σκόπιμο επίσης να αναφερθεί ό τι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε το Μάρτιο του 1998 να θέσει σε εφαρμογή τη διαδικασία εναντίωσης, η οποία προβλέπεται από το άρθρο 169 της Συνθήκης, εναντίον του Ην. Βασιλείου λόγω της αποτυχίας των βρετανικών αρμόδιων αρχών να λάβουν μέτρα εφαρμογής πέντε οδηγιών για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στο Γιβραλτάρ μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται και η οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, βλ. Financial Services: "Infringement proceedings: Failure to implement Directives in Belgium and the UK", Single Market News No 11 (March 98/Mars 98/Marz 98).

⁸⁶ Βλ. Official Journal of the European Communities C121/8: "Reference for a preliminary ruling by the Rechtbank van Eerste Aanleg te Gent by judgment of that court of 27 January 1999 in the case of Public Prosecutor against J. M. G. H. Verdonck, R. A. A. Everaert and E. M. De Baedts (Case C-

Συγκεκριμένα με διάταξη της 27^{ης} Ιανουαρίου 1999, η οποία περιήλθε στη Γραμματεία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων στις 5 Φεβρουαρίου 1999, το Rechtbank van eerste aanleg te Gent, στο πλαίσιο της εκκρεμούς ενώπιόν του υποθέσεως Εισαγγελική Αρχή κατά J.M.G.H Verdonck, R.A.A. Everaert και E.M de Baedts, υπέβαλε στο Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων τα ακόλουθα προδικαστικά ερωτήματα:

- Επιτρέπει το άρθρο 6 της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989, για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, το οποίο έχει ως εξής: «Όλα τα κράτη μέλη μπορούν να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις από τις προβλεπόμενες στην παρούσα οδηγία ή και συμπληρωματικές διατάξεις υπό τον όρο ότι οι διατάξεις αυτές θα είναι γενικής εφαρμογής (...)», να περιληφθεί στη νομοθεσία κράτους μέλους αυστηρότερος ορισμός, ενώ για συγκεκριμένη κατηγορία, ήτοι για τις εταιρίες χαρτοφυλακίου, προβλέπεται ειδική εξαίρεση από τον αυστηρότερο αυτό ορισμό;
- Είναι σύμφωνη με το άρθρο 6 της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ η μεταφορά της στο εσωτερικό δίκαιο του Βελγίου η οποία έγινε με το άρθρο 181 του νόμου της 4^{ης} Δεκεμβρίου 1990 περί χρηματοοικονομικών πράξεων και κεφαλαιαγοράς, το οποίο έχει ως εξής: «Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου, ως εμπιστευτική πληροφορία νοείται: η πληροφορία η οποία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει αρκούντως σαφή χαρακτήρα και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή άλλων χρεογράφων και η οποία, αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή της εν λόγω κινητής αξίας ή των εν λόγω κινητών αξιών ή του εν λόγω χρεογράφου ή των εν λόγω χρεογράφων. Δεν αποτελούν εμπιστευτικές πληροφορίες οι πληροφορίες που οι εταιρείες χαρτοφυλακίου διαθέτουν λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση των εταιρειών στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν, αρκεί οι πληροφορίες αυτές να μην αποτελούν πληροφορίες που πρέπει να γίνουν γνωστές στο κοινό βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών στο χρηματιστήριο. Οι διατάξεις του νόμου αυτού έχουν εφαρμογή επί των κινητών αξιών και των άλλων χρεογράφων υπό την έννοια του άρθρου 1».
- Αν κράτος μέλος μετέφερε στο εσωτερικό δίκαιο την οδηγία 89/592/ΕΟΚ, όπως τη μετέφερε ο βέλγος νομοθέτης με το άρθρο 181 του νόμου της 4^{ης} Δεκεμβρίου 1990 περί χρηματοοικονομικών πράξεων και κεφαλαιαγοράς, και αν η μεταφορά αυτή είναι αντίθετη με την οδηγία, πρέπει τότε να θεωρηθεί ότι η αυστηρότερη διάταξη δεν περιλαμβάνεται στην εθνική νομοθεσία ή πρέπει να συνεχίσει να έχει πλήρη εφαρμογή, και μάλιστα για τις εταιρείες χαρτοφυλακίου;

Το ΔΕΚ στην απόφασή του της 3^{ης} Μαΐου 2001, απαντώντας στα προδικαστικά ερωτήματα, έκρινε ως εξής:

- Το άρθρο 6 της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για τον συντονισμό των εθνικών ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες δεν αποκλείει την εφαρμογή νομοθετικών ρυθμίσεων ενός κράτους μέλους, οι οποίες είναι πιο αυστηρές απ' αυτές που προβλέπονται από την Οδηγία, όσον αφορά την απαγόρευση της εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας, υπό τον όρο ότι ο ορισμός της εμπιστευτικής

Τα υποβληθέντα στο ΔΕΚ προδικαστικά ερωτήματα

Η απόφαση της 3^{ης} Μαΐου 2001 του ΔΕΚ

πληροφορίας αποβλέπει στην εφαρμογή της νομοθεσίας κατά των ίδιο τρόπο και χωρίς διακρίσεις για όλα τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που υπάγονται στη νομοθετική ρύθμιση.

- Αν οι διατάξεις του εθνικού δικαίου αντιτίθενται στο άρθρο 6 της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ λόγω του γεγονότος ότι ορισμένα φυσικά ή νομικά πρόσωπα εξαιρούνται από μια πιο αυστηρή απαγόρευση της εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας απ' ότι προβλέπεται στην Οδηγία, το εθνικό δικαστήριο υποχρεούται να μην εφαρμόζει τις πιο αυστηρές εκείνες διατάξεις σε όλα τα πρόσωπα στα οποία σε διαφορετική περίπτωση ενδεχόμενα να εφαρμόζονταν.

3.7. Συμπερασματικά σχόλια για την συνδρομή αυτής της οδηγίας προς την πορεία μιας ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Η Οδηγία για το insider dealing αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα της εναρμόνισης του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα και βασίζεται σε πεπεισμένες οικονομικές και νομικές εκτιμήσεις.

Όπως προαναφέραμε εκτεταμένα το insider trading υποσκελίζει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και έχει κατά συνέπεια αρνητική επίδραση στις χρηματιστηριακές και άλλες χρηματοοικονομικές αγορές. Επιπλέον σύμφωνα με τις ρυθμίσεις του εταιρικού δικαίου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, ο κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας ενεργεί με απείθεια προς την εταιρεία του ή τον πελάτη του. Το γεγονός ότι το insider dealing έχει ήδη απαγορευτεί σ' όλη την Κοινότητα και ότι αυτή η απαγόρευση βασίζεται σ' ένα ξεκάθαρο και σταθερό νομικό υπόβαθρο χωρίς να εξαρτάται από την ικανότητα ή όχι συνεργασίας των ίδιων των κατόχων, θα πρέπει να θεωρηθεί ως μια αξιοσημείωτη και αναμφισβήτητη βελτίωση.

Η Οδηγία περιλαμβάνει δύο απαγορευτικές ρυθμίσεις: μία για το insider dealing και άλλη μία για τη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών τα χαρακτηριστικά στοιχεία των οποίων είναι βασικά τέσσερα: η εμπιστευτική πληροφορία, τα χρεόγραφα, το ίδιο το περιεχόμενο της απαγόρευσης καθώς και τα καθήκοντα των κατόχων εσωτερικών πληροφοριών. Μέσα σ' αυτό το πλαίσιο περιλαμβάνονται επιπλέον και οι έννοιες της διάδοσης εμπιστευτικών πληροφοριών καθώς και αυτή των δευτερογενών κατόχων. Τα περισσότερα απ' αυτά τα στοιχεία προσδιορίζονται εκτενώς με τρόπο που να συνάδουν με την εμπειρία του διεθνούς δικαίου σχετικά με το insider trading, ενώ σε πάρα πολλά ζητήματα η Οδηγία επινοεί νέες ενδιαφέροντες θεωρήσεις και λύσεις.

Προκειμένου να αντιμετωπιστούν πρακτικά προβλήματα που ήταν πιθανόν να προκύψουν ιδιαίτερα σχετικά με τη χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας στον τραπεζικό τομέα και στον τομέα των εξαγορών, η Οδηγία έχει δημιουργήσει και παρέχει μια σειρά επιλογών ενώ έχει αφήσει την επιβολή των κυρώσεων και την εκτέλεση των προβλεπόμενων απ' αυτήν μέτρων στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών. Η χρήση των επιλογών αυτών έχει τη μορφή ενός πολιτικού συμβιβασμού αν και φαίνεται να είναι βλαπτική για τον κανονιστικό επιδιωκόμενο στόχο.

Όσον αφορά τις κυρώσεις η μη ανάμειξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μια προβληματική απόφαση παρά το γεγονός ότι με την πρωτοβουλία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου η Οδηγία αναφέρει ότι οι ποινές πρέπει να συνάδουν επαρκώς μεταξύ τους. Η Οδηγία ενώ αντιμετωπίζει με διακριτικότητα την εκτέλεση των διατάξεών της από τις εθνικές έννομες τάξεις, απαιτεί τη διεθνή συνεργασία και την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων αρχών των κρατών μελών. Ενώ μπορεί να υπάρχουν διαφωνίες ως προς τις λεπτομέρειες των ρυθμίσεων, η ιδέα δεν

Οι απαγορευτικές ρυθμίσεις της Οδηγίας

Το insider dealing και η διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών

Οι κυρώσεις

αμφισβητείται από τη σύγχρονη θεωρία της διεθνούς εναρμόνισης των νομικών διατάξεων. Η αλληλεπίδραση μεταξύ της νομοθεσίας για το insider trading και των γενικών διατάξεων για τη δημοσιότητα είναι γνωστή. Η έγκαιρη και ακριβής δημοσίευση είναι η καλύτερη μέθοδος προστασίας ενάντια στο insider dealing. Το άρθρο 7 της Οδηγίας επεκτείνει το εύρος της έγκαιρης δημοσίευσης που περιλαμβανόταν στην πρώτη Οδηγία του 1979 για την εισδοχή κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο Αξιών σε εταιρίες και επιχειρηματικούς ομίλους των οποίων τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα, όποια κι αν είναι η φύση τους, είναι εισηγμένα προς αγοραπωλησία στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά.

Η αλληλεπίδραση μεταξύ της νομοθεσίας για το insider trading και των γενικών διατάξεων για τη δημοσιότητα

Ωστόσο θα αποτελούσε τεράστιο λάθος τόσο για τα κράτη μέλη όσο και για την Επιτροπή να πιστέψουν και να δεχτούν ότι αυτό είναι το τέλος των ζητημάτων που σχετίζονται με το insider trading και την εναρμόνισή του. Προβλήματα insider trading ανακύπτουν και στο εταιρικό δίκαιο για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τους ελεγκτές. Τα άτομα αυτά συχνά παραβιάζουν το καθήκον πίστεώς τους συμμετέχοντας σε συναλλαγές χρεογράφων που διενεργούνται βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών. Τα προβλήματα του insider trading είναι σύμφυτα με πολλούς χρηματοοικονομικούς κλάδους ακόμα και εκτός της αγοράς χρεογράφων, ιδιαίτερα στα τραπεζικά συστήματα πολλαπλών επιλογών όπως ισχύει στη Γερμανία. Αποτελούν άλλωστε και πρόκληση για το τραπεζικό δίκαιο των συμβάσεων καθώς και το τραπεζικό δίκαιο της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Πρόκειται, λοιπόν, για ένα γενικότερο πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων και ασυμμετριών της πληροφορίας.

Η διασύνδεση του insider trading και του τραπεζικού τομέα

Ολοκληρώνοντας αυτή την ενότητα και πριν προβούμε στην αναλυτική παρουσίαση της ελληνικής νομοθετικής πραγματικότητας, ας αναφέρουμε συνοπτικά κάποιες περιπτώσεις insider trading, οι οποίες έχουν εμφανιστεί σε άλλες χώρες και μαρτυρούν τον τρόπο που αντιμετωπίζει κάθε χώρα το φαινόμενο αυτό αν και για τη νομοθετική ρύθμιση που υπάρχει σε μερικές απ' αυτές σχετικά με το insider trading έχουμε ήδη μιλήσει παραπάνω.

Περίπτωση λογία

Στις ΗΠΑ το insider trading αναφέρεται στην αγοραπωλησία μέρους του εταιρικού κεφαλαίου μιας εταιρείας από τους διευθύνοντες συμβούλους, τους εργαζόμενους σ' αυτήν, τα μέλη της οικογένειάς τους και τους πρώην επενδυτές. Κάθε πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) ή trust που έχει στην κυριότητα και κατοχή του το 10% τουλάχιστον του εταιρικού κεφαλαίου της εταιρείας θεωρείται επίσης κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών. Αυτά τα πρόσωπα ορίζονται ως «insiders» από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) λόγω της πρόσβασης που έχουν σε πηγές σημαντικών πληροφοριών για τα επιχειρηματικά σχέδια της εταιρείας. Κάθε συναλλαγή που πραγματοποιείται έχοντας ως βάση μια εμπιστευτική πληροφορία θα πρέπει να καταχωρείται επίσημα την 10η ημέρα του μήνα που έπεται της συναλλαγής αυτής. Γι' αυτές τις καταχωρήσεις τηρείται κάποιος κατάλογος ο οποίος ελέγχεται προσεκτικά από τη SEC για τη διαπίστωση αθέμιτων συναλλαγών των χρεογράφων στη χρηματιστηριακή αγορά. Όλες οι αρχειοθετήσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς βρίσκονται στη διάθεση του κοινού, έτσι ώστε να έχει ελεύθερη πρόσβαση σ' αυτά. Μερικοί επενδυτές ανατρέχουν σ' αυτές τις εκθέσεις καταχώρισης για να μάθουν αν οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (insiders) γενικά προβαίνουν σε αγοραπωλησίες, θεωρώντας τις ως έναν δείκτη πρόβλεψης του μελλοντικού δυναμικού της χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο, τα αρχικά, ανεπεξέργαστα δεδομένα δεν είναι ιδιαίτερα χρήσιμα στους περισσότερους ιδιώτες επενδυτές, αφού

ΗΠΑ

καταχωρούνται περισσότερα από 22.000 έγγραφα κάθε μήνα και πραγματοποιούνται αρκετές ασήμαντες συναλλαγές στην χρηματιστηριακή αγορά⁸⁷.

Από καιρό σε καιρό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) έχει επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις σε τραπεζίτες επενδυτές, δικηγόρους, νομικούς συμβούλους, λογιστές τραπεζικούς υπαλλήλους, χρηματιστές, δημοσιογράφους του οικονομικού ρεπορτάζ για την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών τις οποίες απέκτησαν βάσει μιας σχέσης εμπιστοσύνης και τη διενέργεια συναλλαγών για ίδιο όφελος που βασίστηκαν σ' αυτές καθώς και τη διάδοσή τους σε τρίτους. Έτσι, τον Μάιο του 2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) άρχισε τη διεξαγωγή μιας έρευνας σχετικά με τη διενέργεια συναλλαγών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών σε μετοχή της εταιρείας για τις τηλεπικοινωνίες ArrowPoint Communications Inc. πριν από την ανακοίνωση απόκτησής της από την εταιρεία Cisco Systems, η οποία αποτελεί προμηθευτή εξοπλισμού Internet, λόγω του γεγονότος ότι η τιμή των μετοχών της ArrowPoint αυξήθηκε κατά 27% στον πίνακα Nasdaq μια μέρα πριν από την ανακοίνωση αγοράς από τη Cisco.⁸⁸ Στη Φιλαδέλφεια, πάλι, η ποινική δίωξη που ασκήθηκε τον Μάρτιο του 2000 εναντίον μιας εταιρείας Αυτοματισμού με την επωνυμία PRI και των διευθυνόντων συμβούλων της αφορούσε την δημιουργία στο κοινό με ψευδείς και τεχνητούς τρόπους της εντύπωσης ότι η εταιρεία PRI που αντιμετώπιζε στην πραγματικότητα σημαντικά κατασκευαστικά και λειτουργικά προβλήματα κατείχε άριστη ανταγωνιστική θέση στην αγορά, η οποία εδραιωνόταν ακόμη περισσότερο λόγω των εξειδικευμένων κατασκευαστικών δυνατοτήτων της και του σύγχρονου τεχνολογικού εξοπλισμού που διέθετε.

**Επιβολή
διοικητικών
προστίμων
από την SEC**

Στη Γαλλία ένα από τα πιο σημαντικά ερωτήματα που τίθενται αναφορικά με τις ρυθμίσεις του νομοθετικού πλαισίου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς είναι κατά πόσον η αγορά μιας μετοχής συνιστά υπό προϋποθέσεις παράβαση των νομοθετικών ρυθμίσεων για το insider dealing (Εγκύκλιος της 28^{ης} Σεπτεμβρίου 1967 που επιβάλλει ποινικές κυρώσεις και Κανονισμός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της Γαλλίας Νο 90-08 που προβλέπει την επιβολή διοικητικών προστίμων). Αν ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο που συμμετέχει σε μια δημοπρασία προβεί σε αγορά χρεογράφων σε μικρότερη τιμή από την τιμή αγοράς τους στοχεύοντας στη σύναψη συμφωνίας με την εταιρεία στόχο της προτεινόμενης τιμής αγοράς, ενδέχεται να κριθεί ένοχο για παραβίαση των διατάξεων που αφορούν το insider dealing. Συνεπώς αυτός που συμμετέχει σε μια δημοπρασία θα πρέπει να αντιμετωπίζει ισότιμα όλους τους συμμετέχοντες στη διαδικασία αγοραπωλησίας των χρεογράφων⁸⁹.

Γαλλία

Μια πρόσφατη περίπτωση λήψης μέτρων ποινικού κολασμού από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Γαλλίας είναι και η εξής: Τον Δεκέμβριο του 2000 παραπέμφθηκαν σε δίκη ο αμερικανός χρηματιστής George Soros και τρία άλλα πρόσωπα για την πραγματοποίηση συναλλαγών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών, που σχετίζονταν με την εξαγορά της γαλλικής τράπεζας Societe Generale. Μια δεκαετής έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα τέσσερα προαναφερθέντα πρόσωπα κέρδισαν πολλές δεκάδες εκατομμύρια φράγκα το 1998 κερδοσκοπώντας με τις μετοχές της Societe Generale πριν η προσφορά εξαγοράς γίνει γνωστή στο κοινό.

**Επιβολή
διοικητικών
προστίμων
από την COB**

Η Ομόσπονδη Δημοκρατία της Γερμανίας ενώ για πολλά χρόνια δεν διέθετε ένα αυστηρό και δεσμευτικό νομοθετικό πλαίσιο που να ρυθμίζει τις πράξεις που

**Η πρακτική
επιβολής
κυρώσεων
της
γερμανικής
BAWe**

⁸⁷ Βλ. [http:// partners.thomsoninvest.net/brokerage/html/whatis.htm](http://partners.thomsoninvest.net/brokerage/html/whatis.htm): "What is Insider Trading?", Thomson Financial, p. 1.

⁸⁸ Βλ. The Detroit News "SEC investigates insider trading in Cisco deal", by Cliff Edwards/Associated Press, 10/5/2000, p.1.

⁸⁹ Βλ. Thierry Vassogne and Thierry Riguet "Law and regulation of public takeovers: France", σελ. 6.

διενεργούνται στη χρηματιστηριακή αγορά και περιοριζόταν μόνο στην διατύπωση κάποιων Κατευθυντήριων Αρχών μη δεσμευτικού χαρακτήρα, από το 1994 έχει εισαγάγει στην έννομη τάξη της νόμο που ενσωματώνει πλήρως και πιστά τις επιταγές της Οδηγίας 89/593/ΕΟΚ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Η πρακτική που χρησιμοποιεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Γερμανίας (Federal Securities Trading Supervisory Authority-BAWe) για τη διαπίστωση κάποιας παράβασης της χρηματιστηριακής νομοθεσίας είναι ανάλογη με εκείνη που ακολουθούν τα άλλα κράτη και συνίσταται στις εξής ενέργειες: Αρχικά προβαίνει σε μια παρακολούθηση και ανάλυση των κινήσεων των μετοχών στο χρηματιστηριακό στίβο συγκρίνοντας τις με τις επίσημες ανακοινώσεις της εταιρείας. Αν αποφασίσει ότι δικαιολογείται επίσημη έρευνα, τότε ενδέχεται να ζητήσει από ορισμένους εμπλεκόμενους φορείς όπως είναι για παράδειγμα οι τράπεζες, να κατονομάσουν τους σχετικούς με την υπόθεση επενδυτές που έδωσαν εντολές αγοράς ή πώλησης χρεογράφων στο κρίσιμο χρονικό διάστημα προκειμένου να συγκρίνουν τα στοιχεία αυτά μ' έναν κατάλογο προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Στη συνέχεια μόνο βάσει αυτών των ενδείξεων που προσκομίζουν αναλαμβάνει δράση η εισαγγελική αρχή.

Γ. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

1. Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την αντιμετώπιση του φαινομένου του insider dealing

Όπως προαναφέραμε και ανωτέρω, η ακεραιότητα και η ορθή λειτουργία των θεσμών της κεφαλαιαγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις ίσες δυνατότητες πρόσβασης των επενδυτών σε πληροφορίες σχετικές κυρίως με την κατάσταση των επιχειρήσεων των οποίων οι τίτλοι αξιών είναι διαπραγματεύσιμοι στο Χρηματιστήριο. Η αγορά και πώληση τίτλων αξιών που γίνεται με βάση την καταχρηστική αξιοποίηση ουσιωδών, μη δημοσιευμένων εμπιστευτικών πληροφοριών αποτελεί μια μορφή αξιόποινης συμπεριφοράς η οποία ευθέως υπονομεύει την ακεραιότητα των θεσμών της κεφαλαιαγοράς. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Ο συντονισμός της ελληνικής ρύθμισης με το κοινοτικό δίκαιο δεν παρουσιάζει προβλήματα και κινείται στα πλαίσια προστασίας που προβλέπονται από την κοινοτική νομοθεσία, αν και ως προς την ποινική αντιμετώπιση του αδικήματος προηγήθηκε της ψήφισης της οδηγίας. Το δίκαιο των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών διέπεται κυρίως από το προεδρικό διάταγμα 53 της 14.2.1992 «για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ», σύμφωνα με το οποίο η διοικητική αντιμετώπιση της εκμετάλλευσης ή διασποράς εμπιστευτικών πληροφοριών καταστρώνεται στα άρθρα 3 επ. ΠΔ 53/92 υπό την μορφή απαγορεύσεως εκμετάλλευσης ή διασποράς τέτοιων πληροφοριών και τη ρύθμιση του άρθρου 30 του νόμου 1806/1988 «τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις», του οποίου η παράγραφος 4 καταργήθηκε και αντικαταστάθηκε από το άρθρο 2 περίπτωση 1 του ΠΔ 53/92⁹⁰. Κοινός τόπος των ρυθμίσεων του ΠΔ 53/92 και του άρθρου 30 Ν Το ΠΔ 53/92 και το άρθρο 30 του Ν 1806/1988

⁹⁰ Εφαρμόζονται επίσης άλλες διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και διάσπαρτες ρυθμίσεις του εταιρικού, τραπεζικού, δημοσίου, φορολογικού, ποινικού, δικονομικού και ευρωπαϊκού δικαίου, βλ. Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης «Το έννομο καθεστώς των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών», ΚριτΕ. 1994/2, σελ. 141.

⁹¹ Συγκεκριμένα η παράγραφος 4 του άρθρου 30 του ν. 1806/1988 περιέχει τον ορισμό της εμπιστευτικής πληροφορίας, ο οποίος ταυτίζεται εννοιολογικά με αυτόν του ΠΔ 53/92 «Εμπιστευτική πληροφορία κατά την έννοια των προηγούμενων παραγράφων είναι η πληροφορία η οποία: α) δεν

1806/1988 είναι η ταυτότητα της έννοιας των εμπιστευτικών πληροφοριών, η γνώση ή κατοχή και η αξιοποίηση των οποίων ενεργοποιούν τις σχετικές ρυθμίσεις υπό την συνδρομή των οικείων για κάθε μία προϋποθέσεων καθώς και το γεγονός ότι η επιλήξιμη συμπεριφορά εκδηλώνεται στην χρηματιστηριακή αγορά- δηλαδή σε δημόσιο και διαρκή τόπο σύναψης συναλλαγών επί χρηματιστηριακών πραγμάτων.

Η ποινική αντιμετώπιση της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο με την εισαγωγή της ειδικής ρύθμισης του άρθρου 30 Ν 1806/1988 είχε προηγηθεί της εφαρμογής του ΠΔ 53/92. Η εφαρμογή του ΠΔ καταλήγει, εφόσον πληρούνται οι οικείες για κάθε προβλεπόμενη περίπτωση προϋποθέσεις του, στην επιβολή από μέρους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διοικητικής φύσεως κυρώσεων, μπορεί δε να είναι συντρέχουσα με την εφαρμογή της ειδικής ποινικής ρύθμισης του άρθρου 30 Ν 1806/1988, όπως ισχύει, υπό την έννοια ότι η επιβολή των διοικητικών προστίμων του άρθρου 11 του ΠΔ δεν αποκλείει την ενεργοποίηση των ποινικών κυρώσεων του άρθρου 30 εφόσον επίσης συντρέχουν οι τιθεμένες από τις διατάξεις του προϋποθέσεις. Κοινός σκοπός τον οποίο επιδιώκουν οι δύο εν λόγω ρυθμίσεις είναι κυρίως η διασφάλιση της αρχής για την παροχή ίσων ευκαιριών οικονομικής διακινδύνευσης των επενδυτών κατά τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών στην σχετική αγορά.

Θα πρέπει, τέλος, να τονίσουμε ότι το ΠΔ 53/92 που ενσωματώνει την κοινοτική οδηγία περιέχει νομικές έννοιες οι οποίες δεν διαφοροποιούνται εννοιολογικά από τις αντίστοιχες που περιλαμβάνονται στο άρθρο 30 του ν. 1806/88 «περί τροποποίησης της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις», το οποίο καθιερώνει μιας μορφής ποινική προστασία του απορρήτου. Έτσι θεμελιώδεις έννοιες αυτών των νομοθετικών κειμένων, όπως «εμπιστευτική πληροφορία»⁹¹, υποκείμενα της καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας» είναι σχεδόν ταυτόσημες και έχουν τον ίδιο εννοιολογικό χρωματισμό. Γι' αυτό το λόγο και στη συνέχεια της μελέτης μας ο αναλυτικός και λεπτομερής προσδιορισμός των εννοιών θα αποδίδει την ταυτόσημη έννοια και των δύο νομοθετημάτων. Σε περίπτωση κάποιας εννοιολογικής διαφοροποίησης μεταξύ τους αυτή θα επισημαίνεται και θα υπογραμμίζεται σθεναρά και ξεκάθαρα.

Η ταυτότητα των νομικών εννοιών

2. Η ανάλυση του ορισμού της εμπιστευτικής πληροφορίας, όπως παρατίθεται στο ΠΔ 53/92

Πριν προβούμε στην παρουσίαση των σημαντικότερων άρθρων του ΠΔ 53/1992 θα πρέπει να τονίσουμε ότι επειδή το ΠΔ αυτό ενσωματώνει αυτούσιο το κείμενο της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ για τον συντονισμό των ρυθμίσεων που αφορούν τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, θα προσπαθήσουμε να αποφύγουμε την αναλυτική παρουσίαση του περιεχομένου του ΠΔ που ταυτίζεται μ' εκείνο της προαναφερθείσας Οδηγίας προκειμένου να μην οδηγηθούμε σε ανούσιες επαναλήψεις, οι οποίες βέβαια σε κάποιο βαθμό καθίστανται αναπόφευκτες αλλά και αναγκαίες.

Σύμφωνα, λοιπόν, με το άρθρο 2 περίπτωση 1 του ΠΔ 53/92 «ως εμπιστευτικές νοούνται οι πληροφορίες που δεν έχουν γίνει γνωστές στο κοινό, έχουν χαρακτήρα συγκεκριμένο και αφορούν ένα ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μία ή

είναι δημοσιευμένα, ούτε έχει με άλλον τρόπο γίνει γνωστή στο κοινό, β) έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορά επιχείρηση που οι αξίες της έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο και γ) να είναι ικανή να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κρίσιμων κινητών αξιών».

περισσότερες κινητές αξίες και οι οποίες αν γίνονταν γνωστές στο κοινό θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών».

Ας προσπαθήσουμε να προβούμε αρχικά σε μια γραμματική ερμηνεία αυτού του άρθρου ξεκινώντας από την σκοπιμότητα επιλογής του όρου «εμπιστευτική» πληροφορία. Ενώ η ελληνική νομοθετική πραγματικότητα είναι διανθισμένη από τη χρήση του όρου «εμπιστευτική» στις ευρωπαϊκές νομοθεσίες απαντώνται άλλοι όροι (προνομιακή-privileged-privilégiee, προγενέστερη-advance, επηρεάζουσα την τιμή-price sensitive), οι οποίοι όμως αν και φανερώνουν μια διαφορά ως προς τη φιλοσοφία των σχετικών ρυθμίσεων δε συνεπάγονται σε γενικές γραμμές διαφορετική οριοθέτηση της παράνομης συμπεριφοράς που συντελείται με τη χρησιμοποίηση τέτοιων πληροφοριών. Η εννοιολογική ταύτιση όλων των χρησιμοποιούμενων όρων έγκειται στο γεγονός ότι κυριαρχεί η έννοια της μυστικότητας της πληροφορίας και η σύνδεση του χαρακτήρα της πληροφορίας με την κοινολόγησή της είναι αναμφισβήτητη και δεδομένη⁹².

Οι διαφορετικές εννοιολογικές αποχρώσεις του όρου “inside” πληροφορία

Εκτός από τους παραπάνω όρους συναντάται στα νομικά συγγράμματα και η έννοια της «εμπιστευτικής» πληροφορίας, η οποία κρίνεται από ορισμένους θεωρητικούς και συγγραφείς ως η πλέον προσήκουσα της οποίας εννοιολογικό χαρακτηριστικό αποτελεί η «εσωτερικότητα» της πληροφορίας, η οποία θα πρέπει να κρίνεται με βάση τα πρόσωπα που τη γνωρίζουν και το γεγονός ότι η πληροφορία δεν έχει κοινολογηθεί.

Ας επιστρέψουμε όμως στην ερμηνεία του άρθρου 2 του ΠΔ 53/92 το οποίο συνάδει ως προς το περιεχόμενο με το άρθρο 30 του ν. 1803/1986. Με βάση, λοιπόν, τον ορισμό που παραθέσαμε παραπάνω, η εμπιστευτική πληροφορία παρουσιάζει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

Τα χαρακτηριστικά της εμπιστευτικής πληροφορίας

- Δεν έχει καταστεί γνωστή στο κοινό
- Έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα
- Αφορά εκδότη κινητών αξιών ή κινητές αξίες
- Η διάδοσή της στο κοινό θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτών των κινητών αξιών.

♦ Τι εννοούμε όταν λέμε ότι η πληροφορία *δεν πρέπει να έχει γίνει γνωστή στο κοινό*;

Το πρώτο αυτό εννοιολογικό στοιχείο της πληροφορίας έγκειται στη μη δημοσιοποίησή της, αφού η δημοσιοποίησή της αίρει τον εμπιστευτικό χαρακτήρα της. Η έννοια της δημοσιοποίησης της πληροφορίας προϋποθέτει ότι αυτή έχει τεθεί στη διάθεση του επενδυτικού κοινού με οποιοδήποτε νόμιμο μέσο, π.χ. με τη δημοσίευσή της σε οικονομικές εφημερίδες, ή γενικότερα με τη μετάδοσή της από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Η δημοσίευση σε μη ειδικό, μικρής κυκλοφορίας περιοδικό δεν αρκεί για την άρση του εμπιστευτικού χαρακτήρα της πληροφορίας⁹³.

Η μη δημοσιοποίηση της πληροφορίας

⁹² Κάθε μια από τις προαναφερθείσες προσδιοριστικές της πληροφορίας εκφράσεις υποδηλώνει ένα χαρακτηριστικό γνώρισμα της συγκεκριμένης πληροφορίας, σε σχέση είτε με τον κάτοχό της (προνομιακή), είτε με το χρονικό σημείο γέννησής της, σε συνδυασμό με αυτό της δημοσιοποίησής της (προγενέστερη) είτε με το αποτέλεσμα που προκαλεί (επηρεάζουσα την τιμή), βλ. Σπήλιος Αντ. Μούζουλας «Η εσωτερική πληροφορία», Μελετήματα, ΕπισκΕΔ Β/1996, σελ. 571 και ο ίδιος «Απόκτηση μετοχών ανώνυμης εταιρίας από τη μητρική της ή από μέλη του διοικητικού συμβουλίου της μητρικής της ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας», ΕεμπΔ 97, σελ. 427.

⁹³ Η παράλειψη για παράδειγμα έκδοσης επίσημου ανακοινωθέντος από εταιρεία σχετικά με τη βασιμότητα πληροφορίας η οποία είχε μεν διαδοθεί από μερίδα του τύπου, χωρίς όμως να αποτελέσει αντικείμενο δημοσιεύματος οικονομικής εφημερίδας, θεωρήθηκε ότι δεν οδήγησε σε άρση του εμπιστευτικού χαρακτήρα της πληροφορίας, βλ. Σπήλιος Αντ. Μούζουλας «Η εσωτερική πληροφορία», Μελετήματα, ΕπισκΕΔ Β/1996, σελ. 576.

Για το διάστημα κατά το οποίο διατηρείται ο εμπιστευτικός χαρακτήρας της πληροφορίας, δηλαδή για όσο διάστημα αυτή δεν έχει καταστεί γνωστή στο ευρύ κοινό ή τουλάχιστον στο μέσο διαμεσολαβητή, ισχύει η απαγόρευση χρησιμοποίησης της πληροφορίας προς διενέργεια συναλλαγής. Ωστόσο, δεν εξειδικεύεται το εύρος του κοινού, που θα έχει λάβει γνώση της πληροφορίας, ώστε να κριθεί εάν αυτή έχει δημοσιοποιηθεί. Αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έχει συμβεί από τη στιγμή κατά την οποία η πληροφορία έχει φτάσει σε τέτοιο αριθμό επενδυτών όσων θα δύναντο να επιχειρήσουν συναλλαγή με αντικείμενο τη συγκεκριμένη κινητή αξία που αφορά η πληροφορία.

Το γεγονός ότι αυτή δεν παραμένει πλέον μυστική ή ότι έχει γνωστοποιηθεί ή ακόμη ότι έχει διαδοθεί στους χρηματιστηριακούς ή επαγγελματικούς κύκλους δε συνιστά απόδειξη επαρκούς δημοσιοποίησης. Όταν δημοσιοποιείται μια εμπιστευτική πληροφορία ο αρχικός της κάτοχος που τη δημοσιοποιεί έχει ένα χρονικό προβάδισμα έναντι άλλων ενδιαφερομένων⁹⁴.

♦ Δεύτερο γνώρισμα της εμπιστευτικής πληροφορίας είναι, όπως ήδη προαναφέρθηκε, ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της. Πως προσδιορίζεται, όμως, εννοιολογικά ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της εμπιστευτικής πληροφορίας;

Ο συγκεκριμένος χαρακτήρας θα κριθεί από το βαθμό που καλύπτονται τα κύρια γνωρίσματα που συνιστούν την ουσία της πληροφορίας. Δε νοείται εμπιστευτική πληροφορία για κάτι το μη επακριβώς προσδιορισμένο. Επίσης, πληροφορία που περιγράφεται γενικά και αφηρημένα δεν ενδιαφέρει άμεσα το αγοραστικό κοινό και δεν οδηγεί σε σίγουρες επενδυτικές κινήσεις. Από ποιο σημείο όμως και πέρα η πληροφορία καθίσταται συγκεκριμένη ώστε να πρέπει να ληφθεί υπόψη ως τέτοια;

**Ο
συγκεκριμένος
χαρακτήρας
της**

Η ακρίβεια της πληροφορίας σε συνδυασμό με το ενδεχόμενο της άσκησης επίδρασης καθώς και την αξιοπιστία των προσώπων στην τιμή των τίτλων θα ήταν δυνατόν να αποτελέσουν καθοριστικούς παράγοντες. Έτσι, τα μέλη διοικητικών συμβουλίων της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να διασπείρουν πληροφορίες οι οποίες θα θεωρηθούν συγκεκριμένες⁹⁵. Για το συγκεκριμένο της πληροφορίας δεν χρειάζεται να δοθούν ακριβή αριθμητικά στοιχεία για τα προβλεπόμενα κέρδη, ούτε να αιτιολογηθούν τα μελλοντικά οικονομικά αποτελέσματα. Οι πληροφορίες δεν απαιτείται να είναι αληθινές, ενώ το συγκεκριμένο ή μη της πληροφορίας πρέπει να ερευνηθεί κατά περίπτωση.

Εξετάζοντας περιπτώσιολογικά το χαρακτηριστικό αυτό γνώρισμα της εμπιστευτικής πληροφορίας μπορούμε να παραθέσουμε τα ακόλουθα παραδείγματα: Οι γενικές φήμες δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο συγκεκριμένων πληροφοριών ικανών να επηρεάζουν την τιμή των μετοχών. Για παράδειγμα δεν είναι συγκεκριμένες πληροφορίες εικασίες για ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς ή και την διανομή των κονδυλίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε ελληνικές τεχνικές εταιρίες.

**Οι γενικές
φήμες**

♦ Το τρίτο εννοιολογικό στοιχείο της εμπιστευτικής πληροφορίας συνίσταται στο γεγονός ότι η εμπιστευτική πληροφορία αφορά τους εκδότες κινητών αξιών ή τις κινητές αξίες. Ποια σημασία, όμως, αποδίδεται στους όρους «εκδότης κινητών

⁹⁴ Μια μελλοντική ρύθμιση θα μπορούσε να προβλέπει πως ο αρχικός κάτοχος της εμπιστευτικής πληροφορίας που δημοσιοποιήθηκε δεν επιτρέπεται να συναλλάσσεται παρά από την επόμενη μέρα από τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας, Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης, ό.π. σελ. 142.

⁹⁵ Για παράδειγμα εάν ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου διαθέσει μετοχές λέγοντας ότι «τα κέρδη της επιχείρησης θα ανέβουν τον επόμενο χρόνο», τότε προφανώς έχει υποπέσει στις περιπτώσεις παράνομης διασποράς πληροφοριών κατά την έννοια της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του ΠΔ 53/1992, βλ. Ονούφριος Φαρμακίδης «Η παράνομη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών (Insider Trading)» ΝοΒ 43 (1995), σελ. 373.

αξιών» και «κινητές αξίες» στην ελληνική έννομη τάξη; Ορθά ο νομοθέτης αναφέρθηκε ρητά όχι μόνο στις κινητές αξίες αλλά και στον ή στους εκδότες αυτών; Γιατί άραγε προέβη σ' έναν τέτοιο διαχωρισμό;

Σε ό,τι αφορά τις πληροφορίες σχετικές με εταιρείες που είναι εκδότες τίτλων εισηγμένων στο χρηματιστήριο, μπορούμε να τις διακρίνουμε –ενεργώντας σύμφωνα με το πνεύμα της σχετικής ρύθμισης της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ- σε εξωτερικές και εσωτερικές ανάλογα με τη θέση που έχει το γεγονός στο οποίο αναφέρονται σε σχέση με την εταιρική πραγματικότητα. Έτσι χαρακτηριστικό παράδειγμα εμπιστευτικής πληροφορίας είναι η αύξηση των κερδών της επιχειρήσεως ενώ οι διαπραγματεύσεις για τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης επιχείρησης θα πρέπει να θεωρηθούν ως εξωτερικές πληροφορίες.

Σε ό,τι τώρα αφορά τις πληροφορίες που είναι σχετικές με τις κινητές αξίες αφ' εαυτές κι όχι λόγω του εκδότη τους, θα πρέπει να άπτονται της θέσεως ή των προοπτικών που οι αξίες αυτές έχουν στη δεδομένη χρηματιστηριακή αγορά. Πρόκειται για κινητές αξίες οι οποίες κυκλοφορούν στις οργανωμένες αγορές δικαιωμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή των οποίων ο εκδότης εδρεύει σε κράτος μέλος της Ένωσης, προσφέρονται στο εμπόριο και είναι προσιτές προς αγοραπωλησία στο κοινό. Με τις κινητές αξίες εξομοιώνονται και οι άυλοι τίτλοι για κινητές αξίες, τα διάφορα πιστοποιητικά τα οποία περιέχουν δικαιώματα (ενοχικά και εμπράγματα) για κινητές αξίες. Περαιτέρω εξομοιώνονται τα πιστοποιητικά (π.χ. μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων), τα οποία επηρεάζονται από τις εξελίξεις των τιμών στα χρηματιστήρια⁹⁶.

♦ Το τέταρτο και τελευταίο εννοιολογικό χαρακτηριστικό της εμπιστευτικής πληροφορίας συνίσταται στη δυνατότητα επηρεασμού της τιμής των κινητών αξιών σε περίπτωση διάδοσής της στο κοινό. Ποιο είναι άραγε το κριτήριο καθορισμού του μεγέθους αυτής της επιρροής; Με ποιο τρόπο θα μπορούσε κανείς να κρίνει ποιες πληροφορίες είναι πρόσφορες να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των κινητών αξιών στις οποίες αναφέρονται εφόσον οι πληροφορίες γίνονταν γνωστές στο κοινό;

Το μέγεθος της προαναφερθείσας επιρροής καθορίζεται κατά περίπτωση ενώ αρκεί και μόνο η ένδειξη πιθανότητας επιρροής της τιμής. Αν αργότερα επηρεάστηκε πραγματικά η τιμή της κινητής αξίας ή όχι δεν είναι ουσιώδες. Σημαντικό για τη συγκεκριμενοποίηση της έννοιας είναι το χρονικό σημείο που ο insider κρίνει ότι οι πληροφορίες αν γίνονταν γνωστές στο κοινό θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις τιμές κινητών αξιών. Ο χαρακτηρισμός είναι βέβαια νομικός, περιέχει νομική αξιολόγηση εννοιών και εναπόκειται στα δικαστήρια να εξειδικεύσουν τις έννοιες αυτές, να δημιουργήσουν κατηγορίες περιπτώσεων και βασικές νομικές αρχές.

3. Τα υποκείμενα της καταχρηστικής εκμετάλλευσης της εμπιστευτικής πληροφορίας όπως ορίζονται στο ΠΔ 53/92

⁹⁶ Συγκεκριμένα το ΠΔ 53/92 το οποίο εισάγει αυτούσιο το κείμενο της Οδηγίας του Συμβουλίου 89/592 στο ελληνικό δίκαιο καθορίζει στο άρθρο 2 το περιεχόμενο της έννοιας «κινητές αξίες». Ως τέτοιες, λοιπόν, νοούνται:

- Οι μετοχές και οι ομολογίες καθώς και οι αξίες που εξομοιώνονται με μετοχές και ομολογίες
- Οι συμβάσεις ή τα δικαιώματα προεγγραφής απόκτησης ή εκχώρησης των αξιών που αναφέρονται στο στοιχείο α.
- Οι συμβάσεις υπό προθεσμία, τα δικαιώματα προτιμήσεως (όψιον) και τα χρεόγραφα υπό προθεσμία με αντικείμενο τις αξίες που αναφέρονται στο στοιχείο α.
- Οι συμβάσεις με ρήτρα για αξίες που προβλέπονται στο στοιχείο α εφόσον γίνονται δεκτές προς διαπραγμάτευση σε αγορά, η οποία διέπεται από ορισμένους κανόνες και εποπτεύεται από δημοσίως αναγνωρισμένες αρχές, λειτουργεί κανονικά και είναι άμεσα ή έμμεσα ανοιχτή στο κοινό.

Όπως προαναφέρθηκε η εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας, ως παράνομη συμπεριφορά, οριοθετείται από δύο νομοθετήματα από τα οποία το άρθρο 30 του ν. 1806/1988 επιβάλλει ποινικές κυρώσεις ενώ το ΠΔ 53/92 προβλέπει την επιβολή διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η ενασχόλησή μας με το αδίκημα που περιγράφεται στο άρθρο 30 του ν.1806/1988 θα ακολουθήσει στη συνέχεια, γι' αυτό θα περιορίσουμε στην παρούσα ενότητα την αναφορά μας στο ΠΔ 53/92.

Οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, σ' αυτούς που έχουν άμεση πρόσβαση στην πηγή των εμπιστευτικών πληροφοριών και σ' αυτούς που λαμβάνουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες από τους πρώτους. Άμεσοι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών μπορούν κατ' αρχάς να είναι τα μέλη διοικητικών, διευθυντικών, ελεγκτικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη (άρθρο 3 παρ.1 περίπτ. 1 ΠΔ 53/92)⁹⁷.

Οι κατηγορίες των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

Κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών δύναται να είναι πρόσωπο που συμμετέχει στο κεφάλαιο του εκδότη (άρθρο 3 παρ.1.περίπτ.2 ΠΔ 53/92). Τέτοια πρόσωπα είναι οι μέτοχοι ανωνύμων εταιριών και, υπό προϋποθέσεις, οι εταίροι άλλων κεφαλαιουχικών εταιριών. Δεν ενδιαφέρει το ύψος της συμμετοχής και δεν προβλέπεται κάποιο όριο. Αρκεί και η ελάχιστη συμμετοχή. Κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών μπορούν επίσης να γίνουν και πρόσωπα λόγω της πρόσβασης που έχουν σ' αυτές εξαιτίας της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους (άρθρο 3 παρ.1 περίπτ.3 ΠΔ 53/92). Ο νομοθέτης δεν κατονόμασε ειδικότερα τα πρόσωπα αυτά. Στην έννοια της ρύθμισης περιλαμβάνονται πάντως τόσο τα πρόσωπα που έχουν μια άμεση σχέση προς την επιχείρηση, π.χ. σχέση εργασίας, όσο και τα πρόσωπα που έμμεσα σχετίζονται μ' αυτήν και μέσω της έμμεσης σχέσης αποκτούν πρόσβαση στην εμπιστευτική πληροφορία, π.χ. περιστασιακοί συνεργάτες, ειδικοί σύμβουλοι, δικηγόροι, χρηματιστές, ιδιωτικοί και δημόσιοι υπάλληλοι⁹⁸.

Όταν η σχέση του προσώπου με την επιχείρηση είναι έμμεση, δεν προϋποτίθεται ύπαρξη συμβατικής δέσμευσης. Για τη γένεση ευθύνης του κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας κατά το ΠΔ 53/92 είναι αδιάφορο το αν αυτός έχει υποχρέωση πίστης έναντι της επιχείρησης. Η ευθύνη των άνω αναφερθέντων προσώπων ρυθμίζεται ιδιαίτερα όταν αυτά είναι εταιρίες ή άλλα νομικά πρόσωπα.

Στο άρθρο 3 παρ.2 ΠΔ 53 /92 ορίζεται, πως όταν τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παράγραφο 1 είναι εταιρίες ή άλλα νομικά πρόσωπα, η απαγόρευση που προβλέπεται στην παράγραφο 1 ισχύει για τα φυσικά πρόσωπα που συμμετέχουν στη σχετική με τη συναλλαγή απόφαση για λογαριασμό του εν λόγω νομικού προσώπου⁹⁹. Αυτά είναι κατά κανόνα τα μέλη της διοίκησης του νομικού προσώπου.

Τα νομικά πρόσωπα

⁹⁷ Η αναλυτικότητα της ρύθμισης ερείδεται τόσο στη διαφορετικότητα της διοικητικής διάρθρωσης των ανώνυμων εταιριών εντός της ΕΕ (μονοβαθμική, διβαθμική) όσο και στην προσπάθεια να συμπεριληφθούν δραστηριότητες διευθυντικών στελεχών άλλων εταιρικών τύπων, όπως ΕΠΕ και προσωπικών εταιριών, που σε ορισμένα δίκαια δικαιούνται να είναι εκδότες κινητών αξιών, βλ. Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης, ό.π., σελ. 144-145.

⁹⁸ Η υφιστάμενη σχέση εργασίας δεν απαιτείται να δικαιολογεί μια μόνιμη και σταθερή πρόσβαση του εργαζόμενου στις εμπιστευτικές πληροφορίες λόγω επαγγελματικών ή οργανωτικών αρμοδιοτήτων. Αρκεί κάθε σχέση εργασίας προς την επιχείρηση. Οι λογιστές για παράδειγμα γίνονται κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών όχι εξαιτίας της εργασίας τους αλλά του επαγγέλματός τους, οι δικηγόροι και οι ειδικοί σύμβουλοι εξαιτίας των καθηκόντων τους, βλ. Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης, ό.π., σελ. 145.

⁹⁹ Η απαγόρευση ισχύει μόνο για τα συμμετέχοντα φυσικά πρόσωπα. Στις συνδεδεμένες επιχειρήσεις η απαγόρευση ισχύει για όλα τα φυσικά πρόσωπα που συναλλάσσονται εκ μέρους όλων των νομικών προσώπων, τόσο σε δυαδικές (μητρικές-θυγατρικές εταιρίες) όσο και σε πολυβαθμικές (μητρικές-

Οι απαγορεύσεις του ΠΔ 53/92 ισχύουν εκτός από τους έχοντες άμεση πρόσβαση στην πηγή των εμπιστευτικών πληροφοριών και για τα πρόσωπα που αποκτούν την εμπιστευτική πληροφορία άμεσα ή έμμεσα από τους πρώτους.

Το άρθρο 5 του ΠΔ 53/92 ορίζει πως οι προβλεπόμενες από τα άρθρα 3 και 4 απαγορεύσεις επεκτείνονται πέρα των προσώπων που αναφέρονται σ' αυτά τα άρθρα και σε κάθε πρόσωπο το οποίο εν γνώσει του κατέχει μια εμπιστευτική πληροφορία η οποία δεν μπορεί να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα παρά μόνο από πρόσωπο που αναφέρεται στο άρθρο 3. Η ρύθμιση αυτή περιλαμβάνει τα πρόσωπα του οικογενειακού περιβάλλοντος, π.χ. σύζυγοι, τέκνα, γονείς καθώς και τα πρόσωπα του στενού και έμπιστου φιλικού περιβάλλοντος. Το άρθρο 5 μιλά για εν γνώσει κατοχή της εμπιστευτικής πληροφορίας. Η διάταξη αυτή όπως ειδικότερα παρουσιάζεται στο επόμενο κεφάλαιο, δεν αρμόζει πλήρως στο γενικότερο πνεύμα της νομοθετικής ρύθμισης.

Η επέκταση των απαγορεύσεων των άρθρων 3 και 4 στους δευτερογενείς κατόχους

4. Το απαγορευτικό πλαίσιο των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών

Κατά το άρθρο 3 παρ.1 ΠΔ 53/92 απαγορεύεται ρητά στους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών να αποκτούν ή να εκχωρούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα κινητές αξίες του ή των εκδοτών τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλεζόμενοι εν γνώσει τους αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες. Η απαγόρευση αφορά τόσο την απόκτηση όσο και την εκχώρηση κινητών αξιών και καλύπτει ενοχικές και εμπράγματες δικαιοπραξίες ακόμα κι όταν αυτές πραγματοποιούνται έμμεσα π.χ. μέσω «αχυρανθρώπων».

Το ευρύ περιεχόμενο της απαγορευτικής διάταξης του άρθρου 3

Η απαγορευτική ρύθμιση του άρθρου 3 ΠΔ 53/92 έχει ευρύ περιεχόμενο και επιχειρεί να περιορίσει τα περιθώρια αμφίβολων συναλλαγών με κινητές αξίες. Χαρακτηριστική είναι η διατύπωση «να αποκτούν ή να εκχωρούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων...εκμεταλλεζόμενοι...αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες». Η εκμετάλλευση της πληροφορίας για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου αποτελεί στοιχείο του πραγματικού της απαγορευτικής διάταξης. Αυτή συνίσταται στην επίτευξη ωφέλειας, που πραγματοποιείται είτε με θετικό κέρδος ή αποσόβηση απωλειών είτε ακόμη και με πρόκληση ζημιάς σε τρίτο πρόσωπο.

Ευθύνη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών γεννάται όταν αυτοί χρησιμοποιούν εν γνώσει τους τις τελευταίες. Σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις η εξ αμελείας εκμετάλλευση της πληροφορίας αποκλείει την ευθύνη του δράστη. Αυτό, συμβαίνει, για παράδειγμα, όταν ο κάτοχος της εμπιστευτικής πληροφορίας θεωρούσε εξ αμελείας πως η πληροφορία είχε καταστεί δημοσίως γνωστή. Η ευθύνη του δράστη σε περιπτώσεις βαριάς αμέλειας θα κριθεί από τα ιδιαίτερα περιστατικά και την προσωπικότητά του, αφού ληφθούν υπόψη η ειδικότερη επαγγελματική ή προσωπική σχέση του προς την πηγή της πληροφορίας, η επαγγελματική του πείρα και το ύψος των διακυβευόμενων κινητών αξιών.

Η ευθύνη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών

Πάντως εύλογα ερωτήματα προκαλούν τα κίνητρα και η εμπιστευτική βούληση των δραστών κατά την τέλεση της πράξεως, ανεξάρτητα από την προβολή ισχυρισμών περί υπάρξεως βαριάς ή ελαφριάς αμέλειας. Ο κύκλος των εν δυνάμει κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών είναι εκ τοις πράγμασι ολιγομελέστατος και αποτελείται από πρόσωπα κατ' εξοχήν ειδικά. Αυτά κατέχουν βαθιές γνώσεις και

Το υποκειμενικό στοιχείο της αμέλειας

θυγατρικές-εγγονές κλπ εταιρίες) εξαρτησιακές σχέσεις, ανεξάρτητα από την κατεύθυνση της χρησιμοποίησης της εμπιστευτικής πληροφορίας εντός αυτών, ό.π., σελ. 146.

διακρίνονται για τον υψηλό τους επαγγελματισμό, ενώ στην επενδυτικοοικονομική τους τακτική μόνο από αμελείς κινήσεις δεν χαρακτηρίζονται καθώς η επιμέλεια και η σκοπιμότητα είναι γι' αυτούς απαραίτητα στοιχεία επαγγελματικής επιβίωσης. Έτσι η εκμετάλλευση της εμπιστευτικής πληροφορίας εν αγνοία δεν προβάλλει πάντα ως ο πιο πιστευτός ισχυρισμός. Ως εκ τούτων σκόπιμη θα ήταν η τροποποίηση διατάξεων του ΠΔ 53/92 προς το αναλυτικότερο¹⁰⁰.

Η απαγόρευση του άρθρου 3 παρ.1 ΠΔ 53/92 εφαρμόζεται και σε κάθε περίπτωση απόκτησης ή εκχώρησης κινητών αξιών που γίνεται με την παρέμβαση προσώπου που ενεργεί κατ' επάγγελμα ως ενδιάμεσος. Κατ' επάγγελμα ως ενδιάμεσοι ενεργούν τράπεζες, χρηματιστηριακοί μεσίτες, λοιποί οικονομικοί μεσίτες και συναφή πρόσωπα, όπως π.χ. στο εξωτερικό Broker, Dealer κλπ. Η απαγορευτική διάταξη του άρθρου 3 παρ.3 ΠΔ 53/92 αφορά το σύνολο των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι πως το ενδιάμεσο πρόσωπο παρεμβαίνει κατά την απόκτηση ή την εκχώρηση κινητών αξιών. Η απλή εκτέλεση της εντολής πελάτη- κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας εκ μέρους της τράπεζας ή του χρηματιστηριακού μεσίτη δεν στοιχειοθετεί παράβαση της απαγορευτικής διάταξης του προαναφερθέντος άρθρου. Η είσπραξη προμήθειας για την διεκπεραίωση της εντολής είναι αυτονόητη αλλά γεννά αμφιβολίες όταν είναι ιδιαίτερα υψηλή. Το ίδιο συμβαίνει όταν δε συμφωνείται προμήθεια αλλά αμοιβή που εξαρτάται αποκλειστικά από το ύψος των κερδών της ύποπτης συναλλαγής. Σ' αυτές τις περιπτώσεις δεν έχουμε απλή εκτέλεση εντολής του πελάτη αλλά παρέμβαση προσώπου που ενεργεί κατ' επάγγελμα ως ενδιάμεσος με συνέπεια την εφαρμογή του άρθρου 3 παρ.3 ΠΔ 53/92.

Ο σκοπός της απαγόρευσης του άρθρου 3 ΠΔ 53/92 δε θα εκπληρωνόταν αν είχε παραληφθεί η απαγόρευση ανακοίνωσης της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτα πρόσωπα και σύστασης ή απόκτησης ή εκχώρησης κινητών αξιών.

Στο άρθρο 4 ΠΔ 53/92 ορίζεται πως απαγορεύεται στα πρόσωπα που υπόκεινται στην προβλεπόμενη στο άρθρο 3 ΠΔ 53/92 απαγόρευση και είναι κάτοχοι εμπιστευτικής πληροφορίας, α) να ανακοινώνουν την εμπιστευτική αυτή πληροφορία σε τρίτο, εκτός εάν ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή β) να συνιστούν σε τρίτο βάσει της εμπιστευτικής αυτής πληροφορίας να αποκτήσει ή να εκχωρήσει ο ίδιος ή μέσω άλλου κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η διττή απαγόρευση αφορά τόσο την ανακοίνωση της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο όσο και τη σύσταση εκ μέρους του κατόχου της σε τρίτο να αποκτήσει ή να εκχωρήσει κινητές αξίες. Η απαγόρευση της ανακοίνωσης της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο αίρεται όταν ο κάτοχός της ενεργεί στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του. Πότε αυτός ενεργεί στα συνήθη πλαίσια είναι ένα από τα λιγότερο ξεκάθαρα σημεία αυτής της ρύθμισης.

Ο Ευρωπαίος καθώς και ο Έλληνας νομοθέτης κατ' επιταγή και προβαίνοντας σε πιστή εφαρμογή των διατάξεων της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου απέφυγε να το εξειδικεύσει μη θέλοντας να παρέμβει σε λεπτά θέματα ανταλλαγής και διακίνησης σημαντικών επαγγελματικών πληροφοριών, η ειδική ρύθμιση των οποίων θα επηρέαζε αρνητικά στην σημερινή φάση την ομαλή δραστηριότητα τραπεζών,

Η απαγόρευση ανακοίνωσης της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτα πρόσωπα και σύστασης ή απόκτησης ή εκχώρησης κινητών αξιών

¹⁰⁰ Δυνατή θα ήταν η αναλυτική θέσπιση πλαισίου ποινών για ειδικές παραβάσεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, που τελούνται με δόλο ή από αμέλεια με βάση τις διατάξεις των άρθρων 3 παρ.1 και 2 και άρθρων 4 και 5 ΠΔ 53/92 και με αντίστοιχα υψηλές ή χαμηλότερες ποινές, βλ. Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης, ό.π., σελ. 148.

χρηματιστών, φοροτεχνικών, οικονομολόγων, λογιστών, δικηγόρων και ειδικών συμβούλων σε διακρατικό, πανευρωπαϊκό επίπεδο. Αν η άσκηση εργασίας, επαγγέλματος ή καθηκόντων γίνεται στα συνήθη πλαίσια πρέπει να κριθεί κατά κλάδο χωριστά και να ληφθούν υπόψη όλες οι σχετικές ειδικές συνθήκες, αναγκαιότητες και συνήθειες. Όμως τα περιθώρια για δισταμένες ερμηνείες είναι μεγάλα, γεγονός αρνητικό για την επιτυχία των σκοπών της ρύθμισης.

Η απαγόρευση, τέλος, συστάσεων για απόκτηση ή εκχώρηση κινητών αξιών δεν ισχύει μόνο για τον αρχικό κάτοχο της εμπιστευτικής πληροφορίας αλλά και για τον υπέρ ου η σύσταση. Αυτός απαγορεύεται να προβεί σε ανάλογες συστάσεις σε τρίτα πρόσωπα ανεξάρτητα το αν ενεργεί άμεσα για ίδιο όφελος ή για λογαριασμό του αρχικού κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας.

4.1. Η ποινικοποίηση της διασποράς εμπιστευτικών πληροφοριών

Στην προηγούμενη ενότητα οριοθετήθηκε εννοιολογικά η απαγόρευση «εκμετάλλευσης» εμπιστευτικών πληροφοριών, η οποία αποτελεί απαγόρευση της άμεσης ή έμμεσης απόκτησης ή εκχώρησης για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου κινητών αξιών κατά την έννοια της δεύτερης περίπτωσης του άρθρου 2 του ΠΔ από πρόσωπα που είτε έχουν την ιδιότητα μέλους διοικητικών, διευθυντικών, ελεγκτικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη κινητών αξιών, είτε συμμετέχουν με οσοδήποτε ποσοστό στο κεφάλαιο του εκδότη, είτε τέλος έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικές με τον εκδότη επ' αφορμή της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους.

Στη συνέχεια θα ασχοληθούμε με την άλλη μορφή απαγόρευσης καταχρηστικής συμπεριφοράς από τους κατόχους κινητών αξιών που συνίσταται στην διασπορά των εμπιστευτικών πληροφοριών. Με τον όρο αυτό νοείται η απαγόρευση ανακοίνωσης των εμπιστευτικών πληροφοριών από τα προαναφερθέντα πρόσωπα σε τρίτο (εκτός εάν ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους), καθώς και η απαγόρευση υπόδειξης από τα προαναφερθέντα πρόσωπα σε τρίτο ευκαιρίας για άμεση ή έμμεση απόκτηση ή εκχώρηση κινητών αξιών στην βάση κατεχόμενης από τα πρόσωπα αυτά κατά χρονικό προβάδισμα εμπιστευτικής πληροφορίας (άρθρο 4 του ΠΔ).

Ο ορισμός της διασποράς εμπιστευτικών πληροφοριών

Γιατί αυτή η κινητικότητα και η σπουδή της νομοθεσίας για να απαγορευτεί η παράνομη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών; Ποιοι είναι οι σκοποί του νομοθέτη και ποια τα οικονομικά ή άλλα οφέλη στην αγορά κινητών αξιών; Ποιος ζημιώνεται με την διασπορά εσωτερικών πληροφοριών; Μήπως υπάρχουν και θετικές πλευρές;

Αφού η διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών είναι τόσο διαδεδομένη και αντικειμενικά αδύνατο να ελεγχθεί, τότε και οι νόμοι που προσπαθούν να επιτύχουν το αδύνατο είναι άστοχοι και άχρηστοι, διότι επιπλέον η εφαρμογή τους έχει δημοσιονομικό κόστος χωρίς αποτέλεσμα. Υπάρχει αξιόλογη ωφέλεια από την εφαρμογή των νόμων για την διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών άμα λάβουμε υπόψη μας την ποινική ευθύνη του δράστη και τα μεγάλα διοικητικά πρόστιμα σε αντιστάθμισμα με τις ζημιές που επιφέρει η παράνομη διασπορά στην επιχείρηση, τους επενδυτές και την αγορά κινητών αξιών γενικότερα;

Η διασπορά εσωτερικών εμπιστευτικών πληροφοριών ζημιώνει την επιχείρηση, τους επενδυτές και την αγορά κινητών αξιών:

- Οι επενδυτές που ανήκουν στο μεγάλο κοινό και έχουν γι' αυτό την μεγαλύτερη οικονομική και επενδυτική δύναμη, όταν παρατηρούν απότομες διακυμάνσεις στις μετοχές μιας επιχείρησης χωρίς η συμπεριφορά αυτή να εξηγείται από

Οι αρνητικές συνέπειες της διασποράς εμπιστευτικών πληροφοριών

οικονομικά ή άλλα δημοσιευμένα στοιχεία οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι οι τιμές της μετοχής προσδιορίζονται από εσωτερικούς παράγοντες (διαχειριστές, μετόχους, συμβούλους) της εταιρείας και κυρίως μέσω της εκμετάλλευσης εσωτερικών εμπιστευτικών πληροφοριών και απέχουν από τη συμμετοχή τους στην δημοσία εγγραφή για αύξηση κεφαλαίου ή και από κάθε συναλλαγή. Οι επενδυτές πιστεύουν ότι αντιμετωπίζονται αθέμιτα και ότι η διαχείριση της εταιρείας δεν ενδιαφέρεται για μακροπρόθεσμα κέρδη και για την ανάπτυξη αλλά αντίθετα για βραχυπρόθεσμη απολαβή ευκαιριών. Η διαχείριση της εταιρείας δίνει την εντύπωση ότι επιδιώκει βραχυπρόθεσμα μεγάλα οφέλη. Μπορεί μια απότομη άνοδος της τιμής μιας μετοχής για «ανεξήγητους» λόγους να οδηγήσει σε μακροχρόνια και σταθερή πτώση της τιμής εξαιτίας της δυσπιστίας του μεγάλου επενδυτικού κοινού, ιδιαίτερα σε μετοχές με μεγάλη διασπορά. Αυτό έχει ως συνέπεια την οικονομική στασιμότητα της εταιρείας. Δεν μπορεί να απορροφήσει νέα κεφάλαια, δεν αναπτύσσεται ούτε εκσυγχρονίζεται και τέλος πεθαίνει. Έτσι η παράνομη διασπορά πληροφοριών βλάπτει την επιχείρηση.

- Οι διαχειριστές μιας εταιρείας (μέτοχοι), οι οποίοι επιδιώκουν να κερδοσκοπήσουν με μετοχές εκμεταλλευόμενοι τις εσωτερικές πληροφορίες αποκτούν την τάση να οδηγούν την εταιρεία σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Τέτοιες επενδύσεις όπως ευρεσιτεχνίες υψηλής τεχνολογίας, εξαγορές επιχειρήσεων με αδιαφανείς σκοπούς, περιπέτειες ανακάλυψης φυσικών πόρων και πολύτιμων μετάλλων μπορούν να αποδειχθούν καταστροφικές για την επιχείρηση.
- Είναι δυνατή και η αντίθετη άποψη δηλαδή οι διαχειριστές που είναι και μέτοχοι να επιδιώκουν να εμφανίσουν αποτελέσματα χρήσεως εξαιρετικά δυσμενή, ώστε να πέσει η τιμή της μετοχής και να αγοράσουν μετοχές φθηνά την επόμενη χρονιά που τα αποτελέσματα χρήσεως θα εμφανίζονται φυσιολογικά ή αυξημένα οπότε κερδοσκοπούν πουλώντας τις μετοχές που αγόρασαν φθηνά, ακριβά.
- Το ίδιο αποτέλεσμα μπορεί να επιτευχθεί με το διασπείρουν οι διαχειριστές-μέτοχοι ψευδείς ή και αληθείς πληροφορίες, ικανές να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών περί των δυσμενών αποτελεσμάτων, τα οποία πρόκειται να δημοσιευθούν. Η πρακτική αυτή είναι συνηθισμένη σε μεγάλους οργανισμούς τραπεζικών επιχειρήσεων όπου η αξιολόγηση των εργασιών μπορεί να φανεί κατά κύριο λόγο από τα αποτελέσματα χρήσεως, την διανομή μερίσματος κ.λ.π. Η πίεση που δέχεται η τιμή της μετοχής εξαιτίας των εσωτερικών πληροφοριών ή και πράξεων έχει σκοπό την επίτευξη τιμών που είναι κατώτερες από την αξία της μετοχής. Αυτό παρασύρει τους διαχειριστές- μετόχους σε «παιχνίδια» σε βάρος του μακροπρόθεσμου, οργανωτικού, αναπτυξιακού και επιχειρηματικού σκοπού της εταιρείας. Οι διαχειριστές- μέτοχοι εμφανίζονται να θέλουν να ζημιώσουν την εταιρεία αποκομίζοντας οφέλη από την αγοραπωλησία μετοχών.
- Όχι μόνο η επιχείρηση αλλά και ο επενδυτής μπορεί να ζημιωθεί από την διασπορά εσωτερικών πληροφοριών. Ακόμη μπορεί να ζημιωθεί και ο τρίτος άσχετος με τη διασπορά πληροφοριών επενδυτής¹⁰¹.

¹⁰¹ Για παράδειγμα μια μετοχή που για μεγάλο χρονικό διάστημα παραμένει στάσιμη ή κινείται μέσα σε φυσιολογικά πλαίσια αρχίζει να αγοράζεται με εντολές που δίνουν οι «εσωτερικοί» μιας επιχείρησης. Η κίνηση του πακέτου των μετοχών των «εσωτερικών» παρασύρει τους τρίτους, οι οποίοι θέλουν να ακολουθήσουν τους «εσωτερικούς» (Insiders) και αυτό έχει ως συνέπεια την απότομη και υπερβολική άνοδο των τιμών. Η φήμη ότι η μετοχή πουλιέται εξαιτίας εσωτερικών πληροφοριών διαστρεβλώνει την τιμή της προς τα άνω ή και τα κάτω, το οποίο μπορεί και στις δύο περιπτώσεις να προκαλέσει ζημιές στον τρίτο επενδυτή, βλ. Ονούφριος Φαρμακίδης, ό.π., σελ. 371-372.

Θα πρέπει τέλος να επισημάνουμε ότι η περίπτωση της εσκεμμένης διάδοσης ψευδών ή απατηλών πληροφοριών με σκοπό την εξωτερική μη επαληθευμένη παρέμβαση της πληροφόρησης αυτής στην διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής των κινητών αξιών δεν υπάγεται ούτε στη ρύθμιση του άρθρου 30 Ν 1806/1988 ούτε στη ρύθμιση του ΠΔ 53/92. Η διοικητική αντιμετώπιση της διασποράς τέτοιων πληροφοριών γίνεται στην βάση της παραγράφου 2 του άρθρου 72 Ν 1969/1991 μέσω της επιβολής προστίμου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπό τις εκεί προβλεπόμενες προϋποθέσεις, ενώ η ποινική κύρωση θεμελιώνεται στην πρώτη παράγραφο του ίδιου άρθρου.

4.2. Οι περιπτώσεις άρσης του απαγορευτικού πλαισίου

Οι απαγορευτικές διατάξεις του άρθρου 3 ΠΔ 53/92 δεν εφαρμόζονται κατ' εξαίρεση όταν συντρέχουν λόγοι δημόσιου συμφέροντος (άρθρο 3 παρ.4 ΠΔ 53/92). Προϋπόθεση είναι ότι οι πράξεις που καλύπτονται από την απαγόρευση διενεργούνται αποκλειστικά προς τον σκοπό άσκησης νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή προς το σκοπό διαχείρισης του δημόσιου χρέους. Η ρύθμιση περιλαμβάνει και τη διαχείριση συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ο νομοθέτης μέσω του άρθρου 3 παρ.4 ΠΔ 53/92 επιτρέπει στους ασκούντες δημόσια οικονομική πολιτική ό,τι απαγορεύει στους ιδιώτες. Η επιλογή του καταδεικνύει το ύψος των ωφελημάτων που μπορούν να προκύψουν από την κατοχή και χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών και είναι θεμιτή καθώς το προβάδισμα και η ανοχή που δίνεται στους φορείς του Δημοσίου ωφελεί την κρατική οικονομία και ως εκ τούτου την οικονομική πορεία του κοινωνικού συνόλου.

Η εξαίρεση των πράξεων άσκησης νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή διαχείρισης του δημόσιου χρέους

Οι πράξεις που διενεργούνται με αφορμή τις εμπιστευτικές πληροφορίες πρέπει να γίνονται από εξουσιοδοτημένο από το Δημόσιο Οργανισμό ή από οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, πάντα στα πλαίσια άσκησης νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή προς το σκοπό διαχείρισης του δημόσιου χρέους¹⁰² αλλιώς εφαρμόζονται οι απαγορευτικές διατάξεις του ΠΔ 53/92. Τα δραστηριοποιούμενα πρόσωπα μπορεί να είναι τόσο φυσικά όσο και νομικά πρόσωπα και πρέπει να ενεργούν για λογαριασμό του Δημοσίου ή του εκ του Δημοσίου εξουσιοδοτούμενου οργανισμού. Απαγορεύονται συναλλαγές προσώπων που με αφορμή την άσκηση δραστηριοτήτων νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή διαχείρισης δημοσίου χρέους εκμεταλλεύονται άμεσα ή έμμεσα, ευθέως ή μέσω τρίτων εμπιστευτικές πληροφορίες για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων ιδιωτών¹⁰³.

5. Η εποπτεία του νομοθετικού πλαισίου που διέπει το insider trading- Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Κατά το άρθρο 6 του ΠΔ 53/92 οι προβλεπόμενες απαγορεύσεις (των άρθρων 3-5) εφαρμόζονται για τις συναλλαγές που διενεργούνται στην Ελλάδα, εφόσον οι συγκεκριμένες κινητές αξίες είναι δεκτές προς διαπραγμάτευση σε αγορά η οποία διέπεται από ορισμένους κανόνες, εποπτεύεται από δημοσίως αναγνωρισμένη αρχή και είναι αμέσως ή εμμέσως ανοικτή στο κοινό. Κατά τεκμήριο οι συναλλαγές

¹⁰² Η εξουσιοδότηση του Δημοσίου προέρχεται από τα Υπουργεία Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών, Εμπορίου ή και από άλλους κυβερνητικούς φορείς ή όργανα με αρμοδιότητες οικονομικής πολιτικής, βλ. Ιωάννης Μεν. Παπαγιάννης, ό.π., σελ. 151.

¹⁰³ Για παράδειγμα κυβερνητικοί παράγοντες, κρατικοί λειτουργοί, υψηλά ιστάμενοι δημόσιοι υπάλληλοι.

διενεργούνται στην Ελλάδα όταν πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η εφαρμογή και εποπτεία των δικαίων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης όφειλε σύμφωνα με την οδηγία 89/592/ΕΟΚ να ανατεθεί σε ειδικά όργανα χωριστά για κάθε κράτος μέλος. Η εφαρμογή των διατάξεων του ΠΔ 53/92 ανατέθηκε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

**Η Επιτροπή
Κεφαλαιαγο
ράς**

Οι διατάξεις του ΠΔ 53/92 για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διακρίνονται για την ακρίβεια και αναλυτικότητά τους και αποτελούν προϊόν μακροχρόνιων διαβουλεύσεων εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας¹⁰⁴.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επιτελικό, κανονιστικό όργανο με οιονεί δικαιοδοτικές αρμοδιότητες στα θέματα της Κεφαλαιαγοράς. Προκειμένου να εκπληρώσει εύρυθμα την αποστολή της έχει εκτεταμένες αρμοδιότητες και εξουσίες ελέγχου και έρευνας και δικαιούται να ενεργεί αυτεπαγγέλτως, όταν λάβει γνώση γεγονότων που συνδέονται με την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών (άρθρο 8 παράγραφος 2 ΠΔ 53/92)¹⁰⁵. Σ' αυτά τα πλαίσια συνεργάζεται με τις αρμόδιες αρχές των λοιπών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ανταλλάσσει μαζί τους όλες τις απαιτούμενες πληροφορίες (άρθρο 10 παράγραφος 1 ΠΔ 53/92).

**Οι
αρμοδιότητες
της**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που λαμβάνει στα πλαίσια της συνεργασίας της με άλλες αρμόδιες αρχές των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποκλειστικά για την άσκηση των αρμοδιοτήτων της ως προς την εφαρμογή των διατάξεων του ΠΔ 53/92 καθώς και για την εκπλήρωση των καθηκόντων της στα πλαίσια διοικητικών ή δικαστικών διαδικασιών, που έχουν ως ειδικό αντικείμενο τη συγκεκριμένη άσκηση καθηκόντων (άρθρο 10 παράγραφος 3 εδάφιο α' ΠΔ 53/92). Οι κατά το άρθρο 10 παράγραφος 1 ΠΔ 53/92 ανταλλάσσόμενες πληροφορίες καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο, το οποίο οφείλουν να τηρούν τα πρόσωπα που απασχολούνται ή είχαν απασχοληθεί στο παρελθόν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς και στη Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (άρθρο 9 εδάφιο 1 ΠΔ 53/92). Οι πληροφορίες που καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο δεν επιτρέπεται να κοινοποιηθούν σε κανένα πρόσωπο ή δημόσια αρχή παρά μόνο όταν αυτό προβλέπεται από νομοθετική διάταξη (άρθρο 9 εδάφιο 2 ΠΔ 53/92). Ορθά ο νομοθέτης προέβλεψε ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί (δεν υποχρεούται) να αρνηθεί να απαντήσει σε αίτηση πληροφόρησης. Τούτο συμβαίνει όταν η ανακοίνωση πληροφοριών ενδέχεται να προσβάλει την κυριαρχία, την ασφάλεια ή την δημόσια τάξη του ελληνικού κράτους. Το ίδιο ισχύει όταν έχει ήδη κινηθεί δικαστική διαδικασία ενώπιον των

**Η συνεργασία
με τις αρχές
των άλλων
κρατών μελών
της ΕΕ**

¹⁰⁴ Σε μεγάλο βαθμό ομοιάζουν με τις αντίστοιχες διατάξεις για τις εποπτικές επιτροπές των δικαίων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών στα λοιπά κράτη μέλη της ΕΕ.

¹⁰⁵ Οι νεότερες αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποβλέποντας στην καταπολέμηση του φαινομένου του insider trading απαγορεύουν στους διευθύνοντες συμβούλους, στα μέλη του Δ.Σ., στους νομικούς συμβούλους και στους μετόχους των εταιριών οι οποίοι κατέχουν πάνω από το 20% των μετοχών να διενεργούν συναλλαγές (αγοραπωλησίες) μετοχών της εταιρίας και παραγώγων μέσω για μια περίοδο 30 ημερών που προηγείται της ανακοίνωσης στο κοινό των τετραμηνιαίων, εξαμηνιαίων και ετήσιων αποτελεσμάτων χρήσεως. Η διαπραγμάτευση των παραπάνω τίτλων στη χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να επιτρέπεται μόνο ύστερα από άδεια του Δ.Σ. κατά την ευαίσθητη περίοδο των αποτελεσμάτων, υπό τον όρο ότι το Δ.Σ θα ενημερώνει άμεσα το Χ.Α.Α. Επιπλέον, οι εταιρίες πρέπει να προμηθεύουν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με έναν κατάλογο του προσωπικού τους που υπάγεται σ' αυτή τη ρύθμιση. Τέλος, οι κανόνες που ρυθμίζουν τις συναλλαγές των χρεογράφων απαιτούν από τις εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίες να αποφεύγουν πρακτικές δημοσιότητας που ενδέχεται να διοχετεύσουν στη χρηματιστηριακή αγορά ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες, βλ. http://www.athensnews.gr/...: "Greek equities watchdog new disclosure rules", Athens News, 09/08/2000, Article code: C12721A081, page: A08

αρμόδιων ελληνικών αρχών κατά των ιδίων προσώπων που αιτούνται πληροφόρησης για τα ίδια πραγματικά περιστατικά ή όταν τα πρόσωπα αυτά έχουν ήδη κριθεί τελεσιδίκως για τα ίδια πραγματικά περιστατικά από τα ελληνικά δικαστήρια (άρθρο 10 παράγραφος 2 ΠΔ 53/92).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 11 ΠΔ 53/92 (ΦΕΚ 22^Α) μπορεί να επιβάλλει στους παραβάτες διοικητικά πρόστιμα το ύψος των οποίων είναι από 10 εκατομμύρια δραχμές έως και 1 δισεκατομμύριο δραχμές, ή τέτοιου ύψους όσο το πενταπλάσιο του οφέλους που αποκόμισε αυτός ο οποίος εκμεταλλεύτηκε τις εμπιστευτικές πληροφορίες¹⁰⁵. Περαιτέρω είναι δυνατή η παραπομπή των παραβατών στον εισαγγελέα εφόσον πληρούνται και οι προϋποθέσεις του άρθρου 30 Ν 1806/1988, κατόπιν υποβολής εγκλήσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για το οποίο θα γίνει εκτενέστερα λόγος στην επόμενη ενότητα.

Το ύψος των επιβαλλόμενων προστίμων

6. Η ποινική ευθύνη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών- Άρθρο 30 του Ν. 1806/1988¹⁰⁶

Η ποινική καταστολή της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο καταστρώνεται στο άρθρο 30 Ν 1806/1988 ως καταχρηστική, άμεση ή έμμεση αξιοποίηση συγκεκριμένης εμπιστευτικής πληροφορίας προνομιακού χαρακτήρα στην χρηματιστηριακή αγορά, ως προς την οποία ο δράστης έχει χρονικό προβάδισμα γνώσης ή κατοχής της σε σχέση με το επενδυτικό κοινό, με απώτερο σκοπό προσπορισμού για τον εαυτό του ή για τρίτο σημαντικού περιουσιακού οφέλους (επίτευξης κέρδους ή αποφυγής ζημίας) ή πρόκλησης σημαντικής περιουσιακής ζημίας σε τρίτο¹⁰⁷.

Ο αξιόποινος χαρακτήρας της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών

¹⁰⁵ Για παράδειγμα τον περασμένο Ιανουάριο του 2001 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε στον κ. Βασίλειο Ζούλοβιτς πρόστιμο ύψους 72 εκατ. δρχ και στην εταιρία ELMEC SPORT A.E. πρόστιμο ύψους 69 εκατ. δρχ. για κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών που αφορούσαν τη μετοχή των Μακεδονικών Κλωστηρίων Α.Ε. κατά το διάστημα 20.9.1999 με 5.10.1999. Οι ελεγκτές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μετά από έρευνες που διήρκησαν μεγάλο χρονικό διάστημα διαπίστωσαν ότι οι ανωτέρω πραγματοποίησαν συναλλαγές (κυρίως αγορές) μετοχών της εταιρίας Μακεδονικά Κλωστήρια ενώ γνώριζαν το ενδεχόμενο συγχώνευσής της με την εταιρία STABILTON A.E. συμφερόντων του κ. Μιχάλη Ανδρουλιδάκη. Ειδικότερα ο κ. Βασίλειος Ζούλοβιτς ως Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρίας Μακεδονικά Κλωστήρια προέβη σε αγορές μετοχών της λίγο πριν ανακοινωθεί στο επενδυτικό κοινό το ενδεχόμενο πώλησης πλειοψηφικού πακέτου στην εταιρία STABILTON. Διαπιστώθηκε επίσης ότι σε αγορές μετοχών των Μακεδονικών Κλωστηρίων κατά το ίδιο διάστημα προχώρησε και η εταιρία ELMEC SPORT A.E. λόγω των επαγγελματικών σχέσεων εμπιστοσύνης που συνέδεαν τον κ. Βασίλειο Ζούλοβιτς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και Αντιπρόεδρο της ELMEC SPORT κ. Σάμου Φάις και την Αντιπρόεδρο κ. Λούση Φάις. Μετά τις αγορές των μετοχών από τους ανωτέρω και αφού ανακοινώθηκε στο επενδυτικό κοινό η συγχώνευση, η μετοχή των Μακεδονικών Κλωστηρίων σημείωσε έντονη ανοδική πορεία, πραγματοποιώντας σε 26 συνεδριάσεις 21 limit up, βλ. <http://www.eco2day.gr/story2.asp?article=8496>, «Μπαράζ κυρώσεων από Κεφαλαιαγορά», 25/01/2001, σελ.1.

¹⁰⁶ Για την ευθύνη των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών όσον αφορά μια άλλη μορφή καταχρηστικής πρακτικής της αγοράς, δηλαδή την χειραγώγηση της τιμής των μετοχών γίνεται λόγος στην παράγραφο 7.1 της παρούσας ενότητας.

¹⁰⁷ Το νομοθετικό κείμενο του άρθρου 30 Ν 1806/1988 έχει ως εξής:

«1. Με φυλάκιση τουλάχιστον τριών μηνών και χρηματική ποινή τιμωρείται όποιος, έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα προς επιχείρηση ή για επιχείρηση, χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου, και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές αξίες των επιχειρήσεων αυτών, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο.

2. Με την ίδια ποινή τιμωρείται όποιος αποκτά άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση από πρόσωπα που είχαν αποκτήσει, κατά τα οριζόμενα στην προηγούμενη παράγραφο,

Έτσι με τις προβλεπόμενες στην παράγραφο 1 του άρθρου ποινές τιμωρείται όποιος έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών (υπό την νέα έννοια **Οι προβλεπόμενες ποινές** τους που δίνεται από την πρώτη περίπτωση του άρθρου 2 ΠΔ 53/92) για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα, χρησιμοποιεί αμέσως ή εμμέσως τις πληροφορίες αυτές και αγοράζει ή πωλεί τις κρίσιμες χρηματιστηριακές αξίες με τον προαναφερθέντα απώτερο σκοπό. Με τις ίδιες ποινές τιμωρείται κατά την παράγραφο 2 του άρθρου, οποιοσδήποτε άλλος που, χωρίς να συνδέεται αμέσως ή εμμέσως, μόνιμα ή πρόσκαιρα, με επιχείρηση γίνεται με άμεσο ή έμμεσο τρόπο αποδέκτης εμπιστευτικών πληροφοριών προερχόμενων από τα πρόσωπα της παραγράφου 1 του άρθρου.

Όσον αφορά τα υποκείμενα του αδικήματος ταυτίζονται εννοιολογικά με τα πρόσωπα που αποτελούν υποκείμενα καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών όπως περιγράφονται στο ΠΔ 53/92. Έτσι και εδώ γίνεται λόγος για υποκείμενα του αδικήματος με άμεση πρόσβαση στις εμπιστευτικές πληροφορίες και για τρίτα πρόσωπα τα οποία χωρίς να συνδέονται άμεσα ή έμμεσα μόνιμα ή πρόσκαιρα με την εταιρεία, γίνονται αποδέκτες εμπιστευτικών πληροφοριών που την αφορούν, αποκτώντας τις τελευταίες με άμεσο ή έμμεσο τρόπο από τα πρόσωπα της παραγράφου 1. Τα πρώτα ακολούθως διακρίνονται σε εταιρικούς παράγοντες με οργανική ή λειτουργική σχέση προς την εταιρεία (πρόεδρος και μέλη διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, οι γενικοί διευθυντές, οι μέτοχοι σημαντικού ποσοστού συμμετοχής στο εταιρικό κεφάλαιο και ελέγχου) καθώς και σε (μόνιμους ή ευκαιριακούς) εταιρικούς παράγοντες αμέσως συνδεδεμένους με ενοχική σχέση με την εταιρεία (νομικός σύμβουλος, δικηγόρος). Πρακτικό ζήτημα τίθεται στην δεύτερη περίπτωση αν η διάπραξη του αδικήματος γίνει σε χρόνο κατά τον οποίο η (μόνιμη ή πρόσκαιρη) σχέση προς την εταιρεία δεν υφίσταται πλέον είτε λόγω συμβατικής περάτωσής της είτε λόγω πρόωρης καταγγελίας.

Η ρύθμιση επιβάλλεται τόσο στα φυσικά όσο και στα νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν τις παραπάνω ιδιότητες και μάλιστα de jure ή de facto. Επιφύλαξη **Περίπτωση λογία** διατυπώνεται ως προς την επιλογή του νομοθέτη να μην περιλάβει στα πρόσωπα της παραγράφου 1, τους/τις συζύγους και τέκνα των παραπάνω προσώπων- η ανάμειξη των οποίων εύκολα θα κατέληγε στην καταστρατήγηση της ρύθμισης. Βέβαια τα πρόσωπα αυτά εμπίπτουν ως τρίτοι στην κατηγορία των προσώπων της παραγράφου 2, η ένταξή τους όμως στην παράγραφο 1 θα είχε σαφέστερο αποτρεπτικό αποτέλεσμα και θα διευκόλυne την απόδειξη της έμμεσης τέλεσης του αδικήματος. Σε κάθε περίπτωση, για τους εταιρικούς παράγοντες με οργανική ή λειτουργική σχέση προς την εταιρεία, η έννοια της άμεσης πρόσβασης σε εμπιστευτικές πληροφορίες ισοδυναμεί με εκείνη της εξ ορισμού (και κατά μαχητό τεκμήριο) γνώσης των πληροφοριών αυτών, στο μέτρο που οικονομικό περιεχόμενο της

γνώση των πληροφοριών και τις χρησιμοποιεί εν γνώσει του γεγονότος ότι οι πληροφορίες είναι εμπιστευτικές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές αξίες της επιχείρησης αυτής για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο.

3. Αποτελεί επιβαρυντική περίπτωση η τέλεση πράξεων των παραγράφων 1 και 2 από άτομα που απασχολούνται σε ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες, στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν τράπεζες, ή σε τράπεζα μέτοχο τέτοιων εταιριών.

4. Εμπιστευτική πληροφορία κατά την έννοια των προηγούμενων παραγράφων είναι η πληροφορία η οποία:

α) δεν είναι δημοσιευμένη, ούτε έχει με άλλον τρόπο γίνει γνωστή στο κοινό.

β) έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορά επιχείρηση που οι αξίες της έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο και

γ) αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των αξιών αυτών».

Η επιβαρυντική περίπτωση του αδικήματος

πληροφορίας αποτελεί η από αυτούς διαμορφωμένη κρίσιμη οικονομικού αντικρίσματος απόφαση.

Επιβαρυντική περίπτωση αποτελεί η τέλεση των παραπάνω πράξεων από άτομα που απασχολούνται σε χρηματιστηριακές ΑΕ στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν τράπεζες, ή σε τράπεζα που είναι μέτοχος τέτοιων ΑΕ. Η αναγκαιότητα της θεσμοθέτησης αυτής της επιβαρυντικής περίπτωσης ποινικού κολασμού πηγάζει από το γεγονός ότι η πρόσβαση των τραπεζών σε πληροφορίες σχετικές με την περιουσιακή κατάσταση και οικονομική πορεία των εταιριών μέσα στα πλαίσια ελέγχου της φερεγγυότητας του πιστολήπτη είναι άμεση. Έτσι είναι ενδεχόμενη η αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από μέρους των τραπεζών διαμέσου των καταλλήλων εντολών που δίνουν στις θυγατρικές τους χρηματιστηριακές ΑΕ¹⁰⁸. Η έννοια της επιβαρυντικής περίπτωσης από άποψη του ποινικού δικαίου, δεν στοιχειοθετεί διακεκριμένη μορφή του βασικού εγκλήματος, αλλά συνεκτιμάται για την κατά την ΠΚ 79 επιμέτρηση της ποινής.

Αναφορικά, τέλος, με τον βαθμό υπαιτιότητας που απαιτείται για τη στοιχειοθέτηση του αδικήματος και την επιβολή των προβλεπόμενων ποινών γίνεται ευρέως δεκτό η ύπαρξη δόλου. Είναι αληθές ότι η αναγωγή του δόλου σε στοιχείο του αδικήματος συρρικνώνει τη ζητούμενη προστασία των επενδυτών, κυρίως εξαιτίας των δυσχερειών απόδειξής του, κρίνεται όμως ως η πλέον προσηκούμενη, εφόσον σπανιότατα η εκμετάλλευση και ο διαμέσου αυτής πλουτισμός επέρχονται από αμέλεια ή παραδρομή. Η επιλογή, λοιπόν, αυτή του ελληνικού (αλλά και άλλων ευρωπαϊκών) δικαίου είναι συνεπής προς την εκπεφρασμένη βούληση του νομοθέτη κατά την οποία, δυνάμει του άρθρου 30 Ν 1806/1988 δεν επιδιώκεται η καταστολή πράξεων γενικών πληροφοριών και γνώσεων σχετικά με την πορεία των εργασιών της εταιρείας, έστω εξειδικευμένων και επιμελών- επιδίωξη που θα ισοδυναμούσε με καταστολή της δυναμικότητας και τρέχουσας λειτουργίας της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς- αλλά πράξεων των οποίων η τέλεση προκαλεί εντόνως το περί δικαίου αίσθημα των επενδυτών και κλονίζει την εμπιστοσύνη τους με όλα τα αντιοικονομικά αποτελέσματα που αυτό επιφέρει.

Συνεπώς το αδίκημα στοιχειοθετείται όταν κάποιο από τα πρόσωπα των παραγράφων 1 και 2 του άρθρου 30 χρησιμοποιεί εσωτερικές, με την παραπάνω έννοια, πληροφορίες εν γνώσει του εμπιστευτικού χαρακτήρα τους, με απώτερο σκοπό την επίτευξη σημαντικού περιουσιακού οφέλους για τον εαυτό του ή τρίτο, ή την πρόκληση σημαντικής περιουσιακής ζημίας σε τρίτο. Η γνώση του εμπιστευτικού χαρακτήρα της αξιοποιούμενης πληροφορίας πρέπει να τεκμαίρεται ότι υπάρχει για τους εταιρικούς παράγοντες με οργανική ή λειτουργική σχέση προς την εταιρεία, εφόσον η ουσιαστική διαμόρφωση της οικονομικής απόφασης που περιέχεται στην εμπιστευτική πληροφορία emπίπτει στον κύκλο των αρμοδιοτήτων τους. Το τεκμήριο της γνώσης που βαρύνει τα πρόσωπα αυτά είναι μαχητό. Είναι δηλαδή θέμα ανταπόδειξης του κατά πόσον πράγματι υπήρχε ευχέρεια γνώσης της πληροφορίας, στο μέτρο που δεν είναι απίθανη η επίκληση άγνοιας από κάποιο από τα παραπάνω πρόσωπα του οποίου η οργανική σχέση προς την εταιρεία είναι τυπική (π.χ. τυπική συμπλήρωση του νόμιμου ή του καταστατικού αριθμού μελών δ.σ. από ανύποπτο συγγενή ή φίλο (insider out) σε αντίθεση με το φαινόμενο των insiders in, των «επιμελών» δηλαδή πανταχού παρόντων και πάντοτε μνημένων τρίτων).

Η αναγκαιότητα του υποκειμενικού στοιχείου του δόλου

Το τεκμήριο της γνώσης

¹⁰⁸ Πέρα από κάθε κατασταλτική εν προκειμένω παρέμβαση του νομοθέτη για την αντιμετώπιση καταχρηστικών συμπεριφορών, το ζήτημα συνδέεται πάνω απ' όλα με την ποιότητα των προσώπων που στελεχώνουν τις χρηματιστηριακές ΑΕ, βλ. Γ.Ν. Μιχαλόπουλος «15. Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές (Insider Trading)», στο «Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας», Εκδ. Αντ. Σάκκουλας (1990), σελ. 686

Αντιθέτως για τα λοιπά πρόσωπα της παραγράφου 1 τα οποία συνδέονται άμεσα με ενοχική μόνιμη ή πρόσκαιρη σχέση με την εταιρεία (δικηγόροι, λογιστές, οικονομικοί αναλυτές, ελεγκτές) η γνώση πρέπει να αποδεικνύεται. Ομοίως και πολύ περισσότερο για τα λοιπά πρόσωπα της παραγράφου 2 η άμεση ή έμμεση αποδοχή πληροφοριών δεν θεμελιώνει αντίστοιχο τεκμήριο κατοχής τους. Για το λόγο αυτό και κατά τη διατύπωση της παραγράφου 2, απαιτείται απόδειξη ότι η χρησιμοποίηση των πληροφοριών έγινε εν γνώσει του γεγονότος ότι οι πληροφορίες είναι εμπιστευτικές.

Ζήτημα τίθεται ως προς την κατεύθυνση της υπαιτιότητας, αρκεί δηλαδή η χρησιμοποίηση κατά την χρηματιστηριακή συναλλαγή προνομιακών πληροφοριών εν γνώσει του εμπιστευτικού χαρακτήρα τους ή απαιτείται επιπροσθέτως και η μέσω αυτής ευόδωση του κερδοσκοπικού σκοπού (προσπορισμός οφέλους ή πρόκληση ζημιάς);

Κατά μία άποψη- και στο βαθμό που η λογική της θέσπισης του αδικήματος προσβλέπει στην διασφάλιση της αρχής της ισότητας ευκαιριών μεταξύ επενδυτών και όχι στην καταστολή της κερδοσκοπίας- για την αντικειμενική υπόσταση του αδικήματος δεν απαιτείται η επίτευξη οφέλους ή η πρόκληση ζημιάς οι οποίες συνιστούν τον απώτερο σκοπό του δράστη (υποκειμενική υπόσταση του αδικήματος). Ο ενδεχόμενος προσπορισμός περιουσιακού οφέλους (ή η πρόσκληση ζημιάς) μόνο ως ενδεικτικός, για τον *in concreto* προσδιορισμό της χρηματικής ποινής μπορεί να εκληφθεί.

Η προβληματική της επίτευξης οφέλους ή της πρόκλησης ζημιάς ως στοιχεία της αντικειμενικής υπόστασης του αδικήματος

Η ελληνική πάντως ρύθμιση φαίνεται να προϋποθέτει για την μετά το στάδιο διερεύνησης κίνηση ή συνέχιση της ποινικής διαδικασίας, την επίτευξη σημαντικού μάλιστα περιουσιακού οφέλους ή την πρόκληση σημαντικής ζημιάς. Η επιλογή αυτή εγγράφεται στην ίδια πάντοτε λογική του νομοθέτη κατά την οποία τα δικαστήρια δεν καλούνται να απασχοληθούν με ασήμαντες υποθέσεις αλλά μόνο με τις περιπτώσεις εκείνες όπου υπάρχει σημαντικό κέρδος, το μέγεθος του οποίου θα προσδιορίζεται από το δικαστήριο. Η τοποθέτηση αυτή (παρόλο που εξαρτά τη μεταχείριση του αδικήματος ως αξιοποιήσιμου από το μέγεθος του κέρδους ή της ζημιάς) είναι πραγματιστική. Ακόμα και στα κράτη εκείνα τα οποία έχουν να παρουσιάσουν μια ανεπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά και έναν προωθημένο εποπτικό μηχανισμό, η αποτελεσματικότητα από την εφαρμογή των αντίστοιχων ρυθμίσεων αποδεικνύεται εκ των πραγμάτων περιορισμένη. Λίγες μόνο περιπτώσεις αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών περνούν από το στάδιο της διερεύνησης στο πεδίο του δικαστικού ελέγχου- και αυτές ακόμα λόγω των δυσχερειών απόδειξης και ιδιομορφίας των χρηματιστηριακών συναλλαγών, εκκρεμούν επί μακρόν με άγνωστη κατάληξη.

6.1 Ο συσχετισμός του αδικήματος προς συγγενή αδικήματα¹⁰⁹

6.1.1. Απλή γνωστοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών

Συμπλήρωμα και λογική προέκταση του αδικήματος της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών αποτελεί το αδίκημα της απλής γνωστοποίησης τέτοιων πληροφοριών εκτός επαγγελματικού πλαισίου ή κύκλου αρμοδιοτήτων που θα επέβαλαν τη γνωστοποίησή τους. Έτσι αποτελεί αδίκημα για οποιοδήποτε πρόσωπο που κατέχει επ' ευκαιρία της άσκησης επαγγέλματος ή ειδικότερων αρμοδιοτήτων προνομιακού χαρακτήρα εμπιστευτική πληροφορία

¹⁰⁹ Βλ. Γ.Ν.Μιχαλόπουλος: «Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο», Εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας (1991), σελ. 58-64.

σχετικά με την κατάσταση του εκδότη τίτλων ή τις προοπτικές εξέλιξης ενός τίτλου, το γεγονός της εν γνώσει κοινοποίησης της πληροφορίας σε τρίτο (tippee) πέρα από τις συνήθεις ανάγκες που υπαγορεύει η άσκηση των αρμοδιοτήτων του. Είναι αδιάφορη η περαιτέρω αξιοποίηση ή μη της πληροφορίας από μέρος του αποδέκτη. Εν προκειμένω οι ποινές δεν επιβάλλονται κατά του προσώπου που έσπευσε να εκμεταλλευθεί με χρονικό έναντι των λοιπών επενδυτών προβάδισμα την πληροφορία (η περίπτωση του εμπίπτει εξάλλου στις διατάξεις του βασικού αδικήματος), αλλά κατά του προσώπου που την γνωστοποίησε με συνείδηση του γεγονότος.

Το ελληνικό δίκαιο δεν προβλέπει παρόμοια ρύθμιση. Προφανώς θεωρεί ότι καλύπτεται επαρκώς από ποινικές διατάξεις για τη διασφάλιση του απορρήτου ή της επαγγελματικής εχεμύθειας, οι οποίες κείνται εκτός του Ν 1806/1988.

6.1.2. Διάδοση ψευδών πληροφοριών

α. Με σκοπό τη διατάραξη της ακολουθούμενης επενδυτικής πολιτικής

Κατά την ΠΚ 191 παράγραφος 1 τιμωρείται όποιος καθ' οιονδήποτε τρόπο διασπείρει ψευδείς ειδήσεις ή φήμες επιτήδειες –μεταξύ άλλων- να διαταράξουν την πολιτική οικονομικής ανάπτυξης που ακολουθείται από το κράτος διαμέσου της ενθαρρύνσεως εγχώριων ιδιωτικών επενδύσεων ή της προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων χάριν δημοσίων ή ιδιωτικών επενδύσεων. Το προβλεπόμενο έγκλημα προσβάλλει την οικονομική δημόσια τάξη δια της εξωτερικής μη επαληθευμένης επεμβάσεως που πραγματοποιεί στην άσκηση της επενδυτικής πολιτικής.

Το άρθρο
191§ 1 του ΠΚ

β. Με σκοπό την παγίδευση των επενδυτών

Σύμφωνα με το άρθρο 56 κν 2190/20 τιμωρείται κάθε ιδρυτής, μέλος δ.σ. ή διευθυντής α.ε. ο οποίος, είτε κατά την ίδρυση της εταιρείας είτε μετ' αυτήν και με την πρόθεση να προκαλέσει εγγραφές μετοχών, ιδρυτικών τίτλων ή ομολογιών της εταιρείας ή να επηρεάσει την χρηματιστηριακή τιμή τους, προβαίνει εν γνώσει σε ψευδείς δηλώσεις προς το κοινό δια δημοσιευμάτων ή δακτυλογραφημάτων που αφορούν:

Το άρθρο 56
κν 2190/20

- Την εγγραφή και την καταβολή του μετοχικού κεφαλαίου, την τιμή έκδοσης των μετοχών, ιδρυτικών τίτλων ή ομολογιών, τον ισολογισμό ή τη διανομή μερίσματος
- Ονόματα μετόχων οι οποίοι δήθεν μετέχουν ή θα μετέχουν με οποιοδήποτε τίτλο στην εταιρεία και
- Κάθε άλλο γεγονός που ασκεί ουσιώδη επιρροή στις εταιρικές υποθέσεις και αποσκοπεί στην παγίδευση του κοινού.

γ. Με σκοπό την επίτευξη αθέμιτης ωφέλειας

Κατά το άρθρο 34 Ν 3632/28 περί χρηματιστηρίων αξιών, τιμωρείται α) όποιος, με σκοπό επίτευξης αθέμιτης ωφέλειας εν γνώσει μεταχειρίζεται μέσα επιτήδεια προς αποπλάνηση του κοινού χάριν επηρεασμού των τιμών του χρηματιστηρίου, β) όποιος, με τον ίδιο παραπάνω σκοπό, εν γνώσει ενεργεί ανακριβείς δηλώσεις δια των εφημερίδων ή δημοσιευμάτων, επιδιώκοντας τη δημόσια εγγραφή, αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων, και γ) όποιος δημοσιεύει χρηματιστηριακό δελτίο εναντίον των διατάξεων του νόμου και του κανονισμού του χρηματιστηρίου ή κυκλοφορεί αντίτυπα του δελτίου αυτού με σκοπό την επίτευξη αθέμιτης ωφέλειας.

Το άρθρο 34
Ν 3632/28

6.2. Ποινική πρόβλεψη εκτός πεδίου νόμου 1806/1988

6.2.1. Διατάξεις Ποινικού Κώδικα

Εννοιολογική συγγένεια υπάρχει μεταξύ του αδικήματος του άρθρου 30 Ν 1806/1988 και διατάξεων του ΠΚ που στοχεύουν στη διασφάλιση του απορρήτου (ΠΚ 252) ή στην καταστολή της παραβίασης επαγγελματικής εχεμύθειας (ΠΚ 371). Οι διατάξεις αυτές είναι αφενός ευρύτερες εκείνης του άρθρου 30 ως προς τις περιπτώσεις εφαρμογής τους στο μέτρο που δεν εξειδικεύονται αποκλειστικά και μόνο στην αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών ενόψει διενέργειας χρηματιστηριακών συναλλαγών, αφετέρου δε στενότερες ως προς τα υποκείμενα του αδικήματος τα οποία αφορούν (π.χ. ελεγκτές α.ε. οι οποίοι ως δημόσιοι υπάλληλοι, εμπίπτουν στη γενική διάταξη της ΠΚ 252, δικηγόροι, παντός είδους νομικοί παραστάτες, συμβολαιογράφοι καθώς και οι βοηθοί τους, οι οποίοι αποκαλύπτοντας ιδιωτικά απόρρητα που τους έχουν εμπιστευτεί ή έχουν περιέλθει στη γνώση τους ως εκ του επαγγέλματος ή της ιδιότητάς τους, υπάγονται στη διάταξη της ΠΚ 371).

Η
εννοιολογική
συγγένεια με
άλλα
αδικήματα

Εξάλλου το χρονικό προβάδισμα το οποίο παρανόμως αξιοποιούν τα πρόσωπα του άρθρου 30 στις χρηματιστηριακές συναλλαγές και η συνεπαγόμενη περιέλευση των λοιπών ανύποπτων επενδυτών σε μειονεκτική, σε σχέση με τα πρόσωπα αυτά, θέση, προσδίδουν στο αδίκημα του άρθρου 30 ομοιότητες με την αισχροκέρδεια (ΠΚ 405, στο βαθμό μάλιστα που η έστω και προσωρινή άγνοια αποτελεί αντικοινωνική προς εκμετάλλευση ιδιότητα του αντισυμβαλλομένου) και την παραπλάνηση σε χρηματιστηριακές πράξεις (ΠΚ 406, η εφαρμογή μάλιστα της οποίας, κατά την αιτιολογική έκθεση, δεν επηρεάζει τις ποινικές διατάξεις του νόμου περί χρηματιστηρίου).

Τέλος, απομακρυσμένη συγγένεια του αδικήματος του άρθρου 30 ανιχνεύεται σε σχέση με το αδίκημα της απιστίας (ΠΚ 390) με την έννοια ότι, όπως και εκεί, γίνεται από μέρους των διοικητών α.ε. κατάχρηση της εμπιστοσύνης και της εξουσίας που έχει ο δράστης προς διάθεση της ζημιουμένης περιουσίας της οποίας έχει τη διαχείριση-αν εκλάβουμε ως περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας την εμπιστευτική πληροφορία οικονομικού αντικρίσματος η οποία, παρόλο που προορίζεται να αξιοποιηθεί μόνο για εταιρικούς σκοπούς, εν τούτοις γίνεται αντικείμενο εκμετάλλευσης από και προς όφελος των διοικητικών.

6.2.2. Διατάξεις Ν 146/14 περί αθεμίτου ανταγωνισμού

Με τη διάταξη του άρθρου 16 Ν 146/14 ανάγεται σε αξιόποινη η κατάχρηση του εμπορικού απορρήτου, δηλαδή η άνευ δικαιώματος ανακοίνωση σε τρίτους, από μέρους όσων συνδέονται με τον φορέα της επιχείρησης με σχέση εξάρτησης (υπαλληλική ή εργατική σχέση), απορρήτων του καταστήματος ή της επιχείρησης που τους έχουν εμπιστευθεί ως εκ της υπηρεσίας τους ή καθ' οιονδήποτε τρόπο έχουν υποπέσει στην αντίληψή τους, προς τον σκοπό ανταγωνισμού ή με την πρόθεση πρόκλησης βλάβης του κυρίου του καταστήματος ή της επιχείρησης. Αξιόποινη επίσης είναι και η χρησιμοποίηση ή περαιτέρω άνευ δικαιώματος ανακοίνωση σε τρίτους, προς σκοπό ανταγωνισμού, των απορρήτων αυτών, από πρόσωπα στα οποία ανακοινώθηκαν κατά τα παραπάνω τα απόρρητα αυτά ή τα οποία περιήλθαν σε γνώση τους με ενέργειες που αντίκεινται στο νόμο ή τα χρηστά ήθη.

Το άρθρο 16 Ν
146/14

6.2.3. Διατάξεις κν 2190/20

Συναφέστερη προς το αδίκημα του άρθρου 30 είναι η προστασία που παρέχεται υπό τη μορφή δεοντολογικών υποχρεώσεων ή κυρώσεων δυνάμει διατάξεων του κν 2190/20.

Κατά το άρθρο 22^α παράγραφος 3 κάθε μέλος του διοικητικού συμβουλίου α.ε. επιβαρύνεται με την υποχρέωση αυστηρής τήρησης των απορρήτων της επιχείρησης τα οποία έγιναν σε αυτό γνωστά λόγω της ιδιότητάς του ως συμβούλου.

**Οι
δεοντολογικές
υποχρεώσεις
και κυρώσεις
των άρθρων
22α§3 και
40β§4 και 5
του κν 2190/20**

Κατά το άρθρο 40β παράγραφοι 4 και 5, οι ελεγκτές α.ε. πριν από την ανάληψη των καθηκόντων τους δίνουν τον όρκο του δημοσίου υπαλλήλου ενώπιον του υπουργού ή άλλης υπ' αυτού εξουσιοδοτημένης αρχής, θεωρούνται δε κατά την άσκηση του ελέγχου ως δημόσιοι υπάλληλοι- και ως τέτοιοι εμπίπτουν στην ΠΚ 252. Ειδικότερα εξάλλου, σύμφωνα προς το άρθρο 63 παράγραφος 1 του νόμου τιμωρείται δια φυλακίσεως κάθε δημόσιος υπάλληλος από εκείνους που ασκούν εποπτεία επί α.ε. α) ο οποίος δεν ήθελε τηρήσει απόλυτη εχεμύθεια περί όσων παρατήρησε κατά τη λειτουργία της εταιρείας, και- ιδίως- β) ο οποίος ήθελε ενεργήσει είτε αμέσως είτε εμμέσως, κερδοσκοπικές πράξεις στο χρηματιστήριο επί χρεογράφων α.ε. Η τελευταία μάλιστα υπό στοιχεία β διάταξη, στις περιπτώσεις συρροής με εκείνη του νόμου περί χρηματιστηρίων, υπερισχύει ως ειδικότερη. Τέλος, κατά την παράγραφο 2 του άρθρου 63γ Ν 2190/20 τιμωρείται δια φυλακίσεως κάθε ελεγκτής α.ε. ο οποίος δεν ήθελε τηρήσει απόλυτη εχεμύθεια περί όσων παρατήρησε κατά τη λειτουργία της εταιρείας

7. Η Ελληνική νομολογία

Η κριθείσα υπόθεση (ΔΠΑ 1944/1997¹¹⁰) είναι από τις πρώτες που απασχόλησαν την Ελληνική Δικαιοσύνη σχετικά με την εφαρμογή των διατάξεων του ΠΔ 53/1992 (Για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ, με το οποίο εισήχθη στο εσωτερικό μας δίκαιο η ανωτέρω Οδηγία της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Η προκείμενη απόφαση αποτελεί τη διοικητική πτυχή καθόσον η εθνική μας νομοθεσία διακρίνει κατ' αναλογία του γαλλικού δικαίου, μεταξύ ποινικής και διοικητικής αντιμετώπισης της παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών.

**Η απόφαση
1944/1997 του
Διοικητικού
Πρωτοδικείου
Αθηνών**

Πάντως και στη μία όπως και στην άλλη περίπτωση, πρέπει να πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 30 του ν. 1806/1988 καθώς και των άρθρων 2,3,4, και 5 του ΠΔ, προκειμένου να στοιχειοθετηθεί η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών. Πρέπει δηλαδή να πρόκειται για εμπιστευτική πληροφορία, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 2 του ΠΔ, η οποία να κατέχεται από τα πρόσωπα που ορίζουν τα άρθρα 3, 4 και 5 του ΠΔ και τα οποία να έχουν συνάψει τις συναλλαγές που απαγορεύει το ΠΔ ή/και κολάζει το άρθρο 30 του Ν. 1806/1988.

Έχει πάντως υποστηριχτεί η αδυναμία εφαρμογής των διατάξεων του ΠΔ στο θέμα που απασχόλησε τη σχολιαζόμενη απόφαση. Από το σκεπτικό της απόφασης της

**Το αιτιολογικό
της**

¹¹⁰ Η υπόθεση αυτή αφορούσε την επιβολή προστίμου του ΠΔ 53/92 ύστερα από απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε βάρος χρηματιστηριακής ΑΕ η οποία, ως κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας αποκτηθείσας από μέτοχο, απέκτησε ή εκχώρησε μετοχές του εκδότη εκμεταλλευόμενη εν γνώσει της τις πληροφορίες αυτές. Από το Δικαστήριο κρίθηκε ότι συνιστά εμπιστευτική πληροφορία η γνώση ότι πελάτης της χρηματιστηριακής ΑΕ συμμετείχε σε μεθοδευμένες συναλλαγές σημαντικού ύψους επί μετοχών της εταιρίας αποσκοπώντας στην τεχνητή διόγκωση της ζήτησής τους, βλ. ΔΠΑ 1944/1997, Νομολογία, με παρατηρήσεις Μαρίας Κ. Παπαντώνη, ΕπισκΕδ Α/1999, σελ. 311-318 καθώς και ΜΔΠΠειρ 187/1997, ΜΔΠΑ 80 και 140/1998 με σχόλια Πέτρου Δημ. Σελέκου, ΕπισκΕΔ Β/1998, σελ. 550-558 και τέλος Ειδικό θέμα: «Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο (insider trading): η πρώτη νομολογία (ΔΠρΠειρ 175/1997, ΔΠρΛιβ 23/1997 και ΔΠρΑθ 1944/1997)», Νομολογία Εμπορικού-Οικονομικού Δικαίου, ΔΕΕ 2/1998 (Έτος 4^ο) με παρατηρήσεις Γ.Ν. Μιχαλόπουλου, σελ. 168-174.

αυτής προκύπτει ότι πρόκειται για χρηματιστηριακές συναλλαγές που στόχευαν μάλλον στη χειραγώγηση της τιμής των μετοχών του εκδότη. Συγκεκριμένα, αναφέρεται ότι οι εν λόγω συναλλαγές που διενεργήθηκαν μέσω ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας (ΑΧΕ) από πρόσωπα που συμμετείχαν στο κεφάλαιο του εκδότη των κινητών αξιών, αποσκοπούσαν στην τεχνητή διόγκωση της ζήτησής τους. Επιπροσθέτως, στελέχη- ο διευθύνων σύμβουλος και ο δικηγόρος- της συγκεκριμένης ΑΧΕ φέρονται να έχουν επωφεληθεί των μεθοδευμένων συναλλαγών, διενεργώντας πράξεις σε αριθμό μετοχών των οποίων (αφήνεται να εννοηθεί ότι) ήταν δικαιούχοι. Αναφέρεται επίσης (στο σκεπτικό της προκείμενης απόφασης) ότι η συγκεκριμένη ΑΧΕ ήταν κοινώνος των μεθοδευμένων συναλλαγών, τις οποίες διευκόλυνε παρέχοντας ασυνήθιστα υψηλές πιστωτικές διευκολύνσεις στους υποκινητές της (μεθόδευσης), αποβλέποντας κατά κύριο λόγο «σε προμήθειες από τις συναλλαγές του πελάτη»- μεθοδευτή αυτών αλλά και «σε τόκους από τις παρεχόμενες πιστωτικές διευκολύνσεις», ήταν δηλαδή συνεργός στη μεθόδευση των συναλλαγών.

Ανεξάρτητα από τα ανωτέρω, επ' ευκαιρία των ζητημάτων που τέθηκαν στην απόφαση έχουμε να προσθέσουμε τα ακόλουθα:

Α) Από την ερμηνεία των διατάξεων του ΠΔ δεν συνάγεται ουδαμώς, ότι **Συμπερασματικά σχόλια** προκειμένου για τη «διοικητική» δώξη της παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, είναι απαραίτητη η επιδίωξη σημαντικού περιουσιακού οφέλους ή η προξένηση σημαντικής περιουσιακής ζημιάς σε τρίτο από τον κάτοχο εμπιστευτικών πληροφοριών. Αντίθετα αυτό είναι προϋπόθεση μόνο της εφαρμογής της ποινικής διάταξης του άρθρου 30 παράγραφος 1 και 2 του ν. 1806/1988. Ο εθνικός νομοθέτης, σύμφωνα με το πνεύμα της Οδηγίας, αρκείται να αποδοκιμάσει απαγορεύοντας τη σύναψη πράξεων από τον καταχρώμενο εμπιστευτικές πληροφορίες¹¹¹.

¹¹¹ Στο γαλλικό, δίκαιο, άλλωστε στηριζόμενοι κυρίως σ' αυτή τη διαφορά διακρίνουν μεταξύ του αδικήματος της παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών (delit d' inities: άρθρο 10-1 του διατάγματος της 28.9.1967) και της παράλειψης του κατόχου εμπιστευτικών πληροφοριών (manquement d' inities: Κανονισμός 90-08 της Γαλλικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς), βλ. Μαρία Κ. Παπαντώνη «Η απαγόρευση κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών», ΕΕμπΔ 99, σελ. 270.

¹¹² ΔΠρΠειρ 175/1997, ΔΠρΠειρ 187/1997, ΔΠρΛιβ 23/1997, ΔΠρΑθ 140/1998 και ΔΠρΑθ 80/1998. Η απόφαση ΔΠρΠειρ 175/1997 αφορούσε τη συμμετοχή μετόχου στη διενέργεια εικονικών συναλλαγών επί κινητών αξιών στο χρηματιστήριο εν γνώσει του ότι οι αξίες αυτές υπόκεινται σε συμφωνία κατάρτισης πράξεων με αντικείμενο την τεχνητή διόγκωση της ζήτησής τους, η οποία οδήγησε στην επιβολή προστίμου κατ' εφαρμογή του ΠΔ 53/92 ύστερα από απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Αντίστοιχα και οι άλλες προαναφερθείσες αποφάσεις αντιμετώπισαν το ζήτημα της κατάρτισης εικονικών και σε προσυμφωνημένη βάση συναλλαγών, με σκοπό την τεχνητή διόγκωση της ζήτησης μετοχών και την ανατίμησή τους, ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών σχετικών με τα πραγματικά δεδομένα των συναλλαγών αυτών, της έννοιας του κατόχου εμπιστευτικών πληροφοριών, των περιστατικών που στοιχειοθετούν την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών καθώς και της έννοιας και ορθής εφαρμογής της αρχής της αναλογικότητας. Οι ΔΠρΠειρ 175/1997, ΔΠρΠειρ 187/1997, ΔΠρΑθ 80/1998 και ΔΠρΑθ 140/98 κλήθηκαν συγκεκριμένα να κρίνουν-και απέρριψαν- αιτήσεις αναστολής της αναγκαστικής είσπραξης προστίμων που επέβαλε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τις πράξεις χειραγώγησης τιμών, κατ' εφαρμογή του άρθρου 11 ΠΔ 53/1992. Αντιθέτως, η μεν προαναφερθείσα αναλυτικά ΔΠρΑθ 1944/1997 δέχθηκε την αίτηση, αν και όχι για λόγους αδυναμίας υπαγωγής της χειραγώγησης μετοχών στο πραγματικό της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, η δε ΔΠρΛιβ 23/1997 ήταν η μόνη που φάνηκε να κινείται προς της σωστή κατεύθυνση. Διαπίστωσε πως πράγματι δημιουργείται αμφιβολία κατά πόσον «είναι δυνατόν τα ίδια συναλλασσόμενα πρόσωπα με τις μεταξύ τους συμφωνίες να προβαίνουν σε συναλλαγές και παράλληλα οι ίδιες αυτές συναλλαγές να θεωρούνται καρπός εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας που οι ίδιοι δημιούργησαν» και διέταξε την αναστολή εκτέλεσης της σχετικής απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ό.π. υποσημ. υπ' αριθ. 110 και Βασίλειος Αντωνόπουλος «Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών (γνωμ.)», Β' Γνωμοδοτήσεις-Μελέτες, ΔΕΕ 2/2001 (Έτος 7^ο), υποσημ. υπ' αριθ. 2, σελ. 124.

Β) Υπογραμμίζουμε ότι το άρθρο 3 παράγραφος 2 του ΠΔ αναφέρεται στην περίπτωση που νομικό πρόσωπο είναι πρωταρχικός κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών, λόγω π.χ. του ότι είναι μέλος του Δ.Σ. της εκδότριας εταιρείας. Σε αυτή την περίπτωση υπεύθυνοι για την πραγματοποίηση των παράνομων συναλλαγών είναι τα φυσικά πρόσωπα που προέβησαν στις εν λόγω συναλλαγές για λογαριασμό του νομικού προσώπου κατόχου εμπιστευτικών πληροφοριών. Εδώ, ως σημειωθεί ότι είναι τελείως διαφορετική η περίπτωση των ενδιάμεσων, οι οποίοι δυνάμει του άρθρου 3 παράγραφος 3 και του άρθρου 5 του ΠΔ μπορούν να διωχθούν ως κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, αν-όπως στη συγκεκριμένη περίπτωση-εφαρμοζόταν το ΠΔ. Συγκεκριμένα, περικλείοντας ο νομοθέτης στην κατηγορία των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών τους ενδιάμεσους- δηλαδή τις ΑΧΕ, ΕΠΕΥ, οργανισμούς εξουσιοδοτημένους να ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι- στοχεύει στην αποτροπή κάθε περίπτωσης παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών από τους κατόχους τους, οι οποίοι, σε διαφορετική περίπτωση, θα τις εκμεταλλεύονταν αποίνως μέσω ελεγχόμενων από αυτούς ενδιάμεσων, στους οποίους θα έδιναν εντολή για τις εν λόγω συναλλαγές, χωρίς αυτοί να αναμιχθούν ευθέως.

Οι περισσότερες δικαστικές αποφάσεις¹¹² έχουν αντιμετωπίσει μέχρι σήμερα εικονικές συναλλαγές, οι οποίες είχαν αντικείμενο μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και απέβλεπαν στο θετικό επηρεασμό της τιμής των συγκεκριμένων κινητών αξιών, μέσω της τεχνητής αύξησης της ζήτησής τους. Όλες αυτές οι αποφάσεις που αντιμετώπισαν το ζήτημα της χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής μετοχών, δέχονται ότι η συζητούμενη μορφή χρηματιστηριακής απάτης εμπίπτει, κατ' αρχήν, στις απαγορεύσεις του ΠΔ 53/92 ως πράξη κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών.

Ενώ όμως δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι η απατηλή χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των κινητών αξιών αναιρεί ένα βασικό όρο ύπαρξης της χρηματιστηριακής αγοράς, είναι πολύ αμφίβολο, αντιθέτως, αν οι εικονικές συναλλαγές που δημιουργούν τεχνητή διόγκωση της ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων συνιστούν κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, κατά την έννοια του ΠΔ 53/92.

Πιο συγκεκριμένα, η αποτελεσματική και αξιόπιστη λειτουργία του μηχανισμού της προσφοράς και της ζήτησης στη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία αποτελεί δευτερογενή αγορά επενδυτικών ευκαιριών, έχει ως απώτερη συνέπεια να προσεγγίζει η σχηματιζόμενη χρηματιστηριακή τιμή των τίτλων την πραγματική τους τιμή δηλαδή την επενδυτική τους αξία. Με τον τρόπο αυτό δικαιώνονται στις επενδυτικές τους επιλογές όσοι συναλλάσσονται σε κινητές αξίες, με βάση τη χρηματιστηριακή τους τιμή, αφού αυτή η τιμή αντιπροσωπεύει υπό τις ανωτέρω προϋποθέσεις και την εμπιστευτική αξία των τίτλων. Ακριβώς, γι' αυτό το λόγο οι απατηλές συναλλακτικές πρακτικές της τεχνητής διόγκωσης της ζήτησης κινητών αξιών, τις οποίες αντιμετώπισαν οι αποφάσεις των ελληνικών δικαστηρίων και οι οποίες ακυρώνουν την αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού της προσφοράς και της ζήτησης στη χρηματιστηριακή αγορά, συνιστούν προφανείς κινδύνους για την αξιοπιστία, επομένως και για την ίδια την ύπαρξη αυτής της αγοράς.

Η αντιμετώπιση των προαναφερόμενων απατηλών πρακτικών, ωστόσο, που στρεβλώνουν την χρηματιστηριακή αγορά, δεν φαίνεται ότι μπορεί να πραγματοποιηθεί στο ελληνικό δίκαιο με οποιαδήποτε ερμηνευτική διαστολή των διατάξεων του ΠΔ 53/92. Η ενεργοποίηση των διατάξεων του ΠΔ 53/92 στην εξεταζόμενη περίπτωση, δηλαδή η αντιμετώπιση των εικονικών συναλλαγών, που

Οι νομολογιακές περιπτώσεις των απατηλών συναλλακτικών πρακτικών της τεχνητής διόγκωσης της ζήτησης κινητών αξιών

Οι λόγοι αποκλεισμού της αναλογικής εφαρμογής των διατάξεων του ΠΔ 53/92

αποβλέπουν στη χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής μετοχών, ως πράξεων κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, θα προϋπέθετε σε κάθε περίπτωση, όχι απλώς τη διασταλτική ερμηνεία των διατάξεων αυτών αλλά την αναλογική εφαρμογή τους. Η αναλογική εφαρμογή, όμως, των διατάξεων του ΠΔ 53/92 για την κύρωση των απατηλών πρακτικών χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής μετοχών πρέπει να αποκλεισθεί αφενός, διότι ο χαρακτήρας των ρυθμίσεων του ΠΔ 53/1992, οι οποίες προβλέπουν ποινικές (άρθρο 11 ΠΔ 53/1992 και άρθρο 30 παράγραφος 1 και 3 ν. 1806/1988) και σημαντικές διοικητικές κυρώσεις (άρθρο 11 ΠΔ 53/1992) για παραβάσεις οικονομικής τάξης, δεν είναι επιδεκτικές αναλογικής εφαρμογής, σύμφωνα με τον αντίστοιχο γενικό ερμηνευτικό κανόνα του ποινικού αλλά και του διοικητικού δικαίου και αφετέρου, διότι οι επίμαχες πρακτικές της χρηματιστηριακής απάτης, οι οποίες αντιμετωπίστηκαν και στις προαναφερθείσες αποφάσεις καταλαμβάνονται ήδη από τις ρυθμίσεις των άρθρων 34 ν. 3632/1928 και 72 ν. 1969/1991.

Αφού, λοιπόν, το κρίσιμο πραγματικό της χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής κινητών αξιών εμπίπτει αμέσως στην κανονιστική εμβέλεια των ανωτέρω ρυθμίσεων, δεν υφίσταται νομοθετικό κενό για να πληρωθεί με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του ΠΔ 53/92. Δηλαδή, αποκλείεται στη συζητούμενη περίπτωση η αναλογική εφαρμογή, αφού λείπει η βασική προϋπόθεση της ύπαρξης σχετικού νομοθετικού κενού.

Οι εικονικές συναλλαγές με αντικείμενο μετοχές εταιριών εισηγμένες στο χρηματιστήριο, τις οποίες αντιμετώπισαν οι αποφάσεις των ελληνικών δικαστηρίων, περιελάμβαναν, κυρίως, εικονικές αγοραπωλησίες πακέτων μετοχών συγκεκριμένων εταιριών μεταξύ των ίδιων προσώπων, με επιδίωξη την τεχνητή διόγκωση της ζήτησης, άρα και την αύξηση της κινητικότητας και της τιμής των εν λόγω κινητών αξιών. Πρέπει δε να σημειωθεί ότι για τη συζητούμενη χειραγώγηση της τιμής μετοχών δεν είναι απαραίτητη η σύμπραξη περισσότερων μετόχων, αφού και ένας μέτοχος είναι σε θέση να δημιουργήσει τεχνητή διόγκωση της ζήτησης του κινητού τίτλου δίνοντας αντίθετες εντολές στους χρηματιστές τους.

Οι εικονικές
συναλλαγές

Ανεξάρτητα, όμως, από τις γενικότερες δικαιολογικές επιφυλάξεις για τη δυνατότητα αποτροπής των φαινομένων χειραγώγησης της χρηματιστηριακής αγοράς, η υπαγωγή του περιστατικού της απατηλής υπερτίμησης της χρηματιστηριακής τιμής μετοχής στις απαγορευτικές διατάξεις του δικαίου κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών είναι δυσχερής. Σωστά παρατηρείται ότι το ΠΔ 53/92 εφαρμόζεται σε συναλλαγές του κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας με αντισυμβαλλόμενο που την αγνοεί, διότι μόνο τότε εκμεταλλεύεται ο ένας από τους δύο το πληροφοριακό του προβάδισμα. Όταν και οι δύο συμβαλλόμενοι είναι κοινωνοί της ίδιας πληροφορίας που αφορά το χρηματιστηριακό τίτλο, αυτή παύει να είναι εμπιστευτική, κατά την έννοια του ΠΔ 53/1992, οπότε δεν καλούνται σε εφαρμογή οι διατάξεις του. Ωστόσο, θα ήταν νοητή η εφαρμογή του εν λόγω ΠΔ στην περίπτωση της συναλλαγής των ανωτέρω συμβαλλομένων, δηλαδή αυτών που συνάπτουν τις εικονικές συμβάσεις, με τρίτο πρόσωπο και μετά την τεχνητή υπερτίμηση της κινητής αξίας.

Πιο συγκεκριμένα, στην τελευταία περίπτωση θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι οι μέτοχοι, μετά την πραγματοποίηση των εικονικών συναλλαγών τους και το θετικό επηρεασμό της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής με απατηλά μέσα, αξιοποιούν το περιστατικό αυτό ως εμπιστευτική πληροφορία κατά την έννοια του ΠΔ 53/92, και ζημιώνουν τους τρίτους που συναλλάσσονται με αντικείμενο τις επίμαχες, πλασματικά υπερτιμημένες μετοχές. Αυτή όμως η νοητή ερμηνευτική εκδοχή δεν προκύπτει ως συνέπεια επιτρεπτής διασταλτικής ερμηνείας, αλλά συνιστά το

αποτέλεσμα ανεπίτρεπτης αναλογικής εφαρμογής των διατάξεων του ΠΔ 53/92, αφού ξεπερνά κατά πολύ το γράμμα τους και το δυνατό νόημά τους: ούτε στην οποιαδήποτε έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών ανήκει η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής κινητών αξιών, ούτε και είναι εύλογο να υποτεθεί ότι ο νομοθέτης επιδίωξε την αντιμετώπιση των εν λόγω απατηλών συναλλακτικών πρακτικών με τη θέσπιση της απαγόρευσης για τους εσωτερικούς παράγοντες των επιχειρήσεων να εκμεταλλεύονται καταχρηστικά τις εμπιστευτικές τους πληροφορίες.

Επίσης, από το προοίμιο της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ που μεταφέρθηκε αυτούσια στο ελληνικό δίκαιο με το ΠΔ 53/1992 και, συγκεκριμένα, από την ενδέκατη παράγραφο του προοιμίου της, η οποία ορίζει: «ότι, αφού η απόκτηση ή η εκχώρηση κινητών αξιών προϋποθέτει αναγκαστικά ότι ο αποκτών ή ο εκχωρών έχει, προηγουμένως, αποφασίσει να προβεί σ' αυτή την πράξη, η εκτέλεση της απόκτησης ή της εκχώρησης αυτής δεν αποτελεί αυτή καθ' εαυτή χρησιμοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας», θα μπορούσε να συναχθεί το συμπέρασμα ότι ο κοινοτικός νομοθέτης, με τον προαναφερόμενο τρόπο, απέκλεισε από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων για την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών τις απατηλές πρακτικές της χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής των κινητών αξιών.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την ερμηνεία του αντίστοιχου γερμανικού νόμου (Wertpapierhandelsgesetz), ο οποίος ισχύει από τις 26 Ιουλίου 1994 και ο οποίος εισήγαγε στη γερμανική νομοθεσία τις ρυθμίσεις της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ γίνεται δεκτό ότι, σε αντίθεση με το αμερικάνικο δίκαιο, οι απατηλές συναλλαγές χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής κινητών τίτλων δεν καταλαμβάνονται από τη σχετική απαγόρευση κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών. Αυτές οι εικονικές αγοραπωλησίες κινητών αξιών, που αποβλέπουν στη χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τους τιμής, στοιχειοθετούν και κατά το γερμανικό δίκαιο περιπτώσεις χρηματιστηριακής απάτης, οι οποίες τιμωρούνται με ποινικές κυρώσεις σύμφωνα με την παράγραφο 88 εδάφιο 2 του γερμανικού νόμου για τα χρηματιστήρια (Börsengesetz).

Η ρύθμιση του
γερμανικού
δικαίου

Παρατηρούμε, λοιπόν, μία σύγχυση της ελληνικής νομολογίας σχετικά με το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και την χειραγώγηση της τιμής των εισηγμένων στο χρηματιστήριο κινητών αξιών. Η έννοια της κατάχρησης των εμπιστευτικών πληροφοριών προσδιορίζεται εννοιολογικά τόσο στην Οδηγία 89/592/ΕΟΚ όσο και στο ΠΔ 53/92 που την ενσωματώνει αυτούσια στην ελληνική έννομη τάξη. Η έννοια όμως της χειραγώγησης της τιμής των κινητών αξιών δεν αναφέρεται καθόλου στην Οδηγία. Αυτό το κενό ήρθε να καλύψει η Πρόταση Οδηγίας του Συμβουλίου του περασμένου Μαΐου η οποία ρυθμίζει τόσο τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες όσο και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, προσδίδοντάς τους την έννοια των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Πριν προχωρήσουμε όμως στην ακόλουθη ενότητα, θα ήταν χρήσιμο να κάνουμε μια μικρή αναφορά σ' εκείνες τις πρακτικές που αποτελούν μορφές καταχρηστικών πρακτικών της αγοράς, αλλά δεν περιλαμβάνονται στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας του 1989 (Για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες 89/592/ΕΟΚ).

7.1. Οι έννοιες της χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών και του scalping (απόκτηση μετοχών εν γνώσει επικείμενης δημοσιοποίησης ίδιας πρότασης αγοράς ή ευμενούς αξιολόγησής της και με το σκοπό επίτευξης κέρδους)

Το ζήτημα της χειραγώγησης μετοχών δεν έχει βρει ακόμη αποτελεσματική ρύθμιση στο ελληνικό δίκαιο, με την εξαίρεση της ποινικής προστασίας του μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών, η οποία παρέχεται από τη διάταξη του άρθρου 34 Ν 3632/1928. Η χειραγώγηση των τιμών ορίζεται από την επιστήμη σε γενικές γραμμές ως αθέμιτη επίδραση στη διαδικασία διαμόρφωσης των χρηματιστηριακών τιμών, χωρίς ωστόσο να προσδιορίζονται ακριβώς οι πράξεις, μεθοδεύσεις ή τεχνάσματα που πληρούν την έννοια του «αθέμιτου». Κατηγορία τέτοιων πράξεων αποτελεί κατά κύριο λόγο η προσυνηννόηση για την εκτέλεση εικονικών αγοραπωλησιών, χωρίς πραγματική βούληση μετάθεσης κυριότητας, με στόχο να προκληθεί εντύπωση αυξημένου όγκου συναλλαγών, η οποία με τη σειρά της θα διογκώσει τεχνητά τη ζήτηση των συγκεκριμένων μετοχών και θα επιδράσει θετικά στην τιμή τους¹¹³.

Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών

Διεθνώς το φαινόμενο της χειραγώγησης έχει βρει σχετική νομοθετική ρύθμιση, είτε προς την κατεύθυνση του κολασμού της διάδοσης ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών ως προς τις διαπραγματευόμενες κινητές αξίες είτε προς την κατεύθυνση μιας περισσότερο «ανοικτής» διατύπωσης, συνήθως με τη μορφή μιας γενικής ρήτρας, που καλείται κάθε φορά να την εξειδικεύσει ο εφαρμοστής του δικαίου.

Στην Ελλάδα έγινε αρχικώς προσπάθεια από τη νομολογία να αντιμετωπισθούν κρούσματα απατηλής υπερτίμησης μετοχών μέσω του ΠΔ 53/1992 «για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», με το οποίο προσαρμόστηκε η ελληνική νομοθεσία στη σχετική υπ' αριθ. 89/592/ΕΟΚ κοινοτική Οδηγία. Από την πλευρά της όμως η θεωρία ομόφωνα διατύπωσε επιφυλάξεις ως προς την δυνατότητα εφαρμογής του ΠΔ 53/1992 και των εκεί προβλεπομένων διοικητικών ποινών για την κύρωση συμπεριφορών χειραγώγησης. Όπως προαναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα, παρατηρήθηκε σωστά πως οι διατάξεις του ρυθμίζουν ουσιαδώς διάφορο θέμα, έχουν διαφορετικό πραγματικό στο οποίο ούτε με διασταλτική ούτε με αναλογική ερμηνεία είναι δυνατόν να υπαχθεί η χειραγώγηση¹¹⁴.

Η σύγκρουση της ελληνικής νομολογίας-θεωρίας για την υπαγωγή της χειραγώγησης της τιμής των μετοχών στον κατάλληλο κανόνα δικαίου

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι πρόστιμο δυνάμει του ΠΔ 53/1992 δεν επιτρέπεται να επιβληθεί. Ζητούμενο όμως παραμένει αν μπορεί και πότε να επιβληθεί δυνάμει του άρθρου 72 παρ. 2 Ν 1969/91, όπως έχει σήμερα μετά την τροποποίηση από το άρθρο 96 παρ.1 Ν 2533/1997¹¹⁵ που σήμερα αποτελεί τη βασική

¹¹³ Για παράδειγμα στην Ολλανδία τον Νοέμβριο του 2000, μια εταιρία παροχής υπηρεσιών Internet (ISP) με την επωνυμία World Online, συγκέντρωσε το μένος και βρέθηκε στο στόχαστρο της εισαγγελικής αρχής λόγω της ανάπτυξης απ' αυτήν πρακτικών insider trading. Αιχμή του δόρατος ήταν και σ' αυτή την περίπτωση η προσχεδιασμένη προσπάθεια πώσης της τιμής των μετοχών της World Online στην αγορά μέσω αθρόων εικονικών πωλήσεων της κάτω από την επικρατούσα τιμή, βλ. http://www.athensnews.gr/..., "World Online raided in IPO insider trading probe", Athens News, 14/11/2000, Article code: C12802A195, page: A19

¹¹⁴ Συγκεκριμένα η χειραγώγηση της τιμής των μετοχών δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μορφή κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφορίας διότι στην πρώτη:

- Έχουμε μια προηγούμενη κοινή απόφαση προσώπων να μεθοδεύσουν συναλλαγές ώστε να αυξήσουν την κινητικότητα ορισμένης μετοχής και
- Η απαξία της πράξης έγκειται στην προσβολή της πληροφοριακής αξιοπιστίας της αγοράς ενώ στη δεύτερη περίπτωση:
- Έχουμε μια κτήση ή μεταβίβαση μετοχής που ακολουθεί την κατοχή μιας προνομιακής γνώσης και οφείλεται σ' αυτήν και
- Η απαξία της πράξης έγκειται στην διατάραξη της ισότητας των επενδυτών ως προς την πληροφόρηση και επομένως ως προς τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν με τις συναλλαγές τους, βλ. Βασίλειος Αντωνόπουλος, ό.π. σελ. 125.

¹¹⁵ Το άρθρο αυτό ορίζει: «1. Όποιος διασπείρει εν γνώσει του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες, δια του τύπου ή καθ' οιονδήποτε άλλον τρόπο, οι οποίες δύνανται να επηρεάσουν την τιμή μιας ή

διάταξη ρύθμισης της χειραγώγησης των μετοχών. Επειδή η ερμηνεία του εν λόγω άρθρου δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης θα αναλύσουμε μόνο βασικά στοιχεία του περιεχομένου του που θα μας επιτρέψουν να κατανοήσουμε αν δικαιολογείται η εφαρμογή του στην περίπτωση της χειραγώγησης των μετοχών.

Από τη γραμματική, ιστορική και τελεολογική ερμηνεία του άρθρου 72 Ν 1969/1991 προκύπτει ότι αυτό αποβλέπει πάντοτε στην καταστολή της δημόσιας παραπληροφόρησης και καταστρώνεται ως εξής :α) Με την πρώτη παράγραφο απειλείται ποινική κύρωση. β) Με το α' εδάφιο της παρ. 2 επιβάλλεται πρόστιμο σε όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα αδιακρίτως, για γραπτές ή προφορικές, αλλά πάντως λεκτικές πληροφορίες, τις οποίες δημοσιεύουν ή διαδίδουν εκούσια και με γνώση της ενδεχόμενης ανακρίβειάς τους και της ικανότητάς τους να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. γ) Τέλος, με το β' εδάφιο της παρ.2 διευκρινίζεται πως οι διαμεσολαβητές, οι οποίοι λόγω του τυποποιημένου μηχανισμού κατάρτισης χρηματιστηριακών συναλλαγών (ΑΣΗΣ) και σήμερα ΟΑΣΗΣ, κατ' ανάγκη δημοσιοποιούν τις δηλώσεις βουλήσεως (εντολές) τις οποίες διαβιβάζουν ιδίω ονόματι, (άρθρο 22 Ν 1806/1988), δεν υποβάλλονται σε πρόστιμο για τις τυχόν παραπλανητικές πληροφορίες που μεταφέρουν οι δηλώσεις τους αυτές, εκτός αν οι ίδιοι γνωρίζουν ή από αμέλεια αγνοούν ότι επιχειρείται μέσω αυτών ως συμβαλλομένων, η διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών.

Το άρθρο 72 παρ.2 δεν τιμωρεί όμως αυτή καθαυτή την προγενέστερη της κατάρτισης συναλλαγής συνεννόηση μεταξύ επενδυτών για την δημιουργία εικονικού όγκου συναλλαγών, δηλαδή για τη φαινομενική αύξηση της εμπορευσιμότητας μιας μετοχής, η οποία αναμένεται πως θα επηρεάσει την τιμή της.

Η πράξη αυτή (προσυνεννόηση), ακόμη κι αν χαρακτηρίζονταν ως αξιόμημπη, εμφανίζει αντικειμενικά χαρακτηριστική ουσιαδώς διαφορά από την δημοσίευση ή διάδοση ανακριβούς πληροφορίας: α) Κατ' αρχήν δεν είναι «πληροφορία» με την έννοια που προσδιορίστηκε παραπάνω, της είδησης περί γεγονότος η οποία εκφράζεται μέσω του λόγου β) Πολύ περισσότερο, δεν είναι δημοσίευση ή διάδοση πληροφορίας. Είναι μια σύναψη μυστικής σχέσης, μία συμφωνία για πρόκληση «εικονικών» συναλλαγών, της οποίας η αποτελεσματικότητα εξαρτάται ακριβώς από της αποσιώπηση της απώτερης πρόθεσης των μερών. γ) Και, τέλος, προηγείται της συναλλαγής και την υποκινεί, όμως δεν είναι η ίδια κατάρτιση συναλλαγής, με την έννοια του εδ. β' της παρ.2 του άρθρου 72. Υποκείμενα της (δημόσιας) χρηματιστηριακής συναλλαγής είναι κατά τις διατάξεις του Ν 1806/1988 μόνον τα μέλη του χρηματιστηρίου- οι διαμεσολαβητές- και σε αυτά περιορίζεται- και σύμφωνα με τη γραμματική του διατύπωση- το επίμαχο εδάφιο.

περισσότερων κινητών αξιών εισηγμένων σε Χρηματιστήριο Αξιών, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών.

2. Πρόστιμο μέχρι 500.000.000 δρχ. επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δημοσιεύουν ή διαδίδουν με οποιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες ως προς κινητές αξίες εισαγόμενες ή εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, οι οποίες ως εκ της φύσης τους μπορούν να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές των αξιών αυτών. Η απλή κατάρτιση συναλλαγών επί των αξιών αυτών από πρόσωπα που λειτουργούν κατ' επάγγελμα ως διαμεσολαβητές δεν συνιστά λόγο επιβολής διοικητικών κυρώσεων σε εφαρμογή του αμέσως προηγούμενου εδαφίου, εκτός εάν ο διαμεσολαβητής γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι επιχειρείτο μέσω των καταρτιζόμενων συναλλαγών η διάδοση ψευδών ανακριβών πληροφοριών ή συνέβαλε με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο στην διευκόλυνση των συναλλαγών αυτών.

Η διάταξη αυτή εφαρμόζεται και κατά των μελών του ΔΣ εταιριών που αιτούνται την εισαγωγή των μετοχών τους σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο, όταν οι ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο που απαιτείται για την ανωτέρω εισαγωγή ή δημοσιεύονται ή διασπείρονται καθ' οιονδήποτε τρόπο».

Το περιεχόμενο του άρθρου 72 Ν 1969/1991

Η προσυνεννόηση

Το scalping¹¹⁶ στη συνέχεια αποτελεί μία ειδικότερη μορφή οικονομικής αξιοποίησης ιδίων προθέσεων που αναφέρονται σε υποκειμενικές αξιολογήσεις. Η ιδιαιτερότητα της μεθόδου αυτής έγκειται στο ότι ο Scalper αγοράζει τίτλους με σκοπό να προβεί αργότερα σε συγκεκριμένη πρόταση προκειμένου να επηρεάσει την τιμή των τίτλων αποκομίζοντας κέρδος από τη διακύμανση της τιμής. Η μεθόδευση περιλαμβάνει δύο στάδια, τα οποία είναι άμεσα συνδεδεμένα. Την προγενέστερη αγορά των τίτλων και τη μεταγενέστερη πρόταση αγοράς τους. Αν δεν υπήρχε η πρόθεση μεταγενέστερης πρότασης αγοράς ο Scalper δεν θα προέβαινε στην αγορά των τίτλων. Η αγορά για το Scalper δεν έχει από μόνη της νόημα. Η προγενέστερη αγορά γίνεται με το σκοπό επίτευξης κέρδους από τη διακύμανση της τιμής των τίτλων ως αποτέλεσμα της επιγενόμενης πρότασης αγοράς τους.

Τα δύο στάδια πραγματοποίησης του scalping

Ο σκοπός του Scalper και η μεθόδευση που ακολουθείται διαφοροποιεί το Scalping από τις υπόλοιπες περιπτώσεις πραγμάτωσης ίδιας επιχειρηματικής απόφασης, οι οποίες εξαιρούνται από την υπαγωγή στο ΠΔ 53/1992. Συγκεκριμένα στις περιπτώσεις πραγμάτωσης ίδιας επιχειρηματικής απόφασης, που εξαιρούνται από την εφαρμογή του ΠΔ 53/1992, ούτε η πρόθεση της εκχώρησης των τίτλων αλλά ούτε και η πραγμάτωση αυτής είναι συνδεδεμένη με ένα άλλο γεγονός. Η απόκτηση ή η εκχώρηση των τίτλων είναι ο σκοπός του προβαίνοντος στην απόκτηση ή την εκχώρηση. Επιπλέον στις περιπτώσεις πραγμάτωσης ιδίων αποφάσεων, που εξαιρούνται από την εφαρμογή του ΠΔ 53/1992, δεν υπάρχει παράνομο σχέδιο. Στην περίπτωση του Scalping αντίθετα η αγορά των τίτλων είναι άμεσα συνδεδεμένη με ένα μεταγενέστερο γεγονός, τη δημοσίευση της πρότασης αγοράς, το οποίο αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία και βεβαίως αντικείμενο εκμετάλλευσης.

Ο σκοπός του Scalper

Η συγκεκριμένη πληροφορία την οποία κατέχει ο Scalper προσδίδει σε αυτόν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τους άλλους επενδυτές. Οι υπόλοιποι επενδυτές αγνοούν την πρόθεση του Scalper και συνεπώς βρίσκονται σε δυσμενέστερη θέση απ' ότι αυτός. Το γεγονός ότι το μεταγενέστερο γεγονός είναι η πραγμάτωση ίδιας-παράνομης- απόφασεως δεν απαλλάσσει τον Scalper ούτε και μεταβάλλει τη νομική κατάσταση. Αυτό προκύπτει εξάλλου ευχερέστερα αν θεωρήσει κανείς ότι ο επενδυτής και ο προτείνων είναι δύο διαφορετικά πρόσωπα. Ο επενδυτής έχει ήδη προβεί στην αγορά συγκεκριμένων τίτλων. Ο προτείνων προβαίνει σε πρόταση αγοράς των αυτών τίτλων. Η συμπεριφορά του ενός είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη συμπεριφορά του άλλου. Ο επενδυτής αγοράζει επειδή

¹¹⁶ Δύο υποθέσεις στις οποίες αντιμετωπίστηκε το ζήτημα του scalping είναι η υπόθεση Prior και η υπόθεση Winans. Στην υπόθεση Prior που απασχόλησε το Πλημμελειοδικείο Φραγκφούρτης, τέθηκε το ερώτημα κατά πόσο είναι επιτρεπτό οικονομικοί αναλυτές, συντάκτες οικονομικών εφημερίδων, δημοσιογράφοι καθώς και άλλα πρόσωπα, που μπορούν με δηλώσεις ή συστάσεις τους να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών, να αποκτούν ή να εκχωρούν μετοχές πριν την κοινοποίηση (δημοσιοποίηση) των δηλώσεων ή συστάσεών τους και σύμφωνα μ' αυτές. Ειδικότερα τέθηκε το ερώτημα αν η απόκτηση μετοχών πριν την κοινοποίηση ιδίων συστάσεων ή δηλώσεων με το σκοπό επίτευξης κέρδους, η οποία χαρακτηρίζεται και ως Scalping, μπορεί να θεωρηθεί ως πράξη προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Αντίστοιχη είναι και η υπόθεση Winans τα πραγματικά περιστατικά της οποίας έχουν ως εξής: Ο Winans αρθρογραφούσε σε γνωστή στήλη οικονομικής εφημερίδας, τα δε δημοσιεύματά του ήταν ικανά να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών. Πριν τη δημοσίευσή τους ο Winans άφηνε να διαρρεύσουν οι πληροφορίες σε φίλο του χρηματιστή, ο οποίος και προέβαινε σε αντίστοιχες συναλλαγές. Η υπόθεση αυτή διαφέρει βέβαια από την υπόθεση Prior αφενός επειδή στην υπόθεση Prior οι πληροφορίες αναφέρονταν σε υποκειμενικές αξιολογήσεις και όχι σε εξωτερικά γεγονότα αφετέρου επειδή στην υπόθεση Prior, το πρόσωπο που προέβαινε σε εκμετάλλευση των πληροφοριών ήταν ο ίδιος ο προτείνων, βλ. Β. Τουντόπουλος «Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992 (Παρατηρήσεις σχετικά με την απόφαση Prior του LG Frankfurt, Απόφαση Ν 9.11.1999)», ΔΕΕ 12/2000 (Ετος 6^ο), σελ. 1206 και ο ίδιος υποσημ. υπ' αριθ. 4, σελ 1206.

γνωρίζει ότι ο προτείνων θα προβεί σε πρόταση αγοράς των συγκεκριμένων τίτλων, η οποία και θα επηρεάσει την τιμή τους. Η πρόθεση πρότασης αγοράς συγκεκριμένων τίτλων αποτελεί εμπιστευτική πληροφορία, η δε προγενέστερη αγορά του επενδυτή είναι το αποτέλεσμα της προνομιακής ενημέρωσης που διαθέτει ο επενδυτής και την οποία απέκτησε με βάση την ιδιότητά του ως προτείνων. Με την δογματική αυτή κατασκευή γίνεται ευχερέστερα αντιληπτό αφενός το γεγονός ότι ο Scalper προβαίνει σε πραγμάτωση ίδιων επιχειρηματικών σχεδίων εκμεταλλευόμενος κάποια εμπιστευτική πληροφορία και αφετέρου καθίσταται σαφής η ανάγκη όμοιας αντιμετώπισης του Scalping και του Frontrunning στα πλαίσια της εφαρμογής του ΠΔ 53/1992.

Προκειμένου όμως να θεωρηθεί η πρόταση αγοράς συγκεκριμένων τίτλων ως κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας πρέπει να συντρέχουν δυο πρόσθετες προϋποθέσεις και συγκεκριμένα η γενόμενη πρόταση να έχει τη δυνατότητα αισθητού επηρεασμού της τιμής των κινητών αξιών και η πρόταση ως εμπιστευτική πληροφορία να βρίσκεται στην κατοχή του προτείνοντος εξαιτίας του επαγγέλματός του.

Δ. ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΟΔΗΓΙΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ
ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ
ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΠΟΥ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ
ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ
(ΚΑΤΑΧΡΗΣΤΙΚΕΣ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ)

1.Εισαγωγικές παρατηρήσεις-Λόγοι που καθιστούν αναγκαία την θεσμοθέτηση της πρότασης οδηγίας

Όπως έγινε μέχρι τώρα γνωστό η ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά θα αποτελέσει τα επόμενα χρόνια τον βασικό παράγοντα προώθησης της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας καθώς και τον μοχλό ανάπτυξης μιας νέας οικονομικής και κοινωνικής συνοχής στην Ευρώπη. Οι αγορές κινητών αξιών, όπως είναι γνωστό, διαδραματίζουν έναν όλο και σημαντικότερο ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και της οικονομίας στο σύνολό της. Επιπλέον η αποτίμηση των κινητών αξιών επηρεάζει την επέκταση ή τον περιορισμό των χορηγούμενων πιστώσεων και την αναγκαία εξασφάλιση των τραπεζικών δανείων. Για τους λόγους, λοιπόν, αυτούς και όσους θα παρατεθούν λεπτομερώς στη συνέχεια η καλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και η εμπιστοσύνη του κοινού σ' αυτές αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για μια διαρκή οικονομική ανάπτυξη και ευημερία.

Στοχεύοντας στη διασφάλιση και στην εγκαθίδρυση ενός κλίματος ανταγωνισμού όπου θα κυριαρχεί η υγιής προληπτική εποπτεία, θα ενισχύεται η αποτελεσματικότητα και η διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε τον περασμένο Μάιο πρόταση οδηγίας για τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς («καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά»)¹¹⁷. Η πρόταση αυτή, η οποία

¹¹⁷ Η οδηγία για τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (89/592/ΕΟΚ) περιορίζεται απλώς στην απαγόρευση της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, βλ. ΕΕΕΚ L 334 της 18/11/1989, σελ. 0030-0032 (έγγραφο 389L0592).

ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις και την ανάγκη ενοποίησης της αγοράς κινητών αξιών αποβλέπει μεταξύ άλλων και στην υλοποίηση των εξής στόχων:

- Στην ενίσχυση της ακεραιότητας των αγορών κινητών αξιών σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Στην προαγωγή των αρχών της διαφάνειας και της ίσης μεταχείρισης των φορέων της αγοράς αποβλέποντας σε στενότερη συνεργασία και σε συχνότερες ανταλλαγές πληροφοριών μεταξύ αρμόδιων εθνικών αρχών απ' ό,τι οι ισχύουσες σήμερα διατάξεις.
- Στην εξάλειψη των ασυνεπειών, των συγχύσεων και των νομικών κενών με τη δημιουργία ενός βασικού πλαισίου για την κατανομή των αρμοδιοτήτων, την εφαρμογή των κανόνων και τη συνεργασία στην Ευρώπη.

Η πρόταση αυτή οδηγίας εντάσσεται μέσα στα πλαίσια του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες¹¹⁸, ένας από τους στόχους του οποίου

**Το νομικό
πλαίσιο
ένταξης της**

¹¹⁸ Στην ανακοίνωση της Επιτροπής της 28^{ης} Οκτωβρίου 1998 με τίτλο «Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: κατάρτιση ενός πλαισίου δράσης», η οποία ανταποκρινόταν σε σχετικό αίτημα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Cardiff, η Επιτροπή πρότεινε ένα πλαίσιο δράσης σκοπός του οποίου ήταν να διασφαλιστεί ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα αξιοποιήσει πλήρως το δυναμικό του, ιδιαίτερα με την εισαγωγή του ευρώ. Τα προτεινόμενα μέτρα εστιάζονταν αφενός, στη δημιουργία ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών που να διαθέτουν επαρκές βάθος και ρευστότητα και που να ανταποκρίνονται περισσότερο στις ανάγκες των εκδοτών τίτλων και των επενδυτών και αφετέρου, στην άρση των υπόλοιπων εμποδίων στα οποία εξακολουθούσε να προσκρούει η διασυνοριακή παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών προς το ευρύ κοινό, ώστε να αυξηθούν οι επιλογές των καταναλωτών, διατηρώντας παράλληλα την εμπιστοσύνη τους και εξασφαλίζοντάς τους υψηλό επίπεδο προστασίας. Βασισμένη η Επιτροπή σ' αυτή την ανακοίνωση εξέδωσε στις 11 Μαΐου 1999 μια νέα ανακοίνωση με τίτλο «Θέσπιση του πλαισίου δράσης στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών: σχέδιο δράσης». Το σχέδιο δράσης περιελάμβανε μια σειρά από πολιτικούς στόχους και συγκεκριμένα μέτρα που αποσκοπούσαν στη βελτίωση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εντός της προσεχούς πενταετίας. Ειδικότερα στο σχέδιο δράσης προτεινόταν ενδεικτικές προτεραιότητες καθώς και ένα χρονοδιάγραμμα για τη θέσπιση νομοθετικών και άλλου είδους μέτρων, ούτως ώστε να επιτευχθούν τρεις στρατηγικοί στόχοι: εγκαθίδρυση μιας ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για σημαντικούς επενδυτές, ανοικτές και ασφαλείς χρηματαγορές για το ευρύ κοινό, εκσυγχρονισμός των κανόνων προληπτικής μέριμνας και εποπτείας.

Το Συμβούλιο στα συμπεράσματά του της 25^{ης} Μαΐου 1999 σχετικά με την έκθεση της Επιτροπής για τη θέσπιση του σχεδίου δράσης στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μεταξύ άλλων θεώρησε ότι η έκθεση της Επιτροπής αποτελούσε μια εξαιρετική βάση για την επίτευξη περαιτέρω προόδου, προσυπέγραψε την εμπέδεια και τις προτεραιότητες που καθορίζονταν στο σχέδιο δράσης και υποστήριξε τις προτάσεις λήψης μέτρων που διατύπωσε η Επιτροπή, οι οποίες θα έπρεπε να εξετασθούν διεξοδικά από τις αρμόδιες επιτροπές.

Στις 24 Νοεμβρίου 1999 η Επιτροπή υπέβαλε προς το Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή μια ενδιάμεση έκθεση σχετικά με το σχέδιο δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, στην οποία καταγραφόταν η νομοθετική πρόοδος που επιτεύχθηκε από την έγκριση του σχεδίου δράσης τον παρελθόντα Μάιο και περιγραφόταν αναλυτικά το έργο που θα έπρεπε να επιτελεσθεί προκειμένου να υλοποιηθούν στο έπακρο τα οφέλη από την εισαγωγή του ευρώ και να εξασφαλιστεί η διατήρηση της σταθερότητας και της ανταγωνιστικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στις 30 Μαΐου 2000 η Επιτροπή εξέδωσε μια δεύτερη έκθεση για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, η οποία έχε ως αντικείμενο την παρουσίαση της επιτευχθείσας προόδου κατά το πρώτο έτος μετά την έγκριση του σχεδίου δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Κατόπιν αιτήματος του Συμβουλίου Ecofin της 27^{ης} Ιουλίου 2000 ακολούθησε στις 8 Νοεμβρίου μια Τρίτη έκθεση της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες στην οποία η Επιτροπή επανεξέτασε και ανέλυσε λεπτομερώς τις προτεραιότητες, αναφέροντας για κάθε μία το «κρίσιμο χρονοδιάγραμμα» που θα έπρεπε να ακολουθηθεί για να τηρηθεί η προθεσμία του 2005. Το πρόγραμμα πρότεινε για τους προσεχείς έξι μήνες, μια σειρά δέκα προτεραιοτήτων για την Επιτροπή, το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, απαριθμούσε μια σειρά μέτρων που είναι αναγκαία για τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών χονδρικής, για το άνοιγμα και την ασφάλεια των αγορών υπηρεσιών για το ευρύ κοινό, τον εκσυγχρονισμό των κανόνων προληπτικής εποπτείας και την

είναι «να ενισχύσει την ακεραιότητα της αγοράς, περιορίζοντας τη δυνατότητα χειραγώγησής της από τους θεσμικούς επενδυτές και τους ενδιάμεσους φορείς...και να καθορίσει μια κοινή πειθαρχία...προκειμένου να αυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών». Πρόκειται, λοιπόν, για ένα από τα πλέον σημαντικά στοιχεία του σχεδίου δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και δίνει την ώθηση για την οικοδόμηση ενοποιημένης αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέχρι το 2003¹¹⁹. Αποτελεί μία από τις δύο προτάσεις οδηγίων που καταρτίζονται με τη νέα μορφή που καθόρισε η «Ομάδα Lamfalussy¹²⁰» και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης η οποία διακρίνει ανάμεσα στις βασικές αρχές και στις τεχνικές λεπτομέρειες εφαρμογής¹²¹.

Συγκεκριμένα, νωρίτερα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας υποστηρίζοντας ότι οι αποτελεσματικές και διαφανείς κεφαλαιαγορές προάγουν την οικονομική αύξηση και την απασχόληση συντελώντας στην καλύτερη διάθεση του κεφαλαίου και μειώνοντας το κόστος του και ότι παίζουν, ως εκ τούτου, ουσιαστικότατο ρόλο τόσο στην υποβοήθηση νέων ιδεών, την υποστήριξη του επιχειρηματικού πνεύματος και την προαγωγή της πρόσβασης στις νέες τεχνολογίες και της χρησιμοποίησής τους όσο και στην ύπαρξη ταχέων αναπτυσσόμενων

**Τα
συμπεράσμα
τα του
Ευρωπαϊκού
Συμβουλίου
της
Λισσαβόνας**

εξασφάλιση γενικών προϋποθέσεων για τη βέλτιστη λειτουργία της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς και πρότεινε τέλος, δείκτες για τη μέτρηση των τάσεων και της εξέλιξης της ενοποίησης των αγορών, βλ. Δελτίο ΕΕ 11-2000-Εσωτερική αγορά (14/26) «1.3.40. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με την πρώτη έκθεση της ομάδας σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών», Δελτίο ΕΕ 5-1999-Εσωτερική αγορά (18/30) «1.2.35. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με την έκθεση της Επιτροπής για τη θέσπιση του σχεδίου δράσης στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών»- Έκδοση από το Συμβούλιο «Οικονομικά και δημοσιονομικά ζητήματα» στις 25 Μαΐου, Δελτίο ΕΕ 11-1999-Εσωτερική αγορά (5/7) «1.3.25. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με το σχέδιο δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες», Δελτίο ΕΕ 11-1999-Εσωτερική αγορά (4/7), Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) «1.3.24. Ενδιάμεση έκθεση της Επιτροπής στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Συμβούλιο, στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και στην Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή σχετικά με το σχέδιο δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες», Δελτίο ΕΕ 10-2000-Εσωτερική αγορά (9/18) Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) «1.3.30. Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο “Επιχειρηματικά κεφάλαια: προτάσεις με στόχο περαιτέρω πρόοδο στην εφαρμογή του προγράμματος δράσης”»,

Δελτίο ΕΕ 5-2000-Εσωτερική αγορά (15/25) «1.3.37. Δεύτερη έκθεση της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: εξελίξεις και επιτευχθείσα πρόοδος» και τέλος Δελτίο ΕΕ 11-2000-Εσωτερική αγορά (10/26), Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) «1.3.36. Τρίτη έκθεση της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: εξελίξεις και επιτευχθείσα πρόοδος».

¹¹⁹ Ήδη το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας είχε αναλάβει την αποφασιστική δέσμευση να ενοποιήσει τις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές έως το 2005 το αργότερο, ενώ το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης έκρινε ότι όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη έπρεπε να καταβάλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για την ενοποίηση της αγοράς κινητών αξιών μέχρι το τέλος του 2003, δίνοντας προτεραιότητα στη νομοθεσία για τις αγορές κινητών αξιών που προβλεπόταν στο πρόγραμμα δράσης, συμπεριλαμβανομένων των μέτρων που υιοθέτησε η Επιτροπή Σοφών στην έκθεσή της για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών, βλ. Δελτίο ΕΕ 3-2000 «Συμπεράσματα της προεδρίας (9/23)»-Αποτελεσματικές και ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές και Δελτίο ΕΕ 6-2000-Εσωτερική αγορά (4/16), Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) «1.3.33. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες».

¹²⁰ Για τη συγκρότηση της Επιτροπής των Σοφών (Ομάδα Lamfalussy), βλ. Εισαγωγή υποσημ. υπ' αριθ. 6.

¹²¹ Η Επιτροπή προτίθεται να θεσπίσει στο μέλλον τα αναγκαία τεχνικά μέτρα για να συμπληρώσει τις βασικές αρχές που διατυπώνονται στην οδηγία αφού ζητήσει τη γνώμη των εκπροσώπων των κρατών μελών στην Επιτροπή Κινητών Αξιών, βλ. IP/01/758 “Financial services: Commission proposes Directive on insider dealing and market manipulation”, 30/05/2001, σελ. 1.

καινοτόμων μικρομεσαίων επιχειρήσεων και τη δημιουργία νέων και βιώσιμων θέσεων εργασίας *έκρινε ότι θα πρέπει να γίνουν ενέργειες ώστε:*

- Να οριστεί ένα αυστηρό χρονοδιάγραμμα για την υλοποίηση του Προγράμματος Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών ως το 2005, λαμβάνοντας υπόψη τομείς δράσεις με προτεραιότητα, όπως η διευκόλυνση της ευρύτερης δυνατής πρόσβασης- και για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις- στα επενδυτικά κεφάλαια σε πανενωσιακή βάση, με τη βοήθεια «ενιαίου διαβατηρίου» για τους εκδότες· η διευκόλυνση της επιτυχούς συμμετοχής όλως των επενδυτών σε μια ολοκληρωμένη αγορά με την εξάλειψη των εμποδίων για τις επενδύσεις σε ταμεία συντάξεων· η προαγωγή περαιτέρω ολοκλήρωσης και καλύτερης λειτουργίας των αγορών δημόσιων ομολόγων/ομολογιών χάρη σε περισσότερες διαβουλεύσεις και μεγαλύτερη διαφάνεια των χρονοδιαγραμμάτων, τεχνικών και μέσων έκδοσης χρεογράφων και σε βελτιωμένη λειτουργία διασυνοριακών αγορών πώλησης και επαναγοράς («ρέπος»)· η βελτίωση της συγκρισιμότητας των ισολογισμών, αποτελεσμάτων χρήσεως κλπ., των εταιρειών, και η εντονότερη συνεργασία μεταξύ των αρχών των υπεύθυνων για την εποπτεία των κεφαλαιαγορών ανά την Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Να εξασφαλιστεί η πλήρης υλοποίηση του Προγράμματος Δράσης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων ως το 2003,
- Να επιτελεστεί ταχεία πρόοδος ως προς τις από μακρού εκκρεμούσες προτάσεις για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς και για την εξυγίανση και εκκαθάριση πιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιριών, ώστε να βελτιωθεί η λειτουργία και η σταθερότητα της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς,
- Να κλείσει, σύμφωνα με τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Ελσίνκι, το θέμα της εκκρεμής δέσμης φορολογικών μέτρων.

Στη συνέχεια το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης, συνεδριάζοντας την 23^η Μαρτίου 2001 στο ίδιο πνεύμα επίτευξης μιας ολοκληρωμένης και ευέλικτης αγοράς κινητών αξιών μέχρι το τέλος του 2003, συμπεριλαμβανομένων ιδίως των προτεραιοτήτων που καθορίζονται στην έκθεση της Επιτροπής Σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών, με παράλληλη αναγνώριση της ανάγκης για περαιτέρω σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών και των ρυθμιστικών κανόνων ενέκρινε το ψήφισμα για την αποτελεσματικότερη ρύθμιση της αγοράς κινητών αξιών¹²², θεωρώντας ότι αποτελεί καλό υπόβαθρο για αποτελεσματική συνεργασία μεταξύ της Επιτροπής, του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στον τομέα αυτόν. Συγκεκριμένα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξέφρασε την ικανοποίησή του για την έκθεση της Επιτροπής Σοφών σχετικά με τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών, η οποία πρότεινε μια προσέγγιση τεσσάρων επιπέδων (βασικές αρχές, εκτελεστικά μέτρα, συνεργασία και εφαρμογή) προκειμένου να καταστεί η κανονιστική διαδικασία της νομοθεσίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης περί κινητών αξιών αποτελεσματικότερη και διαφανέστερη, βελτιώνοντας έτσι την ποιότητα των προτεινόμενων νομοθετικών μέτρων, για τα οποία υπήρξε μια σύντομη αναφορά στο εισαγωγικό μέρος της παρούσας εργασίας.

Η διάκριση μεταξύ βασικών αρχών (επίπεδο 1) και εκτελεστικών μέτρων (επίπεδο 2), η οποία θα αποφασίζεται από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο με βάση τις προτάσεις της Επιτροπής, θα πρέπει να καθορίζεται κατά περίπτωση με τρόπο σαφή και διαφανή. Τα εκτελεστικά μέτρα του επιπέδου 2 θα πρέπει να χρησιμοποιούνται συχνότερα, ούτως ώστε να εξασφαλίζεται η δυνατότητα προσαρμογής των τεχνικών διατάξεων στις εξελίξεις της αγοράς και των εποπτικών

Οι εκτιμήσεις και αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Στοκχόλμης

Οι βασικές αρχές και τα εκτελεστικά μέτρα της έκθεσης της Επιτροπής των Σοφών

¹²² Βλ. παραπάνω υποσημ. υπ' αριθ. 7.

οργάνων και θα πρέπει επίσης να καθορίζονται προθεσμίες για όλα τα στάδια των εργασιών του επιπέδου 2¹²³.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο χαιρέτισε επίσης την πρόθεση της Επιτροπής να συστήσει αμέσως Επιτροπή Κινητών Αξιών ρυθμιστικού χαρακτήρα αποτελούμενη από υπαλλήλους υψηλού επιπέδου από τα κράτη μέλη, υπό την προεδρία της Επιτροπής και εξέφρασε την ικανοποίησή του για την πρόθεση της Επιτροπής να συστήσει επισήμως μια ανεξάρτητη Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών, όπως προτεινόταν στην έκθεση της Επιτροπής των Σοφών, η οποία θα παρείχε εκτενώς συμβουλές με ανοικτό πνεύμα και διαφάνεια και θα διαδραματίζει σε συνδυασμό με τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές σημαντικό ρόλο στη διαδικασία μεταφοράς κανόνων (επίπεδο 3) εξασφαλίζοντας την αποτελεσματικότερη συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών, διεξάγοντας αμοιβαίες αξιολογήσεις και προωθώντας τις βέλτιστες πρακτικές.

Τέλος το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε να εφαρμοστεί πλήρως μέχρι το 2005 το Πρόγραμμα Δράσης Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και να καταβάλουν όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη κάθε προσπάθεια για την επίτευξη ολοκληρωμένης αγοράς κινητών αξιών μέχρι το τέλος του 2003, με προτεραιότητα στη νομοθεσία για τις αγορές κινητών αξιών που προβλεπόταν στο πρόγραμμα δράσης, συμπεριλαμβανομένων των μέτρων που υιοθέτησε η Επιτροπή των Σοφών στην έκθεση για το κανονιστικό πλαίσιο των αγορών κινητών αξιών ενώ ταυτόχρονα υποστήριξε και το στόχο για μια εύρυθμη αγορά κεφαλαίων υψηλού κινδύνου μέχρι το 2003 μέσω της εφαρμογής του Προγράμματος Δράσης Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου.

Η Επιτροπή Κινητών Αξιών και η Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών

Το αίτημα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Στοκχόλμης

2. Το περιεχόμενο της πρότασης οδηγίας-Οι βασικές εννοιολογικές παράμετροι-Το πεδίο εφαρμογής της

Το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο που προστατεύει σήμερα την ακεραιότητα της κεφαλαιαγοράς είναι ελλιπές, αφού σε ευρωπαϊκό επίπεδο δεν υπάρχουν κοινές διατάξεις για την καταπολέμηση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά¹²⁴. Σε επίπεδο πάλι κρατών μελών οι κανόνες για την αποφυγή των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά ποικίλλουν σημαντικά και οι νομικές υποχρεώσεις διαφέρουν σε κάθε εθνική έννομη τάξη. Παρόλο, λοιπόν, που όλα τα κράτη μέλη έχουν ενσωματώσει στο εσωτερικό τους δίκαιο την οδηγία για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, σε ορισμένα από αυτά δεν υπάρχει νομοθεσία για τη χειραγώγηση της αγοράς. Οι διαφορές αυτές δημιουργούν στρεβλώσεις του ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές και εμποδίζουν την ανάπτυξη στην Ευρώπη μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς βασιζόμενης σε ίσους όρους ανταγωνισμού, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών και οι άλλοι επενδυτικοί φορείς να βρίσκονται συχνά σε αβεβαιότητα σχετικά με τις έννοιες, τους ορισμούς και τους κανόνες εφαρμογής που ισχύουν στα διάφορα κράτη μέλη.

Η ατέλεια του ευρωπαϊκού νομοθετικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς

Το πεδίο εφαρμογής της πρότασης οδηγίας καλύπτει όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που γίνονται δεκτά προς διαπραγμάτευση σε μία τουλάχιστον οργανωμένη αγορά στην Ευρωπαϊκή Ένωση, περιλαμβανομένων των πρωτογενών αγορών. Η πρόταση θα εφαρμόζεται σε όλες τις συναλλαγές με τα μέσα αυτά, είτε αυτές διενεργούνται σε οργανωμένη αγορά είτε όχι. Με τον τρόπο αυτό θα αποφευχθεί η χρησιμοποίηση μη οργανωμένων αγορών, εναλλακτικών συστημάτων συναλλαγών και άλλων αγορών για καταχρηστικές πρακτικές σχετικά με τα μέσα αυτά.

Το πεδίο εφαρμογής

¹²³ Βλ. και υποσημ. υπ' αριθ. 8.

¹²⁴ Για την έννοια των καταχρηστικών πρακτικών θα γίνει αναλυτική αναφορά στην επόμενη ενότητα «3. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά».

Το νέο νομοθετικό πλαίσιο που προβλέπεται από την παρούσα οδηγία δεν αποσκοπεί να αντικαταστήσει τις εθνικές διατάξεις με κοινοτικές διατάξεις άμεσης εφαρμογής, αλλά να συμβάλλει στην επίτευξη κάποιας σύγκλισης μεταξύ των διάφορων εθνικών καθεστώτων κατά τρόπο που να τα καθιστά σύμφωνα με τις απαιτήσεις της οδηγίας. Για την επίτευξη άλλωστε της σύγκλισης των μεθόδων ενσωμάτωσης και ελέγχου της εφαρμογής στα κράτη μέλη, η οδηγία προτείνει να ορίζουν τα κράτη μέλη μια ενιαία ρυθμιστική και εποπτική αρχή στην οποία θα ανατεθεί ένα ελάχιστο κοινό σύνολο ευθυνών.

3. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά

Θα πρέπει αρχικά να επισημάνουμε ότι οι νέες χρηματοπιστωτικές και τεχνικές καινοτομίες και ιδίως η εμφάνιση νέων προϊόντων και νέων τεχνολογιών, η ανάπτυξη των διασυννοριακών δραστηριοτήτων και η χρήση του Ίντερνετ, αυξάνουν τα κίνητρα, τα μέσα και τις ευκαιρίες για την εφαρμογή καταχρηστικών πρακτικών στις αγορές. Τι εννοούμε όμως με τον όρο «καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά»; Καταχρηστικές πρακτικές ενδέχεται να υπάρχουν σε περιπτώσεις στις οποίες ορισμένοι επενδυτές τέθηκαν άμεσα ή έμμεσα σε αδικαιολόγητα μειονεκτική θέση λόγω των ενεργειών άλλων επενδυτών οι οποίοι είτε χρησιμοποίησαν προς όφελός τους ή προς όφελος άλλων πληροφορίες που δεν είχαν γίνει γνωστές στο κοινό, είτε στρέβλωσαν το μηχανισμό καθορισμού των τιμών χρηματοπιστωτικών μέσων είτε διέδωσαν ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες. Οι συμπεριφορές αυτού του είδους μπορούν να δημιουργήσουν μια παραπλανητική εντύπωση για τις συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα και να θέσουν σε κίνδυνο την γενική αρχή της ισότητας μεταξύ όλων των επενδυτών τόσο αναφορικά με την πρόσβαση σε πληροφορίες όσο και αναφορικά με τη γνώση του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών καθώς και τη γνώση της βάσης ή της προέλευσης των πληροφοριών που είναι γνωστές στο κοινό.

Η έννοια των καταχρηστικών πρακτικών της χρηματιστηριακής αγοράς

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά:

- Οι πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και
- Οι πράξεις χειραγώγησης της αγοράς

Οι δυο βασικές κατηγορίες

Η νέα πρόταση επιδιώκοντας την εξασφάλιση του ίδιου πλαισίου εφαρμογής και στις δύο κατηγορίες καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά καλύπτει τόσο τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών όσο και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς αντικαθιστώντας έτσι την προγενέστερη οδηγία για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (89/592/ΕΟΚ) η οποία θεσπίστηκε εδώ και περισσότερο από μια δεκαετία. Η πρόταση διατυπώνει έναν γενικό ορισμό των πρακτικών αυτών ο οποίος είναι επαρκώς ευέλικτος για να εξασφαλίσει ότι καλύπτονται με ικανοποιητικό τρόπο οι νέες καταχρηστικές πρακτικές που ενδέχεται να εμφανιστούν, αλλά και επαρκώς σαφής για να κατευθύνει την συμπεριφορά των φορέων της αγοράς. Επίσης προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακεραιότητα της αγοράς αναγνωρίζει μια γενική εφαρμογή της απαγόρευσης καταχρηστικής συμπεριφοράς από την οποία προβλέπονται σε ειδικές περιπτώσεις και για απόλυτα κατανοητούς λόγους παρεκκλίσεις («safe harbours»).

4. Οι εννοιολογικές προσεγγίσεις των βασικών όρων που περιλαμβάνονται στην πρόταση οδηγίας και το περιεχόμενο των υπόλοιπων άρθρων

Το άρθρο 1 παραθέτει τους ορισμούς των εννοιών που συναντώνται συχνά στην παρούσα πρόταση οδηγίας. Συγκεκριμένα ο ορισμός των «εμπιστευτικών πληροφοριών» βασίζεται στον ορισμό που δίδεται στη σημερινή οδηγία για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ο οποίος επεκτάθηκε όμως για να καλύψει και τις πρωτογενείς αγορές. Η έννοια των κινητών αξιών αντικαταστάθηκε από εκείνη των «χρηματοπιστωτικών μέσων»¹²⁵, όπως αυτά ορίζονται στην οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες, στα οποία προστέθηκαν τα παράγωγα μέσα επί βασικών εμπορευμάτων. Τα καλυπτόμενα μέσα απαριθμούνται στο Τμήμα Α του συνημμένου παραρτήματος¹²⁶.

**Εμπιστευτικές
πληροφορίες**

**Χρηματοπι-
στωτικά
μέσα**

Η επέκταση του πεδίου του ορισμού αποσκοπεί στην προσαρμογή του στις εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων η τιμή επηρεάζεται αισθητά από εμπιστευτικές πληροφορίες δεν περιορίζονται στα μέσα του εκδότη, αλλά περιλαμβάνουν και τα παράγωγα μέσα που συνδέονται με αυτά (π.χ. δικαιώματα σε μετοχές, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα σε χρηματιστηριακούς δείκτες).

Ο ορισμός της «χειραγώγησης της αγοράς» βασίζεται στη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων προσώπων και όχι στην πρόθεση ή το σκοπό τους¹²⁷.

**Χειραγώγηση
της αγοράς**

¹²⁵ Ο ορισμός των «χρηματοπιστωτικών μέσων» καλύπτει εκτός από τα παράγωγα μέσα σε εμπορεύματα, τα οποία θεωρούνται ως κατηγορία παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων και πρέπει επομένως να υπαχθούν στην Οδηγία, και τα μέσα που απαριθμούνται στο Παράρτημα Β της Οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες (93/22/ΕΟΚ), δηλαδή :

1. α) Κινητές αξίες
- β) Μερίδια οργανισμού συλλογικών επενδύσεων
2. Τίτλοι της νομισματοαγοράς
3. Τίτλοι προθεσμιακών χρηματοπιστωτικών συμβάσεων (futures) συμπεριλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς.
4. Προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου(FRA).
5. Συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) με αντικείμενο επιτόκιο, συνάλλαγμα ή συμβάσεις ανταλλαγής συνδεδεμένες με μετοχές ή με δείκτη μετοχών (equity swaps)
6. Προαιρέσεις (options) αγοράς ή πώλησης οποιουδήποτε τίτλου υπαγόμενου στο παρόν τμήμα του παραρτήματος, συμπεριλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς. Συμπεριλαμβάνονται ιδίως, στην κατηγορία αυτή, οι προαιρέσεις συναλλάγματος και επιτοκίων, βλ. ΕΕ L 141 11.06.1993 σελ. 27 (έγγραφο 393L0022): Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών.

¹²⁶ Στο Τμήμα Α του Παραρτήματος της παρούσας πρότασης οδηγίας ως «χρηματοπιστωτικά μέσα» νοούνται:

- Οι κινητές αξίες όπως ορίζονται στην οδηγία 93/22/ΕΟΚ (βλ. υποσημ. υπ' αρ. 125)
- Τα μερίδια σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων
- Τα μέσα χρηματαγοράς
- Τα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά
- Οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου
- Οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, νομισμάτων, και μετοχών
- Τα δικαιώματα αγοράς ή πώλησης 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

Βλ. COM (2001) 281 τελικό-Βρυξέλλες 30/05/2001: «Πρόταση για Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά)»-υποβληθείσα από την Επιτροπή.

¹²⁷ Στο Τμήμα Β της παρούσας πρότασης οδηγίας παρατίθενται ορισμένα παραδείγματα μεθόδων για τη χειραγώγηση της αγοράς τα οποία έχουν ενδεικτικό και όχι εξαντλητικό χαρακτήρα και

Ο ορισμός είναι επαρκώς ακριβής για να ενθαρρύνει τους φορείς της αγοράς να υιοθετήσουν μια υπεύθυνη συμπεριφορά, αλλά και επαρκώς αφηρημένος για να παράσχει την αναγκαία ευελιξία για την προσαρμογή σε κάθε νέα εξέλιξη στην αγορά.

Ο ορισμός της «οργανωμένης αγοράς» είναι εκείνος που δίδεται στην παράγραφο 13 του άρθρου 1 της οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες¹²⁸. Η διάταξη

**Οργανωμένη
αγορά**

αποσκοπούν να διευκολύνουν την ερμηνεία του γενικού ορισμού του άρθρου 1 στοιχείο (2). Έτσι ως πράξεις χειραγώγησης της αγοράς αναφέρονται οι ακόλουθες:

A) Πράξεις που προορίζονται να δημιουργήσουν εσφαλμένη εντύπωση συναλλακτικής δραστηριότητας:

- Συναλλαγές χωρίς πραγματική μεταβίβαση κυριότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων («wash sales»)
- Συναλλαγές στις οποίες τόσο οι εντολές πώλησης όσο και οι εντολές αγοράς εισάγονται ταυτόχρονα, στην ίδια τιμή και για τον ίδιο όγκο, από διαφορετικά αλλά συνεργούντα μέρη («improper matched orders»)
- Διενέργεια σειράς συναλλαγών εμφανιζόμενων σε δημόσια οθόνη προκειμένου να δημιουργηθεί εντύπωση συναλλακτικής δραστηριότητας σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο ή μεταβολής της τιμής του («painting the tape»)
- Συμμετοχή σε δραστηριότητα που έχει επινοηθεί από ένα ή περισσότερα από κοινού ενεργούντα πρόσωπα με σκοπό την αύξηση σε τεχνητά επίπεδα της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου και τη μαζική πώληση στη συνέχεια των τίτλων του/ τους («pumping and dumping»)
- Αύξηση της προσφερόμενης τιμής για την αγορά χρηματοπιστωτικού μέσου προκειμένου να προκληθεί αύξηση της τιμής του (με τη δημιουργία απατηλής εντύπωσης ανοδικής τάσης ή αύξησης οφειλομένης σε συναλλακτική δραστηριότητα («advancing the bid»)

B) Πράξεις προοριζόμενες να προκαλέσουν στενότητα στην αγορά:

- Εξασφάλιση του ελέγχου της προσφοράς ή της ζήτησης του παράγωγου και/ ή του υποκείμενου μέσου, σε βαθμό που παρέχει στο πρόσωπο που εφαρμόζει καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά δεσπόζουσα θέση την οποία μπορεί να εκμεταλλευθεί για να επηρεάσει προς όφελός του την τιμή του παράγωγου και/ ή του υποκείμενου μέσου («cornering»)
- Όπως στην περίπτωση του «cornering», πρόκληση στενότητας σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο με τον έλεγχο της ζήτησης γι' αυτό το μέσο και εκμετάλλευση της επακόλουθης συμφόρησης στην αγορά για τη δημιουργία τεχνητών τιμών. Ικανότητα άσκησης ουσιαστικής επιρροής στην προσφορά ή την παράδοση του μέσου, κατάχρηση δικαιώματος απαίτησης παράδοσης για την επιβολή τεχνητών ή μη κανονικών τιμών («abusive squeezes»)

Γ) Μέθοδοι χειραγώγησης της αγοράς με βάση το χρόνο διενέργειας των συναλλαγών:

- Αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικού μέσου στο κλείσιμο της αγοράς με σκοπό τον επηρεασμό της τιμής κλεισίματός του και την παραπλάνηση με τον τρόπο αυτό των επενδυτών που ενεργούν με βάση την τιμή κλεισίματος («marking the close»)
- Διενέργεια συναλλαγών που αποσκοπούν να επηρεάσουν την τιμή τοις μετρητοίς ή την τιμή εκκαθάρισης συμβολαίων παράγωγων μέσων
- Διενέργεια συναλλαγών που αποσκοπούν να επηρεάσουν την τιμή τοις μετρητοίς ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που έχει επιλεγεί για τον υπολογισμό της αξίας μιας συναλλαγής

Δ) Μέθοδοι χειραγώγησης της αγοράς που βασίζονται σε πληροφορίες:

- Αγορά χρηματοπιστωτικού μέσου για ίδιο λογαριασμό πριν τη σύστασή του σε άλλους και επικερδής πώλησή του στη συνέχεια χάρη στην αύξηση της τιμής που προκάλεσε η σύσταση («scalping»)
- Διάδοση ψευδών ειδήσεων για να προκληθεί αγοραστική κίνηση ή μαζική πώληση από άλλους
- Ανακοίνωση αναληθών πληροφοριών για σημαντικά γεγονότα
- Παράλειψη δημόσιας ανακοίνωσης σημαντικών γεγονότων ή συμφερόντων

Βλ. και υποσημ. υπ' αριθ. 126.

¹²⁸ Σύμφωνα λοιπόν, με το άρθρο 1 παράγραφος 13 της οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες (93/22/ΕΚ) ως οργανωμένη αγορά ορίζεται η αγορά χρηματοπιστωτικών τίτλων οι οποίοι αναφέρονται στο τμήμα Β του παραρτήματος, η οποία:

- Είναι εγγεγραμμένη στον κατάλογο του άρθρου 16 που καταρτίζει το κράτος μέλος που είναι το κράτος μέλος καταγωγής κατά την έννοια του άρθρου 1 σημείο 6 στοιχείο γ),
- Λειτουργεί κανονικά,

έχει ως σκοπό να εξασφαλίσει τη συνέπεια μεταξύ των οδηγιών και να αποφύγει τη σύγχυση.

Το εδάφιο 5 του άρθρου 1 αναφέρεται στην ανάγκη επικαιροποίησης των τεχνικών πτυχών των ορισμών που διατυπώνονται στην παρούσα οδηγία από την Επιτροπή, αφού νέες μέθοδοι χειραγώγησης της αγοράς ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν στο μέλλον, ως αποτέλεσμα τεχνικών εξελίξεων ή της εμφάνισης νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Τα άρθρα 2, 3 και 4 απαριθμούν τις απαγορευμένες συμπεριφορές που σχετίζονται με την κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών. Η απαγόρευση των συμπεριφορών που ορίζονται στα άρθρα 2 έως 4 είναι γενική και εφαρμόζεται σε κάθε πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) καθώς και σε όλα τα κράτη μέλη προκειμένου να καθιερωθεί ένα κοινό πρότυπο σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση, συμβάλλοντας έτσι στην ενοποίηση και την αποτελεσματική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Το περιεχόμενο των άρθρων αυτών βασίζεται στα άρθρα 2, 3 και 4 της ισχύουσας οδηγίας για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες με τις ακόλουθες όμως παρεκκλίσεις και διαφοροποιήσεις:

▪ Η έκφραση «εν γνώσει», η οποία χρησιμοποιείται στην οδηγία για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν άμεσα εμπιστευτικές πληροφορίες παραλείπεται στο άρθρο 2 της παρούσας πρότασης οδηγίας, εφόσον αυτά τα πρόσωπα μπορούν από τη φύση των δραστηριοτήτων τους να έχουν καθημερινή πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες και έχουν επίγνωση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών που λαμβάνουν.

▪ Ο όρος «κινητές αξίες» αντικαταστάθηκε από τον όρο «χρηματοπιστωτικά μέσα» προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ανάπτυξη νέων προϊόντων

▪ Η διάκριση των συναλλαγών που γίνονται με την παρέμβαση προσώπου που «ενεργεί κατ'επάγγελμα ως ενδιάμεσος» παραλείφθηκε. Αυτό σημαίνει ότι οι απευθείας συναλλαγές μεταξύ μερών βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών θα καλύπτονται από την οδηγία εφόσον τα χρηματοπιστωτικά μέσα εισάγονται ή πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (βλέπε άρθρο 9).

▪ Η γενική παρέκκλιση για τις πράξεις που διενεργούν οι κυβερνήσεις κρατών και οι άλλοι δημόσιοι οργανισμοί στο άρθρο 2 παράγραφος 4 της οδηγίας για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες μετατίθεται στο άρθρο 7.

▪ Η αναφορά στις «αγορές» παραλείπεται. Το άρθρο 9 ορίζει το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας.

Το άρθρο 5 θεσπίζει τη γενική απαγόρευση των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς. Όπως και οι πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, η χειραγώγηση της αγοράς κατά την έννοια του άρθρου 1 απαγορεύεται. Η απαγόρευση εφαρμόζεται τόσο στα φυσικά όσο και στα νομικά πρόσωπα. Η εμπειρία δείχνει ότι ανεξάρτητα από τις περιστάσεις και τα δύο είδη προσώπων μπορούν να υιοθετούν καταχρηστικές συμπεριφορές με όμοιες αρνητικές επιπτώσεις στις

Η γενική απαγόρευση της συμπεριφοράς των άρθρων 2 έως 4

Οι διαφοροποιήσεις των άρθρων 2,3 και 4 της πρότασης οδηγίας από τις αντίστοιχες της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ

Η γενική απαγόρευση των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς του άρθρου 5

- Χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι οι όροι λειτουργίας της αγοράς, οι όροι πρόσβασης στην αγορά, καθώς και εφόσον εφαρμόζεται η οδηγία 79/279/ΕΟΚ, οι όροι εισαγωγής στο χρηματιστήριο που καθορίζονται από την οδηγία αυτή, ή εφόσον η οδηγία αυτή δεν εφαρμόζεται, οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνουν πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά, διέπονται από διατάξεις που θεσπίζουν ή εγκρίνουν οι αρμόδιες αρχές,
- Επιβάλλει την τήρηση όλων των απαιτήσεων σχετικά με την υποβολή δηλώσεων και τη διαφάνεια οι οποίες θεσπίζονται κατ'εφαρμογή των άρθρων 20 και 21, βλ. υποσημ. υπ' αριθ. 125.
-

χρηματοπιστωτικές αγορές. Προκειμένου να καθιερωθεί ένα κοινό πρότυπο σε όλη την Ευρώπη η γενική απαγόρευση πρέπει να ισχύει σε όλα τα κράτη μέλη.

Η απαγόρευση διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών ενδέχεται να επηρεάσει τους δημοσιογράφους στην καθημερινή εργασία τους. Κατά συνέπεια, τα κράτη μέλη έχουν την ευχέρεια να μην εφαρμόσουν αυτή τη γενική απαγόρευση στα πρόσωπα που ενεργούν αποκλειστικά για δημοσιογραφικούς σκοπούς. Ωστόσο, η παρούσα οδηγία διαχωρίζει σαφώς όσον αφορά τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, την επαγγελματική- δηλαδή δημοσιογραφική- συμπεριφορά από την προσωπική.

Το άρθρο 6 καθιερώνει την υποχρέωση αμερόληπτης ανακοίνωσης των πληροφοριών στο κοινό η οποία υπάγεται όμως και σε ορισμένες ειδικές παρεκκλίσεις. Ενώ όπως προαναφέρθηκε οι κανόνες των άρθρων 2 έως 4 απαγορεύουν την εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας καθώς και την ανακοίνωσή της σε τρίτο ο γενικός κανόνας της παραγράφου 1 του άρθρου 6 προβλέπει την ταχύτερη δυνατή ανακοίνωση της εμπιστευτικής πληροφορίας στο κοινό. Η απαίτηση αυτή στοχεύει στον περιορισμό των δυνατοτήτων εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών. Ο κανόνας αυτός θα εξασφαλίσει ότι σε κάθε περίπτωση επιλεκτικής ανακοίνωσης πληροφορίας σε τρίτο κατά την κανονική άσκηση επαγγελματικών καθηκόντων σύμφωνα με τα άρθρα 2 και 3 η πληροφορία αυτή θα ανακοινώνεται πλήρως και αποτελεσματικά στο κοινό. Η δημόσια ανακοίνωση πρέπει να γίνεται ταυτόχρονα με την ανακοίνωση σε τρίτο. Εάν η ανακοίνωση της πληροφορίας σε τρίτο δεν γίνεται εκ προθέσεως, η δημόσια ανακοίνωση πρέπει να γίνει το ταχύτερο δυνατό.

Η υποχρέωση αμερόληπτης ανακοίνωσης των πληροφοριών στο κοινό του άρθρου 6

Προτείνονται παρεκκλίσεις για ειδικές περιπτώσεις στις οποίες τα πρόσωπα που λαμβάνουν εμπιστευτικές πληροφορίες οφείλουν να τις τηρήσουν απόρρητες ή να τις χρησιμοποιήσουν μόνο για το συγκεκριμένο σκοπό για τον οποίο αυτές ανακοινώθηκαν. Για να εξασφαλιστεί η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της παρούσας πρότασης οδηγίας, οι εκδότες και οι φορείς που ενεργούν για λογαριασμό τους πρέπει να καταρτίζουν κατάλογο των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και να τον ενημερώνουν τακτικά.

Ρήτρες παρέκκλισης

Πρόκειται για συγκεκριμένες ρήτρες για τους επαγγελματίες (φυσικά ή νομικά πρόσωπα) που είναι επιφορτισμένοι με την εκπόνηση χρηματοοικονομικών αναλύσεων και τη διάδοση των αποτελεσμάτων τους ή άλλων πληροφοριών ή που λόγω της επαγγελματικής τους ιδιότητας λαμβάνουν εντολές για συναλλαγές που μπορούν εύλογα να θεωρηθούν ότι βασίζονται σε εμπιστευτικές πληροφορίες ή ότι συνιστούν πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Οι ρήτρες αυτές είναι αναγκαίες για να εξασφαλιστεί ότι οι επαγγελματίες της αγοράς συμβάλλουν στη διατήρηση της ακεραιότητας της αγοράς.

Για να προστατεύσει τα νόμιμα συμφέροντά του και υπό ορισμένους όρους (μη παραπλανητική για το κοινό παράλειψη, ικανότητα τήρησης του απορρήτου της εμπιστευτικής πληροφορίας), ο εκδότης μπορεί να αναλάβει την ευθύνη να μην τηρήσει την υποχρέωση ανακοίνωσης που προβλέπεται στην παράγραφο 1. Αυτό μπορεί να συμβεί σε περίπτωση συζητήσεων για ενδεχόμενη προσφορά εξαγοράς. Η δημοσιοποίηση των συζητήσεων πριν την επίτευξη συμφωνίας θα μπορούσε να προκαλέσει απότομες διακυμάνσεις τιμών που θα καθιστούσαν δυσχερή τον προσδιορισμό της δίκαιης τιμής της προσφοράς εξαγοράς.

Η θέσπιση συγκεκριμένων εκτελεστικών μέτρων είναι αναγκαία για να αποσαφηνιστούν καλύτερα στους οικονομικούς φορείς οι διατάξεις των παραγράφων 1, 2 και 4. Η εμφάνιση νέων τεχνολογιών ενδέχεται να απαιτήσει την προσαρμογή των διαύλων που θεωρούνται σήμερα κατάλληλοι για τη δημοσιοποίηση

Εκτελεστικά μέτρα

πληροφοριών ή αποτελεσμάτων ερευνών. Η οδηγία επιτρέπει τη θέσπιση των σχετικών μέτρων με τη διαδικασία των επιτροπών.

Στα άρθρα 7 και 8 παρατίθενται ορισμένες παρεκκλίσεις από την απαγόρευση των πράξεων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς. Μια πρώτη σειρά παρεκκλίσεων (άρθρο 7) προβλέπεται για τα κράτη μέλη, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες κατά την άσκηση νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής ή πολιτικής διαχείρισης δημόσιου χρέους. Το άρθρο προβλέπει ότι τα κράτη μέλη μπορούν να επεκτείνουν την παρέκκλιση αυτή στα ομόσπονδα κράτη τους.

Οι παρεκκλίσεις από την απαγόρευση των πράξεων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών των άρθρων 7 και 8

Μια δεύτερη σειρά παρεκκλίσεων (άρθρο 8) προβλέπεται, υπό ορισμένους όρους, για τους φορείς της αγοράς. Οι παρεκκλίσεις αυτές αφορούν τις εταιρείες που διενεργούν πράξεις επί ιδίων μετοχών σε προγράμματα «επαναγοράς» των μετοχών τους ή πράξεις στο πλαίσιο μέτρων σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε αρχική ή δευτερογενή δημόσια προσφορά, εφόσον οι συναλλαγές αυτές γίνονται με ορισμένους όρους. Ωστόσο, οι συναλλαγές επαναγοράς ιδίων μετοχών και σταθεροποίησης πρέπει να γίνονται με διαφάνεια για να αποφεύγονται οι πράξεις κατόχων εσωτερικών πληροφοριών και να μην αποστέλλονται παραπλανητικά μηνύματα στις αγορές. Οι πράξεις σε ίδιες μετοχές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ενίσχυση του μετοχικού κεφαλαίου ενός εκδότη και μπορούν επομένως να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των επενδυτών. Η σταθεροποίηση της τιμής ενός τίτλου για περιορισμένη περίοδο κατά την αρχική ή δευτερογενή δημόσια προσφορά είναι συχνά αναγκαία για απόλυτα βάσιμα οικονομικούς λόγους, διότι μπορεί να αυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και να ενθαρρύνει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις να προσφύγουν στις κεφαλαιαγορές.

Η πρόταση οδηγίας προτείνει να δοθεί στην Επιτροπή δυνατότητα να θεσπίζει τα πρότυπα με τα οποία θα διενεργούνται οι πράξεις σταθεροποίησης και επαναγοράς ιδίων μετοχών με τη διαδικασία των επιτροπών. Οι τεχνικές διενέργειας των συναλλαγών σε προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών ή σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά την αρχική δημόσια προσφορά μπορεί να αλλάξουν στο μέλλον, ανάλογα με τα διάφορα είδη αγορών ή χρηματοπιστωτικών μέσων.

Το άρθρο 9 αναφέρεται στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας πρότασης οδηγίας το οποίο δεν περιορίζεται αυστηρά στις ελεγχόμενες αγορές αλλά επεκτείνεται επίσης:

Η επέκταση του πεδίου εφαρμογής

- Στις μη ελεγχόμενες αγορές
- Στις πλατφόρμες συναλλαγών
- Στους μηχανισμούς συνεχούς διάδοσης πληροφοριών για τις τιμές
- Στις συναλλαγές εκτός αγοράς

• Σε κάθε άλλο μέσο ή μηχανισμό, εφόσον χρησιμοποιούνται για τη χειραγώγηση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που έχει εισαχθεί ή θα εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε ελεγχόμενη αγορά ενός τουλάχιστον κράτους μέλους ή εφόσον χρησιμοποιούνται για τη διενέργεια πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες σε παρόμοιο χρηματοπιστωτικό μέσο.

Επίσης το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας δεν περιορίζεται στις δευτερογενείς αγορές, αλλά περιλαμβάνει επίσης την πρωτογενή αγορά και τις προ της ημερομηνίας της επίσημης έκδοσης δραστηριότητες («grey market») προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι συμμετέχοντες στις αγορές αυτές δεν μπορούν να επωφεληθούν με αθέμιτο τρόπο από μια προνομιακή θέση ή εμπιστευτική πληροφορία που ενδεχομένως κατέχουν.

Το άρθρο 10 καθιερώνει το κριτήριο της εδαφικότητας το οποίο εφαρμόζεται στην παρούσα οδηγία. Σύμφωνα με αυτό, η προτεινόμενη οδηγία απαιτεί από τα

Το κριτήριο της εδαφικότητας του άρθρου 10

κράτη μέλη να εφαρμόζουν τις διατάξεις της τουλάχιστον στις πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός τους. Τους επιτρέπει να τις εφαρμόζουν επίσης στις πράξεις των οποίων ορισμένα μόνο στοιχεία της απαγορευμένης συμπεριφοράς διαπράττονται στο έδαφός τους (π.χ. όταν συναλλαγές αντίθετες με την παρούσα οδηγία διενεργούνται εξ αποστάσεως από μέλη εγχώριου χρηματιστηρίου, ή όταν η ανακοίνωση των εμπιστευτικών πληροφοριών γίνεται σε τρίτη χώρα αλλά επηρεάζει την τιμή χρηματοπιστωτικών μέσων σε ελεγχόμενη εγχώρια αγορά). Επιτρέπει επίσης στα κράτη μέλη να εφαρμόζουν τις διατάξεις της οδηγίας όταν το σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο είναι εισηγμένο ή πρόκειται να εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε ένα κράτος μέλος.

Το άρθρο 11 αναφέρεται στις αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές οι οποίες είναι υπεύθυνες για την εφαρμογή της παρούσας πρότασης οδηγίας. Προς το παρόν οι διαρθρώσεις των ρυθμίσεων που καλύπτουν τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς διαφέρουν σε κάθε κράτος μέλος. Ορισμένα κράτη μέλη έχουν μόνο μία εποπτική αρχή ενώ άλλα διαθέτουν περισσότερες. Σε μερικά κράτη μέλη δεν υπάρχει δημόσια εποπτική αρχή και η εποπτεία ασκείται από τα ίδια τα χρηματιστήρια. Παρατηρούνται, τέλος, και συνδυασμοί των διαφόρων αυτών διαρθρώσεων. Ο ορισμός σε κάθε κράτος μέλος μιας ενιαίας αρμόδιας για την εφαρμογή των διατάξεων της παρούσας οδηγίας ανταποκρίνεται στην ανάγκη αποτελεσματικότητας και σαφήνειας και αποσκοπεί να ενισχύσει τη συνεργασία μεταξύ αρμόδιων αρχών (άρθρο 16). Η διοικητική φύση αυτών των ενιαίων εποπτικών αρχών είναι αναγκαία για να εξασφαλιστεί η ανεξαρτησία τους από τις αγορές και να αποφευχθεί η σύγκρουση συμφερόντων.

Η οργάνωση των εθνικών εποπτικών αρχών

Τα άρθρα 12 και 13 απαριθμούν τις ελάχιστες εξουσίες που πρέπει να έχουν οι αρμόδιες αρχές για τη διαπίστωση και τη διερεύνηση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Οι εξουσίες αυτές θα επιτρέπουν στις αρμόδιες αρχές να εκπληρώσουν την αποστολή τους και θα αυξήσουν τη συνέπεια και τη διαφάνεια κατά την εφαρμογή των διατάξεων της οδηγίας. Τα κράτη μέλη θα έχουν ωστόσο τη δυνατότητα να προβλέπουν ότι σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, τις παραδόσεις τους ή το σύνταγμά τους η αρμόδια αρχή δεν θα μπορεί να χρησιμοποιεί τις εξουσίες αυτές παρά μόνο σε συνεργασία με άλλες αρχές του κράτους μέλους και ιδίως στις δικαστικές αρχές.

Το ελάχιστο πλαίσιο των εξουσιών τους

Μόνο σε ορισμένες ειδικές κατηγορίες επαγγελματιών θα επιτρέπεται να αντιτάσσουν, μερικώς ή πλήρως, το επαγγελματικό απόρρητο στις αρμόδιες αρχές, σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία (π.χ. δικηγόροι ή δημοσιογράφοι). Στο εσωτερικό της αρμόδιας αρχής, η αυστηρή τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου είναι απαραίτητη για την εύρυθμη λειτουργία των συμφωνιών ανταλλαγής πληροφοριών και το σεβασμό των δικαιωμάτων των προσώπων.

Το επαγγελματικό απόρρητο

Το άρθρο 14 αναφέρεται στην ανάγκη εναρμόνισης των κυρώσεων η οποία δεν φαίνεται δυνατή στο πλαίσιο της παρούσας οδηγίας. Σε μια ενοποιημένη χρηματοπιστωτική αγορά δεν μπορεί καταρχήν να γίνει δεκτό ότι η ίδια παράνομη συμπεριφορά τιμωρείται με βαριές κυρώσεις σε ένα κράτος μέλος, με ελαφρές κυρώσεις σε άλλο και καθόλου σε ένα τρίτο. Είναι όμως επιθυμητό και σύμφωνα με την κοινοτική νομοθεσία να προβλεφθεί στην οδηγία η γενική υποχρέωση για τα κράτη μέλη να καθορίζουν και να επιβάλλουν κυρώσεις για την παράβαση των μέτρων που λαμβάνονται βάσει της οδηγίας.

Η εναρμόνιση των κυρώσεων

Εκτός από τις ποινικές κυρώσεις, οι διοικητικές κυρώσεις αποκτούν υποχρεωτικό χαρακτήρα στην πρόταση οδηγίας εν μέρει λόγω του γεγονότος ότι οι διοικητικές κυρώσεις είναι ταχύτερες από τις ποινικές. Η ταχύτητα επιβολής των διοικητικών κυρώσεων έχει ιδιαίτερη σημασία για να αποφευχθεί η συνέχιση της

Οι διοικητικές κυρώσεις

παράνομης συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια της διαδικασίας. Η επιβολή διοικητικών κυρώσεων δικαιολογείται επίσης από το γεγονός ότι οι αρμόδιες αρχές πρέπει να συνεργάζονται στενά μεταξύ τους για να εξασφαλίσουν την ομοιόμορφη εφαρμογή των κανόνων για τις κυρώσεις. Ωστόσο, αυτοί καθαυτοί οι κανόνες παραμένουν στην αρμοδιότητα των κρατών μελών.

Οι κυρώσεις πρέπει να είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές. Ωστόσο, κάθε κράτος μέλος μπορεί να αποφασίζει το ίδιο τις κυρώσεις που θα επιβάλλει σε περίπτωση παράβασης των μέτρων αυτών ή σε περίπτωση μη συνεργασίας σε έρευνα, με την επιφύλαξη του άρθρου 12 της παρούσας πρότασης οδηγίας. Για τον προσδιορισμό των κυρώσεων και την οργάνωση της διαδικασίας επιβολής τους, τα κράτη μέλη πρέπει να συμμορφώνονται με τις αρχές της σύμβασης για την προάσπιση των δικαιωμάτων του ανθρώπου και των θεμελιωδών ελευθεριών.

Η δημόσια ανακοίνωση των κυρώσεων έχει πολύ ισχυρό αποτρεπτικό αποτέλεσμα. Επιπλέον, σε περίπτωση παράνομης συμπεριφοράς θα ήταν χρήσιμο να ενημερώνεται η αγορά για τις κυρώσεις που επιβλήθηκαν προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Κατά συνέπεια, οι αρμόδιες αρχές μπορούν να ανακοινώνουν δημόσια τις κυρώσεις, εκτός εάν αυτό δημιουργεί κινδύνους για τις ίδιες χρηματοπιστωτικές αγορές ή δυσανάλογη ζημία στα ενδιαφερόμενα μέρη (αυτές οι διασφαλίσεις είναι αναγκαίες για να αποφευχθεί, σε περίπτωση παράνομης συμπεριφοράς φυσικού προσώπου η απώλεια εμπιστοσύνης στον οργανισμό στον οποίο ανήκει).

Η διάταξη του άρθρου 15 εγγυάται την αρχή της ασφάλειας δικαίου και το δικαίωμα σε δίκαιη δίκη, όπως απαιτείται από την Ευρωπαϊκή Σύμβαση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου (ΕΣΔΑ). Εξασφαλίζει ότι κατά την άσκηση των εξουσιών τους, οι αρμόδιοι για τη λήψη των αποφάσεων φορείς σέβονται τα δικαιώματα που προστατεύει η σύμβαση. Κάθε πρόσωπο που αποτελεί αντικείμενο απόφασης θα έχει δικαίωμα να ασκήσει όλα τα σχετικά ένδικα μέσα.

Το άρθρο 16 προβλέπει ένα πλήρη μηχανισμό συνεργασίας ιδίως για θέματα που σχετίζονται με τη διερεύνηση των σχετικών υποθέσεων και την κατανομή των ευθυνών. Για το σκοπό αυτό κάθε αρμόδια αρχή θα πρέπει να διαβιβάζει χωρίς καθυστέρηση τις πληροφορίες που ζητά μια άλλη αρμόδια αρχή. Ωστόσο, οι αρμόδιες αρχές θα μπορούν να αρνούνται την παροχή πληροφοριών εάν η δικαστική διαδικασία έχει ήδη αρχίσει ή εάν έχει εκδοθεί τελεσίδικη απόφαση για τα ίδια πραγματικά περιστατικά, ή εάν πρόκειται για ειδικές περιπτώσεις στις οποίες διακυβεύονται σημαντικά και νόμιμα συμφέροντα των κρατών μελών (κυριαρχία, ασφάλεια ή δημόσια τάξη).

Η απάντηση πρέπει να αποστέλλεται το ταχύτερο δυνατό για να εξασφαλίζεται η αποτελεσματικότητα των μέτρων που λαμβάνονται για τη διερεύνηση των σχετικών υποθέσεων και να αποτρέπεται η ανάπτυξη διασυνοριακών μηχανισμών παράνομης συμπεριφοράς. Όταν μια αρμόδια αρχή είναι πεπεισμένη ότι μια καταχρηστική πρακτική που εφαρμόζεται ή έχει εφαρμοστεί σε αγορά που υπόκειται στη δικαιοδοσία της επηρεάζει και άλλα κράτη μέλη, υποχρεούται να ενημερώσει τις αρμόδιες αρχές των κρατών αυτών. Η διάταξη αυτή αποσκοπεί να περιορίσει τα ενδεχόμενα κενά του συστήματος.

Φαίνεται ότι οι διασυνοριακές έρευνες μπορούν να αποτελέσουν ένα συμπληρωματικό μέσο για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των ερευνών. Την ευθύνη των ελέγχων αυτών πρέπει να έχει το κράτος μέλος στο έδαφος του οποίου διενεργούνται. Η οδηγία παρέχει στην Επιτροπή τη δυνατότητα να θεσπίζει τον τρόπο εφαρμογής της διαδικασίας ανταλλαγής πληροφοριών και διασυνοριακών ελέγχων με τη διαδικασία των επιτροπών. Τα χρονικά περιθώρια για την παροχή των

Η φύση των κυρώσεων

Το αποτρεπτικό αποτέλεσμα της δημόσιας ανακοίνωσής τους

Η αρχή της ασφάλειας δικαίου

Ο μηχανισμός συνεργασίας

Οι διασυνοριακές έρευνες και η ανταλλαγή των πληροφοριών

πληροφοριών από μια αρμόδια αρχή σε άλλη μπορεί να αλλάξουν στο μέλλον, σε συνάρτηση με τις τεχνικές εξελίξεις (νέοι διάυλοι επικοινωνίας ή νέας μορφής γνωστοποίησης πληροφοριών). Μόνο με την ταχεία προσαρμογή της οδηγίας σε αυτές τις νέες τεχνικές μεταβολές μπορεί να εξασφαλιστεί υψηλός βαθμός αποτελεσματικότητας στη διασυνοριακή συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών.

Το άρθρο 17 κάνει μνεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών που συστάθηκε με το άρθρο 1 της απόφασης 2001/528/ΕΚ¹²⁹ και διευκρινίζει την κανονιστική διαδικασία που εφαρμόζεται σύμφωνα με την απόφαση του Ιουλίου 1999 για τη διαδικασία των επιτροπών (1999/468/ΕΚ)¹³⁰. Η διάταξη αυτή είναι

¹²⁹ Με την προαναφερθείσα απόφαση συγκροτείται η ευρωπαϊκή επιτροπή κινητών αξιών υπό τη συμβουλευτική της ιδιότητα, η οποία ανέλαβε τα καθήκοντά της από τις 7 Ιουνίου 2001. Με την επιφύλαξη των ειδικών νομοθετικών πράξεων που προτείνονται από την Επιτροπή και εγκρίνονται από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο, η Επιτροπή Κινητών Αξιών θα λειτουργεί επίσης ως επιτροπή κανονιστικών ρυθμίσεων σύμφωνα με την απόφαση του 1999 για την διαδικασία επιτροπών προκειμένου να επικουρεί την Επιτροπή όταν λαμβάνει αποφάσεις για εκτελεστικά μέτρα δυνάμει του άρθρου 202 της Συνθήκης ΕΚ. Η αναγκαιότητα σύστασης μιας επιτροπής κινητών αξιών η οποία θα συμβάλλει στην εκπόνηση της κοινοτικής νομοθεσίας στον τομέα των κινητών αξιών τονίστηκε αρχικά στο πρόγραμμα δράσης της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Κατά τη σύνοδο της Λισσαβόνας το Μάρτιο του 2000, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε την εφαρμογή του εν λόγω προγράμματος δράσης μέχρι το 2005. Στις 17 Ιουλίου του 2000, το Συμβούλιο συνέστησε την Επιτροπή Σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών, η οποία στην τελική της έκθεση ζήτησε τη σύσταση δύο συμβουλευτικών επιτροπών, της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών, η οποία απαρτίζεται από υψηλού επιπέδου εκπροσώπους των κρατών μελών, και της Ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών, η οποία απαρτίζεται από ανώτερους υπαλλήλους των εθνικών δημόσιων αρχών που είναι αρμόδιες στον τομέα των κινητών αξιών προκειμένου μεταξύ άλλων να παρέχουν συμβουλές στην Επιτροπή. Στο ψήφισμά του για την αποτελεσματικότερη ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης χαιρέτησε την πρόθεση της Επιτροπής να προβεί αμέσως στη σύσταση μιας επιτροπής κινητών αξιών από υψηλόβαθμους υπαλλήλους των κρατών μελών υπό την προεδρία της Επιτροπής, βλ. 2001/528/ΕΚ: Απόφαση της Επιτροπής, της 6^{ης} Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ) [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό Ε(2001) 1493]-Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 191 της 13/07/2001, σελ. 0045-0046 (έγγραφο 301D0528).

¹³⁰ Η Απόφαση του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιουνίου 1999 (1999/468/ΕΚ) για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή στοχεύει:

- στην θέσπιση κριτηρίων για την επιλογή των διαδικασιών επιτροπολογίας, με την προϋπόθεση ότι τα κριτήρια αυτά δεν είναι δεσμευτικά. Εν προκειμένω, πρέπει να γίνεται χρήση της διαδικασίας διαχειριστικής επιτροπής για μέτρα διαχείρισης που αφορούν την εφαρμογή της κοινής γεωργικής και αλιευτικής πολιτικής ή την εφαρμογή των προγραμμάτων με σημαντικές δημοσιονομικές επιπτώσεις καθώς και χρήση της διαδικασίας κανονιστικής επιτροπής για μέτρα γενικής εμβέλειας, που έχουν ως στόχο την εφαρμογή των ουσιαστικών διατάξεων των βασικών πράξεων, μεταξύ των οποίων μέτρα για την προστασία της υγείας ή την ασφάλεια των ανθρώπων, των ζώων ή των φυτών και μέτρα προσαρμογής ή ενημέρωσης ορισμένων μη ουσιαστικών διατάξεων της βασικής πράξης. Επιπλέον, πρέπει να γίνεται χρήση της διαδικασίας συμβουλευτικής επιτροπής σε κάθε περίπτωση στην οποία κρίνεται ως η πλέον ενδεδειγμένη.
- Στην απλοποίηση του συνόλου των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή, καθώς και η αυξημένη συμμετοχή του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στις περιπτώσεις που η βασική πράξη που αναθέτει εκτελεστικές αρμοδιότητες στην Επιτροπή έχει θεσπισθεί με τη διαδικασία που καθορίζεται στο άρθρο 251 της Συνθήκης.
- Στην βελτίωση της ενημέρωσης του Κοινοβουλίου, ορίζοντας ότι η Επιτροπή πρέπει να ενημερώνει τακτικά το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για τις διαδικασίες επιτροπολογίας, ότι η Επιτροπή πρέπει να διαβιβάζει στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο έγγραφα που αφορούν τις δραστηριότητες των επιτροπών και να το ενημερώνει οσάκις διαβιβάζει στο Συμβούλιο μέτρα ή προτάσεις μέτρων που πρέπει να ληφθούν
- Στην βελτίωση της ενημέρωσης του κοινού σχετικά με την επιτροπολογία, και κατά συνέπεια, στην εφαρμογή των αρχών και προϋποθέσεων δημοσιοποίησης που εφαρμόζονται στην Επιτροπή στα έγγραφα των επιτροπών, στην πρόβλεψη της δημοσίευσης καταλόγου όλων των επιτροπών

αναγκαία για να ληφθούν υπόψη οι νέες εξελίξεις κατά την εφαρμογή της παρούσας οδηγίας, για την ανάπτυξη κοινών προτύπων και κατάλληλων εκτελεστικών μέτρων που θα εξασφαλίσουν ισότιμους όρους ανταγωνισμού στους οικονομικούς φορείς, καθώς και για να ενισχυθεί η συνεργασία μεταξύ αρμοδίων αρχών.

Τέλος το άρθρο 18 καθορίζει την προθεσμία για τη θέση σε εφαρμογή της οδηγίας στα κράτη μέλη, η οποία δεν μπορεί να ξεπερνά το ένα έτος από την έναρξη ισχύος της οδηγίας, ενώ το άρθρο 19 αναφέρει ότι η οδηγία για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (89/592/ΕΟΚ) θα καταργηθεί από την ημερομηνία ισχύος της παρούσας οδηγίας στα κράτη μέλη, η οποία θα αρχίζει να ισχύει την 20η ημέρα από τη δημοσίευσή της στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και ότι θα αντικατασταθεί από την παρούσα οδηγία.

5. Συμπερασματικά σχόλια αναφορικά με την σημασία της πρότασης οδηγίας

Ολοκληρώνοντας κι αυτή την ενότητα θα πρέπει να αναφέρουμε και τα εξής: Η πρόταση αυτή οδηγίας θα επηρεάσει όλους τους φορείς των χρηματοπιστωτικών αγορών οι οποίοι χρησιμοποιούν χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές καθώς και όλες τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά αυτή ανεξάρτητα από το μέγεθός τους. Αυτές οι επιχειρήσεις θα πρέπει: α) να συμμορφώνονται με τα πρότυπα επαγγελματικής δεοντολογίας όσον αφορά τα πρόσωπα και τους φορείς που μεσολαβούν σε συναλλαγές χρηματοπιστωτικών μέσων (άρνηση διενέργειας συναλλαγών, η οποία μπορεί βραχυχρόνια να έχει αρνητικές επιπτώσεις στα έσοδα από τη μεσολάβηση σε χρηματιστηριακές πράξεις αλλά μεσοπρόθεσμα θα ενισχύσει την γενικότερη εμπιστοσύνη των επενδυτών και μη αποδοχή εντολών πελατών εάν μπορούν εύλογα να θεωρήσουν ότι οι συναλλαγές βασίζονται σε εμπιστευτικές πληροφορίες ή συνιστούν πράξεις χειραγώγησης της αγοράς), β) να παραδίδουν έγγραφα στην αρμόδια αρχή εάν αυτή το ζητήσει και γ) να διατηρούν αρχεία με καταγραφές τηλεφωνικών συνδιαλέξεων και ανταλλαγών δεδομένων.

Επιπλέον, η πρόταση αυτή έχει οικονομικές επιπτώσεις τόσο στην απασχόληση όσο και στις επενδύσεις, την δημιουργία και την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Έτσι, η ομαλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και η εμπιστοσύνη του κοινού σ' αυτές αποτελούν προϋποθέσεις για μια υγιή και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη με θετικές επιπτώσεις στην απασχόληση αλλά και στις επενδύσεις των εταιριών γενικά αφού αυτή συνεπάγεται μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων.

Επιπλέον, η ανάπτυξη νέων μορφών φορέων (όπως οι χρηματιστηριακές εταιρίες που παρέχουν απευθείας σύνδεση) ή μέσων συναλλαγών (όπως οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες), που δημιουργούν θέσεις απασχόλησης, βασίζεται στην εμπιστοσύνη των επενδυτών, η οποία με τη σειρά της εξαρτάται από τη διαφάνεια των αγορών. Η απαγόρευση των πράξεων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και η αυστηρή εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας ενισχύουν την ισότητα των φορέων της αγοράς στην πρόσβαση στις πληροφορίες που γνωστοποιούν οι εκδότες, και με

που βοηθούν την Επιτροπή στην άσκηση των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων καθώς και ετήσιας έκθεσης για τις εργασίες των επιτροπών και τέλος στη δημοσίευση σε σχετικό μητρώο όλων των στοιχείων των εγγράφων που αφορούν επιτροπές και τα οποία έχουν διαβιβαστεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, βλ. 1999/468/ΕΚ: Απόφαση του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιουνίου 1999 για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή-Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L της 17/07/1999, σελ. 0023-0026 (έγγραφο 31999D0468).

τον τρόπο αυτό, εγγυώνται ότι οι φορείς της αγοράς ανταγωνίζονται χωρίς στρεβλώσεις μεταξύ τους. Ομοίως, η απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς και η εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας ενισχύουν την ίση μεταχείριση των φορέων της αγοράς μέσω της αυξημένης διαφάνειας των συμπεριφορών τους και συμβάλλουν έτσι στην εξάλειψη των στρεβλώσεων του ανταγωνισμού.

Ε. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η διπλωματική αυτή εργασία προσπάθησε να σκιαγραφήσει το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στη χρηματιστηριακή αγορά χωρίς όμως να υπεισέλθει σε μια λεπτομερή συγκριτική μελέτη των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών. Μόνο ψήγματα μιας τέτοιας συγκριτικής προσπάθειας παρατηρούνται έτσι ώστε να καταστεί περισσότερο κατανοητό το δύσκολο έργο του συντονισμού των εθνικών νομοθεσιών, το οποίο άρχισε να πραγματοποιείται με την έκδοση της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989. **Καταληκτικές παρατηρήσεις**

Στις περισσότερες έννομες τάξεις η εφαρμογή αυτής της Οδηγίας χαιρετίστηκε με ενθουσιασμό και ακολουθήθηκε από την ταχεία και άμεση ενσωμάτωση της Οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο με την έκδοση του ανάλογου νομοθετικού κειμένου. Στην Ελλάδα προϋπήρχε ο ν. 1806/1988 ο οποίος προέβλεπε τις ποινικές κυρώσεις που επέφερε η τέλεση πράξεων χρηματιστηριακής απάτης, ενώ το Π.Δ. 53/92 ήταν απόρροια της πιστής εφαρμογής της Οδηγίας στην ελληνική έννομη τάξη.

Εκτός όμως από την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ που αποτελεί το θεμέλιο λίθο και μια κατάκτηση του κοινοτικού δικαίου στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, η ανάλυση της οποίας κάλυψε το μεγαλύτερο τμήμα της παρούσας εργασίας θα πρέπει να εστιάσουμε την προσοχή μας στην σύγχρονη ευρωπαϊκή πραγματικότητα η οποία διανθίζεται από μια νέα πρόταση Οδηγίας της Επιτροπής (Μάιος 2001) όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τη χειραγώγηση της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές της αγοράς).

▪ Ποια ανάγκη έρχεται να καλύψει αυτή η πρόταση οδηγίας, γιατί είναι αναγκαία μια κοινοτική νομοθετική πράξη στον τομέα αυτό και ποιοι είναι οι κυριότεροι στόχοι της;

▪ Γιατί να υπάρχει μια ενιαία οδηγία για τη ρύθμιση του insider dealing και της χειραγώγησης της αγοράς;

▪ Ποιο είναι το προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο πάνω στο οποίο βασίζεται αυτή η πρόταση οδηγίας;

▪ Γιατί είναι απαραίτητο το πλαίσιο των κανόνων που θέτει σε θεωρητικό επίπεδο η πρόταση οδηγίας να συνοδεύεται και από τεχνικές διατάξεις που θα υιοθετούνται από την Επιτροπή;

▪ Γιατί οι προτεινόμενοι κανόνες για το insider dealing και τη χειραγώγηση της αγοράς δεν θέτουν φραγμούς σε προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών και δεν θέτουν σε κίνδυνο τη σταθεροποίηση της τιμής των διαπραγματευόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων;

• Θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελεί βελτίωση η ύπαρξη σε κάθε κράτος μέλος μιας αρμόδιας διοικητικής αρχής;

Αν και οι απαντήσεις συνάγονται από την ανάλυση της σχετικής προαναφερθείσας ενότητας θα δώσουμε και πάλι κάποιες συνοπτικές απαντήσεις:

- Το υπάρχον νομοθετικό ευρωπαϊκό πλαίσιο για την προστασία της ολοκλήρωσης της αγοράς είναι ατελές τόσο σε ευρωπαϊκό επίπεδο λόγω της έλλειψης κοινών διατάξεων όσον αφορά τις καταχρηστικές πρακτικές στη χρηματιστηριακή αγορά όσο και σε επίπεδο κράτους μέλους, όπου παρατηρείται μια μεγάλη ποικιλομορφία των κανόνων που σχετίζονται μ' αυτό το ζήτημα. Αυτές οι διαφορές οδηγούν σε ανταγωνιστικές δυσλειτουργίες στις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές. Πολλές φορές οι επενδυτές και οι οικονομικοί παράγοντες δεν γνωρίζουν το νομικό πλαίσιο λειτουργίας κάθε ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπλέον, η ανάπτυξη νέων προϊόντων και τεχνολογιών, η αύξηση των παραγώγων και του διασυνοριακού εμπορίου καθώς και ο αυξανόμενος αριθμός των συμμετεχόντων στις αγορές δημιουργούν ποικίλα προβλήματα. Η ανάπτυξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά δεν αυξάνει μόνο το κόστος του κεφαλαίου για τις εταιρίες αλλά επιπλέον βλάπτει τη συνοχή και ακεραιότητα των κεφαλαιαγορών και την εμπιστοσύνη του κοινού στις κινητές αξίες και τα παράγωγα που αποτελούν αντικείμενα διαπραγματεύσεων σε πολλές ευρωπαϊκές αγορές. Επίσης αποτρέπει νέους επενδυτές και αποδυναμώνει την οικονομική ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η πρόταση, λοιπόν, αυτή στοχεύει στην διασφάλιση της ακεραιότητας των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, στην εφαρμογή κοινών κανόνων και ρυθμίσεων ενάντια στην ανάπτυξη καταχρηστικών πρακτικών στις αγορές της Ευρώπης και στην αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σ' αυτές τις αγορές.
- Η Οδηγία για τους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών- insider trading (89/592/ΕΟΚ) υιοθετήθηκε πριν από μια δεκαετία. Είναι αναμενόμενο, λοιπόν, να θεωρείται σήμερα ξεπερασμένη δεδομένου των αλλαγών στην ευρωπαϊκή νομοθεσία και στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών. Επιπλέον, οι αρμόδιες αρχές που είναι υπεύθυνες για αυτές τις δυο διαφορετικές κατηγορίες καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά (insider dealing και χειραγώγηση της αγοράς) συνήθως συμπίπτουν, αφού αυτές οι δυο κατηγορίες σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό και βλάπτουν την ακεραιότητα της αγοράς. Μια ενιαία οδηγία θα είναι περισσότερο ευέλικτη ως προς την εφαρμογή της και θα μειώσει τον αριθμό των διαφορετικών κανόνων και κριτηρίων που υπάρχουν στις ευρωπαϊκές αγορές.
- Η προϋπάρχουσα οδηγία για το insider dealing, έστω και αν θεωρείται σήμερα σε κάποια σημεία ξεπερασμένη δεν παύει να αποτελεί το βασικό θεμέλιο πάνω στο οποίο βασίστηκε η δημιουργία αυτής της πρότασης οδηγίας, ως προς το ένα σκέλος της. Όσον αφορά τη χειραγώγηση της αγοράς, ο Διεθνής Οργανισμός των Επιτροπών για τις Κινητές Αξίες (IOSCO) δημοσίευσε τον Μάιο του 2000 ένα κείμενο με τον τίτλο «η διερεύνηση και η δίωξη της χειραγώγησης της αγοράς, έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής». Αυτό το παγκόσμιας εμβέλειας κείμενο το οποίο αναφέρεται σε ένα πρόβλημα που έχει παγκόσμιες διαστάσεις δεν μπορούσε παρά να το λάβει υπόψη της η Επιτροπή κατά την προετοιμασία των διατάξεων της οδηγίας για την ανάπτυξη των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά. Η πρόταση αυτή οδηγίας έλαβε επίσης υπόψη της και το κείμενο της Διάσκεψης Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (FESCO) το οποίο δημοσιεύτηκε τον Σεπτέμβριο του 2000 με τον τίτλο «κατάχρηση της αγοράς: η απάντηση της FESCO στο αίτημα των Securities Regulators αναφορικά με το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες» καθώς και τις

Η ανάγκη θέσπισης της πρότασης οδηγίας

Η ανάγκη ύπαρξης μιας ενιαίας οδηγίας για τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά

Το προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο

διαβουλεύσεις που έλαβαν χώρα κατά τις συναντήσεις μεταξύ παραγόντων των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

- Η πρόταση οδηγίας για την ανάπτυξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά ακολουθεί την προτεινόμενη προσέγγιση της τελικής έκθεσης της Επιτροπής των Σοφών (πρόεδρος Mr. Lamfalussy) του Φεβρουαρίου 2001, η οποία περιλήφθηκε και στο ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Στοκχόλμης τον Μάρτιο του 2001. Αυτή η προσέγγιση βασίζεται στη διαφοροποίηση των αρχών- πλαίσιο από τα εφαρμοζόμενα μέτρα. Αυτό σημαίνει ότι όλοι οι κανόνες κλειδιά, οι βασικές έννοιες και αρχές αναφέρονται στην οδηγία. Επιπλέον, η Επιτροπή στοχεύει να υιοθετήσει τεχνικά μέτρα σε 5 συγκεκριμένους τομείς αφού πρώτα συμβουλευτεί τους εκπροσώπους των κρατών μελών που συμμετέχουν στην Επιτροπή Κινητών Αξιών (διαδικασία της “επιτροπολογίας”) προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα μόνιμο και εναρμονισμένο επίπεδο ακεραιότητας της αγοράς. Αυτοί οι 5 τομείς είναι οι εξής: α) διευκρίνιση των ορισμών β) χρονικά πλαίσια για τα καλυπτόμενα χρηματοοικονομικά μέσα γ) διευκρίνιση της χρηστής δημοσίευσης της πληροφορίας δ) τεχνικές λεπτομέρειες των συναλλαγών που εξαιρούνται από τις απαγορεύσεις των καταχρηστικών πρακτικών της αγοράς και ε) τεχνικές μέθοδοι συνεργασίας μεταξύ των αρμόδιων αρχών.
- Υπάρχουν θεμιτοί οικονομικοί λόγοι που δικαιολογούν την ύπαρξη προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών. Αυτά τα προγράμματα μπορούν να αποτελέσουν έναν τρόπο βελτίωσης του ποσοστού ανά μετοχή για τους μετόχους και ενδυνάμωσης της ισότητας του κεφαλαίου των εκδοτών με αποτέλεσμα να λειτουργούν ευεργετικά και προς το συμφέρον των επενδυτών. Υπάρχουν επιπλέον και ορισμένοι άλλοι θεμιτοί οικονομικοί λόγοι για τη σταθεροποίηση της τιμής μιας κινητής αξίας. Η σταθεροποίηση της τιμής κατά τις πρώτες μέρες μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς αποτελεί έναν τρόπο αποφυγής μιας πτώσης της τιμής αυτής της κινητής αξίας, η οποία ενδέχεται να συμβεί λόγω της έλλειψης αξιολογής δευτερεύουσας αγοράς (ο αριθμός των προσώπων που αγοράζουν και πουλούν αυτή την κινητή αξία δεν είναι ακόμη υψηλός). Συνεπώς, σε περίπτωση αστάθειας μεταξύ αγοραστών και πωλητών, η σταθεροποίηση της τιμής αυτής της κινητής αξίας συμβάλλει στη συγκράτηση της τιμής. Το εμπόριο όμως που διεξάγεται μέσα στο πλαίσιο των προγραμμάτων επαναγοράς θα πρέπει να σέβεται τις υπάρχουσες συνθήκες λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς καθώς και τα τεχνικά μέτρα που πρόκειται να υιοθετηθούν από την Επιτροπή σε συμφωνία με την Επιτροπή Κινητών Αξιών. Αυτές οι συνθήκες¹³¹ θα αποτελέσουν ασφαλιστικές δικλίδες (safe harbours) για την αποτροπή των εκδοτών ή των διαμεσολαβητών από την καταχρηστική εκμετάλλευση των εξαιρούμενων πρακτικών.
- Η ιδέα, τέλος, μιας ενιαίας αρμόδιας αρχής στοχεύει κυρίως στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας της διασυνοριακής ανταλλαγής πληροφοριών και ερευνών, η οποία είναι απαραίτητη για την αντιμετώπιση της καλπάζουσας αύξησης του διασυνοριακού εμπορίου, ενώ ο διοικητικός χαρακτήρας μιας ενιαίας αρμόδιας αρχής είναι απαραίτητος για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της από τις χρηματιστηριακές αγορές και για την αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων. Ταυτόχρονα η διασυνοριακή ανταλλαγή πληροφοριών και ερευνητικών δραστηριοτήτων επιδέχεται βελτίωση, αφού σε ορισμένα κράτη μέλη οι αρμόδιες

Η διαφοροποίηση των αρχών-πλαίσιο από τα εφαρμοζόμενα μέτρα της τελικής έκθεσης της Επιτροπής των Σοφών

Τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών και η σταθεροποίηση της τιμής των κινητών αξιών

Η ενιαία αρμόδια διοικητική αρχή

¹³¹ κανόνες διαφάνειας, περιορισμοί στις χρονικές περιόδους για την αποφυγή του κινδύνου διενέργειας του insider dealing (π.χ. περιορισμοί πριν από τη δημοσίευση των εταιρικών λογαριασμών χρήσεως), βλ. [http:// europa.eu.int /comm/ internal_market/ en/ finances/ mobil/ abusefaq. Htm:](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abusefaq.htm) “Financial Services: The Market Abuse Directive-Frequently Asked Questions”, 30 May 2001, σελ. 4.

αρχές έχουν πολύ περιορισμένες ελεγκτικές αρμοδιότητες ή οι εξουσίες αυτές είναι καταναμεμημένες σε διάφορες αρχές σε εθνικό επίπεδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A.ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. **Μιχαλόπουλος Γ.:** «Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο», Αντ. Ν. Σάκκουλας 1991, σελ. 119.
2. **Χρυσοβιτσιώτης Ι.-Σταυρακόπουλος Ι.:** Λεξικό Αγγλοελληνικό και Ελληνοαγγλικό Εμπορικών, Τραπεζικών και Χρηματοοικονομικών όρων, Εκδόσεις Παπαζήση, 1995, σελ. 1391

B.ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. **Gaillard Emmanuel:** “Insider trading: The laws of Europe, the United States and Japan”, Kluwer Law and Taxation Publishers Deventer, Boston, 1992 p. 466.
2. **Loss Louis:** “Securities Regulation II”, Boston 1976

ΔΡΟΦΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. **Αντωνόπουλος Βασίλειος:**«Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών (γνωμ.)», ΔΕΕ 2/2001 (ΕΤΟΣ 7^ο), Β' Γνωμοδοτήσεις-Μελέτες, σελ. 123-130
2. **Αψουρής Α. Ιωάννης:**“Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο”, Ελληνική Δικαιοσύνη 36(1995), σελ.279-290
3. **Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδας- Γεωργακόπουλος Α. Νίκος:** «Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά το Π.Δ. 53/92», Νομικό Βήμα 47(Οκτώβριος 1999), σελ. 1381-1402

4. **Κοτσιρης Ε. Λάμπρος:** «Κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας στο αμερικάνικο δίκαιο περί συναλλαγών χρηματιστηριακών αξιών», Αφιέρωμα Δελούκα (1989), σελ. 505-522.
5. **Κωνσταντινίδης Ι. Άγγελος:** «Εγκλήματα των μνημένων και πληροφορημένων από το εσωτερικό μιας επιχειρήσεως ή ενός τομέα οικονομικών δραστηριοτήτων», Ελληνική Δικαιοσύνη 33 (1992), σελ. 263-269
6. **Λίβος Νικόλαος:** «Παράνομη αξιοποίηση απορρήτων επιχειρήσεως από «insider»-Μια περίπτωση αξιόποινης κερδοσκοπίας κατά το άρθρο 30 του ν. 1806/1988», Νομικό Βήμα (1990-Τόμος 38), σελ. 45-58
7. **Μερσίνης Γ. Μιχάλης:** «Η αξιόποινη πράξη της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο στην κοινοτική και ελληνική νομοθεσία», Ένωση Ελληνικών τραπεζών (ΕΕΤ/Β' ΕΞΑΜΗΝΙΑ 1993), σελ. 86-94
8. **Μιχαλόπουλος Ν. Γ:** «15. Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές (insider trading)», Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, σελ. 681-696, 1990
9. **Μούζουλας Αντ. Σπήλιος:** «Η εσωτερική πληροφορία», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (ΕπισκΕΔ Β/1996), Μελετήματα, , σελ. 571-579
10. **Μούζουλας Αντ. Σπήλιος:** «Απόκτηση μετοχών ανώνυμης εταιρίας από τη μητρική της ή από μέλη του διοικητικού συμβουλίου της μητρικής της ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας», Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (ΕΕμπΔ 97-Γνωμοδοτήσεις), σελ. 427-436
11. **Μούζουλας Αντ. Σπήλιος:** «Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», Ελληνική Δικαιοσύνη 30(1989), σελ. 1445-1448
12. **Μούζουλας Αντ. Σπήλιος:** «Ο νέος νόμος για τα χρηματιστήρια αξιών», Αρχείο Νομολογίας, έτος 39^ο (ΛΘ') Ιούλιος (τεύχος 5) 1988, σελ. 385-392
13. **Παπαγιάννης Μεν. Ιωάννης:** «Το έννομο καθεστώς των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών», Κριτική Επιθεώρηση 1994/2, σελ. 130-167.
14. **Παπαντώνη Κ. Μαρία:** «Η απαγόρευση κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών», Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (ΕΕμπΔ 99), σελ. 251-276
15. **Σωτηρόπουλος Δ. Γεώργιος.:** «"Soft information" και δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς», ΔΕΕ 8-9/1999 (ΕΤΟΣ 5^ο), σελ. 832-841
16. **Τουντόπουλος Δ. Βασίλειος:**«Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992-Παρατηρήσεις σχετικά με την απόφαση Prior του LG Frankfurt, Απόφαση Ν 9.11.1999», ΔΕΕ 12/2000 (ΕΤΟΣ 6^ο), σελ. 1206-1215.
17. **Τριανταφυλλάκης Δ. Γεώργιος:**«Ευθύνη των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων έναντι των επενδυτών από παράλειψη πληροφόρησης ή από παροχή εσφαλμένων συμβούλων» στο έργο «Το χρηματιστήριο στο Ελληνικό δίκαιο», Σύνδεσμος Ελλήνων Εμπορικολόγων, 9^ο Πανελλήνιο Συνέδριο-Δελφοί 12-14 Νοεμβρίου 1999, Εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας 2000, σελ.71-105
18. **Φαρμακίδης Ονούφριος:** «Η παράνομη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών (Insider Trading)», Νομικό Βήμα (1995), σελ. 367-376

B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. **Emmanuel Gaillard & Isabelle Pingel**: “Les operations d’inities dans la Communauté économique européenne”, Revue Trimestrielle de Droit Europeen, 26(2) avr.-juin p.330-337, Sirey (1990).
2. **Hopt. J. Klaus**: “The European Insider Dealing Directive” in Common Market Law Review 27, 1990 Kluwer Publishers, Printed in Netherlands, p. 51-82.

ΚΟΙΝΟΤΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. **2001/528/EK**: Απόφαση της Επιτροπής, της 6^{ης} Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ) [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2001)1493]- Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 191 της 13/07/2001 σ. 0045-0046
2. **2001/527/EK**: Απόφαση της Επιτροπής, της 6^{ης} Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ) [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E (2001) 1501]», Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 191 της 13/07/2001 σ. 0043-0044.
3. **1999/468/EK**: Απόφαση του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιουνίου 1999 για τον καθορισμό των όρων άσκησης των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Επιτροπή, Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 184 της 17/07/1999, σ. 0023-0026.
4. **77/534/EEC**: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities”, Official Journal L 212, 20/08/1977 P. 0037-0040.
5. **COM (2001) 281 τελικό-2001/aaaa (COD)**, Πρόταση για Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά): Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Βρυξέλλες 30.05.2001, σελ. 30
6. **Convention on Insider Trading**, Strasbourg 20.IV.1989 Council of Europe-ETS no.130
7. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 10-2000**, Εσωτερική αγορά (10/18)-1.3.31. Ενδιάμεση έκθεση της Επιτροπής για την εφαρμογή του σχεδίου δράσης για τα επιχειρηματικά κεφάλαια (ΣΔΕΚ)
8. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 10-1998**, Εσωτερική αγορά (12/19)-Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών, Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες “1.2.27. Ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο «Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: κατάρτιση ενός πλαισίου δράσης»”
9. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 5-1999**, Εσωτερική αγορά (17/30)-“1.2.34. Ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο «Θέσπιση πλαισίου δράσης στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών: σχέδιο δράσης»”
10. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 3-2000**, Συμπεράσματα της προεδρίας (9/23) «Αποτελεσματικές και ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές
11. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 6-2000**, Εσωτερική αγορά (4/16)-Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών, Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες “1.3.33. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες”.
12. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 5-2000**, Εσωτερική αγορά (12/25) “1.3.37. Δεύτερη έκθεση της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: εξελίξεις και επιτευχθείσα πρόοδος”.

13. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 11-2000**, Εσωτερική αγορά (14/26) “1.3.40. Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με την πρώτη έκθεση της ομάδας σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών”
14. **ΔΕΛΤΙΟ ΕΕ 11-2000**, Εσωτερική αγορά (10/26), Ελεύθερη παροχή υπηρεσιών-Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες “1.3.36. Τρίτη έκθεση της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: εξελίξεις και επιτευχθείσα πρόοδος”
16. **Lisbon European Council: Presidency Conclusions**
17. **Οδηγία 89/592/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών
18. **Protocol to the Convention on Insider Trading-** Council of Europe-ETS no. 133 Strasbourg 11.IX.1989, p.2
19. **Stockholm European Council: Presidency Conclusions**-“Παράρτημα I-Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για την αποτελεσματικότερη ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση”, Στοκχόλμη 23 Μαρτίου 2001

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

1. **Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (ΔΕΕ) 2/1998(ΕΤΟΣ 4^ο):** Νομολογία Εμπορικού Οικονομικού Δικαίου-Ειδικό θέμα: Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο (insider trading): η πρώτη νομολογία σελ. 168-174.
2. **Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (ΕπισκΕΔ):** Αποφάσεις ΜΔΠΠειρ 187/1997, ΜΠΔΑ 80 και 140/1998, Νομολογία, ΕπισκΕΔ Β/1998, σελ. 550-558
3. **Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (ΕπισκΕΔ) Α/1999:** Νομολογία Διοικητικού Πρωτοδικείου Αθήνας (ΔΠΑ) 1944/1997- Παρατηρήσεις Μαρία Κ. Παπαντώνη, σελ. 311-318.
4. **Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (Υπόθεση C-28/99):** Απόφαση του ΔΕΚ (2001/C200/18) της 3^{ης} Μαΐου 2001

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=c&f=12837&m=A05&aa=4&eid=...: Soros to stand trial for insider trading, Athens News 24/12/2000, page: A05, Article code: C12837A054, p.1
2. http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C&f=12683&m=A19&aa=2&eid=...: Spain regulators seek US commission’s help over insider trading, Athens News, 25/06/2000, page:A19, Article code:C12683A192, p.2
3. [Http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C&f=12802&m=a19&aa=5&eid=...](http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C&f=12802&m=a19&aa=5&eid=...): “World Online raided in IPO insider trading probe”, Athens News, 14/11/2000, page:A19, Article code: C12802A195, p.2
4. [Http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C7f=12836&m=a13&aa=2&eid=...](http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C7f=12836&m=a13&aa=2&eid=...): “Regulators suggest EM. TV face probe for insider dealing”, Athens News, page:A19

5. [Http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C&f=1272&m=A08&aa=1&eid=...](http://www.athensnews.gr/.../nathens.print_unique?e=C&f=1272&m=A08&aa=1&eid=...): “Greek equities watchdog new disclosure rules”, Athens News, 09/08/2000, page: A08, Article code: C12721A081, p.2
6. [Http://www.bartleby.com/65/in/insidert.html](http://www.bartleby.com/65/in/insidert.html): “Insider Trading”, The Columbia Encyclopedia, Sixth Edition, 2001 Columbia University Press, p.1.
7. [Http://www.eco2day.gr/story2.asp?article=8496:eco2day-news&business](http://www.eco2day.gr/story2.asp?article=8496:eco2day-news&business) “Μπαράζ κυρώσεων από Κεφαλαιαγορά”, 25/01/2001, σελ. 2
8. [Http://www.Electronicnews.com/enews/news/5554-332NewsDetail.asp](http://www.Electronicnews.com/enews/news/5554-332NewsDetail.asp):
9. Electronic News Online “PRI Automation Sued For Insider Trading”, 27 November 2000, p. 2
10. [Http://europa.eu.int/comm/intenal_market/en/finances/mobil/overview.htm](http://europa.eu.int/comm/intenal_market/en/finances/mobil/overview.htm): Securities/Overview, p.1
11. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn11/s11mn08.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn11/s11mn08.htm): Single Market News “Infringement proceedings: Failure to implement Directives in Belgium and the UK”, p.2
12. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/fspg8.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/fspg8.htm): Financial Services “Financial Services Policy Group discusses progress on the implementation of an integrated financial market”, 12 October 2000, p.3
13. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-792.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-792.htm): Financial Services: Commission creates two new committees on securities, 6 June 2001, p.4
14. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-213.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-213.htm): Financial Services “Commission Decisions establishing the European Securities Committee and the Committee of the European Securities Regulators-Frequently Asked Questions”, 6 June 2001, p.4
15. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn25/s25mn08.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn25/s25mn08.htm): Single Market News –European Securities Regulation “Resume: The Final Report of the Committee of Wise Men”, Crispin Waymouth, MARKET F-2, p.1
16. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-memo105.htm): Financial Services “Results of the Council of Economics and Finance Ministers, 22 March 2001, Stockholm- Securities Regulation”,
17. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spch17.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spch17.htm): “The integration of the European financial markets and its importance for growth and economic development in Europe”, Speech by Commissioner Frits Bolkestein, Stockholm 22 January 2001, p.6
18. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abusefaq.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abusefaq.htm): Financial Services: “The Market Abuse Directive-Frequently Asked Questions”, 30 May 2001, p.4
19. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn25/s25mn08.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn25/s25mn08.htm): Services Financiers “European Securities Regulation: The Final Report of the Committee of Wise Men”, Single Market News No 25 (March 2001), p.4
20. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/wisemen.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/wisemen.htm): “Financial Services: initial report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 November 2000, p.1.
21. [Http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abuse.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/abuse.htm): Financial Services “Commission proposes Directive on insider dealing and market manipulation”, p.3, 30 May 2001
1. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/12007.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/12007.htm): Οικονομική και Νομισματική Ένωση “Από τη Ρώμη στο Μάαστριχτ: σύντομο ιστορικό της ONE”, σελ.4

23. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124035.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124035.htm): «Ρυθμίσεις όσον αφορά τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», Αγορά Κινητών Αξιών, σελ. 2
24. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124210.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124210.htm): «Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: Πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές αγορές», 22/06/2001, σελ. 8
25. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124050.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/124050.htm): «Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: κατάρτιση πλαισίου δράσης», σελ. 5
26. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/124035.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/124035.htm): SECURITIES-Market Abuse, p.3
27. <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/124035.htm>: European Commission (Internal Market Directorate General): Institutional Arrangements for the Regulation and Supervision of the Financial Sector “III Securities” p. 32-45, January 2000
28. [Http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/124035.htm](http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/124035.htm): “The regulation of insider trading”, Transactions in Securities, p.2
1. [Http://europa.eu.int/eurlex/el/lif/reg/el_register_06202025.html](http://europa.eu.int/eurlex/el/lif/reg/el_register_06202025.html): EURLex:06.2 0.20.25-Χρηματιστήρια και λοιπές αγορές κινητών αξιών, CELEX, 03/09/2001, σελ.2
30. [Http://europa.eu.int/eurlex/el/lif/reg/el_register_06202025.html](http://europa.eu.int/eurlex/el/lif/reg/el_register_06202025.html): EURLex:06.2 0.20.25-Χρηματιστήρια και λοιπές αγορές κινητών αξιών, CELEX, 03/09/2001, σελ.2
31. [Http://eur-op.eu.int/flash/nfarch/en/200107.htm](http://eur-op.eu.int/flash/nfarch/en/200107.htm): Office for Official Publications of the EC “Two new committees on securities”, p.1
32. [Http://eur-op.eu.int/flash/en/nfeu.htm](http://eur-op.eu.int/flash/en/nfeu.htm): “Current EU topics and new publications”, Office for Official Publications of the EC, p.2
33. [Http://excite.lawoffice.com/guide94590282.htm](http://excite.lawoffice.com/guide94590282.htm): Legal Guide: Securities Law “Securities Fraud & Insider Trading”, p.2
34. [Http://www.gcwf.com/articles/sec_sum00_2.html](http://www.gcwf.com/articles/sec_sum00_2.html): Corporate Policies On Compliance With Insider Trading Law And New Sec Rules 10B5-1 And 10B5-2 by Shirli Fabbri and Susan D. Resley, Gray Cary Ware & Freidenrich LLP, August 2000, p.17
35. http://www.investorama.com/askinvestorama/articles/stocks/ask_stocks_insider_trading: “What is insider trading? I thought that was illegal”, 28/04/2001, p.2
36. http://www.lawdepartment.net/scripts/article.asp?Article_ID=14432: Insider Trading, Paris Court of Appeal, 26th October 1999, Bulletin Joly Bourse, March-April 2000, p.153, Jacques Buhart-Olivier Mingasson, p.1.
37. [Http://www.lawdepartment.net/scripts/article.asp?Article_ID=13008&plcfilter=&ViewType=Prin](http://www.lawdepartment.net/scripts/article.asp?Article_ID=13008&plcfilter=&ViewType=Prin): “reports: Law regulation of public takeovers: France”
38. [Http://www.moneypages.com/syndicate/stocks/sec/li043.html](http://www.moneypages.com/syndicate/stocks/sec/li043.html): Inside Trading, p.2
39. [Http://www.moneypages.com/syndicate/stocks/sec/li043.html](http://www.moneypages.com/syndicate/stocks/sec/li043.html): The Syndicate “Insider Trading”, p.2
40. <http://partners.thomsoninvest.net/brokerage/html/whatis.htm>: What is Insider Trading?, Thomson Financial, Copyright 2001, p.1
41. [Http://www.reinhartlaw.com/Articles/Securities/rule16a.htm](http://www.reinhartlaw.com/Articles/Securities/rule16a.htm): Insider Trading Reports Under Rule 16a “Recent Changes to Insider Trading Reports Under Rule 16a”, p.3
42. [Http://www.reinhartlaw.com/Articles/Securities/rule16a.htm](http://www.reinhartlaw.com/Articles/Securities/rule16a.htm): “Insider Trading Reports Under Rule 16a”, p.3.

43. [Http://www.sec.gov/answers/insider.htm](http://www.sec.gov/answers/insider.htm): U.S. Securities and Exchange Commission “Insider Trading”, 19/04/2001, p.2
44. [Http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm](http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm): U.S. Securities and Exchange Commission, Speech by SEC Staff: Insider Trading- A U.S. Perspective (Thomas C. Newkirk, Melissa A. Robertson), 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England- September 19,1998, p.20.
45. <http://www.upenn.edu/almanac/v44/n17/traderisk.html>: “Are you at Risk for Insider Trading Liability?”- Almanac, Vol. 44, No. 17, 01/13/98, p.2
46. [Http://www.usatoday.com/news/court/nscot638.htm](http://www.usatoday.com/news/court/nscot638.htm): Supreme Court “Court allows broader meaning of insider trading”, 25/06/1997, Associated Press, 1997, p. 2

ΠΑΡΑΡΤΗΜΙΑ

1. Η τροποποιημένη πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών
2. Η οδηγία του Συμβουλίου της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989 (89/592/ΕΟΚ) για τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών
3. Η υπόθεση C-28/99 του ΔΕΚ
4. Το ΠΔ 53/92 για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, το οποίο ενσωματώνει την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ στην ελληνική έννομη τάξη
5. Σχέδιο της πρότασης της Επιτροπής για οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά)

