



Π.Μ.Σ. ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ



Η εξέλιξη του δικαίου της κατάχρησης αγοράς και ειδικότερα της χειραγώγησης της αγοράς στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Διπλωματική Εργασία

Εισηγήτρια

Θεοδώρα Βαφειάδου

Επιβλέπων Καθηγητής

κ. Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2012

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
Κεφάλαιο I. Το πλαίσιο αναφοράς για την κατάχρηση αγοράς (market abuse) και ειδικότερα τη χειραγώγηση αγοράς (market manipulation)	11
A. Οι δικαιολογητικές βάσεις της ρυθμιστικής παρέμβασης στην περίπτωση της χειραγώγησης της αγοράς.....	11
B. Συστατικά στοιχεία της κατάχρησης της αγοράς.....	13
1. Εννοιολογικός προσδιορισμός της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading).....	14
1.1. Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας.....	14
1.2. Η έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών.....	16
2. Εννοιολογικός προσδιορισμός της χειραγώγησης της αγοράς (market manipulation).....	18
2.1. Η έννοια της χειραγώγησης αγοράς σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK.....	20
2.2. Διευκρίνιση της έννοιας της χειραγώγησης αγοράς από την Οδηγία 2003/124/EK.....	22
Κεφάλαιο II. Το ισχύον ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση αγοράς	25
A. Η πορεία προς τη δημιουργία ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για τη χειραγώγηση αγοράς.....	25
B. Η υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/EK στο πλαίσιο του επιπέδου 1 της διαδικασίας Lamfalussy.....	28
1. Το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK.....	29
2. Η ρητή απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς, όπως συμπληρώνεται από τα μέτρα που ελήφθησαν στο πλαίσιο του επιπέδου 2 και 3 της διαδικασίας Lamfalussy.....	29
3. Αμάχητα τεκμήρια νομιμότητας (safe harbours) για συναλλαγές και πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς.....	33
3.1. Τα προγράμματα επαναγοράς και οι πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.....	33
3.2. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής.....	36
3.3. Οι αποδεκτές πρακτικές της αγοράς (Accepted Market Practices)....	36
Γ. Προληπτικά μέτρα για τη χειραγώγηση της αγοράς.....	39
1. Η ανακοίνωση σχετικών υπονοιών περί χειραγώγησης της αγοράς.....	40
2. Η θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων.....	42
2.1. Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK.....	42
2.2. Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/125/EK, εκτελεστικό μέτρο για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK.....	43
Δ. Μέτρα καταστολής της χειραγώγησης της αγοράς.....	46
E. Ελλείψεις και αδυναμίες του ισχύοντος ενωσιακού ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς.....	47

1. Ελλείψεις στη ρύθμιση των νέων αγορών, πλατφορμών και εξωχρηματιστηριακών μέσων (OTC).....	48
2. Ελλείψεις στη ρύθμιση των βασικών εμπορευμάτων και των αγορών παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων.....	49
3. Έλλειψη πληροφοριών και εξουσιών από την πλευρά των ρυθμιστικών αρχών.....	49
4. Έλλειψη νομικής σαφήνειας και νομικής ασφάλειας.....	51
5. Δυσανάλογη διοικητική επιβάρυνση για τους εκδότες, ιδίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.....	52

Κεφάλαιο III. Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη διαμόρφωση νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς.....

A. Η Πρόταση Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.....	54
1. Το πλαίσιο της πρότασης για Κανονισμό.....	54
2. Οι επιδιωκόμενοι στόχοι.....	55
2.1. Προσαρμογή στις εξελίξεις της αγοράς.....	55
2.2. Ενίσχυση των εξουσιών των ρυθμιστικών αρχών για διερεύνηση και επιβολή κυρώσεων.....	56
2.3. Μείωση των διοικητικών επιβαρύνσεων για εκδότες μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων.....	57
3. Η νομική βάση της πρότασης για Κανονισμό.....	57
4. Οι προτεινόμενες νέες ρυθμίσεις για τη χειραγώγηση της αγοράς.....	58
4.1. Επέκταση του πεδίου εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς.....	58
4.1.1. Ρύθμιση νέων αγορών, μηχανισμών διαπραγμάτευσης και εξωχρηματιστηριακών χρηματοπιστωτικών μέσων.....	58
4.1.2. Ρύθμιση των παραγώγων μέσων επί εμπορευμάτων και των σχετικών συμβολαίων άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων.....	59
4.2. Διεύρυνση της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς.....	60
4.3. Ρητή απαγόρευση της απαγόρευσης της χειραγώγησης αγοράς.....	61
4.4. Ισότιμοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των χώρων και μηχανισμών διαπραγμάτευσης αναφορικά με την πρόληψη και τον εντοπισμό της χειραγώγησης αγοράς.....	61
4.5. Ενίσχυση των εξουσιών των αρμοδίων αρχών.....	62
4.6. Νέες ρυθμίσεις για τα διοικητικά μέτρα, τις κυρώσεις και τα πρόστιμα.....	62
4.7. Μέτρα προστασίας των πληροφοριοδοτών.....	63
B. Η πρόταση Οδηγίας για την επιβολή κυρώσεων σε συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και σε πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.....	64
1. Το πλαίσιο της πρότασης για Οδηγία.....	65
2. Η νομική βάση της πρότασης για Οδηγία.....	67
3. Οι βασικές ρυθμίσεις της πρότασης για Οδηγία.....	67
3.1. Ορισμός του ποινικού αδικήματος της χειραγώγησης αγοράς σε ενωσιακό επίπεδο.....	68
3.2. Ρύθμιση για την υποκίνηση και συνέργεια στη διάπραξη πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς και την απόπειρα χειραγώγησης.....	

αγοράς.....	69
3.3. Επέκταση της ποινικής ευθύνης σε νομικά πρόσωπα.....	69
Γ. Οι πρόσφατες τροποποιήσεις του προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου.....	70
1. Το πλαίσιο αναφοράς	70
2. Το περιεχόμενο των τροποποιήσεων.....	72
2.1. Τροποποίηση του πεδίου εφαρμογής της πρότασης για Κανονισμό.....	73
2.2. Τροποποίηση των ορισμών στις προτάσεις για Κανονισμό και Οδηγία.....	73
2.3. Τροποποίηση του ορισμού της χειραγώγησης της αγοράς στις προτάσεις για Κανονισμό και Οδηγία.....	73
2.4. Τροποποίηση των αιτιολογικών σκέψεων της πρότασης για Κανονισμό.....	74
2.5. Τροποποίηση του ορισμού του ποινικού αδικήματος της ηθικής αυτουργίας, συνεργείας και απόπειρας διενέργειας χειραγώγησης αγοράς στην πρόταση για Οδηγία.....	74
Κεφάλαιο VI. Κριτική αξιολόγηση του προτεινόμενου νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς.....	75
A. Οι γνωμοδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας επί του αρχικά προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου.....	75
1. Η γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής.....	75
2. Η γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	78
B. Συμπερασματικές σκέψεις.....	79
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	81

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια προσπάθεια ερμηνευτικής προσέγγισης της εξέλιξης του δικαίου της κατάχρησης αγοράς, όπως αυτή ειδικότερα εμφανίζεται με την μορφή της χειραγώγησης, στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Δε διεκδικεί την πρωτοτυπία και την επιστημονική εμβρίθεια μιας διδακτορικής διατριβής στο συγκεκριμένο αντικείμενο, ωστόσο θεωρώ ότι αποτελεί μια εμπειριστατωμένη εργασία, που έχει ως στόχο να συγκροτήσει όλο το νομοθετικό υλικό, να παρουσιάσει τη μεθοδολογία της σκέψης του ενωσιακού νομοθέτη κατά τη διάρκεια των ετών και μέχρι σήμερα και να μελετήσει με κριτικό πνεύμα το κατά πόσο έχουν θωρακιστεί οι ευρωπαϊκές αγορές από την σχετική ενωσιακή νομοθεσία έναντι πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς.

Αποτέλεσε πρόκληση η ενασχόληση και περαιτέρω διερεύνηση της εξέλιξης του ενωσιακού δικαίου της χειραγώγησης αγοράς, λαμβανομένου υπόψιν του γεγονότος ότι μέχρι την υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ η χειραγώγηση της αγοράς δεν είχε νομοθετικά ορισθεί σε ενωσιακό επίπεδο και ειδικότερα, δεν υπήρχαν αναλυτικές διατάξεις που να ορίζουν ρητώς τι θεωρείται χειραγώγηση αγοράς και να απαγορεύουν ρητώς τέτοιες πρακτικές. Οι πρόσφατα δε αποκαλυφθείσες πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς, ενδεικτικά αναφερομένης της χειραγώγησης των διατραπεζικών επιτοκίων από μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, αναδεικνύουν τον ιδιαίτερα επίκαιρο χαρακτήρα του συγκεκριμένου αντικειμένου και δικαιολογούν την ιδιαίτερη κινητικότητα που παρατηρείται στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Από αυτό το σημείο επιθυμία μου είναι να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στην κ. Χριστίνα Λιβαδά, Λέκτορα του τμήματος Νομικής του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, της οποίας η συμβολή στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας μου υπήρξε καθοριστικής σημασίας. Ιδιαίτερος δε τα εύσημα πρέπει να αποδοθούν στον επιβλέποντα την παρούσα εργασία μου Αναπληρωτή Καθηγητή του Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου του Παντείου Πανεπιστημίου Αθηνών, κ. Χρήστου Γκόρτσου, ο οποίος με τον μεστό τρόπο διδασκαλίας του με εισήγαγε στα μονοπάτια του Ευρωπαϊκού Δικαίου Κεφαλαιαγοράς.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ακρογωνιαίος λίθος της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς αποτελεί η ελεύθερη κυκλοφορία των υπηρεσιών και των κεφαλαίων, ως προβλέπεται ρητώς και στη ΣυνθΛΕΕ¹. Η εμπέδωση δε της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς απαιτεί την ύπαρξη αγορών και συγκεκριμένα αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών, οι οποίες να λειτουργούν κατά τρόπο που να προάγει την οικονομική ανάπτυξη των κρατών μελών². Προκειμένου όμως οι αγορές αυτές να προσελκύουν περισσότερους επενδυτές και κεφάλαια, καθίσταται επιβεβλημένο να είναι οικονομικά αποδοτικές. Η αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των αγορών αυτών βασίζονται κυρίως στη διαφάνεια και τη συμμετρία στην πληροφόρηση, κυρίως δε στην πληροφόρηση επί της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία όμως δεν είναι ούτε ίδια ούτε σύμμετρη για όλους τους επενδυτές³. Προκειμένου να αντιληφθούμε πλήρως τη σύνδεση της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών αυτών με την συμμετρία στην πληροφόρηση επί της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων, κρίνεται σκόπιμο να αναλυθεί συνοπτικά ο τρόπος λειτουργίας των εν λόγω αγορών.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές και ειδικότερα οι αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, λειτουργούν ως μηχανισμοί για τη διευκόλυνση της διοχέτευσης επενδυτικών κεφαλαίων από τους θετικούς αποταμιευτές προς τους αρνητικούς αποταμιευτές⁴. Τούτο λαμβάνει χώρα κυρίως μέσω της πρωτογενούς αγοράς διά της εκδόσεως νέων χρεωστικών τίτλων ή μετοχών, ενώ η διαπραγμάτευση μέσω της δευτερογενούς αγοράς των παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων διαδραματίζει συμπληρωματικό ρόλο⁵. Εντούτοις, η ορθή λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς είναι εκείνη που επιτρέπει στους επενδυτές να πωλήσουν τις συμμετοχές τους, εφόσον το επιθυμούν. Για το λόγο αυτό, η διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας της πρωτογενούς αγοράς συνιστά μία από τις πλέον σημαντικές λειτουργίες που επιτελεί η δευτερογενής αγορά. Οι δευτερογενείς αγορές επιτελούν τη λειτουργία τους αυτή, *inter alia*, μέσω της συγκέντρωσης πληροφοριών όσον αφορά το εκφραζόμενο για πώληση και αγορά ενδιαφέρον. Συνεπώς, λόγω της συνεχούς και αδιάλειπτης αλληλεπίδρασης της προσφοράς και της ζήτησης, οι αγοραίες τιμές θεωρούνται ως επί το πλείστον ως ο καλύτερος δείκτης για την τρέχουσα αξία ενός περιουσιακού στοιχείου. Ειδικά στην περίπτωση των κινητών αξιών, οι τιμές διαπραγμάτευσης υποδεικνύουν την προεξοφλημένη παρούσα αξία που η αγορά θέτει για τα μελλοντικά κέρδη του εκδότη (των κινητών αξιών). Τούτο έχει ως αποτέλεσμα οι αγοραίες τιμές να επηρεάζουν τον ιδιωτικό και δημόσιο οικονομικό σχεδιασμό και την αντίστοιχη

¹ Σύμφωνα με το άρθρο 26 της ΣυνθΛΕΕ ορίζεται ότι «*Η εσωτερική αγορά περιλαμβάνει χώρο χωρίς εσωτερικά σύνορα μέσα στον οποίο εξασφαλίζεται η ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων σύμφωνα με τις διατάξεις των Συνθηκών*».

² Ως προβλέπεται ρητώς και στο Προοίμιο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και δη στη σκέψη 1 αυτού, η δημιουργία μιας γνήσιας ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι ουσιώδης για την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία απασχόλησης στην Κοινότητα.

³ Γ. *Μιχαλόπουλο*, Η πληροφόρηση των επενδυτών, σε 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών με θέμα: «Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά-Η προοστασία του επενδυτή», 2002, σελ. 251.

⁴ Βλ. σχετικά, *Emilios E. Avgouleas*, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and economic analysis*, Oxford University Press, 2005, σελ. 211.

⁵ *Ibid.*

κατανομή των πόρων⁶. Παρόλ' αυτά, οι αγορές χρηματοπιστωτικών μέσωσ κατανέμουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια μόνο εάν οι πληροφορίες αντανακλώνται στις αγοραίες τιμές με ταχύ ρυθμό και κατά τρόπο ακριβή. Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι η προστασία των επενδυτών δύναται να επιτευχθεί μέσω της δημοσιοποίησης των πληροφοριών και της ενσωμάτωσης των τελευταίων στη διαμόρφωση της αγοραίας τιμής⁷.

Η κατάχρηση αγοράς, όπως αυτή εμφανίζεται με τη μορφή της χειραγώγησης της αγοράς, τροφοδοτεί την αγορά με παραπλανητικές πληροφορίες και ταυτόχρονα στρεβλώνει την ποιότητα της πληροφόρησης, η οποία αντανακλάται τόσο στις αγοραίες τιμές όσο και στο μέγεθος της προσφοράς και ζήτησης μιας συγκεκριμένης κινητής αξίας ή άλλου χρηματοπιστωτικού μέσου, επηρεάζοντας δυσμενώς τους μηχανισμούς διαμόρφωσης της τιμής. Οι επενδυτές αντλούν τέτοιες πληροφορίες (οι λεγόμενοι παίκτες της αγοράς) μέσω της τεχνικής «διαπραγμάτευση/αποκωδικοποίηση τιμής»⁸. Εύλογο είναι οι αποφάσεις, που λαμβάνουν οι επενδυτές, να επηρεάζονται από τέτοιες πληροφορίες. Μάλιστα, οι χρηματιστές προσαρμόζουν -ανάλογα με την ένταση και την ποιότητα της «ένδειξης», όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται από πολλούς⁹, και το βαθμό πρόσβασης που έχουν σε καλύτερες πηγές πληροφόρησης- τις εκτιμήσεις τους για την αξία του σχετικού περιουσιακού στοιχείου και τις προβλέψεις τους για τις μελλοντικές διακυμάνσεις της τιμής.

Στην έννοια της κατάχρησης της αγοράς εμπίπτουν η κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας και η χειραγώγηση της αγοράς. Αντικείμενο της παρούσης μελέτης είναι η κατάχρηση αγοράς που διενεργείται μέσω της χειραγώγησης. Τα δύο πιο σημαντικά αποτελέσματα της χειραγώγησης της αγοράς είναι η στρέβλωση της πληροφόρησης της αγοράς και η αναποτελεσματική τιμολόγηση, αμφότερα τα οποία οδηγούν σε ανακριβείς υπολογισμούς ως προς την μελλοντική κερδοφορία, με αποτέλεσμα να διοχετεύονται οι χρηματικοί πόροι σε περιουσιακά στοιχεία ή σε εισηγμένες εταιρίες που έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από ό,τι άλλες εναλλακτικές επιλογές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η χειραγώγηση της αγοράς να επηρεάζει κατά τρόπο δυσμενή την αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων και άλλων πόρων. Η μη ορθή κατανομή των πόρων έχει επιβλαβείς συνέπειες σε ολόκληρη την οικονομία εν γένει, το οποίο καταμαρτυρείται από τα μεγάλης κλίμακας εταιρικά σκάνδαλα που έχουν προκληθεί, ενδεικτικά αναφέρεται η περίπτωση των εταιριών Enron και Worldcom¹⁰, Tyco και Parmalat, όπως επίσης

⁶ Ibid, σελ. 212.

⁷ Β. Χριστιανό, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο: από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς, σε 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων με θέμα: «Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά-Η προστασία του επενδυτή», 2002, σελ. 279.

⁸ Πρόκειται για τη διαδικασία μέσω της οποίας οι επενδυτές μαθαίνουν νέες πληροφορίες σχετικά με το μέγεθος των συναλλαγών και των διακυμάνσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων που ευρίσκονται υπό διαπραγμάτευση. Ίδετε σχετικά, οπ.π., *Emilios E. Avgouleas (2005)*, σελ. 22 επ.

⁹ Ίδετε σχετικά, *ibid*, σελ. 212.

¹⁰ Στην εν λόγω υπόθεση, οι εταιρίες Enron και Worldcom εκμεταλλεύτηκαν την τότε υφιστάμενη επενδυτική ευφορία και μέσω εκτεταμένης χειραγώγησης της μετοχής τους, οδήγησαν την τιμή των μετοχών τους σε «ιλιγγιώδη ύψη» χρησιμοποιώντας τόσο νόμιμα όσο και παράνομα μέσα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στην περίπτωση της Worldcom, μεταξύ των νόμιμων μέσων που χρησιμοποίησε ήταν οι συνεχείς εξαγορές, ενώ μεταξύ των παράνομων μέσων που χρησιμοποίησε ήταν η διαρκής αναφορά ανακριβών στοιχείων και

και η πρόσφατα αποκαλυφθείσα χειραγώγηση των διαπραβεζικών επιτοκίων από τους ισχυρότερους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Δύο πολύ σημαντικά ερωτήματα τίθενται: 1) Πώς η αποτυχία των συστημάτων ελέγχου συνέβαλε στη διενέργεια καταχρηστικών πρακτικών και δη στη διενέργεια χειραγώγησης της αγοράς; 2) Ποιός ήταν ο αντίκτυπος των καταχρηστικών αυτών πρακτικών στη «φούσκα» που δημιουργήθηκε την ίδια περίπου χρονική περίοδο στη χρηματιστηριακή αγορά όσον αφορά στην περίπτωση των ως άνω αναφερομένων εταιρικών σκανδάλων;¹¹

Λόγω των κρίσεων και των σκανδάλων που προκλήθηκαν από πράξεις που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις κεφαλαιαγορές, αναπτύχθηκε σε ευρωπαϊκό επίπεδο ένα ιδιαίτερο νομικό πλαίσιο προστασίας της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς στοχεύοντας στη διασφάλιση της ακεραιότητας των κεφαλαιαγορών, στην εφαρμογή κοινών κανόνων και ρυθμίσεων για την καταπόλεψη καταχρηστικών πρακτικών στις αγορές και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις αγορές αυτές.

Λαμβανομένων υπόψιν όλων των ανωτέρω αναφερομένων, καθίσταται καταφανές το ιδιαίτερο ενδιαφέρον που παρουσιάζει η χειραγώγηση της αγοράς και ειδικότερα η εξέλιξη του δικαίου αυτής σε σχέση με την ακεραιότητα, διαφάνεια και αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, αμφότερες οι οποίες συνιστούν απαραίτητες προϋποθέσεις για τη δημιουργία μιας γνήσιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών¹². Τα φαινόμενα της χειραγώγησης της αγοράς θίγουν την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως επίσης και την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις κινητές αξίες και τα παράγωγα μέσα¹³.

Η χειραγώγηση της αγοράς δεν αποτελεί φαινόμενο της σύγχρονης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Ενδεικτικά αναφέρεται η γνωστή περίπτωση Boesky/Levine στις ΗΠΑ, η οποία αποτελεί το μεγαλύτερο μεταπολεμικό σκάνδαλο της Wall Street, στην οποία ο Ivan Boesky κατηγορήθηκε για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών επί τη βάση εμπιστευτικών πληροφοριών και κλήθηκε από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφενός να καταβάλει πρόστιμο 100 εκατ. δολαρίων, αφετέρου να εγκαταλείψει εφ' όρου ζωής την χρηματιστηριακή αγορά. Επιπλέον, το Αυστραλιανό δικαστήριο σε συνεργασία με την Επιτροπή Κινητών Αξιών και Επενδύσεων της Αυστραλίας¹⁴ στις 23.2.2001 επέβαλε για πρώτη φορά ποινικές κυρώσεις για την κατηγορία της χειραγώγησης της αγοράς όσον αφορά την υπόθεση της εισηγμένης στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας εταιρίας εξόρυξης διαμαντιών, Diamond Rose. Εν προκειμένω, οι Messrs Manasseh και Austin, ανάδοχοι της αρχικής δημόσιας εγγραφής των μετοχών της εταιρίας Diamond Rose, καταδικάστηκαν για παραβατική συμπεριφορά, η οποία εντοπίστηκε στη δημιουργία «τεχνητής εμπορευσιμότητας» της μετοχής μέσω προσυνηνομένων συναλλαγών, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την τεχνητή αύξηση της τιμής της μετοχής.

καλά κρυμμένες ζημιογόνες συναλλαγές, διαπραχθείσες με τον πιο ασυνείδητο τρόπο και με σκοπό την εξαπάτηση των επενδυτών.

¹¹ Ibid, σελ. 86.

¹² Ίδετε σχετικά, το Προοίμιο της Οδηγίας 2003/6/EK του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ΕΕ L 96, 12.4.2003, σελ. 16-25.

¹³ Σκέψεις 1 και 2 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK, οπ.π.

¹⁴ Australian Securities and Investments Commission

Αντικείμενο της παρούσης μελέτης είναι να καταδειχθεί η εξέλιξη του δικαίου της χειραγώγησης της αγοράς μέχρι σήμερα στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και συνακόλουθα η ανάγκη που υφίσταται για περαιτέρω ενίσχυση του ήδη υφισταμένου ρυθμιστικού πλαισίου για την χειραγώγηση της αγοράς. Ήδη η πρόσφατη διεθνής οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση¹⁵ ανέδειξε την αναγκαιότητα ορισμένων μεταρρυθμίσεων, που θα διασφαλίσουν σε ό,τι αφορά τις κεφαλαιαγορές, την ενίσχυση της σταθερότητας αυτών, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας τους, όπως επίσης και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών¹⁶. Η αναγκαιότητα αυτή καθίσταται ακόμη πιο επιτακτική υπό τις τρέχουσες κρίσιμες εξελίξεις, λαμβανομένων υπόψιν των πρόσφατων αποκαλύψεων περί χειραγώγησης των διατραπεζικών επιτοκίων. Προς εκπλήρωση των ως άνω στόχων αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο, υπό τη μορφή τόσο νομικών πράξεων που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση όσο και νομικών πράξεων, η αναθεώρηση των οποίων είχε ήδη δρομολογηθεί προ της έναρξης της κρίσης, ωστόσο επηρεάστηκε καταφανώς από αυτήν, καθόσον ελήφθησαν υπόψιν νέες πτυχές -αναδειχθείσες από την κρίση- ως προς τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών¹⁷.

Στο πλαίσιο της παρούσης μελέτης, καταδεικνύεται αρχικά το πλαίσιο αναφοράς για την κατάχρηση τη αγοράς και ειδικότερα τη χειράγωση της αγοράς (**Κεφάλαιο Ι**). Ειδικότερα, καταγράφονται οι δικαιολογητικές βάσεις της ρυθμιστικής παρέμβασης στον τομέα αυτό (**A**) και προσδιορίζεται η έννοια της κατάχρησης αγοράς, συστατικά στοιχεία της οποίας είναι η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και η χειραγώγηση της αγοράς (**B**). Εν συνεχεία, αναλύεται το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς στο πλαίσιο της Ε.Ε. (**Κεφάλαιο ΙΙ**). Αρχικά, γίνεται συνοπτική αναφορά στην πορεία προς τη δημιουργία ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για τη χειραγώγηση αγοράς (**A**). Στη συνέχεια, καταδεικνύεται το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο σε ενωσιακό επίπεδο, το οποίο διαμορφώθηκε ακολουθώντας τη διαδικασία Lamfalussy (**B**). Καταδεικνύονται επίσης τα υφιστάμενα προληπτικά μέτρα για τη χειραγώγηση της αγοράς (**Γ**), όπως επίσης και τα ισχύοντα μέτρα καταστολής της χειραγώγησης (**Δ**). Γίνεται επιπλέον κριτική του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου, επισημαίνοντας τις ελλείψεις και αδυναμίες αυτού και υπογραμμίζοντας την ανάγκη επικαιροποίησης και ενίσχυσής του (**Ε**). Ακολούθως, αναλύεται το προτεινόμενο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο (**Κεφάλαιο ΙΙΙ**), σύμφωνα με το οποίο προτείνεται πλέον -προς αντικατάσταση της βασικής νομικής πράξης- ένας κανονισμός για τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και τη χειραγώγηση της αγοράς (**A**), καθώς και μια νέα οδηγία σχετικά με την επιβολή κυρώσεων σε συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και σε πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (**B**).

¹⁵ Σημειώνεται ότι η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ξεκίνησε ήδη τον Αύγουστο του 2007, κορυφώθηκε ωστόσο το Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Ίδτε, ενδεικτικά, *Emilios E. Avgouleas*, The global financial crisis, behavioural finance and financial regulation: in search of a new orthodoxy, *Journal of Corporate Law Studies*, 9:1, p. 23-59, April 2009.

¹⁶ Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010): *Regulating financial services for sustainable growth*, Communication, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf.

¹⁷ Ίδτε, ενδεικτικά, *Χρ. Βλ. Γκόρτσο*, Το μέτρο της αναγκαίας προσαρμογής του δημοσίου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, *ΧρηΔικ*, 2/2009, σελ. 215 επ.

Επισημαίνονται δε στο πλαίσιο του τρίτου κεφαλαίου οι πρόσφατες τροποποιήσεις που προτάθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο προτεινόμενο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο, επ' αφορμή του σκανδάλου που προέκυψε με το Διατραπεζικό Επιτόκιο Λονδίνου¹⁸ (εφεξής LIBOR). Τέλος, διενεργείται κριτική αξιολόγηση του προτεινόμενου νέου ρυθμιστικού πλαισίου σε ενωσιακό επίπεδο (**Κεφάλαιο IV**), όπου αναλύονται οι γνωμοδοτήσεις που έχουν διατυπωθεί από την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κέντρική Τράπεζα (**A**) και τίθενται οι συμπερασματικές σκέψεις (**B**).

¹⁸ Πρόκειται για το λεγόμενο LIBOR (London Interbank Offered Rate).

Κεφάλαιο I

Το πλαίσιο αναφοράς για την κατάχρηση αγοράς (market abuse) και ειδικότερα τη χειραγώγηση αγοράς (market manipulation)

Προκειμένου να γίνει πλήρως κατανοητό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τη χειραγώγηση της αγοράς, θα πρέπει πρωταρχικά να γίνει αναφορά στις δικαιολογητικές βάσεις που διέπουν τη ρυθμιστική παρέμβαση στο εν λόγω πεδίο (1) και εν συνεχεία, να προσεγγιστεί όσο το δυνατόν καλύτερα και πληρέστερα η έννοια της κατάχρησης της αγοράς και ειδικότερα της χειραγώγησης της αγοράς, που αποτελεί άλλωστε και αντικείμενο της παρούσης μελέτης (2).

A. Οι δικαιολογητικές βάσεις της ρυθμιστικής παρέμβασης στην περίπτωση της χειραγώγησης της αγοράς

Οι δικαιολογητικές βάσεις της ρυθμιστικής παρέμβασης στην περίπτωση της κατάχρησης αγοράς, όπως αυτή εμφανίζεται με τη μορφή της χειραγώγησης δεν είναι δυνατόν να γίνουν κατανοητές, εάν δεν προηγηθεί μια συνοπτική αναφορά στα αιτήματα ρυθμιστικής παρέμβασης, που πρέπει να ικανοποιηθούν στον τομέα της κεφαλαιαγοράς εν γένει.

Το πρώτο αίτημα της ρυθμιστικής παρέμβασης στον τομέα της κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της σταθερότητας αυτής, προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος επέλευσης συστημικού κινδύνου. Το αίτημα αυτό συνίσταται στη διασφάλιση της σταθερότητας της κεφαλαιαγοράς, η οποία δύναται να διαταραχθεί σε περίπτωση που περιέλθει μια επιχείρηση επενδύσεων σε κατάσταση αφερεγγυότητας με ενδεχομένως αλυσιδωτές αντιδράσεις και σε άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις. Η δικαιολογητική αυτή βάση ικανοποιείται μέσω της καθιέρωσης κανόνων¹⁹, οι οποίοι εφαρμόζονται σε επιχειρήσεις επενδύσεων και αφορούν αφενός τους όρους αδειοδότησης αυτών και όρους άσκησης λειτουργίας από μέρους τους, αφετέρου την προληπτική εποπτεία και την εταιρική διακυβέρνηση αυτών, συμπεριλαμβανομένων και των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου²⁰.

Το δεύτερο αίτημα της ρυθμιστικής παρέμβασης στον τομέα της κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών, καθώς και της ακεραιότητας, αποτελεσματικότητας και διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς, το οποίο βρίσκει εφαρμογή στην περίπτωση της χειραγώγησης της αγοράς. Όπως καθίσταται εμφανές, το εν λόγω αίτημα έχει δύο επιμέρους δικαιολογητικές βάσεις, οι οποίες όμως είναι αυτοτελείς, αλλά ταυτόχρονα συνδέονται στενά μεταξύ τους. Ειδικότερα, η πρώτη δικαιολογητική βάση αφορά τη διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών²¹, οι οποίοι επιθυμούν να πραγματοποιήσουν ή πραγματοποιούν

¹⁹ Σημειώνεται ότι η καθιέρωση των κανόνων αυτών γίνεται στη βάση των αρχών της ελάχιστης και μερικής εναρμόνισης. Ίδετε, *Χρ. Βλ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδά, Στοιχεία Ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς*, Φεβρουάριος 2009, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 38.

²⁰ *Χρ. Βλ. Γκόρτσος*, Εισαγωγή στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σε «Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς», Ελληνική Εταιρία Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ. 50.

²¹ Ο επενδυτής είναι το πρόσωπο που με την μεσολάβηση της κεφαλαιαγοράς χρηματοδοτεί (από τις αποταμιεύσεις του ή από οπουδήποτε αλλού) ελλειμματικές επιχειρήσεις, συμμετέχοντας έτσι άμεσα ή έμμεσα σε αυτές, με σκοπό το κέρδος που συνίσταται είτε στη λήψη ορισμένου εισοδήματος, είτε στην κάρπωση της τυχόν υπεραξίας από την πώληση των επενδυτικών μέσων σε τιμή ψηλότερη από την τιμή της αγοράς, ίδετε αναλυτικά,

επενδύσεις σε πρωτογενή ή/και παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία είτε πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά (στην πρωτογενή αγορά), είτε αποτελούν ήδη αντικείμενο διαπραγμάτευσης (στη δευτερογενή αγορά). Η δε δεύτερη δικαιολογητική βάση αφορά τη διασφάλιση της ακεραιότητας, της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς. Το ως άνω αίτημα της ρυθμιστικής παρέμβασης ικανοποιείται μέσω της υιοθέτησης συγκεκριμένων κανόνων²², οι οποίοι αφορούν τους εκδότες κινητών αξιών, τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες, τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (λεγόμενους ΟΣΕΚΑ), όπως επίσης και τη λειτουργία των δευτερογενών ρυθμιζόμενων αγορών²³. Στην τελευταία αυτή κατηγορία εντάσσονται οι κανόνες που υιοθετούνται για την καταπόλεψη, ήτοι την πρόληψη και καταστολή, των πρακτικών που οδηγούν σε στρέβλωση των όρων λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, όπως είναι η χειραγώγηση της αγοράς.

Τέλος, το τρίτο αίτημα ρυθμιστικής παρέμβασης στον τομέα της κεφαλαιαγοράς είναι η αποζημίωση των επενδυτών που συναλλάσσονται με μια επιχείρηση επενδύσεων ή ένα πιστωτικό ίδρυμα που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες υπό ρητά οριζόμενες προϋποθέσεις²⁴. Το ως άνω αίτημα δεν θα μας απασχολήσει στο πλαίσιο της παρούσης εργασίας. Τούτο ικανοποιείται μέσω της θεσμοθέτησης ενός συστήματος, το οποίο έχει επικρατήσει να αποκαλείται «σύστημα αποζημίωσης των επενδυτών».

Εν προκειμένω, στην περίπτωση τόσο της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών όσο και της χειραγώγησης της αγοράς δικαιολογητική βάση (ή άλλως αίτημα) της ρυθμιστικής παρέμβασης αποτελεί η προστασία της ακεραιότητας των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτές, η οποία διασφαλίζεται μέσω της έγκαιρης πρόσβασης των τελευταίων σε κάθε πληροφορία που τους αφορά, καθώς και της αποφυγής τυχόν παραπλάνησής τους ως προς τις τρέχουσες τιμές και συνθήκες που διαμορφώνονται σε αυτές²⁵. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και στο Προοίμιο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ²⁶, «*Η ύπαρξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής αγοράς προϋποθέτει την εξασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς. Η ομαλή λειτουργία των αγορών κινητών αξιών και η διατήρηση της εμπιστοσύνης του κοινού προς αυτές αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για την οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία. Η κατάχρηση αγοράς (στην έννοια της οποίας εμπίπτει και η χειραγώγηση της αγοράς) θίγει την ακεραιότητα των*

Τριανταφυλλάκη Γ., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 4/2008, σελ. 521 επ.

²² Σημειώνεται ότι η καθιέρωση των κανόνων αυτών γίνεται στη βάση της αρχής της ελάχιστης εναρμόνισης. Ίδετε, *Χρ. Βλ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδά, Στοιχεία Ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς*, Φεβρουάριος 2009, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 40.

²³ *Ibid*, σελ. 54.

²⁴ Οι προϋποθέσεις αυτές πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά και συνοπτικά είναι: α) οι εποπτικές ή δικαστικές αρχές να λαμβάνουν απόφαση αναστολής της λειτουργίας του φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, κατά κανόνα λόγω περιέλευσης αυτού σε κατάσταση αφερεγγυότητας, και β) ο φορέας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών να ευρίσκεται σε αδυναμία να επιστρέψει στους επενδυτές κεφάλαια ή χρηματοπιστωτικά μέσα που τους ανήκουν.

²⁵ *Χρ. Λιβαδά*, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση αγοράς, *ΧρηΔικ* 2/2007, σελ. 206-207.

²⁶ *οπ.π.*, Σκέψη 2 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

χρηματοπιστωτικών αγορών και την εμπιστοσύνη του κοινού στις κινητές αξίες και τα παράγωγα». Το αυτό επιβεβαιώνεται και στη σκέψη 12 του Προοιμίου της ίδιας Οδηγίας²⁷. Τέλος, στην εισηγητική έκθεση της Οδηγίας αυτής²⁸ αναφέρεται ότι η χειραγώγηση της αγοράς εμποδίζει τη δημιουργία συνθηκών πλήρους διαφάνειας στην αγορά, η οποία αποτελεί *conditio sine qua non* για τις συναλλαγές όλων των οικονομικών φορέων, που δραστηριοποιούνται σε ενοποιημένες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Εξ όλων των ανωτέρω αναφερομένων, καθίσταται καταφανές ότι είναι επιβεβλημένη η επιβολή ομοιόμορφων κανόνων σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την καταπολέμηση καταχρηστικών πρακτικών και ειδικότερα πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, προς διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και της προστασίας των επενδυτών. Τούτο αποτελεί ζήτημα άμεσης προτεραιότητας και καίριας σημασίας για όλους τους συμμετέχοντες στις αγορές.

B. Συστατικά στοιχεία της κατάχρησης της αγοράς

Η κατάχρηση αγοράς εμφανίζεται στις δύο βασικές της μορφές, ήτοι στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και στη χειραγώγηση των χρηματοπιστωτικών αγορών²⁹. Ως ανωτέρω καταδείχθηκε, η κατάχρηση αγοράς επηρεάζει κατά αρνητικό τρόπο την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως επίσης και την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις συναλλαγές σε κινητές αξίες και σε παράγωγα προϊόντα. Πέραν τούτου, αποθαρρύνει τους νέους επενδυτές, αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης των εταιριών και δύναται να έχει σοβαρές αρνητικές συνέπειες στην εν γένει οικονομική ανάπτυξη. Ωστόσο, δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί ποσοτικά το μέγεθος όχι μόνο της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, αλλά και των περιπτώσεων χειραγώγησης της αγοράς. Εκτιμάται δε ότι «ο αριθμός των περιπτώσεων τέτοιων συμπεριφορών είναι πολύ μεγαλύτερος από τις εκδοθείσες ποινικές αποφάσεις»³⁰.

Συνεπώς, στην έννοια της κατάχρησης αγοράς εμπίπτουν η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και η χειραγώγηση της αγοράς. Οι πράξεις που υπάγονται τόσο στην πρώτη όσο και στην δεύτερη ως άνω κατηγορία είναι απαγορευμένες. Για την πληρότητα της παρούσης μελέτης και προκειμένου να γίνει κατανοητό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τη χειραγώγηση της αγοράς, αναλύεται κατωτέρω σε τί συνίσταται αφενός η έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών (1), αφετέρου η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς (2), αμφότερες οι οποίες εμπίπτουν στην έννοια της κατάχρησης αγοράς.

²⁷ Σύμφωνα με τη σκέψη 12 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK «Ο στόχος [...]της νομοθεσίας κατά της χειραγώγησης της αγοράς: η ακεραιότητα των κοινοτικών χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές αυτές.», οπ.π.

²⁸ οπ.π., Σκέψη 15 της Εισηγητικής Έκθεσης της Οδηγίας 2003/6/EK.

²⁹ Το αυτό αναφέρεται και στο Προοίμιο της Οδηγίας 2003/6/EK για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές χρηματιστηριακές πληροφορίες και για τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ίδετε σχετικά Σκέψη 12, οπ.π.

³⁰ *Βασιλική Παπαοικονόμου*, Προς ένα Ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο ενάντια στην κατάχρηση αγοράς», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ.40.

1. Εννοιολογικός προσδιορισμός της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading)

Προκειμένου να καταστεί αντιληπτή η έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών και συνακόλουθα της απαγόρευσης τέτοιων πράξεων, θα πρέπει προηγουμένως να προσεγγιστεί εννοιολογικά ο όρος «εμπιστευτική πληροφορία».

1.1. Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας

Ο ορισμός που δίδεται στην έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας, σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/ΕΚ³¹, είναι πιο περίπλοκος³² από τον αντίστοιχο που διδόταν στην καταργηθείσα Οδηγία 89/592/ΕΚ της 13.11.1989 σχετικά με το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών³³. Υπό αυτό το πρίσμα, στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ δίδεται ένας γενικός ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας και δύο ειδικοί (συμπληρωματικοί) ορισμοί³⁴. Συγκεκριμένα, εμπιστευτική πληροφορία σε όλες τις αγορές, πλην αυτών όπου τα παράγωγα μέσα εμπορευμάτων³⁵ είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, είναι αυτή που α) όντας **συγκεκριμένη**, ήτοι αφορά γεγονός ή κατάσταση που υφίσταται ή ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει και επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων³⁶, β) **δεν έχει δημοσιοποιηθεί**, γ) **αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα**, και δ) η οποία, **εάν γινόταν γνωστή σε έναν ορθολογικό³⁷ επενδυτή, ενδέχεται αυτός να τη ελάμβανε υπόψιν κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων³⁸**. Ο γενικός αυτός ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας φαίνεται να μπορεί να εφαρμοστεί σε όλα τα πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και σε σχέση με όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι δύο ειδικοί (συμπληρωματικοί) ορισμοί της εμπιστευτικής πληροφορίας αφορούν αντιστοίχως τη διαπραγμάτευση σε παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα³⁹ και τα πρόσωπα «που είναι

³¹ Άρθρο 1 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ

³² *Emilios Avgouleas, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, The Transnational Lawyer, Vol. 18, 2005, p. 203*, διάθεσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.ssrn.com/abstract=1132896>. Σύμφωνα δε με την κ. Μ. Παπαντώνη, ο ορισμός της εμπιστευτικής πληροφορίας που δίδεται στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ «αποτελεί σε γενικές γραμμές επανάληψη της σχετικής έννοιας του άρθρου 1 της καταργηθείσας Οδηγίας (89/592/ΕΟΚ)», όπ.π. σελ. 273.

³³ ΕΕ L 334, σελ. 30-32.

³⁴ όπ.π., Emilios Avgouleas, σελ. 203.

³⁵ Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, ίδετε άρθρο 4 της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ.

³⁶ Άρθρο 1 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ της Επιτροπής της 22.12.2003, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, ΕΕ L 339, 24.12.2003, σελ. 70-72.

³⁷ Σημειώνεται ότι ο όρος «ορθολογικός» επενδυτής αντικαταστάθηκε από τον όρο «συνετός» επενδυτής στο άρθρο 6 παρ. 1 του Ν. 3340/2005, με τον οποίο ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2003/6/ΕΚ.

³⁸ Ίδετε άρθρο 1 παρ. 2 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.

³⁹ Ίδετε άρθρο 1 παρ. 1 εδάφιο 2 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

επιφορτισμένα με την εκτέλεση εντολών»⁴⁰.

Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα, ως «εμπιστευτικές πληροφορίες» νοούνται πληροφορίες, οι οποίες α) έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα, β) δεν έχουν δημοσιοποιηθεί και γ) αφορούν άμεσα ή έμμεσα ένα ή περισσότερα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα, υπό την προϋπόθεση ότι οι συμμετέχοντες των αγορών, στις οποίες γίνεται διαπραγμάτευση αυτών των παραγώγων μέσων, θα αναμενόταν να λάβουν τέτοιες πληροφορίες, σύμφωνα με τις αποδεκτές πρακτικές που ισχύουν στις αγορές αυτές. Το άρθρο 4 της Οδηγίας 2004/72/EK της Επιτροπής⁴¹ διευκρινίζει ότι οι συμμετέχοντες των αγορών, στις οποίες διαπραγματεύονται παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, αναμένουν να λάβουν πληροφορίες που αφορούν, άμεσα ή έμμεσα, ένα ή περισσότερα από αυτά τα παράγωγα μέσα, εφόσον οι πληροφορίες αυτές:

α) τίθενται σε τακτική βάση στη διάθεση των χρηστών των αγορών αυτών, ή

β) πρέπει να γνωστοποιούνται δυνάμει των ισχυουσών νομοθετικών ή κανονιστικών διατάξεων, των κανόνων της αγοράς ή των σχετικών συμβολαίων, ή σύμφωνα με τις συνήθειες της αγοράς του υποκείμενου εμπορεύματος ή της αγοράς των παραγώγων μέσων εμπορευμάτων. Περαιτέρω, εμπιστευτικές πληροφορίες για τα άτομα που είναι επιφορτισμένα με την εκτέλεση εντολών που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα, ήτοι διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, είναι επιπλέον και αυτές που α) διαβιβάζονται από έναν πελάτη, β) σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του, γ) έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα, δ) συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και ε) αν δημοσιοποιούνταν, θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Όπως ανωτέρω εκτέθηκε, ο πρώτος ως άνω συμπληρωματικός ορισμός εφαρμόζεται μόνο σε παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα και συνεπώς, δεν εφαρμόζεται σε άλλες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων. Στο πεδίο εφαρμογής δε του δεύτερου ως άνω συμπληρωματικού ορισμού εμπίπτουν πρόσωπα, που κατέχουν πληροφορίες των πελατών τους σε σχέση με τις εκκρεμείς εντολές αυτών, ήτοι οι λεγόμενοι «brokers».

Εκ μίας προσεκτικής ανάγνωσης των ως άνω ορισμών της εμπιστευτικής πληροφορίας (τόσο του γενικού όσο και των συμπληρωματικών), προκύπτουν ορισμένα συστατικά στοιχεία (της έννοιας της εμπιστευτικής πληροφορίας), τα οποία εμφανίζονται σε όλους. Εμπιστευτική πληροφορία είναι η πληροφορία που: α) δεν έχει δημοσιοποιηθεί, β) είναι συγκεκριμένη, γ) αφορά άμεσα ή έμμεσα σε χρηματοπιστωτικά μέσα (συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων μέσων σε βασικά εμπορεύματα) ή σε εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων (αποκλεισμένων των παραγώγων σε χρηματοπιστωτικά μέσα), όπου ο εκδότης δε θεωρείται ουσιώδους σημασίας⁴².

Η διαφορά μεταξύ της πραγματικής πληροφορίας και της φήμης, της οποίας εν προκειμένω η διάδοση δεν είναι καταδικαστέα, έγκειται στο ότι η πληροφορία είναι συγκεκριμένη, εάν περιλαμβάνει αναφορά σε κατάσταση ή σε ένα γεγονός, τα οποία είτε υφίστανται, είτε ευλόγως μπορεί να αναμένονται ότι θα υπάρξουν και

⁴⁰ Ίδετε άρθρο 1 παρ. 1 εδάφιο 3 της Οδηγίας 2003/6/EK.

⁴¹ ΕΕ L 162, 30.4.2004, σελ. 70-75.

⁴² οπ.π., *Emilios Avgouleas, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, The Transnational Lawyer, 2005, p. 204.*

εφόσον η πληροφορία αυτή είναι αρκούντως συγκεκριμένη, ώστε να επιτρέπει να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πιθανή επίπτωση της κατάστασης αυτής ή του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων⁴³.

Στον ανωτέρω γενικό ορισμό της εμπιστευτικής πληροφορίας και στο δεύτερο ως άνω ειδικό (συμπληρωματικό) ορισμό εμπεριέχεται ένα στοιχείο «επίδρασης των τιμών» (price sensitivity). Συγκεκριμένα, οι σχετικές πληροφορίες πρέπει να επηρεάζουν αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων. Σημειώνεται ότι στον πρώτο ως άνω ειδικό ορισμό της εμπιστευτικής πληροφορίας δεν εμπεριέχεται το κριτήριο της «επίδρασης των τιμών». Το κριτήριο αυτό αντικαθίσταται με «πληροφορίες» που οι συμμετέχοντες των αγορών, στις οποίες γίνεται διαπραγμάτευση παράγωγων μέσων σε βασικά εμπορεύματα, θα αναμενόταν να λάβουν, σύμφωνα με τις «αποδεκτές πρακτικές» που ισχύουν στις αγορές αυτές.

Αξίζει να επισημανθεί ότι στο Προοίμιο της Οδηγίας 2003/124/EK της Επιτροπής, της 22.12.2003, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς⁴⁴, η ασφάλεια δικαίου για τους συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να επιτευχθεί εάν ορισθούν με ακρίβεια δύο από τα ουσιαστικά στοιχεία του ορισμού των εμπιστευτικών πληροφοριών, ήτοι ο συγκεκριμένος χαρακτήρας⁴⁵ των πληροφοριών αυτών και η σημασία του δυνητικού τους αντικτύπου στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων⁴⁶ ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων⁴⁷. Ειδικά όσον αφορά την έννοια του συγκεκριμένου χαρακτήρα της πληροφορίας, αυτή βασίζεται μόνο στις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους ορθολογικούς επενδυτές πριν τη λήψη των αποφάσεών τους⁴⁸ και όχι σε αυτές που καταστούν γνωστές εκ των υστέρων, καθόσον οι εκ των υστέρων διαθέσιμες πληροφορίες δεν δύνανται να χρησιμοποιηθούν για τη λήψη μέτρων εναντίον του επενδυτή, ο οποίος εξήγαγε λογικά συμπεράσματα βάσει των εκ των προτέρων διαθέσιμων πληροφοριών⁴⁹.

1.2. Η έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών

Πέραν της έννοιας της εμπιστευτικής πληροφορίας, πρέπει να επισημανθεί ότι η Οδηγία 2003/6/EK καθορίζει τις υποχρεώσεις των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες⁵⁰. Οι υποχρεώσεις αυτές συνίστανται αφενός στην

⁴³ Ίδετε άρθρο 1 παρ 1 της Οδηγίας 2003/124/EK.

⁴⁴ *οπ.π.*, Σκέψη 3 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/124/EK.

⁴⁵ Αναλυτικότερα ίδετε στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.esma.europa.eu σχετικά με Market Abuse Directive, Level 3-second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market, public consultation, November 2006, σελ. 4 επ.

⁴⁶ *Ibid*, σελ. 5 επ.

⁴⁷ Αναλυτικότερα για την έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας, ίδετε *X. Λιβαδά*, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση αγοράς, ΧρηΔικ 2/2007, σελ. 206-217, *Μ. Παπαντώνη*, *οπ.π.* σελ. 271-278.

⁴⁸ Σκέψη 1 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/124/EK.

⁴⁹ Σκέψη 2 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/124/EK.

⁵⁰ Ίδετε σχετικά άρθρα 2, 3 και 6 της Οδηγίας 2003/6/EK.

απαγόρευση της χρήσης της εμπιστευτικής πληροφορίας, αφετέρου στην υποχρέωση δημοσιοποίησης είτε της ίδιας της εμπιστευτικής πληροφορίας είτε συναλλαγών ή προσώπων που σχετίζονται ή ενδέχεται να σχετίζονται με αυτήν. Όσον αφορά την πρώτη ως άνω αναφερομένη υποχρέωση, αυτή αφορά όλους τους κατόχους, ενώ όσον αφορά την δεύτερη ως άνω υποχρέωση, αυτή αφορά κατά περίπτωση, τον εκδότη ή το πρόσωπο που ενεργεί εξ ονόματός του ή για λογαριασμό του⁵¹, ή κάθε πρόσωπο που πραγματοποιεί κατ' επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα⁵².

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1 και το άρθρο 3 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, τα πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες απαγορεύεται να προβαίνουν στις ακόλουθες ενέργειες, :

1. να τις χρησιμοποιούν για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν, ή για να προσπαθήσουν να αποκτήσουν ή διαθέσουν, για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι εν λόγω πληροφορίες.
2. να τις ανακοινώνουν σε άλλο πρόσωπο, εκτός εάν τα πρόσωπα που υπόκεινται στην απαγόρευση ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους,
3. να συνιστούν σε άλλο πρόσωπο, ή να το παρακινούν, βάσει εμπιστευτικής πληροφορίας, να αποκτήσει ή να διαθέσει τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορά η εν λόγω πληροφορία.

Εξ όλων των ανωτέρω αναφερομένων καθίσταται εμφανές ότι η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών συνίσταται στη χρήση από ένα πρόσωπο πληροφορίας, η οποία είναι εμπιστευτική⁵³ σύμφωνα με τις προβλεπόμενες στο ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο προϋποθέσεις, για την απόκτηση ή τη διάθεση ή για την απόπειρα απόκτησης ή διάθεσης για λογαριασμό του προσώπου αυτού, ή για λογαριασμό τρίτων, χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία αφορά η πληροφορία αυτή⁵⁴.

Δυνάμει του άρθρου 8 και της σκέψης 33 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, οι πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών και οι πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων εξαιρούνται της απαγόρευσης για κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, εφόσον οι σχετικές συναλλαγές συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ της Επιτροπής σχετικά με τα προγράμματα επαναγοράς και τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων⁵⁵. Επιπλέον, το άρθρο 2 παρ. 3 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ δημιουργεί ένα επιπλέον αμάχητο τεκμήριο νομιμότητας (το λεγόμενο σύμφωνα με το αγγλικό δίκαιο «safe harbour») για τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε εκπλήρωση

⁵¹ Άρθρο 6 παρ. 1, 3 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ

⁵² Άρθρο 6 παρ. 9 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ

⁵³ Σημειώνεται ότι ο όρος «εμπιστευτική» πληροφορία αντικαταστάθηκε από τον όρο «προνομακική» πληροφορία στο άρθρο 6 παρ. 1 του Ν. 3340/2005, με τον οποίο ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2003/6/ΕΚ.

⁵⁴ ο.π., Άρθρο 1 παρ. 2 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, άρθρα 4-5 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.

⁵⁵ Κανονισμός 2273/2003/ΕΚ της Επιτροπής, της 22.12.2003, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων, ΕΕ L 336, 23.12.2003, σελ. 33-38.

μιας απαιτητής υποχρέωσης (συμβατικής ή νόμιμης) για την απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων. Το τεκμήριο αυτό ισχύει, όταν η σχετική υποχρέωση απορρέει από συμφωνία συναφθείσα πριν από την απόκτηση της εμπιστευτικής πληροφορίας από τον ενδιαφερόμενο και προτού οι υποχρεώσεις των μερών καταστούν απαιτητές. Κατά αυτόν τον τρόπο, η Οδηγία 2003/6/EK προστατεύει την ασφάλεια των συμβάσεων και επιτρέπει την ορθή εκτέλεση των προσυμβατικών υποχρεώσεων, οι οποίες σε περίπτωση που δεν υπήρχε η συγκεκριμένη διάταξη, θα μπορούσαν να δημιουργούνται περιττοί κίνδυνοι κατά την ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών⁵⁶. Επίσης, αμάχητο τεκμήριο νομιμότητας παρέχεται από τη σκέψη 29 της ως άνω Οδηγίας σε συνδυασμό με το άρθρο 6 αυτής, όπου ορίζεται ότι το γεγονός και μόνο της πρόσβασης στις εμπιστευτικές πληροφορίες για μια άλλη εταιρεία και η χρησιμοποίησή τους στα πλαίσια μιας δημόσιας προσφοράς εξαγοράς προς απόκτηση του ελέγχου της συγκεκριμένης εταιρείας ή συγχώνευσης με αυτήν, δεν θα πρέπει να θεωρείται αυτή καθαυτή ως εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών. Τέλος, το άρθρο 3 παρ. α της ως άνω Οδηγίας παρέχει ένα αμάχητο τεκμήριο νομιμότητας σχετικά με την απαγόρευση δημοσιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών, σύμφωνα με το οποίο τέτοια δημοσιοποίηση από ένα πρόσωπο μπορεί να λάβει χώρα, εάν ενεργεί στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του⁵⁷. Σε κάθε περίπτωση, επισημαίνεται ο τρόπος με τον οποίο είναι διατυπωμένα τα ως τεκμήρια νομιμότητας στην Οδηγία 2003/6/EK δεν είναι ξεκάθαρος. Τούτο ενδέχεται να έχει επιζήμιες συνέπειες στην εφαρμογή αυτών σε πραγματικές συνθήκες αγοράς. Επομένως, οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές είναι εκείνες που φέρουν την ευθύνη να διατυπώσουν τις εξαιρέσεις αυτές κατά τρόπο σαφή κατά το στάδιο της ενσωμάτωσης στην εθνική έννομη τάξη της ενωσιακής νομοθεσίας.

2. Εννοιολογικός προσδιορισμός της χειραγώγησης της αγοράς (market manipulation)

Η χειραγώγηση της αγοράς αποτελεί έναν «εικονικό όρο τέχνης»⁵⁸, γεγονός το οποίο καθιστά ιδιαίτερα δύσκολο τον καθορισμό της έννοιας αυτής. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι ουδείς ικανοποιητικός ορισμός της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς υφίσταται, παρά την ύπαρξη σχετικών νομοθετικών απαγορεύσεων της πρακτικής αυτής⁵⁹. Η χειραγώγηση της αγοράς μέχρι την υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/EK δεν είχε νομοθετικά ορισθεί και ειδικότερα, δεν υπήρχαν αναλυτικές

⁵⁶ ο.π., Emiliou Avgouleas, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, The Transnational Lawyer, 2005, p. 205.

⁵⁷ Στο πεδίο εφαρμογής της εξαίρεσης αυτής εμπίπτουν οι διευθυντές που συζητούν με τους τραπεζίτες και τους ελεγκτές τα αδημοσίετα αποτελέσματα ενός εκδότη, οι ρυθμιστικές και φορολογικές αρχές και οι λογιστές και νομικοί σύμβουλοι της εταιρίας, που μοιράζονται με τους συναδέλφους τους τις «εμπιστευτικές πληροφορίες» για τους σκοπούς της εργασίας που γίνεται για λογαριασμό του συγκεκριμένου εκδότη, *ιδετε σχετικά, ο.π., Emiliou Avgouleas, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, The Transnational Lawyer, 2005, p. 206.*

⁵⁸ ο.π., Emiliou E. Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and economic analysis (2005), σελ. 104

⁵⁹ Ενδεικτικά αναφέρονται οι νομικές απαγορεύσεις που προβλέπονται στην Αμερικανική US Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934), στην Commodity Exchange Act (CEA), όπως και οι διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/EK, η οποία ορίζει ρητώς τη χειραγώγηση αγοράς και περιγράφει διάφορες εκδηλώσεις εμφάνισής της, όπως θα καταδειχθεί κατωτέρω. Αναλυτικά *ιδετε, Emiliou Avgouleas*

διατάξεις, οι οποίες να ορίζουν ρητώς τι θεωρείται χειραγώγηση αγοράς, όπως επίσης και να απαγορεύουν ρητώς τέτοιες πρακτικές.

Σύμφωνα με τη θεωρία, η έννοια της χειραγώγησης ορίζεται ως «η *αθέμιτη επίδραση στη διαδικασία διαμόρφωσης των χρηματιστηριακών τιμών. Δεν είναι δυνατή η θεώρηση της χειραγώγησης ως μορφής κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφορίας*»⁶⁰. Η αντιμετώπιση φαινομένων χειραγώγησης έχει στηριχθεί στη γενική αρχή, ότι η διασπορά ψευδών ή ανακριβών ειδήσεων, οι οποίες δύνανται να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές κινητών αξιών δεν μπορεί παρά να αποσκοπεί στην αποκόμιση προσωπικού οφέλους.

Επομένως, ο βασικός σκοπός ή το αποτέλεσμα της χειραγώγησης είναι ο επηρεασμός της τιμής εν αντιθέσει με την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, η οποία βοηθάει την χρηματιστηριακή τιμή να βρει την ισορροπία της. Συνεπώς, στην περίπτωση της χειραγώγησης υπονομεύεται η καλή λειτουργία του μηχανισμού εύρεσης τιμής στην αγορά⁶¹. Άλλοι μέθοδοι «χειραγώγησης της αγοράς» είναι η επίσημη δημοσίευση ψευδών στοιχείων ή άλλων οικονομικών πληροφοριών, η συγκάλυψη πραγματικών πληροφοριών, οι ψευδείς ή εικονικές συναλλαγές, οι πραγματικές συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, μετοχές, ομόλογα, παράγωγα μέσα, οι οποίες λόγω του όγκου τους ή λόγω των εντυπώσεων που δημιουργούν στην αγορά, μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές ή έχουν σκοπό ή αποτέλεσμα τον επηρεασμό των τιμών και η επίδραση αυτή δεν θα ήταν δυνατή χωρίς τις εν λόγω συναλλαγές. Οι ως άνω ορισμοί δίνονται στο πλαίσιο της οικονομικής επιστήμης.

Μάλιστα, στο πλαίσιο της οικονομικής θεωρίας, όλες οι προσπάθειες καθορισμού της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς ακολουθούν τέσσερις (4) προσεγγίσεις⁶²:

α) την προσέγγιση της τεχνητής τιμής ή άλλως «προσέγγιση που βασίζεται στο αποτέλεσμα», (effect-based approach). Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, απαραίτητη προϋπόθεση είναι να αποδεικνύεται η δημιουργία τεχνητών τιμών ή ψευδών ή παραπλανητικών συμπερασμάτων. Όπως θα καταδειχθεί κατωτέρω, η Οδηγία 2003/6/EK υιοθετεί μια τροποποιημένη εκδοχή της προσέγγισης αυτής.

β) την προσέγγιση που βασίζεται στην πρόθεση, (intent-based approach), σύμφωνα με την οποία το πρόσωπο που προβαίνει σε χειραγώγηση, έχει την πρόθεση να παρασύρει τους συμμετέχοντες στην αγορά να συναλλαχθούν. Η εν λόγω προσέγγιση υιοθετήθηκε από την βρετανική Financial Services and Markets Act 2000.

γ) η τρίτη προσέγγιση αποτελεί συνδυασμό των ανωτέρω υπό α) και β) αναφερομένων προσεγγίσεων, σύμφωνα με την οποία απαραίτητη προϋπόθεση είναι να αποδεικνύεται η παρακίνηση άλλων συμμετεχόντων στην αγορά. Η προσέγγιση αυτή υιοθετήθηκε από την αμερικάνικη US Securities Exchange Act 1934 και τα αμερικανικά δικαστήρια.

⁶⁰ Βασίλειος Αντωνόπουλος, Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών (γνωμ.), ΔΕΕ 2/2001, σελ. 123.

⁶¹ Αιμίλιος Αυγουλέας, Γενική εισαγωγή στην κατάχρηση αγοράς και δικαιοπολιτική αιτιολογία της ρύθμισης αυτής, σε Πρακτικά Τριήμερου Συνεδρίου με θέμα «Δικαιοσύνη και Εποπτευόμενοι Φορείς στο νέο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον», Λευκωσία 2008, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2009, σελ. 303.

⁶² οπ.π., Emilios E. Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and economic analysis, 2005, σελ. 107

δ) Τέλος, υπάρχει η δυνατότητα ένα πρόσωπο να αποκτά τον έλεγχο της αγοράς (ήτοι να κατέχει δεσπόζουσα θέση) και μέσω της θέσεώς του αυτής να επηρεάζει άμεσα ή έμμεσα το επίπεδο των τιμών των υποκείμενων χρηματοπιστωτικών μέσων. Πρόκειται για τη λεγόμενη χειραγώγηση που βασίζεται στον έλεγχο της αγοράς (market power manipulation). Η κατοχή δεσπόζουσας θέσης στην αγορά δεν είναι per se παράνομη. Ο καθοριστικός παράγοντας για τη στοιχειοθέτηση χειραγώγησης που βασίζεται στον έλεγχο της αγοράς είναι εάν ο συμμετέχων στην αγορά ασκεί τον έλεγχο για να επηρεάσει την τιμή των συμβάσεων μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts) ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, ώστε η εν λόγω τιμή να φτάσει στο επίπεδο, που ο ίδιος επιθυμεί και να λειτουργεί προς όφελός του⁶³.

Ο ορισμός της χειραγώγησης από τον ενωσιακό νομοθέτη διαφέρει από τους ορισμούς που δίνονται στα πλαίσια της οικονομικής επιστήμης, καθόσον καθήκον του νομοθέτη είναι να λάβει τα οικονομικά στοιχεία και να δημιουργήσει ένα λειτουργικό νομικό ορισμό/μία δικαϊκή απαγόρευση⁶⁴. Τούτο σημαίνει ότι ο νομικός ορισμός της χειραγώγησης διαφέρει από τον οικονομικό ορισμό αυτής κατά τρόπο που να τον καθιστά λειτουργικό και να παρέχει ασφάλεια δικαίου⁶⁵.

2.1. Η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK

Στην Οδηγία 2003/6/EK ορίζεται ρητώς για πρώτη φορά σε ενωσιακό επίπεδο η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς, παραθέτοντας μάλιστα κατηγορίες συμπεριφορών, που σχετίζονται είτε με συναλλαγές και εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, είτε με τη διάδοση πληροφοριών, οι οποίες παραπλανούν τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όπως θα καταδειχθεί κατωτέρω, στον ορισμό που δίνεται από την ως άνω Οδηγία για τη χειραγώγηση δεν εμπεριέχεται -στο μέτρο του δυνατού- το στοιχείο της πρόθεσης, προκειμένου να ενισχυθεί ο βαθμός επιτυχίας των διώξεων και των σχετικών ρυθμιστικών ενεργειών⁶⁶. Ως εκ τούτου, δυνάμει της ως άνω Οδηγίας, η χειραγώγηση της αγοράς είναι μια αντικειμενική πρακτική, που βασίζεται στο αποτέλεσμα, τουλάχιστον όσον αφορά την πλειοψηφία των εκδηλώσεων αυτής. Συγκεκριμένα, η χειραγώγηση αγοράς συνίσταται στη δημιουργία τεχνητών συνθηκών στην αγορά, σύμφωνα με τις ειδικές προβλεπόμενες στο ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο προϋποθέσεις, με αποτέλεσμα είτε να δίδονται ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά ή την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου, είτε να διαμορφώνεται η τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο⁶⁷.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 2 σημεία α), β) και γ) της Οδηγίας 2003/6/EK, ως «χειραγώγηση της αγοράς» νοούνται:

α) οι συναλλαγές ή οι εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών:

- με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανό ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου, ή

⁶³ Ibid, σελ. 148.

⁶⁴ οπ.π., Αιμίλιος Αυγουλέας, 2009, σελ. 304.

⁶⁵ Ibid.

⁶⁶ Ibid, Emilios E. Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and economic analysis, 2005, σελ. 206.

⁶⁷ Χρ. Λιβαδά, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, ΧρηΔικ 2/2007, σελ. 206.

- με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο⁶⁸.

β) οι συναλλαγές ή οι εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών με τις οποίες χρησιμοποιούνται παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή κάθε άλλη παραπλάνηση ή τέχνασμα.

γ) η διάδοση μέσω των μέσων μαζικής ενημέρωσης, περιλαμβανομένου του Διαδικτύου, ή με οιοδήποτε άλλο μέσο, πληροφοριών οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανό να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, περιλαμβανομένης της διάδοσης φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων τις πληροφορίες γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές.

Πέραν του ως άνω ορισμού, στην ίδια Οδηγία παρατίθενται επίσης μία σειρά παραδειγμάτων και ενδείξεων, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αξιολογηθεί εάν μία συμπεριφορά αποτελεί χειραγώγηση ή όχι σύμφωνα με τον ανωτέρω ορισμό. Συγκεκριμένα, παρατίθενται τα ακόλουθα παραδείγματα:

-η συμπεριφορά, από ένα πρόσωπο ή περισσότερα πρόσωπα που δρουν συντονισμένα, η οποία οδηγεί στην εξασφάλιση δεσπόζουσας θέσης επί της προσφοράς ή της ζήτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, με αποτέλεσμα τον άμεσο ή έμμεσο τεχνητό προσδιορισμό της τιμής αγοράς ή της τιμής πώλησης ή άλλων μη κανονικών όρων συναλλαγής⁶⁹,

- η αγορά ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά το κλείσιμο της αγοράς με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που ενεργούν βάσει της τιμής κλεισίματος⁷⁰,

- η εκμετάλλευση της περιστασιακής ή τακτικής πρόσβασης στα παραδοσιακά ή ηλεκτρονικά μέσα ενημέρωσης με διατύπωση γνώμης για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο (ή εμμέσως για τον εκδότη του) ενώ προηγουμένως έχουν ληφθεί θέσεις στο εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο, και εν συνεχεία η άντληση οφέλους από τον αντίκτυπο που έχει η γνώμη αυτή στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, χωρίς να έχει ταυτόχρονα δημοσιοποιηθεί η συγκεκριμένη σύγκρουση συμφερόντων με σαφήνεια και αποτελεσματικότητα⁷¹.

Εκ των ανωτέρω καθίσταται καταφανές ότι η Οδηγία 2003/6/ΕΚ απαγορεύει τις πιο γνωστές μορφές χειραγώγησης της αγοράς, περιλαμβανομένης: α) της χειραγώγησης που βασίζεται στις συναλλαγές (trade-based manipulation) ή σε παραπλανητικές συναλλαγές, β) των τεχνητών συναλλαγών και των «wash sales», όπως επίσης γ) της χειραγώγησης που βασίζεται στις πληροφορίες (information-

⁶⁸ Ίδετε ΔικΕΕ C-445/09, IMC Securities BV vs Stichting Autoriteit Financiële Markten, η οποία εκδόθηκε κατόπιν προδικαστικού ερωτήματος που έθεσε η γερμανική αρμόδια αρχή κεφαλαιαγοράς σχετικά με την ερμηνεία της εν λόγω διατάξεως. Το ΔικΕΕ έκρινε ότι προκειμένου να θεωρηθεί ότι η τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου διαμορφώθηκε σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, δεν απαιτείται να διατηρηθεί η τιμή σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο για ορισμένο χρονικό διάστημα. Επίσης, ΠολΠρΣπάρτης 24/2006, ΔΕΕ 2006, σελ.

⁶⁹ Πρόκειται για τη λεγόμενη πρακτική «cornering», που per se απαγορεύεται. Ίδετε σχετικά, Τριανταφυλλάκη (2009), οπ.π. σελ. 527.

⁷⁰ Πρόκειται για τη λεγόμενη πρακτική «marking the close», που per se απαγορεύεται. Ίδετε σχετικά, Τριανταφυλλάκη (2009), οπ.π. σελ. 527.

⁷¹ Πρόκειται για τη λεγόμενη πρακτική «scalping», που per se απαγορεύεται. Ίδετε σχετικά, Τριανταφυλλάκη (2009), οπ.π. σελ. 527.

based manipulation) και πραγματοποιείται μέσω της διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Γίνεται αντιληπτό ότι ο ορισμός της χειραγώγησης της αγοράς πρέπει να αναπροσαρμόζεται συνεχώς, προκειμένου να συμπεριλαμβάνονται και οι νέες πρακτικές που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς.

2.2. Διευκρίνιση της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς από την Οδηγία 2003/124/EK

Πέραν των ανωτέρω αναφερομένων, η Οδηγία 2003/124 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁷², που εκδόθηκε ως εκτελεστικό μέτρο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK, αναφέρει δύο (2) κατηγορίες πράξεων, που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, αναφέρεται στις πράξεις χειραγώγησης, οι οποίες συνίστανται αφενός στη διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών ενδείξεων και στον τεχνικό προσδιορισμό των τιμών, αφετέρου στη χρήση παραπλανητικών μεθοδεύσεων ή κάθε άλλης παραπλάνησης ή τεχνάσματος.

Όσον αφορά δε στις πράξεις χειραγώγησης, οι οποίες συνίστανται στη διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών ενδείξεων και στον τεχνικό προσδιορισμό των τιμών, στο άρθρο 4 σημεία α), β), γ), δ), ε) και ζ) της ως άνω αναφερομένης Οδηγίας απαριθμούνται ενδεικτικά, χωρίς να είναι σε καμία περίπτωση η απαρίθμηση εξαντλητική, ενδείξεις, τις οποίες οι αρμόδιες αρχές και οι συμμετέχοντες στην αγορά οφείλουν να λαμβάνουν υπόψιν, όταν εξετάζουν συναλλαγές ή εντολές διενέργειας συναλλαγών και οι οποίες δύνανται να συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, οι αρμόδιες αρχές και οι συμμετέχοντες στην αγορά πρέπει να λαμβάνουν υπόψιν:

α) το βαθμό στον οποίο οι δοθείσες εντολές ή οι διενεργηθείσες συναλλαγές αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό του καθημερινού όγκου συναλλαγών στο σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο στην οικεία οργανωμένη αγορά, ιδίως όταν οι δραστηριότητες αυτές οδηγούν σε σημαντική μεταβολή της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου,

β) το βαθμό στον οποίο οι δοθείσες εντολές ή οι διενεργηθείσες συναλλαγές από πρόσωπα με σημαντική θέση αγοράς ή πώλησης σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο οδηγούν σε σημαντικές μεταβολές της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου ή του συνδεδεμένου με αυτό παράγωγου μέσου ή του υποκείμενου μέσου που έχει εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά,

γ) κατά πόσο οι διενεργηθείσες συναλλαγές συνεπάγονται αλλαγή του πραγματικού δικαιούχου του χρηματοπιστωτικού μέσου που είναι εισηγμένο για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά⁷³,

δ) το βαθμό στον οποίο οι δοθείσες εντολές ή οι διενεργηθείσες συναλλαγές οδηγούν σε βραχυπρόθεσμες αντιστροφές θέσεων και αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό του καθημερινού όγκου συναλλαγών στο σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο στην οικεία οργανωμένη αγορά, και ενδέχεται να συνδέονται με σημαντικές

⁷² οπ.π., ΕΕ L 339, 24.12.2003, σελ. 70-72.

⁷³Επισημαίνεται ότι η συναλλαγή χωρίς πραγματική μεταβίβαση κυριότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου συνιστά χειραγώγηση της αγοράς, που per se απαγορεύεται. Πρόκειται για τη λεγόμενη πρακτική «wash sales», Τριανταφυλλάκη, Γ. (2009), οπ.π., σελ. 527.

μεταβολές στην τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που έχει εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά,

ε) το βαθμό στον οποίο οι δοθείσες εντολές ή οι διενεργηθείσες συναλλαγές επικεντρώνονται σε μικρό χρονικό διάστημα της συνεδρίασης και οδηγούν σε μεταβολή τιμής, η οποία στη συνέχεια αντιστρέφεται⁷⁴,

στ) το βαθμό στον οποίο οι δοθείσες εντολές μεταβάλλουν τις καλύτερες τιμές προσφοράς και ζήτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου εισηγμένου για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, ή γενικότερα τις τιμές που καταγράφονται στο βιβλίο εντολών των συμμετεχόντων στην αγορά, και οι οποίες αποσύρονται πριν εκτελεσθούν,

ζ) το βαθμό στον οποίο δίδονται εντολές ή διενεργούνται συναλλαγές σε, ή γύρω από, συγκεκριμένο χρονικό διάστημα κατά το οποίο υπολογίζονται οι τιμές αναφοράς, οι τιμές εκκαθάρισης και οι αποτιμήσεις, και οι οποίες οδηγούν σε μεταβολές τιμών που επηρεάζουν αυτές τις τιμές και τις αποτιμήσεις.

Τέλος, όσον αφορά στις πράξεις χειραγώγησης, οι οποίες συνίστανται στη χρήση παραπλανητικών μεθοδεύσεων ή κάθε άλλης παραπλάνησης ή τεχνάσματος, στο άρθρο 5 σημεία α) και β) της ως άνω Οδηγίας 2003/124/EK, απαριθμούνται ενδεικτικά, χωρίς να είναι σε καμία περίπτωση η απαρίθμηση εξαντλητική, ενδείξεις, τις οποίες οι αρμόδιες αρχές και οι συμμετέχοντες στην αγορά οφείλουν να λαμβάνουν υπόψιν, όταν εξετάζουν συναλλαγές ή εντολές διενέργειας συναλλαγών και οι οποίες δύνανται να συνιστούν πράξεις χειραγώγησης αγοράς. Συγκεκριμένα, οι αρμόδιες αρχές και οι συμμετέχοντες στην αγορά πρέπει να λαμβάνουν υπόψιν:

α) εάν, πριν ή μετά τις δοθείσες εντολές ή τις διενεργηθείσες συναλλαγές από πρόσωπα, διαδίδονται ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες από τα ίδια αυτά πρόσωπα ή από άλλα συνδεδεμένα πρόσωπα,

β) εάν δίδονται εντολές για διενέργεια συναλλαγών ή διενεργούνται συναλλαγές από πρόσωπα, προτού ή αφότου τα ίδια αυτά πρόσωπα ή άλλα συνδεδεμένα με αυτά πρόσωπα εκπονήσουν ή διαδώσουν έρευνες ή επενδυτικές συστάσεις, οι οποίες είναι εσφαλμένες ή μεροληπτικές ή προδήλως επηρεασμένες από σημαντικά συμφέροντα.

Αξίζει να επισημανθεί ότι η Οδηγία 2003/124/EK προτείνει στις αρμόδιες αρχές και στους συμμετέχοντες στην αγορά να θεωρούν τα περιστατικά αυτά και τις ανωτέρω συμπεριφορές ως ενδείξεις χειραγώγησης της αγοράς και βάσει αυτών να εξετάζεται εάν συγκεκριμένη συμπεριφορά συνιστά ή μπορεί να οδηγήσει στην πρώτη μορφή χειραγώγησης της αγοράς: «παραπλανητικές συναλλαγές» βάσει του άρθρου 1 παρ. 2 εδάφιο α' της Οδηγίας 2003/6/EK⁷⁵.

Εξ όλων των ως άνω αναλυτικά αναφερομένων, καθίσταται καταφανές ότι όλα τα παραπάνω κριτήρια και ενδείξεις, όπως επίσης και οι ανωτέρω αναφερόμενες περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς είναι τελείως ενδεικτικές και

⁷⁴ Επισημαίνεται ότι προσυνηνομημένες συναλλαγές, στις οποίες οι εντολές πώλησης όσο και οι εντολές αγοράς εισάγονται ταυτόχρονα στην ίδια τιμή από διαφορετικά ενεργούντα μέρη, αποσκοπώντας στη δημιουργία μεγάλου όγκου συναλλαγών, αλλά και στη θετική ή αρνητική διαμόρφωση της τιμής θεωρείται χειραγώγηση της αγοράς, που per se απαγορεύεται. Πρόκειται για την πρακτική «matched orders», ίδετε σχετικά, Τριανταφυλλάκη, Γ. (2009), οπ.π., σελ. 527.

⁷⁵ οπ.π., Emiliós Avgouleás, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, The Transnational Lawyer, 2005, p. 207.

σε γενικές γραμμές αόριστες. Για το λόγο αυτό χρήζουν περαιτέρω συγκεκριμενοποίησης, προκειμένου να διασφαλιστεί η απαιτούμενη ασφάλεια δικαίου.

Κεφάλαιο II

Το ισχύον ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς

Ο στόχος της νομοθεσίας κατά της χειραγώγησης της αγοράς είναι η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Όμως, παρά το γεγονός ότι από τη σύσταση 77/534/ΕΟΚ της Επιτροπής της 25.7.1977 για έναν Ευρωπαϊκό Κώδικα Συμπεριφοράς σχετικά με τις συναλλαγές στον τομέα των κινητών αξιών⁷⁶ είχαν τονιστεί οι ενδεχόμενοι κίνδυνοι, που εδύναντο να προκληθούν από τη χειραγώγηση των τιμών, όπως και είχαν καθοριστεί και οι συνιστώσες αυτής⁷⁷, μέχρι το 2003 καμία νομοθετική ρύθμιση δεν λήφθηκε σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την καταπόλεμηση της χειραγώγησης της αγοράς⁷⁸. Γίνεται αντιληπτό ότι μέχρι το 2003 το κοινοτικό νομικό πλαίσιο για την προστασία της ακεραιότητας της αγοράς ήταν ελλιπές. Οι νομικές προϋποθέσεις διέφεραν ανάλογα με το κράτος μέλος, με αποτέλεσμα οι οικονομικοί φορείς να ευρίσκονται συχνά σε αβεβαιότητα ως προς τις έννοιες, τους ορισμούς και τον τρόπο εφαρμογής της νομοθεσίας. Σε ορισμένα μάλιστα κράτη μέλη δεν υπήρχε καν νομοθεσία σχετική με τη χειραγώγηση των τιμών και τη διάδοση παραπλανητικών πληροφοριών. Συνεπώς, κρίθηκε σκόπιμο να θεσπιστούν συνδυασμένοι κανόνες για την καταπολέμηση τόσο της χειραγώγησης της αγοράς όσο και των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες.

Όσον αφορά στο ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για την καταπόλεμηση της χειραγώγησης της αγοράς, τούτο εκδόθηκε σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy⁷⁹. Ειδικότερα, τούτο αποτελείται α) από την Οδηγία-πλαίσιο 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η οποία αποτελεί τη βασική νομική πράξη και υιοθετήθηκε στο πλαίσιο του επιπέδου 1, β) τρεις Οδηγίες και έναν Κανονισμό της Επιτροπής, που αποτελούν τα εκτελεστικά μέτρα της βασικής νομικής πράξης και υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του επιπέδου 2, και γ) κατευθυντήριες γραμμές της πρώην Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (εφεξής CESR) και νυν Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (εφεξής ESMA), που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του επιπέδου 3 (B). Προτού όμως εκθέσουμε αναλυτικά το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, κρίνεται σκόπιμο να γίνει συνοπτική αναφορά στην πορεία προς τη δημιουργία ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (A).

A. Η πορεία προς τη δημιουργία ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς

Το 1999, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε σχετική Ανακοίνωση -με τη μορφή Λευκής Βίβλου- όσον αφορά το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, το λεγόμενο Financial Services Action Plan. Αντικειμενικός στόχος της

⁷⁶ ΕΕ L 212, της 20.8.1977, σελ. 37-43.

⁷⁷ Άρθρο 7 των συμπληρωματικών ρυθμίσεων των γενικών αρχών του Παραρτήματος του Ευρωπαϊκού Κώδικα Συμπεριφοράς.

⁷⁸ Επισημαίνεται ότι σε εθνικό επίπεδο, ποινικές και διοικητικές κυρώσεις για τη διάδοση ψευδών, ανακριβών και παραπλανητικών πληροφοριών μπορούσαν να επιβληθούν μέχρι το 2005 δυνάμει των άρθρων 34 του Νόμου 3632/1928 και 72 του Νόμου 1969/1991.

⁷⁹ Αναλυτικά για τη διαδικασία Lamfalussy ως εξειδίκευση της διαδικασίας της επιτροπολογίας σύμφωνα με το ενωσιακό δίκαιο, ίδετε ο.π., *Χρ. Βλ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδά, Στοιχεία Ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς*, 2009, σελ. 23 επ.

ως άνω πρωτοβουλίας ήταν να καταγραφούν οι νομοθετικές πρωτοβουλίες που έπρεπε να αναληφθούν μέχρι το 2004 από τα κοινοτικά όργανα για την περαιτέρω ενίσχυση της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης⁸⁰. Το Πρόγραμμα αυτό Δράσης αποτελείτο από 42 πρωτοβουλίες⁸¹, που αφορούσαν τις κεφαλαιαγορές. Ο κύριος λόγος για τον οποίο προτάθηκε και υιοθετήθηκε το Πρόγραμμα αυτό ήταν η λήψη μέτρων για την επίσπευση των διαδικασιών που αφορούν την ολοκλήρωση της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, καθόσον είχε διαπιστωθεί ότι το μέχρι τότε ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για τον χρηματοπιστωτικό τομέα είχε αρκετές ελλείψεις και εμφάνιζε σημαντικά προβλήματα.⁸² Μέσω αυτού του Προγράμματος Δράσης επιδιώχθηκαν τέσσερις στόχοι και συγκεκριμένα: η δημιουργία ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για επιχειρήσεις, η δημιουργία ανοιχτής και ασφαλούς λιανικής τραπεζικής αγοράς, η αναβάθμιση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για την προληπτική εποπτεία των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων, που δραστηριοποιούνται στην ενιαία αγορά και η εξασφάλιση γενικότερων προϋποθέσεων για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Στο πλαίσιο αυτό και συγκεκριμένα όσον αφορά στο ρυθμιστικό πλαίσιο για την ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά, το Συμβούλιο ECOFIN⁸³ αποφάσισε στη συνεδρίασή του τον Ιούλιο του 2000 τη συγκρότηση επταμελούς επιτροπής από εξέχουσες προσωπικότητες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γνωστής ως «Επιτροπής των Σοφών» ή «Επιτροπής Lamfalussy» από το επώνυμο του προέδρου της, Βαρόνου Alexandre Lamfalussy. Στην επιτροπή αυτή ανατέθηκε η εκπόνηση

⁸⁰Ως χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση ορίζεται «η συσσωμάτωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων δύο ή περισσότερων κρατών στο πλαίσιο της λειτουργίας ενός ενιαίου οικονομικού χώρου, η επίτευξη της οποίας επιδιώκεται είτε μέσω του του ρυθμιστικού πλαισίου που εκπορεύεται από διακυβερνητικούς ή υπερεθνικούς οργανισμούς, είτε μέσω της αυτορρύθμισης, είτε, τέλος, μέσω πρωτοβουλιών της ίδιας της αγοράς με στόχο την ικανοποίηση τριών συνθηκών: οι συμμετέχοντες στην αγορά α) υπόκεινται σε ένα ενιαίο πλαίσιο κανόνων όταν αποφασίζουν να κάνουν χρήση των χρηματοπιστωτικών μέσων ή υπηρεσιών, β) έχουν ίσους όρους πρόσβασης στα χρηματοπιστωτικά μέσα ή τις υπηρεσίες και γ) έχουν ίσους όρους μεταχείρισης στην αγορά», ίδετε αναλυτικά, Χρ. Βλ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδά, Στοιχεία ελληνικού δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2009, σελ. 3 επ.

⁸¹ Στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης, από το 1999 μέχρι το 2005, υιοθετήθηκαν 42 μέτρα, κυριώς δε Οδηγίες, αλλά όχι μόνο, εκ των οποίων: 3 στον τραπεζικό τομέα, 7 στον τομέα των κινητών αξιών και τους ΟΣΕΚΑ, 8 στον τομέα της λιανικής τραπεζικής και τις πληρωμές, 3 στον τομέα των υποδομών των κεφαλαιαγορών, 6 στον τομέα των λογιστικών και ελεγκτικών θεμάτων, 1 στον ασφαλιστικό τομέα, 7 στο εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση, 1 στο φορολογικό τομέα. Ίδετε σχετικά, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Παρουσίαση: Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό (σελ. 12), Καθηγητής Χρ. Βλ. Γκόρτσος, Γενικός Γραμματέας ΕΕΤ, Δεκέμβριος 2005, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.hba.gr>

⁸² Μεταξύ των ελλείψεων που είχαν διαπιστωθεί ήταν: σημαντική καθυστέρηση ως προς την υιοθέτηση των υπό έκδοση νομών πράξεων, έλλειψη ευελιξίας, πολυπλοκότητα των κανόνων.

⁸³ Σημειώνεται ότι το Συμβούλιο ECOFIN ενστερνίστηκε τα συμπεράσματα της Λισσαβόνας, υπογραμμίζοντας μεταξύ άλλων, ότι «η ενιαία αγορά κινητών αξιών πρέπει να γίνει σύντομα πραγματικότητα προκειμένου να υπάρξει πιο ανταγωνιστική χρηματοδότηση στις αγορές των επιχειρήσεων της ΕΕ, μεγαλύτερη ρευστότητα, και εντατικοποίηση του ανταγωνισμού μεταξύ των «επενδυτικών» ενδιάμεσων και μεταξύ των υποδομών, ώστε να υπάρξει καλύτερη παροχή υπηρεσιών με χαμηλότερο κόστος». Συμβούλιο ECOFIN, 2283¹ Σύνοδος στις Βρυξέλλες, 17 Ιουλίου 2000, 10328/00 (Presse 263).

έκθεσης για την αξιολόγηση της διαδικασίας έκδοσης των νομικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου κεφαλαιαγοράς, τη διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο ο μηχανισμός αυτός θα μπορούσε να ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες της αγοράς και στους στόχους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την πρόταση δέσμης μέτρων με τα οποία θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά τα εμπόδια που δημιουργούν προσκόμματα στη ρυθμιστική διαδικασία. Η Επιτροπή Σοφών υπέβαλε το Φεβρουάριο του 2001 την τελική έκθεσή της⁸⁴ σύμφωνα με την οποία προτάθηκε μια τροποποιημένη διαδικασία έκδοσης των νομικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου κεφαλαιαγοράς βάσει μιας προσέγγισης σε τέσσερα πλέον επίπεδα, η οποία εγκρίθηκε από τα κοινοτικά όργανα και εντέλει υιοθετήθηκε. Τα μέτρα που ελήφθησαν στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες όσον αφορά στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, αναφέρονται στη ρύθμιση των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, στην εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών, στο ενημερωτικό δελτίο στις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς επιχειρήσεων, στη διαφάνεια των πληροφοριών που παρέχονται από τις εισηγμένες εταιρίες και στην κατάχρηση της αγοράς.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να περιγραφεί συνοπτικά η διαδικασία Lamfalussy που προβλέπει τέσσερα επίπεδα, προκειμένου να γίνει κατανοητό το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο για την χειραγώγηση της αγοράς. Τα μέτρα του επιπέδου 1 θέτουν στόχους υψηλού επιπέδου που πρέπει να επιτευχθούν από τη νομοθεσία. Τούτο επιτυγχάνεται διά της εκδόσεως βασικών νομικών πράξεων, όπου προσδιορίζονται τα θέματα, για τα οποία θα πρέπει να θεσπιστούν εκτελεστικά μέτρα. Τα μέτρα του επιπέδου 2 θέτουν κάποιες τεχνικές προϋποθέσεις, που είναι απαραίτητες για την επίτευξη των στόχων του επιπέδου 1. Τα μέτρα του επιπέδου 3 αποβλέπουν στην εξασφάλιση κοινής και ενιαίας υλοποίησης μέσω της χρήσης κοινών προτύπων, συστάσεων και κατευθυντηρίων γραμμών που συμφωνούνται μεταξύ των Εποπτικών Αρχών των κρατών μελών στον τομέα των κινητών αξιών στα πλαίσια της πρώην CCSR (νυν ESMA). Τέλος, τα μέτρα του επιπέδου 4 σχετίζονται με την εφαρμογή και τήρηση των κανόνων δικαίου⁸⁵.

Στη διαμόρφωση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς σημαντική υπήρξε η συμβολή της πρώην CCSR (νυν ESMA), ενεργούσα στο πλαίσιο του Επιπέδου 3 της διαδικασίας Lamfalussy. Συγκεκριμένα, το Μάρτιο του 2002 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζήτησε από τη πρώην CCSR (νυν ESMA) να καταλήξει σε ένα σύνολο τεχνικών οδηγιών⁸⁶ για την πιθανή ανάπτυξη κριτηρίων σχετικά με θέματα που αφορούν την τότε προτεινόμενη από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Οδηγία για την κατάχρηση της αγοράς⁸⁷. Το κείμενο στο οποίο κατέληξε η πρώην CCSR (νυν ESMA) καλύπτει πέντε βασικούς άξονες, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται ο ορισμός της χειραγώγησης της αγοράς, οι προϋποθέσεις ορθής δημοσίευσης πληροφοριών από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων και η έννοια των αμάχητων τεκμηρίων νομιμότητας (τα λεγόμενα “safe harbour”) όσον αφορά στα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών και τις πράξεις

⁸⁴ Πρόκειται για την Τελική Έκθεση της Επιτροπής των Σοφών σχετικά με τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, «Final Report of the Committee of the Wise Men on the Regulation of European Securities Market (2001), διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm

⁸⁵ Ibid, σελ. 19 επ.

⁸⁶ CCSR/02-047, 27.3.2002, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://esma.europa.eu/system/files/02_047.pdf

⁸⁷ Πρόκειται για την μετέπειτα υιοθετηθείσα Οδηγία 2003/6/ΕΚ.

σταθεροποίησης τιμών⁸⁸. Η πρώην CESR (νυν ESMA) ακολούθησε⁸⁹ κάποια βήματα, προτού δημοσιοποιηθεί η πρώτη συμβουλευτική μελέτη της⁹⁰. Ειδικότερα, δημοσίευσε πρόσκληση για Διαβούλευση προς όλους τους ενδιαφερομένους φορείς, προκειμένου να καταθέσουν τις απόψεις τους ως προς το τί θεωρούν ότι πρέπει να υποβληθεί στην Επιτροπή.

Όπως κατωτέρω υπό Β. θα καταδειχθεί, η Οδηγία 2003/6/EK ήταν η πρώτη που εκδόθηκε, σύμφωνα με τις υποδείξεις της Επιτροπής Lamfalussy για τη ρύθμιση των κεφαλαιαγορών σε τέσσερα διαδοχικά στάδια. Με την νομοθετική αυτή προσέγγιση επιχειρείται να περιοριστούν οι αγκυλώσεις της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, καθόσον είχε παρατηρηθεί ότι επειδή δε λαμβάνονταν υπόψιν οι ιδιαιτερότητες των νομοθεσιών και παραδόσεων των κρατών μελών, το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο στερείτο επικαιρότητας και ευκαμψίας.

B. Η υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/EK στο πλαίσιο του επιπέδου 1 της διαδικασίας Lamfalussy

Μέχρι το χρονικό σημείο υιοθέτησης της Οδηγίας 2003/6/EK, το ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση αγοράς «εστίαζε αποκλειστικά στην απαγόρευση των πράξεων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες»⁹¹ δυνάμει της Οδηγίας 89/952/ΕΟΚ του Συμβουλίου. Ουδεμία ρύθμιση δεν υφίστατο σε ενωσιακό επίπεδο για την απαγόρευση της χειραγώγησης αγοράς. Κρίθηκε συνεπώς σκόπιμο ότι η ως άνω Οδηγία έπρεπε να αντικατασταθεί, προκειμένου να δημιουργηθεί ένα πιο συνεκτικό ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο να καταλαμβάνει και την καταπολέμηση της χειραγώγησης της αγοράς, αλλά ταυτόχρονα να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες συνθήκες των αγορών⁹². Με την Οδηγία 2003/6/EK επιδιώχθηκε η αποφυγή ενδεχομένων κενών στην κοινοτική νομοθεσία, τα οποία θα μπορούσαν να διευκολύνουν επιζήμιες συμπεριφορές, να αποδυναμώσουν την εμπιστοσύνη του κοινού και να θέσουν σε κίνδυνο την ομαλή λειτουργία των αγορών⁹³. Πρωταρχικός στόχος της Οδηγίας αυτής ήταν η εξάλειψη της δυσλειτουργίας των αγορών, που προκαλείτο λόγω της παντελούς έλλειψης ρυθμίσεων για τη χειραγώγηση της αγοράς σε πολλά κράτη μέλη. Το αυτό επιβεβαιώνεται εκ μίας απλής ανάγνωσης της σκέψης 11 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK⁹⁴.

⁸⁸ CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Δεκέμβριος 2002, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf

⁸⁹ CESR/02-287b, CESR Market Abuse Consultation-Feedback Statement, Δεκέμβριος 2002, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://esma.europa.eu/system/files/02_287b.pdf

⁹⁰ οπ.π., CESR/02-089d.

⁹¹ οπ.π., ΕΕ L 334, 18.11.1989, σελ. 30-32

⁹² Ίδετε σχετικά, σκέψη 13 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK.

⁹³ Σκέψη 13 της εισηγητικής έκθεσης της Οδηγίας 2003/6/EK, COM (2001) 281 τελικό, διαθέσιμος στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ec.europa.eu>.

⁹⁴ Σύμφωνα με την Σκέψη 11 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK *«Το σημερινό κοινοτικό νομικό πλαίσιο για την προστασία της ακεραιότητας της αγοράς είναι ελλιπές. Οι νομικές προϋποθέσεις διαφέρουν ανάλογα με το κράτος μέλος, με αποτέλεσμα οι οικονομικοί φορείς να βρίσκονται συχνά σε αβεβαιότητα ως προς τις έννοιες, τους ορισμούς και τον τρόπο εφαρμογής της νομοθεσίας. Σε ορισμένα κράτη μέλη δεν υπάρχει καν νομοθεσία σχετική με τη χειραγώγηση των τιμών και τη διάδοση παραπλανητικών*

1. Το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK

Σύμφωνα με το άρθρο 9 εδάφιο α' της Οδηγίας 2003/6/EK ορίζεται ότι: «Οι διατάξεις [...] εφαρμόζονται σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο εισηγμένο προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά σε ένα τουλάχιστον κράτος μέλος, ή για το οποίο έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά, ανεξάρτητα από το εάν η ίδια η συναλλαγή πραγματοποιείται ή όχι σε αυτή την αγορά». Ειδική αναφορά ακολουθεί όσον αφορά στην καταπολέμηση της κατάχρησης των εμπιστευτικών πληροφοριών και συγκεκριμένα αναφέρεται ότι, όσον αφορά στις διατάξεις των άρθρων 2, 3 και 4 της Οδηγίας, αυτές εφαρμόζονται επίσης σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο που δεν έχει μεν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους μέλους, αλλά η αξία του οποίου εξαρτάται από χρηματοπιστωτικό μέσο εισηγμένο προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά σε ένα τουλάχιστον κράτος μέλος ή για το οποίο έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά. Ωστόσο, ειδική αναφορά δεν γίνεται όσον αφορά στην πάταξη της χειραγώγησης της αγοράς.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 10 της ίδιας ως άνω Οδηγίας, κάθε κράτος μέλος εφαρμόζει τις απαγορεύσεις και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από αυτήν: α) στις πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή στο εξωτερικό και οι οποίες αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, που ευρίσκεται ή λειτουργεί εντός της επικρατείας του ή για τα οποία έχει υποβληθεί αίτηση για εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά, και β) στις πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του και οι οποίες αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά σε κράτος μέλος ή για τις οποίες έχει υποβληθεί αίτηση για εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά.

Εκ των ανωτέρω αναφερομένων, καθίσταται εμφανές ότι η Οδηγία αυτή επικαιροποιεί επεκτείνοντας το πεδίο εφαρμογής της καταργηθείσας από αυτήν Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ. Δέον να επισημανθεί ότι οι συγκεκριμένες διατάξεις έχουν πλήρως ενταχθεί στην εθνική έννομη τάξη⁹⁵.

2. Η ρητή απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς, όπως συμπληρώνεται από τα μέτρα που ελήφθησαν στο πλαίσιο του επιπέδου 2 και 3 της διαδικασίας Lamfalussy

Η Οδηγία 2003/6/EK απαγορεύει ρητώς τη χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 5 της Οδηγίας αυτής ορίζεται ότι «Τα κράτη μέλη απαγορεύουν σε κάθε πρόσωπο να προβαίνει σε χειραγώγηση της αγοράς». Όπως καθίσταται εμφανές, η διάταξη αυτή καθεαυτή από μόνη της δε βοηθάει στην κατανόηση της απαγορεύσεως αυτής. Για το λόγο αυτό καθοριστικής σημασίας είναι οι διατάξεις της ως άνω Οδηγίας όσον αφορά τον καθορισμό της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς. Σημειώνεται ότι στην ενότητα αυτή δεν θα ασχοληθούμε με την έννοια αυτή καθεαυτή της χειραγώγησης της αγοράς, η οποία αναλυτικά καθορίστηκε στο κεφάλαιο Α, αλλά εν προκειμένω με τον τρόπο διαμόρφωσης του ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση και την περαιτέρω εξειδίκευση της απαγορευμένης αυτής πρακτικής στο πλαίσιο του επιπέδου 2 και 3

πληροφοριών».

⁹⁵ Ίδετε άρθρο 20 του Ν. 3340/2005.

της διαδικασίας Lamfalussy.

Ο καθορισμός της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς γίνεται κατά πολύπλοκο τρόπο⁹⁶: αρχικά στην Οδηγία 2003/6/EK, κατά δεύτερον σε δύο οδηγίες που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του επιπέδου 2, ήτοι στην Οδηγία 2003/124/EK της Επιτροπής⁹⁷ και στην Οδηγία 2004/72/EK της Επιτροπής⁹⁸, τρίτον, στις κατευθυντήριες γραμμές της πρώην CESR (νυν ESMA), στις οποίες κατωτέρω θα αναφερθούμε.

Δέον να επισημανθεί ότι το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς, πέραν της Οδηγίας 2003/6/EK που υιοθετήθηκε στο πλαίσιο του επιπέδου 1, αποτελείται από τις ακόλουθες ενωσιακές νομικές πράξεις, υιοθετηθείσες στο πλαίσιο του **επιπέδου 2**:

1. Η Οδηγία 2003/124/EK της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς,
2. Η Οδηγία 2003/125/EK της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων⁹⁹,
3. Η Οδηγία 2004/72/EK της Επιτροπής της 29^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών¹⁰⁰ και
4. Ο Κανονισμός (ΕΚ) 2273/2003 της Επιτροπής της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα

⁹⁶ Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A case-based analysis*, Law and Financial Markets Review, 2008, σελ. 39-49, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://ssrn.com/abstract=1066603>

⁹⁷ Οδηγία 2003/124/EK της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, E.E. L 339, 24.12.2003, σελ. 70-72

⁹⁸ Οδηγία 2004/72/EK της Επιτροπής της 29^{ης} Απριλίου 2004 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών, E.E. L 162, 30.4.2004, σελ. 70-75

⁹⁹ E.E. L 339, 24.12.2003, σελ. 73-77

¹⁰⁰ E.E. L 162, 30.4.2004, σελ. 70-75

προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων¹⁰¹.

Εκ των ανωτέρω, καθίσταται εμφανές ότι τα περισσότερα από τα μέτρα που εκδόθηκαν στο δεύτερο στάδιο της διαδικασίας Lamfalussy για την υλοποίηση της Οδηγίας 2003/6/EK έχουν τη μορφή οδηγιών. Οι κανονισμοί παραμένουν η εξαίρεση. Συγκεκριμένα, εκ των τεσσάρων μέτρων που εκδόθηκαν στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 μόνο ένα μέτρο είναι κανονισμός, άμεσα εφαρμοστέος στις εθνικές έννομες τάξεις. Τα υπόλοιπα τρία μέτρα είναι οδηγίες που παρέχουν στα κράτη μέλη ρητές ή σιωπηρές επιλογές, έστω και εάν οι περισσότερες διατάξεις τους είναι πολύ αναλυτικές¹⁰².

Όπως ανωτέρω υπό I.B.2. καταδείχθηκε, η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς καθορίστηκε στις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/EK και διευκρινίστηκε περαιτέρω με τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/124/EK. Καθίσταται εμφανές εκ των ως άνω διατάξεων ότι απαγορεύεται η χειραγώγηση, διότι αποτελεί αθέμιτο επηρεασμό του μηχανισμού εύρεσης της τιμής ισορροπίας στην αγορά, δεδομένου ότι όπως θεωρείται από πολλούς οικονομολόγους, ο καλύτερος τρόπος για να βρει κανείς την αξία ενός προϊόντος είναι η τιμή αγοράς και πώλησης¹⁰³.

Περαιτέρω, στο πλαίσιο του **επιπέδου 3** της διαδικασίας Lamfalussy, η πρώην CESR (νυν ESMA) εξέδωσε τα ακόλουθα μέτρα μη δεσμευτικής ισχύος με τη μορφή κατευθυντηρίων γραμμών¹⁰⁴ όσον αφορά τη χειραγώγηση της αγοράς:

Συγκεκριμένα, στον τομέα της κατάχρησης αγοράς μέχρι σήμερα έχουν εκδοθεί τρία (3) σύνολα κατευθυντηρίων γραμμών, η ισχύς των οποίων είναι μη δεσμευτική και τα οποία είναι τα ακόλουθα:

1. Το πρώτο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών αφορά τις αποδεκτές πρακτικές στην αγορά, τις πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς και τις αναφορές ύποπτων συναλλαγών (Market Abuse Directive Level 3-first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive¹⁰⁵). Υπήρξε και συμπληρωματικό έγγραφο του πρώτου αυτού συνόλου κατευθυντηρίων γραμμών, ήτοι το Market Abuse Directive-Level 3-first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Feedback statement¹⁰⁶.
2. Το δεύτερο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών αφορά την έννοια της προνομιακής πληροφορίας, τους λόγους αναβολής της δημοσιοποίησης της πληροφορίας από τον εκδότη και τους καταλόγους κατόχων προνομιακών

¹⁰¹ E.E. L 336, 23.12.2003, σελ. 33-38

¹⁰² Carmine di Noia, European Commission Conference, Bruxelles, 12.11.2008, Reviewing Market Abuse regime: some indications from the ESME report, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση:
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/mad_di_noia_en.pdf

¹⁰³ οπ.π., Αιμίλιος Αυγουλέας, 2009, σελ. 305.

¹⁰⁴ Ειδικά σε ό,τι αφορά τη νομική φύση των μέτρων που υιοθετούνται στο επίπεδο 3 –από την πρώην CESR (νυν ESMA) στον τομέα των κεφαλαιαγορών, σημειώνεται ότι οι κανόνες αυτοί αποτελούν ήπιο ενωσιακό δίκαιο (soft law), αφενός μεν λόγω της προέλευσής τους από την πρώην CESR (νυν ESMA), η οποία δεν διαθέτει εξουσία παραγωγής νομικά δεσμευτικών πράξεων, αφετέρου λόγω του περιεχομένου που, τουλάχιστον μέχρι στιγμής, έχουν (ήτοι περιγραφή τεχνικών προδιαγραφών, ενδεικτική απαρίθμηση, ενθάρρυνση των εμπλεκόμενων για τήρηση ορισμένων πρακτικών και αποφυγή άλλων).

¹⁰⁵ CESR/04-505b, διαθέσιμο στην επίσημη ηλεκτρονική διεύθυνση της ESMA, ήτοι www.esma.europa.eu/page/Market-abuse

¹⁰⁶ CESR/05-274, διαθέσιμο στην ανωτέρω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση.

πληροφοριών (Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market¹⁰⁷). Υπήρξε και συμπληρωματικό έγγραφο του πρώτου αυτού συνόλου κατευθυντηρίων γραμμών, ήτοι το Market Abuse Directive-Level 3-second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback statement¹⁰⁸.

3. Το τρίτο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών αφορά τους καταλόγους κατόχων προνομιακών πληροφοριών, τις αναφορές ύποπτων συναλλαγών, τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων και τα προγράμματα επαγοράς, όπως επίσης και τη διττή έννοια της προνομιακής πληροφορίας (Market Abuse Directive Level 3-third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market¹⁰⁹). Υπήρξε και συμπληρωματικό έγγραφο του πρώτου αυτού συνόλου κατευθυντηρίων γραμμών, ήτοι το Market Abuse Directive-Level 3-third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback statement¹¹⁰.

Η πρώην CESR (νυν ESMA) παρεμβαίνει στο στάδιο αυτό (επίπεδο 3 της διαδικασίας Lamfalussy), ώστε να διασφαλιστεί η συνεργασία και ο συντονισμός των εθνικών ρυθμιστικών αρχών σχετικά με την υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/EK και των εκτελεστικών της μέτρων στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών. Στις πρώτες κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η πρώην CESR (νυν ESMA) και ειδικότερα στην τέταρτη Ενότητα αυτών¹¹¹, γίνεται ενδεικτική αναφορά σε μια σειρά από πρακτικές, που θα μπορούσαν να αποτελούν χειραγώγηση της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τα κριτήρια και ενδείξεις που τίθενται στην Οδηγία 2003/6/EK και στα εκτελεστικά μέτρα που εκδόθηκαν για την εφαρμογή αυτής. Καθίσταται εμφανές ότι οι ως άνω πρακτικές προβλέπονται και στο κείμενο της Οδηγίας 2003/6/EK, όπως και της Οδηγίας 2003/124/EK. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι τα παραδείγματα που παρατίθενται από την πρώην CESR (νυν ESMA) λειτουργούν διευκρινιστικά στις διατάξεις των ως άνω Οδηγιών, προκειμένου να συμβάλουν στη διευκόλυνση του έργου των αρμοδίων εθνικών εποπτικών αρχών. Επισημαίνεται ότι η ESMA εξέδωσε πρόσφατα και συγκεκριμένα την 24.2.2012 κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα συστήματα και τους μηχανισμούς ελέγχου σε περιβάλλον αυτοματοποιημένων συναλλαγών για χώρους διαπραγμάτευσης, επιχειρήσεις επενδύσεων και αρμόδιες αρχές¹¹², σύμφωνα με τις οποίες προσδιορίζει τις απαραίτητες οργανωτικές απαιτήσεις για την πρόληψη χειραγώγησης της αγοράς από τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και τις επιχειρήσεις επενδύσεων σε περιβάλλον αυτοματοποιημένων συναλλαγών¹¹³.

¹⁰⁷ CESR/06-562b, διαθέσιμο στην ως άνω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση της ESMA. Σημειώνεται ότι το δεύτερο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών υποβλήθηκε σε διαβούλευση τον Νοέμβριο του 2006 και έληξε στις 2 Φεβρουαρίου 2007.

¹⁰⁸ CESR/07-402, διαθέσιμο στην ως άνω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση.

¹⁰⁹ CESR/09-219, διαθέσιμο στην ως άνω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση.

¹¹⁰ CESR/09-220, διαθέσιμο στην ως άνω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση. Σημειώνεται ότι το τρίτο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών υποβλήθηκε σε διαβούλευση τον Οκτώβριο του 2008 και έληξε στις 15 Μαΐου 2009.

¹¹¹ οπ.π., CESR/04-505b, όροι 4.8 έως 4.18.

¹¹² ESMA/2012/122, 24.2.2012, διαθέσιμο στην ως άνω αναφερομένη ηλεκτρονική διεύθυνση.

¹¹³ Ibid, Κατευθυντήρια γραμμή 5 και 6, σελ. 19-23.

3. Αμάχητα τεκμήρια νομιμότητας (safe harbours) για συναλλαγές και πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς

3.1. Τα προγράμματα επαναγοράς και οι πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων

Σύμφωνα με το άρθρο 8 της Οδηγίας 2003/6/EK και τη σκέψη 33 του Προοιμίου αυτής δεν μπορούν σε καμία περίπτωση να αποτελέσουν χειραγώγηση της αγοράς οι πράξεις επί ιδίων μετοχών, που διενεργούνται στο πλαίσιο είτε προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών είτε σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων. Το τεκμήριο νομιμότητας υπέρ της ως άνω διατάξεως υπόκειται στην προϋπόθεση ότι οι σχετικές συναλλαγές συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις του Κανονισμού 2273/2003/EK της Επιτροπής¹¹⁴, ο οποίος εκδόθηκε ως εκτελεστικό μέτρο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK και είναι άμεσα εκτελεστός σε κάθε κράτος μέλος. Η Επιτροπή επιλέγοντας να υιοθετήσει έναν κανονισμό αντί μιας οδηγίας, είχε ως στόχο τη μέγιστη δυνατή εναρμόνιση του ρυθμιστικού και κανονιστικού πλαισίου των κρατών μελών όσον αφορά τα προγράμματα επαναγοράς και τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων¹¹⁵. Η υιοθέτηση άλλωστε ενός κανονισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο βαθμό νομικής σαφήνειας κατά την ενσωμάτωση και εφαρμογή των σχετικών κανόνων στην έννομη τάξη κάθε κράτους μέλους.

Παρά ταύτα, οι πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών και οι πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων, που δεν συμμορφώνονται με τις διατάξεις του ως άνω Κανονισμού «δεν πρέπει να θεωρούνται ότι συνιστούν αφ'εαυτές κατάχρηση αγοράς»¹¹⁶. Η τήρηση, συνεπώς, των διατάξεων του Κανονισμού αυτού, όπως κατωτέρω θα αναλυθούν, δεν αποτελεί παρά τεκμήριο νομιμότητας για το επιχειρούμενο πρόγραμμα επαναγοράς. Οι πράξεις αυτές θα πρέπει να εξετάζονται ad hoc από τις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών, προκειμένου να επιβάλουν την προβλεπόμενη από την Οδηγία 2003/6/EK απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς και να εφαρμόσουν τα απαραίτητα διοικητικά μέτρα ή κυρώσεις¹¹⁷.

Τα προγράμματα επαναγοράς χρησιμοποιούνται προκειμένου να επιτευχθεί τεχνική καλύτερευση των αποτελεσμάτων χρήσης ή της αξίας του ενεργητικού των εταιριών που τα υιοθετούν, καθόσον αυξάνεται η αξία των μετοχών και γίνεται διανομή ενός μέρους των αποθεματικών στους μετόχους. Ο Κανονισμός 2273/2003/EK ορίζει τα προγράμματα επαναγοράς ως πράξεις (που διενεργεί ένας εκδότης) επί ιδίων μετοχών σύμφωνα και με τα άρθρα 19 και 24 της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ¹¹⁸. Σύμφωνα με το άρθρο 3 του ως άνω Κανονισμού, η προβλεπόμενη στην Οδηγία 2003/6/EK απαλλαγή για τα προγράμματα επαναγοράς επεκτείνεται μόνο στα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών με καθορισμένο χρονοδιάγραμμα, που αποσκοπούν στη μείωση του κεφαλαίου τους (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από τίτλους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους, ή πρόγραμμα διανομής μετοχών σε

¹¹⁴ ο.π., Κανονισμός 2273/2003/EK της Επιτροπής, της 22.12.2003, ΕΕ L336, 23.12.2003, σελ. 33-38.

¹¹⁵ ο.π., Emiliós E. Avgouleas, A critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, 2005, σελ. 208.

¹¹⁶ ο.π., Κανονισμός 2273/2003/EK, σκέψη 2.

¹¹⁷ Ibid, σκέψη 3 του Προοιμίου του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹¹⁸ Ibid, άρθρο 3 του Κανονισμού 2273/2003/EK

εργαζομένους, του εκδότη ή συνδεδεμένης με αυτόν εταιρίας. Οι σκοποί των ανωτέρω προγραμμάτων μπορούν να επιτευχθούν μέσω παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων¹¹⁹. Επιπρόσθετα, προκειμένου οι εκδότες να επωφελούνται της ως άνω αναφερομένης απαλλαγής, θα πρέπει να συμμορφώνονται με α) τους όρους δημοσιοποίησης και εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς, που τίθενται στα άρθρα 4 έως 6 του ίδιου Κανονισμού, και β) τις προϋποθέσεις σχετικά με τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου¹²⁰ σύμφωνα με το άρθρο 19 παρ. 1 της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ (2^η Τραπεζική Οδηγία)¹²¹, απαιτώντας την έγκριση του εν λόγω προγράμματος από τις αρμόδιες αρχές¹²². Ειδικότερα όσον αφορά το άρθρο 5 του ίδιου ως άνω Κανονισμού, οι εκδότες θα πρέπει να συμμορφώνονται με τους όρους διενέργειας των πράξεων και συγκεκριμένα ο εκδότης δεν πρέπει να αγοράζει αναφορικά με τον όγκο των συναλλαγών, ποσοστό μεγαλύτερο από 25% του μέσου ημερήσιου όγκου των μετοχών που διαπραγματεύονται στην συγκεκριμένη οργανωμένη αγορά, και αναφορικά με την τιμή, στην περίπτωση οργανωμένης αγοράς σε τιμή ανώτερη από εκείνη στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της τρέχουσας υψηλότερης ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη¹²³. Τέλος, όσον αφορά το άρθρο 6 του ανωτέρω Κανονισμού, οι εκδότες θα πρέπει να συμμορφώνονται με τους περιορισμούς που αναφέρονται σχετικά, ήτοι ο εκδότης δεν πρέπει βασικά α) να πωλεί ίδιες μετοχές κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος, β) να διενεργεί πράξεις κατά την «κλειστή περίοδο», γ) να διενεργεί πράξεις σε περίπτωση αναβολής της δημοσιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών¹²⁴.

Όσον αφορά δε τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων, σύμφωνα με τον Κανονισμό 2273/2003/ΕΚ αυτές αφορούν αγορές ή προσφορές αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, ή συναλλαγές σε συνδεδεμένα με αυτά ισοδύναμα, οι οποίες διενεργούνται από επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών ή πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο σημαντικής διάθεσης τέτοιων κινητών αξιών, με αποκλειστικό σκοπό τη στήριξη της αγοραστικής δύναμης των εν λόγω αξιών για καθορισμένη χρονική περίοδο, λόγω πίεσης που ασκείται στις τιμές αυτών¹²⁵. Στόχος των πράξεων σταθεροποίησης είναι η βραχυχρόνια στήριξη της τιμής προσφοράς των σχετικών κινητών αξιών, καθόσον με αυτόν τρόπο μειώνονται οι πτωτικές πιέσεις της τιμής τους και διατηρούνται ομαλές συνθήκες στην συγκεκριμένη αγορά¹²⁶. Καθίσταται εμφανές ότι κατά αυτόν τον τρόπο ενισχύεται η εμπιστοσύνη όχι μόνο των εκδοτών αλλά και των επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, δεδομένου ότι οι πράξεις αυτές διενεργούνται προς το

¹¹⁹ Άρθρο 5 παρ. 1 εδ. 3 του Κανονισμού 2273//2003/ΕΚ.

¹²⁰ Άρθρο 4 παρ. 1 του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ.

¹²¹ Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία 77/91/ΕΟΚ της 13.12.1976 για τον συντονισμό των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 58 δεύτερη παράγραφος της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της, ΕΕ L 26, 31.1.1977, σελ. 1-13.

¹²² ο.π., Emiliós E. Avgouleas, A critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation, 2005, σελ. 208.

¹²³ Άρθρο 5 παρ. 1 και 2 του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ.

¹²⁴ Άρθρο 6 παρ. 2 του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ.

¹²⁵ Άρθρο 2 παρ. 7 του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ.

¹²⁶ Ίδετε Σκέψη 11 του Προοιμίου του Κανονισμού 2273/2003/ΕΚ.

συμφέρον όχι μόνο των εκδοτών αλλά και των επενδυτών, που έχουν εγγραφεί για αγορά ή έχουν αγοράσει τις αξίες αυτές στο πλαίσιο διάθεσης σημαντικού αριθμού τους¹²⁷.

Προκειμένου να αποφευχθούν ενδεχόμενες συγκρούσεις μεταξύ των εκδοτών και των επενδυτών, που δύνανται να προκληθούν κατά τον σχεδιασμό και την εκτέλεση πράξεων σταθεροποίησης, και προς αποφυγή της εφαρμογής των διατάξεων της Οδηγίας 2003/6/EK, θα πρέπει οι πράξεις αυτές να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις που τίθενται στον ίδιο ως άνω Κανονισμό, ήτοι χρονικούς περιορισμούς της διάρκειας των πράξεων αυτών, όρους δημοσιοποίησης και πληροφόρησης, όρους για τις τιμές, καθώς και ειδικούς όρους που διέπουν τη συμπληρωματική σταθεροποίηση¹²⁸. Κατά αυτόν τον τρόπο, οι επιτρεπόμενες μορφές σταθεροποίησης περιλαμβάνουν:

α) αγορές μεταβιβάσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων¹²⁹ και συναλλαγές σε «συνδεδεμένα με αυτά ισοδύναμα»¹³⁰, οι οποίες διενεργούνται «στο πλαίσιο σημαντικής διάθεσης» τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων και με αποκλειστικό σκοπό τη στήριξη της αγοραστικής δύναμης των εν λόγω μέσων (για προκαθορισμένη χρονική περίοδο). Όλες οι συναλλαγές πρέπει να διενεργούνται από επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών ή πιστωτικά ιδρύματα¹³¹, τα οποία ενεργούν για λογαριασμό του εκδότη ή του προσώπου που κάνει την προσφορά¹³², και

β) τη χρήση μεθόδων συμπληρωματικής σταθεροποίησης, όπως είναι η χρήση της «ρήτρας επιπρόσθετης κατανομής σχετικών κινητών αξιών» («overallotment facility»¹³³ και το «δικαίωμα αγοράς επιπρόσθετων σχετικών κινητών αξιών» («Greenshoe option»)¹³⁴.

¹²⁷ Μ. Παπαντώνη, *Κατάχρηση αγοράς στο κοινοτικό και εθνικό δίκαιο* σε «Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς», Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ.267.

¹²⁸ Ίδετε σχετικά, άρθρα 7 έως 11 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹²⁹ Άρθρο 2 παρ. 6 και 7 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹³⁰ Ως «συνδεδεμένα μέσα» νοούνται τα ακόλουθα χρηματοπιστωτικά μέσα (συμπεριλαμβανομένων των μέσων που δεν είναι εισηγμένα για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, ή για τα οποία δεν έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, υπό τον όρο ότι οι σχετικές αρμόδιες αρχές έχουν συμφωνήσει να εφαρμόζουν πρότυπα διαφάνειας για τις πράξεις σε αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα): α) συμβόλαια ή δικαιώματα εγγραφής, απόκτησης ή διάθεσης των σχετικών κινητών αξιών, β) παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα σε σχετικές κινητές αξίες, γ) όταν οι σχετικές κινητές αξίες είναι μετατρέψιμοι ή ανταλλάξιμοι τίτλοι χρέους, οι κινητές αξίες στις οποίες αυτοί οι μετατρέψιμοι ή ανταλλάξιμοι τίτλοι χρέους μπορούν να μετατραπούν ή να ανταλλαγούν, δ) μέσα που εκδίδονται ή καλύπτονται από την εγγύηση του εκδότη ή του εγγυητή των σχετικών κινητών αξιών και των οποίων η αγοραία τιμή ενδέχεται να επηρεάσει ουσιαστικά την τιμή των σχετικών κινητών αξιών, ή αντιστρόφως, ε) όταν οι σχετικές κινητές αξίες είναι κινητές αξίες ισοδύναμες με μετοχές, οι μετοχές που αναπαρίστανται από αυτές τις κινητές αξίες (και οποιεσδήποτε άλλες κινητές αξίες που ισοδυναμούν με αυτές τις μετοχές), ίδετε άρθρο 2 παρ. 8 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹³¹ Ίδετε σχετικά, άρθρο 2 παρ. 7 του Κανονισμού 2273/2003/EK

¹³² Ως «προσφών» νοείται ο προηγούμενος κάτοχος των σχετικών κινητών αξιών ή η οντότητα που εκδίδει τις σχετικές κινητές αξίες, ίδετε άρθρο 2 παρ. 10 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹³³ Ως «ρήτρα επιπρόσθετης κατανομής σχετικών κινητών αξιών» νοείται όρος στη σύμβαση αναδοχής ή στη σύμβαση κύριας αναδοχής ο οποίος επιτρέπει την αποδοχή

3.2. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής

Στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK δεν εμπίπτουν και συνεπώς, δεν απαγορεύονται οι πράξεις που διενεργούνται κατά την άσκηση νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή πολιτικής διαχείρισης δημόσιου χρέους από ένα κράτος μέλος, από το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών, από εθνική κεντρική τράπεζα ή από οποιοδήποτε όργανο επίσημα εξουσιοδοτημένο για το σκοπό αυτό, ή από οποιοδήποτε ενεργούντα για λογαριασμό τους¹³⁵. Αξιον απορίας αποτελεί για ποιο λόγο ο κοινοτικός νομοθέτης συνέδεσε τις παραπάνω πράξεις, που διενεργούνται για το δημόσιο ή γενικότερο συμφέρον, με την απαγορευμένη πρακτική της χειραγώγησης της αγοράς, πλην όμως τις έθεσε εκτός του πεδίου εφαρμογής της ως άνω Οδηγίας. Ενδεχομένως οι ως άνω πράξεις άσκησης νομισματικής ή συναλλαγματικής πολιτικής ή πολιτικής διαχείρισης δημόσιου χρέους μπορούν να συνδεθούν με νόμιμη χειραγώγηση αγοράς¹³⁶.

3.3. Οι αποδεκτές πρακτικές αγοράς (Accepted Market Practices)

Αδιαμφισβητητα κάθε πράξη ή πρακτική που δύναται να διαταράξει τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών απαγορεύεται. Η λειτουργία όμως των κεφαλαιαγορών δε θα μπορούσε και δε ρυθμίζεται κατά απόλυτο τρόπο¹³⁷. Ο ενωσιακός νομοθέτης έχει θεσπίσει το τεκμήριο της νομιμότητας στους παρεμβαίνοντες στις κεφαλαιαγορές¹³⁸. Οι τελευταίοι δικαιούνται να αποδείξουν ότι στην περίπτωση που διενεργούσαν τις εξεταζόμενες συναλλαγές, στόχος τους δεν ήταν να προσβάλλουν την ακεραιότητα και διαφάνεια της αγοράς. Συνεπώς οι πράξεις αυτές είναι νόμιμες, διότι συνάδουν προς τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς και ως εκ τούτου, δεν συνιστούν χειραγώγηση αγοράς¹³⁹.

Η έννοια των αποδεκτών πρακτικών αγοράς (Accepted Market Practices) ορίζεται ως ξεχωριστή έννοια στην Οδηγία 2003/6/EK και συγκεκριμένα στο άρθρο 1 παρ. 5 εδάφιο α) αυτής, όπως αυτό τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2008/26/EK¹⁴⁰. Στην έννοια των αποδεκτών πρακτικών αγοράς, για τους σκοπούς της Οδηγίας αυτής, εμπίπτουν εκείνες οι πρακτικές «*οι οποίες αναμένονται ευλόγως σε μία ή περισσότερες χρηματοοικονομικές αγορές και είναι αποδεκτές από την αρμόδια αρχή σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές που εγκρίνονται από την Επιτροπή*». Σύμφωνα με τον ως άνω ορισμό, σε εθνικό επίπεδο, αποδεκτές πρακτικές της αγοράς είναι οι πρακτικές, οι οποίες αναμένονται ευλόγως σε μία ή περισσότερες χρηματοπιστωτικές αγορές και είναι αποδεκτές από την Επιτροπή

εγγραφών ή προσφορών για αγορά μεγαλύτερου αριθμού σχετικών κινητών αξιών από τον αρχικά προσφερόμενο, ίδετε άρθρο 2 παρ. 13 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹³⁴ Ως «δικαίωμα αγοράς επιπρόσθετων σχετικών κινητών αξιών» νοείται το δικαίωμα που χορηγεί ο προσφέρων στην ενεργούσα ή στις ενεργούσες την προσφορά, ίδετε άρθρο 2 παρ. 14 του Κανονισμού 2273/2003/EK.

¹³⁵ Άρθρο 7 της Οδηγίας 2003/6/EK .

¹³⁶ οπ.π., Μαρία Παπαντώνη, 2009, σελ. 265.

¹³⁷ Ibid, σελ.267.

¹³⁸ Άρθρο 1 παρ. 1 στοιχ. α) εδάφιο γ' της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹³⁹ Άρθρο 2 παρ. α) εδάφιο 4 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁴⁰ Οδηγία 2008/26/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11.3.2008, για την τροποποίηση της οδηγίας 2003/6/EK σε σχέση με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) όσον αφορά τις εκτελεστικές αρμοδιότητες της Επιτροπής, ΕΕ L 81, 20.3.2008, σελ. 42-44.

Κεφαλαιαγοράς. Επισημαίνεται ότι η εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK, όπως επίσης και των λοιπών Οδηγιών που εκδόθηκαν για την υλοποίηση της εφαρμογής της, ανατίθεται υπό την επιφύλαξη των αρμοδιοτήτων των δικαστικών αρχών, στην αρμόδια διοικητική αρχή που ορίζεται από κάθε κράτος μέλος¹⁴¹. Στην περίπτωση της Ελλάδας αρμόδια είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹⁴².

Με σκοπό την ενιαία καταγραφή σε ευρωπαϊκό επίπεδο των αποδεκτών πρακτικών των αγορών υιοθετήθηκε η Οδηγία 2004/72/EK¹⁴³, η οποία εκδόθηκε ως εκτελεστικό μέτρο για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK. Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1 αυτής, καθορίστηκαν τα κριτήρια που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την εξέταση των πρακτικών της αγοράς από τους αρμόδιους φορείς¹⁴⁴. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το ως άνω άρθρο, οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη, όταν εξετάζεται εάν μια συγκεκριμένη πρακτική της αγοράς μπορεί να γίνει αποδεκτή, είναι οι ακόλουθοι¹⁴⁵:

- α) ο βαθμός διαφάνειας της πρακτικής σε σχέση με το σύνολο της αγοράς,
- β) η ανάγκη να διασφαλιστεί η λειτουργία των δυνάμεων της αγοράς και η κατάλληλη αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης. Προς τούτο, ο αρμόδιος εποπτικός φορέας πρέπει να αναλύει τις επιπτώσεις που έχει η σχετική πρακτική με βάση τις κυριότερες παραμέτρους της αγοράς, όπως οι συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά προ της εφαρμογής της εν λόγω πρακτικής, η μέση σταθμισμένη τιμή σε μία μόνο συνεδρίαση ή η καθημερινή τιμή κλεισίματος,
- γ) ο βαθμός στον οποίο η πρακτική επηρεάζει τη ρευστότητα και την αποτελεσματικότητα της αγοράς,
- δ) ο βαθμός στον οποίο η πρακτική λαμβάνει υπόψη τους μηχανισμούς διαπραγματεύσεως της σχετικής αγοράς και επιτρέπει στους συμμετέχοντες στην αγορά να αντιδρούν κατάλληλα και έγκαιρα σε κάθε νέα κατάσταση της αγοράς που δημιουργεί η πρακτική αυτή,
- ε) οι εγγενείς κίνδυνοι της πρακτικής για την ακεραιότητα άμεσα ή έμμεσα συνδεόμενων αγορών, ρυθμιζόμενων ή μη, στις οποίες το σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο διαπραγματεύεται στην Κοινότητα,
- στ) το αποτέλεσμα οποιασδήποτε έρευνας σχετικά με την πρακτική εκ μέρους αρμόδιας αρχής ή άλλης αρχής που αναφέρεται στο άρθρο 12 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/EK, ιδίως όσον αφορά περιπτώσεις στις οποίες η πρακτική παραβιάζει κανόνες ή διατάξεις για την αποφυγή της κατάχρησης αγοράς ή κώδικες δεοντολογίας, στην εξεταζόμενη αγορά ή σε άμεσα ή έμμεσα συνδεόμενες αγορές στην Ε.Ε,
- ζ) τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της σχετικής αγοράς, και ιδίως αν πρόκειται ή όχι για ρυθμιζόμενη αγορά, τα είδη των διαπραγματευόμενων σε αυτήν χρηματοπιστωτικών μέσων και τα είδη των συμμετεχόντων στην αγορά και ιδίως το βαθμό συμμετοχής των μικροεπενδυτών στη σχετική αγορά.

¹⁴¹ Ίδετε σχετικά, άρθρο 11 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁴² Ίδετε και το άρθρο 21 του Ν. 3340/2005.

¹⁴³ οπ.π., ΕΕ L, 162/70, 30.04.2004.

¹⁴⁴ Στην Ελλάδα αρμόδιο να καθορίζει τα επιμέρους κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη, για το χαρακτηρισμό μιας πρακτικής της αγοράς ως αποδεκτής είναι το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 10 του Ν. 3340/2005.

¹⁴⁵ Το άρθρο 2 παρ. 1 της Οδηγίας 2004/72/EK έχει μεταφερθεί σε εθνικό επίπεδο ως άρθρο 2 της Απόφασης 5/347/12/7/2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Εκ μίας απλής ανάγνωσης των ανωτέρω κριτηρίων καθίσταται εμφανής η αοριστία του περιεχομένου αυτών και αναγνωρίζεται ότι η καταγραφή των κριτηρίων αυτών δεν είναι σε καμία περίπτωση εξαντλητική, αλλά αντιθέτως γίνεται σε ενδεικτική βάση¹⁴⁶. Ο αρμόδιος εποπτικός φορέας οφείλει να επαναξετάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψιν σημαντικές μεταβολές του περιβάλλοντος της εγχώριας αγοράς, όπως μεταβολές των κανόνων διαπραγμάτευσης ή της υποδομής της αγοράς¹⁴⁷.

Επιπλέον, σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 2 της Οδηγίας 2004/72/EK, οι νέες και αναδυόμενες πρακτικές, ήτοι αυτές που δεν έχουν ακόμη αναγνωρισθεί από τη σχετική αγορά, δεν πρέπει να θεωρούνται μη αποδεκτές. Εκ μίας γραμματικής ανάγνωσης της εν λόγω διάταξης είναι δυνατόν να δημιουργηθούν «σοβαρές επιφυλάξεις σχετικά με την ασφάλεια των συναλλαγών, που σε καμία περίπτωση δεν έχει ουτοπικούς ή παιδαγωγικούς σκοπούς»¹⁴⁸. Τέλος, εκ του άρθρου 2 παρ. 1 στοιχ. ε και στ και παρ. 2 της Οδηγίας 2004/72/EK καθίσταται εμφανές ότι ο ενωσιακός νομοθέτης επιχειρεί τον μη αποκλεισμό των πρακτικών εκείνων που μπορεί να μην είναι αποδεκτές σε μία αγορά, αλλά οι ίδιες έχουν αναγνωρισθεί σε άλλη πιο αναπτυγμένη εν συγκρίσει με την πρώτη. Εκ της ως άνω διάταξης γίνεται εμφανής η πρόθεση του ενωσιακού νομοθέτη να «εκπαιδευτούν» οι λιγότερο αναπτυγμένες αγορές, στις οποίες δεν έχουν εμφανισθεί πρακτικές, οι οποίες εντούτοις μπορεί να γίνουν αποδεκτές αν και είναι «νέες». Θα πρέπει βέβαια να επισημανθεί ότι το κατά πόσο μια πρακτική δύναται να γίνει αποδεκτή σε μία αγορά συνιστά εθνική ευθύνη της κατά τόπο αρμόδιας αρχής, καθόσον μια πρακτική κάτω από ειδικές συνθήκες μπορεί να είναι αποδεκτή σε μία αγορά, γεγονός το οποίο μπορεί να μην ισχύει σε άλλη αγορά¹⁴⁹.

Η αναγνώριση και απόρριψη πρακτικών ως αποδεκτών, πέραν των ως άνω κριτηρίων, συντελείται στο πλαίσιο του άρθρου 3 της Οδηγίας 2004/72/EK με διαδικασία διαβούλευσης και δημοσιοποίησης αποφάσεων της αρμόδιας ρυθμιστικής αρχής. Σημαντική επίσης είναι η συμβολή της πρώην CESR (νυν ESMA) στο θέμα των αποδεκτών πρακτικών αγοράς. Συγκεκριμένα, η πρώην CESR (νυν ESMA) καθορίζει αναλυτικά το περιεχόμενο που πρέπει να έχει το έγγραφο της αναγνώρισης μιας αποδεκτής πρακτικής από μια εθνική ρυθμιστική αρχή στις πρώτες κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε στο πλαίσιο του επιπέδου 3 όσον αφορά τον τομέα της κατάχρησης αγοράς¹⁵⁰.

Πέραν των ανωτέρω αναφερομένων, πρέπει να επισημανθεί ότι σύμφωνα με την διάταξη του άρθρου 1 παρ. 2 στοιχ. α) εδάφιο γ' της Οδηγίας 2003/6/EK ορίζεται ότι εάν το πρόσωπο που πραγματοποίησε τις συναλλαγές ή έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών αποδεικνύει ότι πραγματοποίησε αυτές τις συναλλαγές ή έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής οργανωμένης αγοράς, οι εν λόγω συναλλαγές ή εντολές δεν συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς. Η συγκεκριμένη διάταξη δεν παρέχει στα πρόσωπα που διενεργούν τις ως άνω πράξεις αμάχητο τεκμήριο νομιμότητας. Επομένως,

¹⁴⁶ οπ.π., Μ. Παπαντώνη, 2009, σελ. 269.

¹⁴⁷ Τούτο ορίζεται στο άρθρο 2 παρ. 3 της Οδηγίας 2004/72/EK.

¹⁴⁸ οπ.π., Μ. Παπαντώνη, 2009, σελ. 269.

¹⁴⁹ Ίδετε στην ηλεκτρονική διεύθυνση της ESMA, www.esma.europa.eu σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK, Frequently asked questions, Accepted market practices.

¹⁵⁰ οπ.π., CESR/04-505b, σελ. 6-8.

προκειμένου τα πρόσωπα αυτά να απαλλαχθούν της κατηγορίας ότι διενεργούν χειραγώγηση της αγοράς, δεν αρκεί να επικαλεσθούν τα τελευταία ότι είναι σύμφωνα με μια αποδεκτή πρακτική αγοράς, αλλά επιπλέον να αποδείξουν ότι ο σκοπός των εν λόγω συναλλαγών ήταν θεμιτός. Εισάγεται λοιπόν το στοιχείο της πρόθεσης, το οποίο δεν είναι εύκολο να αποδειχθεί. Τέλος, όσον αφορά στους δημοσιογράφους, γίνεται ειδική αναφορά στην Οδηγία 2003/6/EK. Συγκεκριμένα, όταν οι δημοσιογράφοι ενεργούν στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους ιδιότητας, η διάδοση πληροφοριών πρέπει να κρίνεται, λαμβάνοντας υπόψιν τους κανόνες του επαγγέλματος, εκτός εάν οι δημοσιογράφοι αντλούν, άμεσα ή έμμεσα, όφελος ή κέρδη από τη διάδοση των εν λόγω πληροφοριών¹⁵¹.

Γ. Προληπτικά μέτρα για τη χειραγώγηση της αγοράς

Προ της υιοθέτησης της Οδηγίας 2003/6/EK, την ευθύνη για τη διαφύλαξη της ακεραιότητας των αγορών έφεραν κυρίως οι οικονομικοί φορείς που δραστηριοποιούνταν επαγγελματικά σε αυτές μέσω της δημιουργίας «γκρίζων καταλόγων», περιορισμών κατά το χρονικό διάστημα συναλλαγής («window trading») από ευαίσθητες κατηγορίες προσώπων, όπως επίσης και μέσω της εφαρμογής εσωτερικών κωδικών δεοντολογίας και της θέσπισης «στεγανών» πληροφόρησης («Chinese walls»)¹⁵². Όμως, η αποτελεσματικότητα των μέτρων αυτών ήταν περιορισμένη, λόγω κυρίως της έλλειψης ελέγχου της εφαρμογής τους. Η Οδηγία 2003/6/EK περιλαμβάνει διατάξεις για την πρόληψη της χειραγώγησης αγοράς.

Σύμφωνα με το άρθρο 6 παρ. 6 της ως άνω Οδηγίας, οι διαχειριστές των αγορών πρέπει να λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα για την πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς¹⁵³. Τα μέτρα αυτά μπορούν να συμπεριλαμβάνουν απαιτήσεις για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών, την πλήρη δημοσιότητα των συμφωνιών για την εξομάλυνση των τιμών, ένα εύλογο σύστημα αντιστοίχισης των εντολών, τη δημιουργία αποτελεσματικού συστήματος για τον εντοπισμό των ασυνήθιστων εντολών, επαρκώς εύρωστα συστήματα καθορισμού τιμών αναφοράς και τη σαφήνεια των κανόνων για την αναστολή των συναλλαγών. Παρά το γεγονός ότι η ως άνω διάταξη του άρθρου 6 παρ. 6 της Οδηγίας 2003/6/EK είναι αρκετά λακωνική, η Οδηγία αυτή καθορίζει τέσσερις κατηγορίες προληπτικών μέτρων για την κατάχρηση της αγοράς, στην έννοια της οποίας εμπίπτει η χειραγώγηση της αγοράς. Όπως άλλωστε νομολογιακά έχει υποστηριχθεί, η διενέργεια κατάχρησης αγοράς μπορεί να περιέχει στοιχεία και των δύο μορφών κατάχρησης, ήτοι και κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγησης αγοράς¹⁵⁴. Τα μέτρα πρόληψης που προβλέπει η ως άνω Οδηγία είναι τα ακόλουθα: α) η δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών, β) η γνωστοποίηση των συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σε εκδότη, γ) η κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, δ) η ανακοίνωση σχετικών υπονοιών και ε) η θεμιτή παρουσίαση των εμπιστευτικών πληροφοριών. Στο πλαίσιο της παρούσης μελέτης θα ασχοληθούμε με τα ανωτέρω υπό δ) και ε) προληπτικά μέτρα, που έχουν άμεση

¹⁵¹ Άρθρο 2 παρ. 1 στοιχ. β) της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁵² Σκέψη 24 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁵³ Το αυτό επιβεβαιώνεται και στη σκέψη 24 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁵⁴ ΔπρΑθ10748/2000, ΕμπΔ 2003, σελ. 387, όπου κρίθηκε ότι τα πρόσωπα τα οποία διαδίδοντας τις ψευδείς και παραπλανητικές πληροφορίες, χειραγωγούσαν την αγορά, ήταν συχνά και κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.

αναφορά στη χειραγώγηση της αγοράς¹⁵⁵.

1. Η ανακοίνωση σχετικών υπονοιών περί χειραγώγησης της αγοράς

Σύμφωνα με το άρθρο 6 παρ. 9 της Οδηγίας 2003/6/EK, οφείλει «κάθε πρόσωπο που πραγματοποιεί κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα να ειδοποιεί το ταχύτερο δυνατόν την αρμόδια αρχή όταν ευλόγως υποπτεύεται ότι οι συναλλαγές αυτές στοιχειοθετούν [...] χειραγώγηση της αγοράς». Πρέπει να διευκρινιστεί εν προκειμένω ότι με τον όρο πρόσωπα που διενεργούν κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα νοείται «τουλάχιστον επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα»¹⁵⁶. Σκοπός του ενωσιακού νομοθέτη είναι να διασφαλίσει αφενός την αξιοπιστία των κοινοποιούμενων οικονομικών πληροφοριών, αφετέρου τη συνέχεια στη ροή των συγκεκριμένων πληροφοριών.

Περαιτέρω, σύμφωνα με τα άρθρα 7 έως 10 της Οδηγίας 2004/72/EK καθορίζονται οι ύποπτες συναλλαγές που πρέπει να γνωστοποιούνται, η προθεσμία, το περιεχόμενο και οι τρόποι της εν λόγω γνωστοποίησης. Ειδικότερα, η ως άνω γνωστοποίηση πρέπει να λάβει χώρα χωρίς καθυστέρηση¹⁵⁷, μόλις τα ως άνω αναφερόμενα πρόσωπα (που διενεργούν κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα) λάβουν γνώση γεγονότος ή πληροφορίας που καθιστά τη σχετική συναλλαγή ευλόγως ύποπτη. Επίσης, τα ανωτέρω πρόσωπα αποφασίζουν κατά περίπτωση εάν μια συναλλαγή μπορεί εύλογα να προκαλέσει υποψίες ότι συνιστά πράξη χειραγώγησης της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που συνιστούν χειραγώγησης αγοράς, σύμφωνα με τις Οδηγίες 2003/6/EK, 2003/124/EK και 2004/72/EK¹⁵⁸. Οι κανόνες γνωστοποίησης που πρέπει να τηρούν τα πρόσωπα που πραγματοποιούν κατ'επάγγελμα συναλλαγές είναι οι κανόνες γνωστοποίησης του κράτους μέλους, στο οποίο έχουν την καταστατική τους έδρα ή τα κεντρικά τους γραφεία, ή σε περίπτωση υποκαταστήματος, του κράτους μέλους στο οποίο βρίσκεται το υποκατάστημα, με την επιφύλαξη του άρθρου 10 της Οδηγίας 2003/6/EK¹⁵⁹. Επιπλέον, οι αρμόδιες αρχές, που λαμβάνουν τη γνωστοποίηση των ύποπτων συναλλαγών, πρέπει να διαβιβάζουν αμέσως τις πληροφορίες αυτές στις αρμόδιες αρχές των σχετικών ρυθμιζόμενων αγορών. Όσον αφορά δε το περιεχόμενο της εν λόγω γνωστοποίησης, αυτή πρέπει να περιλαμβάνει τις ακόλουθες πληροφορίες:

α) περιγραφή των συναλλαγών, περιλαμβανομένου του είδους της εντολής (οριακή εντολή, ελεύθερη εντολή ή άλλα χαρακτηριστικά της εντολής) και του τρόπου διαπραγμάτευσης (για παράδειγμα, συναλλαγή σε πακέτο),

¹⁵⁵ Ίδετε αναλυτικά, οπ.π., Μ.Παπαντώνη, 2009, σελ. 281-291.

¹⁵⁶ Άρθρο 1 παρ. 3 της Οδηγίας 2004/72/EK.

¹⁵⁷ Άρθρο 8 της Οδηγίας 2004/72/EK.

¹⁵⁸ Άρθρο 7 της Οδηγίας 2004/72/EK.

¹⁵⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 10 της Οδηγίας 2003/6/EK, «Κάθε κράτος μέλος εφαρμόζει τις απαγορεύσεις και τις υποχρεώσεις εκ της παρούσας οδηγίας: α) στις πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή στο εξωτερικό και οι οποίες αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ευρισκόμενη ή λειτουργούσα εντός της επικρατείας του ή για τα οποία έχει υποβληθεί αίτηση για εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά, β) στις πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του και οι οποίες αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά σε κράτος μέλος ή για τις οποίες έχει υποβληθεί αίτηση για εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά».

β) λόγοι για τους οποίους υπάρχει υποψία ότι οι συναλλαγές ενδέχεται να συνιστούν χειραγώγηση αγοράς,

γ) τρόποι εντοπισμού των προσώπων για λογαριασμό των οποίων πραγματοποιήθηκαν οι συναλλαγές και άλλων προσώπων που συμμετείχαν στις συναλλαγές αυτές,

δ) ιδιότητα βάσει της οποίας ενεργεί το πρόσωπο που υπόκειται σε υποχρέωση γνωστοποίησης (για δικό του λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων),

ε) κάθε άλλη πληροφορία που μπορεί να είναι σημαντική για την εξέταση των ύποπτων συναλλαγών.

Όταν οι πληροφορίες αυτές δεν είναι διαθέσιμες κατά το χρόνο της γνωστοποίησης, η γνωστοποίηση περιλαμβάνει τουλάχιστον τους λόγους για τους οποίους τα πρόσωπα που προβαίνουν στη γνωστοποίηση έχουν την υποψία ότι οι συναλλαγές μπορεί να θεωρηθούν ότι συνιστούν πράξη εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών ή χειραγώγησης αγοράς. Όλες οι υπόλοιπες πληροφορίες παρέχονται στην αρμόδια αρχή αμέσως μόλις καταστούν διαθέσιμες¹⁶⁰. Τέλος, όσον αφορά στους τρόπους της σχετικής γνωστοποίησης, αυτή μπορεί να γίνει με επιστολή, ηλεκτρονικό ταχυδρομείο, τηλεομοιοτυπία ή τηλεφωνικά, με την επιφύλαξη ότι στην τελευταία περίπτωση παρέχεται γραπτή επιβεβαίωση εφόσον ζητηθεί από την αρμόδια αρχή¹⁶¹. Επισημαίνεται ότι η πρώην CESR (νυν ESMA) καθορίζει αναλυτικά το περιεχόμενο που πρέπει να έχει το έγγραφο της γνωστοποίησης περί υπονοιών για ύποπτες συναλλαγές προς μια εθνική ρυθμιστική αρχή στο πρώτο σύνολο κατευθυντηρίων γραμμών της¹⁶².

Ειδικά η γνωστοποίηση στις αρμόδιες αρχές ύποπτων συναλλαγών προσώπων που διενεργούν σε επαγγελματική βάση συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα απαιτεί την ύπαρξη επαρκών ενδείξεων, ήτοι βάσιμων λόγων, ότι οι εν λόγω συναλλαγές ενδέχεται να συνιστούν χειραγώγηση αγοράς. Ενώ ορισμένες συναλλαγές μπορεί να μην προκαλούν αυτές καθ'εαυτές υποψίες, ενδέχεται να παρέχουν ενδείξεις πιθανής κατάχρησης αγοράς αν εξεταστούν σε συνάρτηση με άλλες συναλλαγές, συμπεριφορές ή πληροφορίες¹⁶³. Καθίσταται λοιπόν αντιληπτό ότι η υλοποίηση της υποχρέωσης αυτής των προσώπων που διενεργούν κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα δύναται να είναι συχνά δυσχερής. Προς τούτο και για την αποφυγή των συνεπειών της παράλειψης ή μη έγκαιρης γνωστοποίησης των ύποπτων συμπεριφορών, ενδείκνυται η υιοθέτηση κωδίκων των παραπάνω προσώπων, όπου πρέπει να καταγράφονται οι ύποπτες συμπεριφορές και εν συνεχεία να γνωστοποιούνται -κατόπιν ανάλυσης- στην αρμόδια εθνική εποπτική αρχή¹⁶⁴.

Τέλος, η πρώην CESR (νυν ESMA) έχει συμπεριλάβει στο κείμενο του πρώτου ως άνω συνόλου κατευθυντηρίων γραμμών μια σειρά από ενδείξεις που θα μπορούσαν να οδηγήσουν στο συμπέρασμα ότι πρόκειται για ενδεχομένως ύποπτες συναλλαγές, που αφορούν χειραγώγηση της αγοράς. Ως επισημαίνεται ρητώς στο εν λόγω κείμενο, οι αναφερόμενες από την πρώην CESR (νυν ESMA) ενδείξεις μπορούν να είναι καθόλα νόμιμες και συνεπώς, να μην υφίστανται βάσιμοι λόγοι για τη δημιουργία υπονοιών¹⁶⁵.

¹⁶⁰ Άρθρο 9 της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ.

¹⁶¹ Άρθρο 10 της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ

¹⁶² οπ.π., CESR/04-505b, όρος 5.12.

¹⁶³ Σκέψη 9 του Προοιμίου της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ.

¹⁶⁴ οπ.π., Μ. Παπαντώνη, 2009, σελ. 287.

¹⁶⁵ οπ.π., CESR/04-505b, όρος 5.8 έως 5.10.

2. Η θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων¹⁶⁶

Η πρόληψη της χειραγώγησης της αγοράς μέσω της θεμιτής παρουσίασης των επενδυτικών συστάσεων ορίζεται στην Οδηγία 2003/6/EK (2.1) και διευκρινίζεται περαιτέρω στην Οδηγία 2003/125/EK, η οποία εκδόθηκε ως εκτελεστικό μέτρο για την εφαρμογή της πρώτης ως άνω Οδηγίας (2.2).

2.1. Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK

Στην Οδηγία 2003/6/EK καθορίζεται και η υποχρέωση που υπέχουν τα πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν έρευνες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή με εκδότες τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων, ή τα πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν άλλες πληροφορίες, με τις οποίες συνιστάται ή προτείνεται μια επενδυτική στρατηγική με προορισμό τους διαύλους επικοινωνίας ή το κοινό¹⁶⁷. Την ως άνω υποχρέωση υπέχουν και οι δημόσιοι οργανισμοί που εκδίδουν στατιστικά στοιχεία, τα οποία μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές¹⁶⁸. Τα ως άνω πρόσωπα πρέπει να εξασφαλίζουν με τη δέουσα επιμέλεια την ορθή παρουσίαση των πληροφοριών και να δημοσιοποιούν τα συμφέροντά τους ή υποδεικνύουν τις συγκρούσεις συμφερόντων, που σχετίζονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορά η πληροφορία¹⁶⁹.

Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι η κατηγορία των υπόχρεων προς εκπλήρωση της υποχρέωσης αυτής είναι ιδιαίτερα ευρεία, καθόσον περιλαμβάνονται όλοι οι επαγγελματίες της επενδυτικής πληροφόρησης, εξαιρουμένων των δημοσιογράφων¹⁷⁰. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακεραιότητα της αγοράς απαιτείται η τήρηση υψηλών προτύπων αμεροληψίας, εντιμότητας και διαφάνειας κατά την παρουσίαση των οικονομικών πληροφοριών¹⁷¹ που συστήνουν ή υποδεικνύουν ρητώς ή σιωπηρώς μια επενδυτική στρατηγική¹⁷². Τούτο διότι οι συστάσεις ή υποδείξεις των οικονομικών αναλυτών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη λειτουργία της αγοράς. Κλασικό παράδειγμα του καθοριστικού ρόλου που διαδραματίζουν οι διαδιδόμενες μέσω των συστάσεων των οικονομικών αναλυτών πληροφορίες στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως επίσης και της επίδρασης των πληροφοριών αυτών στη λήψη ή μη επενδυτικών αποφάσεων των ιδιωτών ή των θεσμικών επενδυτών αποτελεί η υπόθεση Enron¹⁷³. Ως εκ τούτου, οι επενδυτικές συστάσεις

¹⁶⁶ Σύμφωνα με το άρθρο 1 στοιχ. 3 της Οδηγίας 2003/125/EK ως «σύσταση» νοείται έρευνα ή άλλη πληροφορία η οποία συστήνει ή υποδεικνύει, ρητά ή σιωπηρά, μια επενδυτική στρατηγική σχετικά με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ή με εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, περιλαμβανομένης κάθε γνώμης σχετικά με την παρούσα ή τη μελλοντική αξία ή τιμή αυτών των μέσων, η οποία προορίζεται για τους διαύλους επικοινωνίας ή για το κοινό.

¹⁶⁷ Άρθρο 6 παρ. 5 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁶⁸ Άρθρο 6 παρ. 8 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁶⁹ Ibid

¹⁷⁰ Ίδετε σχετικά άρθρο 2 παρ. 1 στοιχ. β' της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁷¹ Σκέψεις 21 και 22 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁷² Διευκρινίζεται ότι ρητή υπόδειξη αποτελεί η σύσταση για αγορά, πώληση ή διακράτηση, ενώ σιωπηρή υπόδειξη γίνεται προς ένα στόχο τιμής ή με άλλο τρόπο. Ίδετε σχετικά, Μ. Παπαντώνη, 2009, σελ. 288.

¹⁷³ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο κ. Αμιλίος Αβγουλέας αναφερόμενος στην υπόθεση Enron, στην εν λόγω υπόθεση «σε εποχή ευφορίας της αγοράς σπάει μια χρηματιστηριακή φούσκα και κάτω από τη φούσκα ανακαλύπτεται ότι υπάρχει μια σειρά πολύ εκτεταμένων

πρέπει να διαδίδονται με τη μεγαλύτερη δυνατή σύνεση προς αποφυγή κάθε παραπλάνησης των συμμετεχόντων στην αγορά¹⁷⁴.

2.2. Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/125/EK, εκτελεστικό μέτρο για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK

Όσον αφορά το μέτρο αυτό πρόληψης της χειραγώγησης της αγοράς, η Οδηγία 2003/125/EK¹⁷⁵, που εκδόθηκε ως εκτελεστικό μέτρο για την υλοποίηση της εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK, αναφέρεται επίσης στη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων. Ειδικότερα, υπόχρεοι για την εκπλήρωση της υποχρέωσης θεμιτής παρουσίασης επενδυτικών συστάσεων είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν αναλύσεις και κατά αυτόν τον τρόπο συστήνουν, προτείνουν ή πληροφορούν κατά την άσκηση του επαγγέλματος ή της δραστηριότητάς τους μεγάλο αριθμό προσώπων¹⁷⁶. Επομένως, υπόχρεοι για την ως άνω υποχρέωση είναι, πέραν των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, των πιστωτικών ιδρυμάτων και των φυσικών προσώπων που εξαρτώνται με σύμβαση εργασίας ή με άλλο τρόπο από τα ως άνω πρόσωπα, οιοδήποτε φυσικό πρόσωπο του οποίου η δραστηριότητα είναι να εκπονεί αναλύσεις, όπως είναι ο ανεξάρτητος αναλυτής. Στην περίπτωση που το υπόχρεο πρόσωπο είναι επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα, τα κράτη μέλη απαιτούν τη γνωστοποίηση του ονόματος της αρμόδιας αρχής του. Εάν όμως το υπόχρεο πρόσωπο δεν είναι ούτε επιχείρηση επενδύσεων ούτε πιστωτικό ίδρυμα, αλλά υπόκειται σε μηχανισμούς αυτορρυθμίσεως ή σε κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας, γίνεται μνεία αυτών των μηχανισμών ή κανόνων¹⁷⁷. Αξίζει να επισημανθεί ότι οι επενδυτικές συμβουλές που παρέχονται υπό μορφή προσωπικής σύστασης σε πελάτη σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁷⁸, εφόσον αυτές δεν είναι πιθανό ότι θα δημοσιοποιηθούν, δεν θεωρούνται συστάσεις ή προτάσεις επενδυτικής στρατηγικής, με πρωτοβουλία είτε του αποδέκτη τους είτε του προσώπου που τις εκπόνησε.

Περαιτέρω, η παρουσίαση των συστάσεων πρέπει να είναι σαφής και ακριβής¹⁷⁹. Προς τούτο πρέπει καταρχήν να υπάρχει διαφάνεια ως προς την ταυτότητα του προσώπου που τις εκπόνησε¹⁸⁰. Συγκεκριμένα, κάθε σύσταση πρέπει να γνωστοποιεί σαφώς και ευδιάκριτα την ταυτότητα του προσώπου που ευθύνεται για την παραγωγή της, και ιδίως το όνομα και την επαγγελματική ιδιότητα του φυσικού προσώπου, που προετοίμασε τη σύσταση, όπως και το όνομα του νομικού προσώπου που ευθύνεται για την παραγωγή της. Η ταυτότητα του προσώπου που εκπόνησε τις επενδυτικές συστάσεις, οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας στους οποίους αυτό υπόκειται και η ταυτότητα της αρμόδιας αρχής του μπορούν να

εταιρικών καταχρήσεων», Δικαιοσύνη, εποπτικές αρχές και εποπτευόμενοι φορείς στο νέο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2009, οπ.π., σελ. 305.

¹⁷⁴ Σκέψη 24 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁷⁵ οπ.π., ΕΕ L 339, 24.12.2003, σελ. 73-77.

¹⁷⁶ Άρθρο 1 παρ. 3 έως 7 της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁷⁷ Άρθρο 2 παρ. 2 της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁷⁸ Τούτο ισχύει ιδίως για τις άτυπες βραχυπρόθεσμες επενδυτικές συστάσεις που απευθύνει σε πελάτες το τμήμα πωλήσεων ή διαπραγμάτευσης μιας επιχείρησης επενδύσεων ή ενός πιστωτικού ιδρύματος, Σκέψη 3 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁷⁹ Σκέψη 6 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁸⁰ Άρθρο 2 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/125/EK.

αποτελέσουν πολύτιμη πληροφορία κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων από τους επενδυτές και πρέπει να γνωστοποιούνται¹⁸¹. Επιπλέον, πρέπει να τηρούνται τα γενικά πρότυπα θεμιτής παρουσίασης των συστάσεων αυτών¹⁸². Συγκεκριμένα, πρέπει να επιδεικνύεται η δέουσα επιμέλεια ώστε: α) τα γεγονότα να διαχωρίζονται σαφώς από τις ερμηνείες, τις εκτιμήσεις, τις γνώμες και τα άλλα είδη μη πραγματολογικών πληροφοριών, β) όλες οι πηγές να είναι αξιόπιστες και, όταν μια πηγή δεν θεωρείται αξιόπιστη, αυτό να αναφέρεται με σαφήνεια, και γ) όλες οι προβολές, προβλέψεις και στόχοι τιμών να χαρακτηρίζονται με σαφήνεια ως τέτοιοι και να αναφέρονται οι κυριότερες υποθέσεις, που ελήφθησαν υπόψη για τον υπολογισμό ή τη χρησιμοποίησή τους. Πέραν των ανωτέρω κύριων υποχρεώσεων, καθορίζονται και συμπληρωματικές υποχρεώσεις για τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων¹⁸³. Συγκεκριμένα, οι ως άνω υπόχρεοι πρέπει:

α) να αναφέρουν όλες τις ουσιωδώς σχετικές πηγές πληροφοριών, κατά περίπτωση, περιλαμβανομένου του ενδιαφερόμενου εκδότη, καθώς και εάν η σύσταση έχει γνωστοποιηθεί στον εκδότη αυτό και τροποποιηθεί, μετά τη γνωστοποίηση αυτή, πριν από τη διάδοσή της,

β) να εξηγούν συνοπτικά κάθε βάση ή μέθοδο για την αποτίμηση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή ενός εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου ή για τον καθορισμό στόχου τιμής για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο,

γ) να εξηγούν επαρκώς τη σημασία κάθε εκδιδόμενης σύστασης, όπως "αγορά", "πώληση" ή "διακράτηση", και ενδεχομένως το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης που αφορά η σύσταση,

δ) να γίνεται αναφορά στη συχνότητα με την οποία θα επικαιροποιείται, κατά περίπτωση, η σύσταση και σε κάθε σημαντική μεταβολή στην προηγουμένως αναγγελθείσα πολιτική κάλυψης του σχετικού χρηματοπιστωτικού μέσου ή εκδότη,

ε) να αναφέρουν σαφώς και εμφανώς την ημερομηνία κατά την οποία η σύσταση εκδόθηκε για πρώτη φορά για διανομή, καθώς και η ημερομηνία και η ώρα κάθε αναφερόμενης σε αυτήν τιμής χρηματοπιστωτικού μέσου,

στ) τέλος, να αναφέρουν σαφώς και ευδιάκριτα τις σχετικές διαφορές και την ημερομηνία της προηγούμενης σύστασης, σε περίπτωση που υπάρχει διαφοροποίηση στις αναλύσεις τους στη διάρκεια των προηγούμενων δώδεκα μηνών.

Περαιτέρω, για να εξασφαλιστεί η αντικειμενικότητα και αξιοπιστία των πληροφοριών, πρέπει να γνωστοποιούνται με κατάλληλο τρόπο τα σημαντικά χρηματοοικονομικά συμφέροντα σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο που αποτελεί το αντικείμενο των πληροφοριών, με τις οποίες συστήνονται επενδυτικές στρατηγικές, ή κάθε σύγκρουση συμφερόντων ή σχέση ελέγχου με τον εκδότη τον οποίο αφορούν, άμεσα ή έμμεσα, οι πληροφορίες¹⁸⁴. Για το λόγο αυτό η ίδια ως άνω Οδηγία θέτει γενικά πρότυπα για τη γνωστοποίηση συμφερόντων και συγκρούσεων συμφερόντων¹⁸⁵. Συγκεκριμένα, οι ως άνω αναφερόμενοι υπόχρεοι θα πρέπει να γνωστοποιούν όλες τις σχέσεις και περιστάσεις που εύλογα μπορεί να αναμένεται ότι θα επηρεάσουν την αντικειμενικότητα της σύστασης, ιδίως εάν αυτοί έχουν

¹⁸¹ Σκέψη 5 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁸² Άρθρο 3 της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁸³ Άρθρο 4 της Οδηγίας 2003/125/EK όσον αφορά τις συμπληρωματικές υποχρεώσεις για τη θεμιτή παρουσίαση των συστάσεων.

¹⁸⁴ Σκέψη 7 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁸⁵ Άρθρο 5 παρ. 1 της ίδιας ως άνω Οδηγίας.

σημαντικό χρηματοοικονομικό συμφέρον σε ένα ή σε περισσότερα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα, που αποτελούν αντικείμενο της σύστασης, ή σημαντική σύγκρουση συμφερόντων που σχετίζονται με τον εκδότη που αφορά η σύσταση. Πέραν των ως άνω γενικών προτύπων, η ίδια Οδηγία θέτει συμπληρωματικές υποχρεώσεις όσον αφορά τη γνωστοποίηση συμφερόντων ή συγκρούσεων συμφερόντων¹⁸⁶. Ειδικότερα, οι ως άνω υπόχρεοι θα πρέπει να γνωστοποιούν με ευδιάκριτο τρόπο σε κάθε σύσταση που εκπονούν:

α) τις σημαντικές συμμετοχές αυτών ή οποιουδήποτε συνδεδεμένου με αυτούς νομικού προσώπου, που υπερβαίνουν το 5 % του συνόλου του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη, ή τις συμμετοχές του εκδότη που υπερβαίνουν το 5 % του συνόλου του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου των υπόχρεων προσώπων ή οποιουδήποτε συνδεδεμένου με αυτά νομικού προσώπου,

β) άλλα σημαντικά χρηματοοικονομικά συμφέροντα των υπόχρεων ή οποιουδήποτε συνδεδεμένου με αυτούς νομικού προσώπου και τα οποία σχετίζονται με τον εκδότη,

γ) ότι είναι ειδικοί διαπραγματευτές ή παρέχουν ρευστότητα για χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη,

δ) κατά περίπτωση, δήλωση ότι το υπεύθυνο πρόσωπο ή οποιοδήποτε συνδεδεμένο με αυτό νομικό πρόσωπο ήταν κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δώδεκα μηνών κύριος συντονιστής ή κύριος ανάδοχος δημόσιας προσφοράς χρηματοπιστωτικών μέσων του εκδότη, ή

ε) ότι συνδέονται με τον εκδότη δυνάμει οιασδήποτε άλλης σύμβασης που καταρτίστηκε στη διάρκεια των προηγούμενων δώδεκα μηνών για την παροχή υπηρεσιών επενδυτικής τραπεζικής, υπό τον όρο ότι τούτο δεν συνεπάγεται τη γνωστοποίηση εμπιστευτικών εμπορικών πληροφοριών και ότι η συμφωνία ήταν σε ισχύ ή οδήγησε στην περίοδο αυτή στην καταβολή ή σε υπόσχεση καταβολής αμοιβής, ή

στ) ότι συνδέονται με τον εκδότη όσον αφορά στην εκπόνηση της σύστασης.

Τέλος, στις διατάξεις των άρθρων 7 έως 9 της ίδιας ως άνω Οδηγίας ρυθμίζεται η εξασφάλιση της πληροφόρησης των επενδυτών. Οι επενδυτικές συστάσεις μπορούν να διαδίδονται με μη τροποποιημένη, με τροποποιημένη ή με περιληπτική μορφή από πρόσωπο άλλο από εκείνο που τις εκπόνησε¹⁸⁷. Συνεπώς, τα πρόσωπα που διαδίδουν με δική τους ευθύνη σύσταση που έχει εκπονηθεί από τρίτον και δεν αποδίδεται αυτούσια, έχουν ευθύνες ανάλογες με εκείνες των προσώπων που τις εκπονούν. Προς τούτο, θα πρέπει η σύσταση να αναφέρει σαφώς και εμφανώς την ταυτότητα του προσώπου που διαδίδει τη σύσταση, καθώς επίσης να επισημαίνεται με σαφήνεια και με λεπτομέρεια η ουσιαστική τροποποίηση αυτής¹⁸⁸. Στην περίπτωση δε που η ουσιαστική τροποποίηση συνίσταται στην αλλαγή της οδηγίας/υπόδειξης που δίνει η σύσταση (π.χ. αλλαγή μιας σύστασης για "αγορά" σε σύσταση για "διακράτηση" ή για "πώληση", ή αντίστροφα), το πρόσωπο που διαδίδει τη σύσταση συμμορφώνεται, ως προς την ουσιαστική αυτή τροποποίηση, με τις απαιτήσεις που επιβάλλεται στα πρόσωπα που εκπονούν τις συστάσεις αυτές¹⁸⁹. Σε περίπτωση διάδοσης περίληψης σύστασης, που έχει

¹⁸⁶ Άρθρο 6 της ίδιας ως άνω Οδηγίας.

¹⁸⁷ Σκέψη 8 του Προοιμίου της ίδιας ως άνω Οδηγίας.

¹⁸⁸ Άρθρα 7 και 8 της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁸⁹ Ίδετε σχετικά, άρθρα 2 έως 5 της Οδηγίας 2003/125/EK. Τούτο διότι κατά αυτόν τον τρόπο τα πρόσωπα που διαδίδουν την σχετική σύσταση καθίστανται de facto εκπονητές της σύστασης.

εκπονηθεί από τρίτο, το πρόσωπο που διαδίδει την περίληψη πρέπει να μεριμνά, ώστε η περίληψη να είναι σαφής και μη παραπλανητική, αναφέροντας το έγγραφο που αποτελεί την πηγή της περίληψης και διευκρινίζοντας εάν οι σχετικές με το έγγραφο αυτό γνωστοποιήσεις είναι άμεσα και εύκολα προσιτές στο κοινό, εφόσον είναι διαθέσιμες στο κοινό. Τίθενται δε και συμπληρωματικές απαιτήσεις όσον αφορά στις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα¹⁹⁰. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει α) να αναφέρεται σαφώς και ευδιάκριτα το όνομα της αρμόδιας αρχής της επιχείρησης επενδύσεων ή του πιστωτικού ιδρύματος, β) να τηρούν τις απαιτήσεις για τη γνωστοποίηση της σύγκρουσης συμφερόντων που επιβάλλονται στους εκπονητές των συστάσεων, εάν οι τελευταίοι δεν την έχουν ήδη δημοσιοποιήσει, και γ) να τηρούν τις απαιτήσεις που επιβάλλονται στους συντάκτες των συστάσεων, εάν η επιχείρηση επενδύσεων ή το πιστωτικό ίδρυμα έχει τροποποιήσει ουσιωδώς τη σύσταση.

Δ. Μέτρα καταστολής της χειραγώγησης της αγοράς

Σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK, οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών συνεργάζονται, εφόσον αυτό είναι αναγκαίο για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, ασκώντας όλες τις εξουσίες τους, είτε αυτές προβλέπονται από την ως άνω Οδηγία είτε από την εθνική νομοθεσία. Κάθε αρμόδια αρχή παρέχει συνδρομή στις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών, ιδίως με την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία στο πλαίσιο ερευνών¹⁹¹. Όσον αφορά δε τις ως άνω αναφερομένες εξουσίες, αυτές πρέπει να περιλαμβάνουν τουλάχιστον το δικαίωμα της αρμόδιας αρχής¹⁹²:

- α) να έχει πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο σε οποιαδήποτε μορφή αυτού και να λαμβάνει αντίγραφο του,
- β) να ζητά πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που παρεμβαίνουν διαδοχικά στη διαβίβαση των εντολών ή στην εκτέλεση των σχετικών πράξεων, καθώς επίσης των εντολέων τους, και, εάν είναι αναγκαίο, να καλεί ένα πρόσωπο σε ακρόαση,
- γ) να διενεργεί επιτόπιους ελέγχους,
- δ) να απαιτεί υπάρχοντα στοιχεία για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και υπάρχοντα αρχεία διακίνησης δεδομένων,
- ε) να απαιτεί τη διακοπή μιας πρακτικής αντίθετης προς τις διατάξεις που έχουν θεσπιστεί προς εφαρμογή της εν λόγω Οδηγίας,
- στ) να αναστέλλει τη διαπραγμάτευση των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων,
- ζ) να ζητά τη δέσμευση ή/και την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων,
- η) να ζητά προσωρινή απαγόρευση άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας.

Εκ των ανωτέρω, καθίσταται εμφανές ότι προκειμένου ο έλεγχος των πράξεων που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς να είναι αποτελεσματικότερος, ο ενωσιακός νομοθέτης μεριμνά για την συνεργασία, όπως επίσης και για την ενίσχυση των αρμοδιοτήτων των εθνικών αρχών, στις οποίες ανατίθεται η εποπτεία των εν λόγω πράξεων¹⁹³. Οι αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές έχουν εξοπλιστεί με

¹⁹⁰ Άρθρο 9 της Οδηγίας 2003/125/EK.

¹⁹¹ Άρθρο 16 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁹² Άρθρο 12 παρ. 2 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁹³ Στην περίπτωση της Ελλάδας, όπως έχει ήδη ανωτέρω εκτεθεί, αρμόδια εθνική αρχή για τον έλεγχο των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς είναι η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς.

αρμοδιότητες που εκτείνονται από την απλή πρόσβαση και λήψη αντιγράφων των σχετικών εγγράφων μέχρι την επιβολή προστίμων και προσωρινής αναστολής της λειτουργίας των εν λόγω νομικών προσώπων ή της άσκησης της επαγγελματικής δραστηριότητας των φυσικών προσώπων¹⁹⁴. Οι αποφάσεις βέβαια για τη λήψη των εν λόγω κυρώσεων ή μέτρων επιδέχονται την άσκηση ενδίκων μέσων ενώπιον δικαστηρίου, όπως ρητώς προβλέπεται στην ίδια ως άνω Οδηγία¹⁹⁵.

Όσον αφορά δε στα μέτρα καταστολής πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, η Οδηγία 2003/6/EK προβλέπει ότι τα πρόσωπα που διενεργούν την απαγορευμένη πράξη χειραγώγησης της αγοράς υπόκεινται σε διοικητικές κυρώσεις και διοικητικά μέτρα, **με την επιφύλαξη του δικαιώματος των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις**¹⁹⁶. Ειδικότερα, προκειμένου να εξασφαλιστεί η επάρκεια του ενωσιακού πλαισίου καταπολέμησης της χειραγώγησης της αγοράς, οι παραβάσεις των απαγορεύσεων ή υποχρεώσεων πρέπει να εντοπίζονται εγκαίρως και να επιβάλλονται κυρώσεις¹⁹⁷. Για το σκοπό αυτό, οι κυρώσεις πρέπει να είναι αρκούντως αποτρεπτικές, ανάλογες προς τη βαρύτητα της παράβασης και προς τα αποκομισθέντα κέρδη και να επιβάλλονται με συνέπεια¹⁹⁸. Όσον αφορά δε στα διοικητικά μέτρα, αυτά πρέπει επίσης να είναι αποτελεσματικά, ανάλογα και αποτρεπτικά.

Τα κράτη μέλη έχουν, επομένως, τη διακριτική ευχέρεια να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις, χωρίς όμως να ορίζονται ρητώς στην ως άνω Οδηγία τα αδικήματα για τα οποία πρέπει να επιβάλλονται οι κυρώσεις αυτές, γεγονός το οποίο υπονομεύει την ομοιομορφία των όρων λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς. Άξιοι μνείας είναι το γεγονός ότι όλα τα κράτη μέλη δεν έχουν προβλέψει ποινικές κυρώσεις για ορισμένες μορφές σοβαρών παραβάσεων σχετιζόμενων με τη χειραγώγηση της αγοράς. Οι διαφορετικές αυτές προσεγγίσεις επιτρέπουν το «εποπτικό αρμπιτράζ», ενθαρρύνοντας ορισμένα πρόσωπα στη διάπραξη πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς σε εκείνα τα κράτη μέλη, όπου δεν προβλέπονται ποινικές κυρώσεις για τα εν λόγω αδικήματα. Τούτο καταδεικνύει τα κενά που υφίστανται στο ισχύον ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο, τα οποία κατωτέρω αναλυτικά εκτίθενται.

Ε. Ελλείψεις και αδυναμίες του ισχύοντος ενωσιακού ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αξιολογώντας την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK¹⁹⁹ προσδιόρισε ορισμένα προβλήματα, τα οποία έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην ακεραιότητα της αγοράς και στην προστασία των επενδυτών,

¹⁹⁴ Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με το άρθρο 24 παρ. 2 του Ν. 3340/2005, με τον οποίο ενσωματώθηκε στην εθνική έννομη τάξη η Οδηγία 2003/6/EK, αρμόδια προς τούτο είναι η Τράπεζα της Ελλάδας στην περίπτωση που οι παραβάτες των παραπάνω διατάξεων είναι πιστωτικά ιδρύματα.

¹⁹⁵ Άρθρο 15 της Οδηγίας 2003/6/EK. Επισημαίνεται ότι όσον αφορά το εθνικό δίκαιο, οι εν λόγω αποφάσεις υπόκεινται σε προσφυγή ουσίας ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, το οποίο δικάζει σε πρώτο και τελευταίο βαθμό, σύμφωνα με το άρθρο 25 του Ν. 3340/2005.

¹⁹⁶ Άρθρο 14 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁹⁷ Σκέψη 38 της Οδηγίας 2003/6/EK.

¹⁹⁸ Ibid.

¹⁹⁹ Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment, SEC (2011) 1218 final, 20.10.2011, σελ. 2, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1218_en.pdf.

οδηγούν σε άνισους όρους ανταγωνισμού και έχουν ως αποτέλεσμα κόστη συμμόρφωσης και αντικίνητρα για τη συγκέντρωση κεφαλαίου από τους εκδότες, των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε αγορές ανάπτυξης μικρομεσαίων επιχειρήσεων (εφεξής καλουμένων ΜΜΕ). Κύριος λόγος εμφάνισης των προβλημάτων αυτών ήταν ότι τα περισσότερα από τα εκτελεστικά μέτρα που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 είχαν τη μορφή οδηγιών και όχι κανονισμού, γεγονός που συνετέλεσε αποφασιστικά στην εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο διαφοροποιημένων κανόνων. Ειδικότερα, διαπιστώθηκαν κενά στη ρύθμιση των νέων αγορών, πλατφορμών και εξωχρηματιστηριακών χρηματοπιστωτικών μέσων, συνεπεία των κανονιστικών και τεχνολογικών εξελίξεων, όπως επίσης και των εξελίξεων στην αγορά (1). Ομοίως, οι ανωτέρω παράγοντες οδήγησαν σε κενά στη ρύθμιση των βασικών εμπορευμάτων και των σχετικών παραγώγων (2). Περαιτέρω, διαπιστώθηκε η μη αποτελεσματική εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ λόγω του γεγονότος ότι οι ρυθμιστικές αρχές δεν διαθέτουν ορισμένες πληροφορίες και εξουσίες, όπως επίσης και οι κυρώσεις που επιβάλλουν είναι είτε ανεπαρκείς είτε μη επαρκώς αποτρεπτικές (3). Τέλος, η Οδηγία 2003/6/ΕΚ αφενός υιοθετήθηκε στη βάση της αρχής της ελάχιστης εναρμόνισης, αφήνοντας στη διακριτική ευχέρεια και στην επιλογή των κρατών μελών να προσδιορίσουν ορισμένα θέματα, αφετέρου διακρίνεται για την ασάφεια ορισμένων βασικών εννοιών, γεγονός που υπονομεύει την αποτελεσματική εφαρμογή της (4).

1. Ελλείψεις στη ρύθμιση των νέων αγορών, πλατφορμών και εξωχρηματιστηριακών μέσων (OTC)

Το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ όσον αφορά στη χειραγώγηση της αγοράς έχει ως επίκεντρο τα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές (regulated markets). Όμως, τα τελευταία χρόνια λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού και της χρήσης της τεχνολογίας τα χρηματοπιστωτικά μέσα υπόκεινται ολοένα και περισσότερο σε διαπραγμάτευση μέσω πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης (Multilateral Trading Facilities, γνωστοί με το ακρωνύμιο MTF, στα ελληνικά ΠΜΔ). Υπάρχουν επίσης χρηματοπιστωτικά μέσα που εισάγονται προς διαπραγμάτευση μόνο σε άλλα είδη οργανωμένων μηχανισμών διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ), όπως τα συστήματα διασταύρωσης χρηματομεσιτών (crossing networks) ή μόνο εξωχρηματιστηριακά (over-the-counter ή OTC). Τούτο έχει ως συνέπεια ένα χρηματοπιστωτικό μέσο που δεν έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά έχει αποτελέσει μόνο αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΠΜΔ ή εξωχρηματιστηριακά, όπως για παράδειγμα συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CDS), ή οποιαδήποτε άλλη συμπεριφορά ή πράξη που μπορεί να έχει επιπτώσεις σε ένα τέτοιο χρηματοπιστωτικό μέσο που υπόκειται σε διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΟΜΔ, δεν καλύπτονται από την Οδηγία 2003/6/ΕΚ. Λόγω των κενών αυτών στο πεδίο εφαρμογής της ανωτέρω Οδηγίας υπονομεύεται η προστασία των επενδυτών και η ακεραιότητα των αγορών, καθόσον δεν υφίσταται στο ρυθμιστικό πλαίσιο ρητή απαγόρευση της χειραγώγησης αγοράς στα εν λόγω μέσα²⁰⁰. Περαιτέρω, λόγω του αυξανόμενου κατακερματισμού των συναλλαγών, οι οποίες πραγματοποιούνται σε διαφορετικές αγορές, υπονομεύεται η αποτελεσματική εφαρμογή. Επίσης, τα διαφορετικά εποπτικά πρότυπα -ανάλογα με τη φύση του διαύλου διαπραγμάτευσης- μπορεί να δημιουργήσει άνισους όρους ανταγωνισμού. Τέλος, υφίσταται αυξημένη τάση προς αυτοματοποιημένες και

²⁰⁰ Ibid, όρος 1.1, σελ. 2.

υψηλής συχνότητας συναλλαγές (HFT), γεγονός το οποίο θέτει ζητήματα όσον αφορά στον τρόπο με τον οποίο οι ρυθμιστικές αρχές παρακολουθούν τέτοιου είδους συναλλαγές και στο κατά πόσο το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο περιλαμβάνει επαρκείς διατάξεις για τον εντοπισμό συγκεκριμένων στρατηγικών, οι οποίες μπορεί να συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς²⁰¹.

2. Ελλείψεις στη ρύθμιση των βασικών εμπορευμάτων και των αγορών παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων

Η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να λάβει χώρα σε όλες τις αγορές και σε διασυννοριακό επίπεδο. Ως εκ τούτου, ιδιαίτεροι προβληματισμοί τίθενται όσον αφορά στα βασικά προϊόντα και στις αγορές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, καθόσον οι κανόνες που επιβάλλουν διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς εφαρμόζονται στις αγορές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, αλλά όχι στις υποκείμενες αγορές²⁰². Υπό το ισχύον ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο, ουδεμία υποχρέωση προβλέπεται για τις εθνικές εποπτικές αρχές να λαμβάνουν υπόψιν τις εξελίξεις στις αγορές εμπορευμάτων, όταν παρακολουθούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές για πιθανή χειραγώγηση της αγοράς, ή να συνεργάζονται και να ανταλλάσσουν πληροφορίες με τις αντίστοιχες ρυθμιστικές αρχές των αγορών εμπορευμάτων των κρατών μελών της Ε.Ε. ή των αγορών τρίτων χωρών. Η έλλειψη αυτή συνεργασίας μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών των αγορών εμπορευμάτων και των αντιστοίχων των χρηματοπιστωτικών αγορών θα μπορούσε να υπονομεύσει την ακεραιότητα και των δύο αυτών αγορών. Πρέπει δε να επισημανθεί ότι στις αγορές εμπορευμάτων δεν εφαρμόζονται οι ίδιοι κανόνες διαφάνειας όσον αφορά στην άσκηση της εμπορικής δραστηριότητας, όπως εκείνοι που ισχύουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές²⁰³. Η διαπραγμάτευση παραγώγων μέσων που στρεβλώνει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων απαγορεύεται. Ωστόσο, η διαπραγμάτευση παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως και η διαπραγμάτευση στις αγορές βασικών εμπορευμάτων, που στρεβλώνουν τις τιμές των υποκείμενων αγορών και τις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων αντιστοίχως, δεν θεωρούνται ότι συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο. Ως εκ τούτου, οι αγορές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων μπορούν να χρησιμοποιηθούν προς χειραγώγηση της των υποκείμενων αγορών βασικών εμπορευμάτων²⁰⁴.

3. Έλλειψη πληροφοριών και εξουσιών από την πλευρά των ρυθμιστικών αρχών

Όπως αναφέρεται ρητώς στο κείμενο εργασίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την αξιολόγηση της εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, οι ρυθμιστικές αρχές δεν διαθέτουν αφενός όλες τις αναγκαίες για τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης εξουσίες, όπως για παράδειγμα τη λήψη αναφορών για ύποπτες συναλλαγές σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μέσα, αφετέρου ορισμένες εκ των εξουσιών που διαθέτουν δεν συνοδεύονται από ένα πλήρες σύνολο κυρωτικών εξουσιών, προκειμένου να είναι σε θέση να ανταποκριθούν με την κατάλληλη κύρωση σε

²⁰¹ Ibid, όρος 1.1, σελ. 2.

²⁰² Ibid, όρος 1.2, σελ. 3.

²⁰³ Ibid, όρος 1.2, σελ. 3.

²⁰⁴ Ibid, όρος 1.2, σελ. 3.

όλες τις πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς²⁰⁵. Ειδικότερα, όσον αφορά την πρώτη ως άνω αναφερομένη έλλειψη, έχουν διαπιστωθεί οι ακόλουθες ελλείψεις, αφορούσες τις ρυθμιστικές αρχές και ειδικότερα τις εξουσίες αυτών. Συγκεκριμένα:

- Οι ρυθμιστικές αρχές σε ορισμένα κράτη μέλη δεν νομιμοποιούνται να λαμβάνουν από φορείς τηλεπικοινωνίας τα δεδομένα τηλεφωνικών συνδιαλέξεων, στοιχεία που είναι απαραίτητα για την διερεύνηση καταχρηστικών πρακτικών και την επιβολή κυρώσεων για τις πρακτικές αυτές²⁰⁶. Τούτο συνεπάγεται συγκεκριμένες πράξεις, οι οποίες συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς και υπόκεινται σε διοικητικές κυρώσεις, να μην εντοπίζονται από τις αρμόδιες αρχές και να παραμένουν ατιμώρητες. Καθίσταται εμφανές ότι η πρόσβαση στα δεδομένα αυτά θεωρείται αποφασιστικής σημασίας εργαλείο, ούτως ώστε οι ρυθμιστικές αρχές να μπορούν να ανταποκρίνονται δεόντως στα καθήκοντα διερεύνησης και επιβολής κυρώσεων, με τα οποία αυτές είναι επιφορτισμένες²⁰⁷.
- Οι ρυθμιστικές αρχές ορισμένων κρατών μελών δεν έχουν την εξουσία εισόδου σε ιδιωτικούς χώρους και κατάσχεσης εγγράφων²⁰⁸.
- Επιπλέον, οι ρυθμιστικές αρχές ορισμένων κρατών μελών δεν έχουν τη δυνατότητα πρόσβασης σε σημαντικές πρωτογενείς πληροφορίες από τους «πληροφοριοδότες» (whistleblowers) σχετικά με ύποπτες συναλλαγές, καθόσον «*οι πηγές αυτές πληροφόρησης δεν έχουν τα ανάλογα κίνητρα και μπορεί να μην προστατεύονται επαρκώς*»²⁰⁹.
- Τέλος, οι ρυθμιστικές αρχές δεν διαθέτουν τα κατάλληλα εργαλεία για την αντιμετώπιση «απόπειρων χειραγώγησης της αγοράς», όπου εν προκειμένω ένα πρόσωπο προσπαθεί αλλά αποτυγχάνει να χειραγωγήσει την αγορά²¹⁰.

Όσον αφορά δε τις εξουσίες που διαθέτουν οι αρμόδιες αρχές να επιβάλουν κυρώσεις, οι νυν ισχύουσες κυρώσεις για την καταπολέμηση του αδικήματος της χειραγώγησης της αγοράς χαρακτηρίζονται από έλλειψη αντικτύπου και είναι ανεπαρκώς αποτρεπτικές, με αποτέλεσμα να υφίσταται αναποτελεσματική εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ. Πιο συγκεκριμένα, οκτώ κράτη μέλη δεν επιβάλλουν, υπό το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, ποινικές κυρώσεις για τις χειραγωγήσεις αγοράς²¹¹. Δεδομένου ότι οι χειραγωγήσεις της αγοράς μπορούν να πραγματοποιούνται σε διασυνοριακό επίπεδο, οι αποκλίσεις αυτές υπονομεύουν την εσωτερική αγορά και αφήνουν στους δράστες περιθώρια να διενεργουν χειραγώγηση της αγοράς σε χώρες, των οποίων η έννομη τάξη δεν προβλέπει την επιβολή ποινικών κυρώσεων για συγκεκριμένο αδίκημα²¹². Επιπλέον, οι αρμόδιες αρχές 8 κρατών μελών δεν έχουν τη δυνατότητα σε περίπτωση παραβάσεων να ανακαλέσουν τις άδειες λειτουργίας των ενεργούντων τις παραβάσεις αυτές²¹³.

²⁰⁵ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3-4.

²⁰⁶ Επισημαίνεται ότι τούτο αφορά κυρίως την πρώτη μορφή εμφάνισης της κατάχρησης αγοράς, ήτοι την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών.

²⁰⁷ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3.

²⁰⁸ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3.

²⁰⁹ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3.

²¹⁰ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3.

²¹¹ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αιτιολογική Έκθεση της Πρότασης για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση της αγοράς, COM(2011) 654 τελικό, σελ. 4.

²¹² Ibid.

²¹³ Ibid, όρος 1.3, σελ. 3.

Επιπλέον, σε ορισμένα κράτη μέλη το επίπεδο των διοικητικών προστίμων μπορεί να θεωρηθεί ιδιαίτερα χαμηλό, με αποτέλεσμα να μη λειτουργούν επαρκώς αποτρεπτικά. Συγκεκριμένα, όταν τα κέρδη από μια πράξη που συνιστά χειραγώγηση της αγοράς είναι υψηλότερα από τις προβλεπόμενες κυρώσεις, υπονομεύεται το αποτρεπτικό αποτέλεσμα των κυρώσεων αυτών. Περαιτέρω, δεν προβλέπεται σε όλες τις εθνικές έννομες τάξεις η υποχρέωση των αρμοδίων αρχών να δημοσιοποιούν τις επιβληθείσες κυρώσεις. Τούτο αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την μη αποτελεσματική εφαρμογή των εν λόγω κυρώσεων. Τέλος, σε ορισμένα κράτη μέλη οι ποινικές κυρώσεις, οι οποίες είναι κοινό τοις πάσι ότι έχουν σημαντικό αποτρεπτικό χαρακτήρα, δεν προβλέπονται για ορισμένες πράξεις που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς²¹⁴. Καθίσταται καταφανές ότι οι διαφορετικές αυτές προσεγγίσεις δεν ευνοούν την ομοιομορφία των όρων λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς, αφήνουν περιθώρια για ρυθμιστικό αρμπιτράζ και δυσχεραίνουν τη διασυνοριακή συνεργασία των αρμοδίων για την επιβολή των κυρώσεων εθνικών αρχών.

4. Έλλειψη νομικής σαφήνειας και νομικής ασφάλειας

Η Οδηγία 2003/6/EK όπως έχει ήδη εκτεθεί, υιοθετήθηκε στη βάση της αρχής της ελάχιστης εναρμόνισης. Εκ του λόγου αυτού και παρά το γεγονός ότι η ως άνω Οδηγία εκδόθηκε στο πλαίσιο της διαδικασίας Lamfalussy, υφίστανται ακόμη διαφορές μεταξύ των κρατών μελών στην πρακτική εφαρμογή της σε έκαστη έννομη τάξη (Επίπεδο 1 και 2)²¹⁵. Πιο συγκεκριμένα, περιλαμβάνει αφενός διατάξεις, σύμφωνα με τις οποίες παρέχονται διακριτικές ευχέρειες στα κράτη μέλη, αφετέρου διατάξεις που στερούνται νομικής σαφήνειας, με αποτέλεσμα να αφήνουν περιθώρια ερμηνείας κατά την πρακτική εφαρμογή τους²¹⁶. Οι διαφορετικές προσεγγίσεις που υφίστανται σε κάθε κράτος μέλος και οι ασάφειες των διατάξεων της Οδηγίας 2003/6/EK έχουν οδηγήσει στη διαμόρφωση σε κάθε εθνική έννομη τάξη διαφορετικών εφαρμοστέων κανόνων. Επισημαίνεται ότι, όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην έκθεση De Larosière, οι επιλογές και διακριτικές ευχέρειες που παρέχονται στα κράτη μέλη δυνάμει της ενωσιακής νομοθεσίας συνιστούν έναν εκ των λόγων που οδηγούν σε στρέβλωση του ανταγωνισμού και ρυθμιστικό αρμπιτράζ και, ως εκ τούτου, αποτελούν εμπόδιο για την αποτελεσματική λειτουργία της ενιαίας αγοράς²¹⁷. Το εν λόγω ζήτημα αφορά ειδικότερα την έννοια των αποδεκτών πρακτικών της αγοράς²¹⁸.

²¹⁴ Ibid, όρος 1.3, σελ. 4.

²¹⁵ Carmine di Noia, European Commission Conference, Bruxelles, 12.11.2008, Reviewing Market Abuse regime: some indications from the ESME report, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/mad_di_noia_en.pdf.

²¹⁶ Ibid, όρος 1.4, σελ. 4. Παράδειγμα ασαφούς διατάξεως αποτελεί η διάταξη του άρθρου 14 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/EK, όπου ορίζεται ότι τα κράτη μπορούν να λαμβάνουν τα κατάλληλα διοικητικά μέτρα και κυρώσεις, «**με την επιφύλαξη των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις**», χωρίς όμως να γίνεται ουδεμία αναφορά σε ποιές πράξεις συνιστούν ποινικά αδικήματα.

²¹⁷ Ίδετε σχετικά στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

²¹⁸ Ibid, όρος 1.4, σελ. 4.

5. Δυσανάλογη διοικητική επιβάρυνση για τους εκδότες, ιδίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις

Όπως παρατηρεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο κείμενο αξιολόγησής της²¹⁹, καταρχήν είναι λίγες οι ΜΜΕ επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν να αντλήσουν κεφάλαια από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, εν μέρει επειδή οι αρχικές και τρέχουσες δαπάνες της εισαγωγής της επιχείρησής τους σε Χρηματιστήριο Αξιών αντισταθμίζουν τα αναμενόμενα οφέλη. Κατά δεύτερον, η ενωσιακή νομοθεσία δε διευκολύνει την πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδιαίτερα όσον αφορά στις ΜΜΕ, για τις οποίες η ενωσιακή νομοθεσία αντιπροσωπεύει μεγάλο εμπόδιο. Εάν το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ επεκτείνεται σε ΠΜΔ άνευ ουδεμίας περαιτέρω προσαρμογής, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ΜΜΕ θα ευρίσκονταν αντιμέτωπες με υψηλότερα κόστη από ό,τι σήμερα, καθόσον οι αγορές των ΜΜΕ σε πολλά κράτη μέλη έχουν ειδικό καθεστώς προσαρμοσμένο στις ανάγκες αυτών, προκειμένου να διατηρούν το κόστος τους σε χαμηλό επίπεδο. Θα πρέπει, τέλος, να σημειωθεί ότι στο πλαίσιο αυτό τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη (οι λεγόμενοι stakeholders) έχουν εντοπίσει ως ιδιαίτερα προβληματική την υποχρέωση δημοσίευσης εκείνων των πληροφοριών που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η ως άνω υποχρέωση θεωρείται ότι δημιουργεί ιδιαίτερα σημαντικά έξοδα και διοικητικές επιβαρύνσεις για τις μικρότερες σε μέγεθος εταιρείες. Σημειώνεται ότι σχετικές εκθέσεις έχουν δημοσιευθεί από την πρώην CESR (νυν ESMA) σχετικά με τη φύση και την έκταση των εποπτικών εξουσιών των κρατών μελών δυνάμει της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ²²⁰ και σχετικά με τις επιλογές και τις διακριτικές ευχέρειες του συστήματος που χρησιμοποιούν τα κράτη μέλη όσον αφορά τη χειραγώγηση της αγοράς²²¹.

Εκ των ως άνω αναφερομένων συνάγεται ότι οι αδυναμίες και τα κενά που υφίστανται στο ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς, έχουν καταστήσει επιτακτική την ανάγκη να αναθεωρηθεί το πλαίσιο αυτό.

²¹⁹ Ibid, όρος 1.4, σελ. 4.

²²⁰ CESR/07-380, Ιούνιος 2007, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu>.

²²¹ CESR/09-1120, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu>.

Κεφάλαιο III

Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη διαμόρφωση νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς

Αναντίρρητο είναι το γεγονός ότι η Οδηγία 2003/6/EK εισήγαγε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο²²² για την καταπολέμηση τόσο των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και της χειραγώγησης της αγοράς. Παρά ταύτα διαπιστώθηκαν και προσδιορίστηκαν ορισμένα σημαντικά προβλήματα, τα οποία αποτελούν τροχοπέδη στη διασφάλιση της ακεραιότητας, αποτελεσματικότητας και διαφάνειας της αγοράς και στην εξασφάλιση ισότιμων όρων ανταγωνισμού για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Στο πλαίσιο αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 25 Ιουνίου 2010 δημοσίευσε σχέδιο κειμένου διαβούλευσης αναφορικά με την αναθεώρηση του υφιστάμενου ρυθμιστικού πλαισίου για τις ως άνω αναφερομένες πράξεις²²³. Αν και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν εμφανίζεται ότι συνετέλεσε στην αύξηση των περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς και ειδικότερα χειραγώγησης της αγοράς σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ωστόσο ανέδειξε την ταχύτητα με την οποία αντιδρούν οι αγορές στην πληροφόρηση και την τεράστια σημασία της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές²²⁴. Αξίζει να επισημανθεί ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την αναθεώρηση του υφιστάμενου ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς επιθυμεί να επιτύχει τους ακόλουθους στόχους:

- να ενισχυθούν η ακεραιότητα της αγοράς και η προστασία του επενδυτή,
- να ενισχυθεί η αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων αποφυγής και αντιμετώπισης περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς και ειδικότερα χειραγώγησης αγοράς,
- να αυξηθεί σε όρους κόστους η αποτελεσματικότητα του νομοθετικού πλαισίου διά της μείωσης των διακριτικών ευχερειών και της εισαγωγής εναρμονισμένων προτύπων,
- να βελτιωθεί η διαφάνεια, η εποπτεία, η ασφάλεια και η ακεραιότητα των αγορών παραγώγων, και, τέλος,
- να ενισχυθεί ο συντονισμός μεταξύ των αρμοδίων εθνικών αρχών και να εξαλειφθούν κατά το δυνατόν περισσότερο οι περιπτώσεις ρυθμιστικού αρμπιτράζ. Αποφασιστική σημασία προς την επίτευξη του στόχου αυτού αναμένεται να διαδραματίσει η πρώην CCSR (νυν ESMA).

Προκειμένου να επικαιροποιηθεί και να ενισχυθεί το υφιστάμενο πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς και την κατάχρηση αγοράς εν γένει, η Ευρωπαϊκή

²²² Πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για Κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), COM(2011) 651 τελικό, 20.10.2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://ec.europa.eu>.

²²³ Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010): Public Consultation on a revision of the Market Abuse Directive (MAD), Consultation Paper, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper/pdf.

²²⁴ Αξίζει να επισημανθεί ότι η εμφάνιση υψηλής μεταβλητότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων έχουν οδηγήσει σε συζητήσεις σχετικά με το ρόλο που διαδραμάτισαν οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) προς αυτήν την κατεύθυνση.

Επιτροπή έχει εγκρίνει πρόταση Κανονισμού για την κατάχρηση αγοράς²²⁵ προς αντικατάσταση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ(Α). Επιπλέον, έχει εγκρίνει πρόταση νέας Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγησης αγοράς²²⁶ (Β).

Α. Η Πρόταση Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς

1. Το πλαίσιο της πρότασης για Κανονισμό

Η σημασία της ακεραιότητας της αγοράς τονίσθηκε ιδιαίτερα με την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, η Ομάδα των Είκοσι (G20) συμφώνησε να ενισχύσει τη χρηματοπιστωτική εποπτεία και ρύθμιση και να οικοδομήσει ένα πλαίσιο διεθνώς συμφωνημένων υψηλών προτύπων. Σύμφωνα με τα πορίσματα της Ομάδας G20, η έκθεση της Ομάδας Υψηλού Επιπέδου της Ε.Ε. για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία συνιστά «ένα άρτιο εποπτικό πλαίσιο επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του χρηματοπιστωτικού τομέα που πρέπει να στηρίζεται σε ισχυρά συστήματα εποπτείας και κυρώσεων»²²⁷. Στην ανακοίνωση μάλιστα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τη «Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων: Μελλοντικές ενέργειες πολιτικής»²²⁸, η τελευταία ανέλαβε την επέκταση σχετικών διατάξεων της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, προκειμένου να καλύπτουν τις αγορές παραγώγων μέσω με ολοκληρωμένο τρόπο. Η σημασία της αποτελεσματικής κάλυψης των συναλλαγών σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα έχει τονιστεί και σε συζητήσεις στα διάφορα διεθνή φόρα, συμπεριλαμβανομένων της Ομάδας των G20 και της IOSCO, καθώς και του πρόσφατου προγράμματος χρηματοπιστωτικής κανονιστικής μεταρρύθμισης των ΗΠΑ²²⁹.

Επιπλέον, στην ανακοίνωση που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με την πρωτοβουλία «Small Business Act» για την Ευρώπη καλεί την Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κράτη μέλη αυτής να σχεδιάσουν κανόνες σύμφωνα με την αρχή της «προτεραιότητας στις μικρές επιχειρήσεις», με σκοπό τον περιορισμό των διοικητικών εμποδίων, την προσαρμογή της νομοθεσίας στις ανάγκες των εκδοτών, των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ και τη διευκόλυνση της πρόσβασης των εκδοτών αυτών

²²⁵ οπ.π.,COM(2011)651 τελικό, 20.10.2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://ec.europa.eu>.

²²⁶ Πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση της αγοράς, COM(2011)654 τελικό, 20.10.2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://ec.europa.eu>

²²⁷ Έκθεση της Ομάδας Υψηλού Επιπέδου της ΕΕ για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία, Βρυξέλλες, 25.02.2009, σ. 23.

²²⁸ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανακοίνωση σχετικά με τη *Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων*, COM (2009) 332, 3 Ιουλίου 2009, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.europa.eu>.

²²⁹ Ίδτε σχετικά, αιτιολογική έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, 2011/0295 (COD), διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://eur-lex.europa.eu>.

στη χρηματοδότηση²³⁰. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επίσης στην ανακοίνωσή της σχετικά με τις κυρώσεις στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών πραγματοποίησε ανασκόπηση των υφιστάμενων εξουσιών επιβολής κυρώσεων και της πρακτικής εφαρμογής τους, με στόχο την προώθηση της σύγκλισης των κυρώσεων κατά μήκος των εποπτικών δραστηριοτήτων²³¹.

Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αφού προέβη σε αξιολόγηση της εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK, όπου εντοπίστηκαν μια σειρά από κενά και αδυναμίες στο ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο, προχώρησε στην υποβολή συγκεκριμένης πρότασης για την αναθεώρηση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, το σχέδιο αυτό Κανονισμού θα αντικαταστήσει σε μεγάλο βαθμό την Οδηγία 2003/6/EK και τα μέτρα που εκδόθηκαν στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 της διαδικασίας Lamfalussy, όπου περιλαμβάνονται μια σειρά από νέες καινοτόμες διατάξεις για τη χειραγώγηση της αγοράς, στην προσπάθειά της να καταστήσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης υγιέστερες και διαφανέστερες²³².

2. Οι επιδιωκόμενοι στόχοι

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την υποβολή της συγκεκριμένης πρότασης Κανονισμού έχει ως σκοπό τη δημιουργία ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου για την κατάχρηση αγοράς, στην οποία εντάσσεται και η χειραγώγηση αγοράς, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η νομοθεσία ανταποκρίνεται στις εξελίξεις της αγοράς, να ενισχυθεί η καταπολέμηση της χειραγώγησης αγοράς σε όλες τις αγορές εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων μέσων, να ενδυναμωθούν οι εξουσίες διερεύνησης και επιβολής κυρώσεων των αρμοδίων εθνικών ρυθμιστικών αρχών, καθώς επίσης και να μειωθούν οι επιβαρύνσεις των μικρομεσαίων εκδοτών κινητών αξιών. Όπως άλλωστε χαρακτηριστικά έχει επισημάνει ο αρμόδιος για την Εσωτερική Αγορά και τις Υπηρεσίες Επίτροπος της Ε.Ε., κ. Michel Barnier «*Η κατάχρηση αγοράς (στην έννοια της οποίας εμπίπτει και η χειραγώγηση της αγοράς) αποτελεί αδίκημα με πληθώρα θυμάτων. Με τη στρέβλωση των αγοραίων τιμών, οι πράξεις [...] χειραγώγησης της αγοράς υπονομεύουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και την ακεραιότητα των αγορών. Επεκτείνοντας και ενισχύοντας το νομοθετικό μας πλαίσιο, καθώς και δίνοντας περισσότερες εξουσίες και προβλέποντας την επιβολή σκληρότερων κυρώσεων από τις ρυθμιστικές αρχές, οι σημερινές προτάσεις θα τις εξοπλίσουν με τα κατάλληλα μέσα ώστε να διατηρήσουν τις αγορές καθαρές και διαφανείς*»²³³.

2.1. Προσαρμογή στις εξελίξεις της αγοράς

Το ρυθμιστικό πλαίσιο που προβλέπεται από την Οδηγία 2003/6/EK έχει

²³⁰ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανακοίνωση σχετικά με την *Ανασκόπηση της πρωτοβουλίας «Small Business Act» για την Ευρώπη*, COM(2011) 78, 23.2.2011, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ec.europa.eu>.

²³¹ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανακοίνωση σχετικά με την *Ενίσχυση των καθεστώτων επιβολής κυρώσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών*, COM (2010) 716, 8 Δεκεμβρίου 2010, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.europa.eu>.

²³² Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, *Σκλήρυνση της τάσης για τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών χρηματιστηριακών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς*, IP/11/217, 20.11.2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/217>.

²³³ Ibid.

ξεπεραστεί λόγω της ανάπτυξης νέων διαπραγματευτικών μορφών που χρησιμοποιούνται ως πλατφόρμα, των εξωχρηματιστηριακών διαπραγματεύσεων (OTC) και νέας τεχνολογίας, όπως οι διαπραγματεύσεις υψηλής συχνότητας (HFT). Επιπλέον, οι αγορές εμπορευμάτων έχουν καταστεί σε αυξημένο βαθμό παγκόσμιες και διασυνδεδεμένες με αγορές παραγωγών χρηματοπιστωτικών μέσων, με αποτέλεσμα να υφίστανται νέες δυνατότητες για διασυνοριακή χειραγώγηση και χειραγώγηση από αγορά σε αγορά. Καθίσταται λοιπόν αντιληπτό ότι υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο δεν διασφαλίζεται με επάρκεια, αποτελεσματικότητα και διαφάνεια η ακεραιότητα της αγοράς και η προστασία των επενδυτών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επομένως με τη πρότασή της αυτή επιδιώκει να προσαρμοστούν οι ενωσιακοί κανόνες στη νέα πραγματικότητα της αγοράς, μέσω της διευκρίνισης των χρηματοπιστωτικών μέσων και των αγορών που καλύπτονται από το ρυθμιστικό πλαίσιο και της εν γένει επέκτασης του πλαισίου αυτού, αφενός σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης όχι μόνο σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), αλλά και σε άλλους οργανωμένους μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ), αφετέρου σε εξωχρηματιστηριακά μέσα. Κατά αυτόν τον τρόπο θα καλύπτονται από την σχετική νομοθεσία οι διαπραγματεύσεις στις πάσης φύσεως πλατφόρμες και όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία μπορούν να τις επηρεάσουν. Όπως θα καταδειχθεί μάλιστα κατωτέρω, οι στρατηγικές HFT (ήτοι οι διαπραγματεύσεις υψηλής συχνότητας) συνιστούν χειραγώγηση αγορών, σύμφωνα με την πρόταση Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

2.2. Ενίσχυση των εξουσιών των ρυθμιστικών αρχών για διερεύνηση και επιβολή κυρώσεων

Η πρόταση Κανονισμού που υπέβαλε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ως στόχο να ενισχύσει τις εξουσίες των ρυθμιστικών αρχών των χρηματαγορών και των αγορών εμπορευμάτων, διευκρινίζοντας ότι η χειραγώγηση αγοράς που λαμβάνει χώρα όχι μόνο στις αγορές εμπορευμάτων αλλά και στις αγορές συναφών παραγωγών χρηματοπιστωτικών μέσων, πρέπει να απαγορεύεται. Επιπλέον, η πρόταση αυτή επεκτείνει την τρέχουσα αναφορά ύποπτων πράξεων, διευκρινίζοντας ότι οι ρυθμιστικές αρχές μπορούν να αποκτούν δεδομένα των καταγραφών τηλεφωνικών κλήσεων και κίνησης δεδομένων από τηλεπικοινωνιακές επιχειρήσεις ή προσπέλασης σε ιδιωτικά έγγραφα ή με την επιφύλαξη των κατάλληλων διασφαλίσεων προστασίας της ιδιωτικής ζωής. Επιβάλλει επίσης στα κράτη μέλη την υποχρέωση να παρέχουν την προστασία όσων καταγγέλλουν ατασθαλίες και ορίζει κοινούς κανόνες με τους οποίους παρέχονται κίνητρα για την αναφορά πληροφοριών σχετικά με κατάχρηση αγοράς. Τέλος, θεσπίζεται το νέο αδίκημα της «απόπειρας χειραγώγησης της αγοράς», προκειμένου να καθίσταται δυνατό στις ρυθμιστικές αρχές να επιβάλλουν κυρώσεις, στις περιπτώσεις όπου κάποιος προσπαθεί να χειραγωγήσει την αγορά, εντούτοις όμως δεν κατορθώνει να προβεί σε συναλλαγές. Τέλος, προτείνονται κοινές αρχές αναφορικά με την επιβολή κυρώσεων, ιδίως ότι θα πρέπει τα πρόστιμα να μην είναι κατώτερα από το κέρδος που αποφέρει η χειραγώγηση αγοράς, στις περιπτώσεις που αυτό δύναται να προσδιοριστεί, και ότι θα πρέπει το ανώτατο πρόστιμο να μην είναι μικρότερο από το διπλάσιο του ενδεχόμενου αυτού κέρδους. Δέον να επισημανθεί στο σημείο αυτό ότι όσον αφορά στις ποινικές κυρώσεις λόγω χειραγώγησης αγοράς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε συγκεκριμένη πρόταση Οδηγίας, βάσει της οποίας επιβάλλεται στα κράτη μέλη η υποχρέωση να θεσπίσουν ποινικές κυρώσεις για τα αδικήματα της διενέργειας συναλλαγών από κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγησης αγοράς, όποτε αυτά διαπράττονται εκ προθέσεως. Η εν λόγω πρόταση Οδηγίας θα αποτελέσει αντικείμενο μελέτης κατωτέρω υπό Β.

2.3. Μείωση των διοικητικών επιβαρύνσεων για εκδότες μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την υποβολή της συγκεκριμένης πρότασης Κανονισμού επιδιώκει την προσαρμογή της ενωσιακής νομοθεσίας στις ανάγκες των ΜΜΕ, ειδικότερα δε όσον αφορά στις απαιτήσεις αποκάλυψης για εκδότες σε αγορές για ΜΜΕ. Ο συγκεκριμένος στόχος σχετίζεται περισσότερο με την κατάχρηση αγοράς, που εμφανίζεται με τη μορφή της κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών και όχι με την μορφή της χειραγώγησης αγοράς, χωρίς όμως να αποκλείεται μια τέτοια περίπτωση. Συγκεκριμένα, προτείνεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή οι εκδότες στις εν λόγω αγορές να εξαιρούνται από την απαίτηση να συντάσσουν καταλόγους κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, εκτός αν απαιτήσει διαφορετικά η αρμόδια εποπτική αρχή. Επίσης, προτείνεται να αυξηθεί το κατώτατο όριο για την αναφορά πράξεων των διευθυντών.

3. Η νομική βάση της πρότασης για Κανονισμό

Ως νομική βάση του προτεινόμενου Κανονισμού ορίζεται το άρθρο 114 της Συνθήκης, το οποίο αναφέρεται στα μέτρα που εκδίδονται σε ενωσιακό επίπεδο από κοινού από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία και στο πλαίσιο της προσέγγισης των νομοθεσιών των κρατών μελών για την εγκαθίδρυση και λειτουργία της εσωτερικής αγοράς. Η νομική αυτή βάση θεωρείται ως «η καταλληλότερη βάση για έναν κανονισμό στον εν λόγω τομέα»²³⁴. Ειδικότερα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η πρόταση της Επιτροπής να αντικαταστήσει την Οδηγία 2003/6/ΕΚ με Κανονισμό έχει ως σκοπό να μειώσει την κανονιστική πολυπλοκότητα και να προσφέρει μεγαλύτερη νομική σαφήνεια σε όσους υπόκεινται στη νομοθεσία σε όλη την έκταση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εισάγοντας ένα -όσο το δυνατόν- εναρμονισμένο σύνολο βασικών κανόνων (single rulebook) και συνεισφέροντας στη λειτουργία της ενιαίας αγοράς (single market). Επομένως, ένας κανονισμός, δεδομένης της άμεσου εφαρμογής του, θεωρείται το καταλληλότερο νομικό μέσο για τον καθορισμό του πλαισίου της κατάχρησης της αγοράς και ειδικότερα της χειραγώγησης της αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Πέραν των ανωτέρω, η πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να υποβάλει πρόταση Κανονισμού στον εν λόγω τομέα λαμβάνεται σε συμμόρφωση με τις αρχές της επικουρικότητας και της αναλογικότητας. Ειδικότερα, σύμφωνα με την αρχή της επικουρικότητας²³⁵ (άρθρο 5.3 της ΣΛΕΕ), ενέργειες σε επίπεδο Ένωσης πρέπει να λαμβάνονται μόνο όταν οι σκοπούμενοι στόχοι δεν μπορούν να επιτευχθούν επαρκώς μόνο από τα κράτη μέλη και συνεπώς, λόγω της κλίμακας ή των αποτελεσμάτων της προτεινόμενης ενέργειας, μπορούν να επιτευχθούν καλύτερα από την Ένωση. Παρότι όλα τα ανωτέρω εκτεθέντα προβλήματα έχουν σημαντικό αντίκτυπο σε κάθε μεμονωμένο κράτος μέλος, ο συνολικός τους αντίκτυπος γίνεται πλήρως αντιληπτός μόνο σε διασυννοριακό επίπεδο²³⁶. Κατά συνέπεια, υπάρχει πραγματικός κίνδυνος οι εθνικές απαντήσεις στη χειραγώγηση

²³⁴ οπ.π., COM(2011) 651 τελικό, σελ. 6.

²³⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 3 της Συνθήκης ορίζεται ότι «Η Ένωση μπορεί να λαμβάνει πρωτοβουλίες για να διασφαλίζει τον συντονισμό των κοινωνικών πολιτικών των κρατών μελών».

²³⁶ Τούτο συμβαίνει, διότι η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να πραγματοποιηθεί οπουδήποτε είναι εγγεγραμμένο το μέσο, ή και εκτός χρηματιστηρίων, και επομένως ακόμα και σε άλλες αγορές πέραν της πρωτεύουσας αγοράς του εν λόγω μέσου. Ίδτε σχετικά, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό, σελ. 6.

της αγοράς να καταστρατηγούνται ή να είναι αναποτελεσματικές απουσία δράσης σε ενωσιακό επίπεδο. Τέλος, μια συνεπής προσέγγιση στο πλαίσιο της Ε.Ε. είναι απαραίτητη για την αποφυγή του «εποπτικού αρμπιτράζ» και δεδομένου ότι το ζήτημα αυτό καλύπτεται ήδη από το κεκτημένο της υπάρχουσας οδηγίας 2003/6/ΕΚ, η αντιμετώπιση των προβλημάτων που ανωτέρω επισημάνθηκαν μπορεί να επιτευχθεί πιο αποτελεσματικά με μια κοινή προσπάθεια. Συνεπώς, η δράση της Ένωσης είναι κατάλληλη από την άποψη της αρχής της επικουρικότητας. Όσον αφορά δε στην αρχή της αναλογικότητας, αυτή απαιτεί κάθε παρέμβαση να είναι στοχευμένη και να μην υπερβαίνει τα αναγκαία μέτρα για την επίτευξη των στόχων²³⁷. Η αρχή της αναλογικότητας αποτέλεσε «οδηγό για τη διαδικασία από τον προσδιορισμό και την αξιολόγηση των εναλλακτικών επιλογών πολιτικής μέχρι και την κατάρτιση αυτής της πρότασης»²³⁸.

4. Οι προτεινόμενες νέες ρυθμίσεις για τη χειραγώγηση της αγοράς

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την πρόταση Κανονισμού που υπέβαλε προς έγκριση στον τομέα της κατάχρησης αγοράς περιλαμβάνει ορισμένες σημαντικές καινοτομίες όσον αφορά στη χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, με τις νέες προτεινόμενες διατάξεις επεκτείνεται το πεδίο εφαρμογής των ενωσιακών κανόνων (4.1), εισάγοντας ρυθμίσεις αφενός για τις νέες αγορές, τους μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και τα εξωχρηματιστηριακά χρηματοπιστωτικά μέσα (4.1.1), αφετέρου για τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων και τα σχετικά συμβόλαια άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων (4.1.2). Επιπλέον, διευρύνεται περαιτέρω η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς (4.2). Επίσης, βασική καινοτομία του προτεινόμενου κανονισμού είναι η ρητή απαγόρευση της απόπειρας χειραγώγησης της αγοράς (4.3). Επιπροσθέτως, τίθενται ισότιμοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των χώρων και μηχανισμών διαπραγμάτευσης στην πρόληψη και τον εντοπισμό των περιστατικών κατάχρησης της αγοράς (4.4) και ενισχύονται οι εξουσίες των αρμοδίων αρχών (4.5). Τέλος, εισάγονται ελάχιστοι κανόνες για τα διοικητικά μέτρα, τις κυρώσεις και τα πρόστιμα (4.6), όπως επίσης και κατάλληλα μέτρα προστασίας των «πληροφοριοδοτών» που αναφέρουν υποψίες χειραγώγησης αγοράς (4.7).

4.1. Επέκταση του πεδίου εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς

4.1.1. Ρύθμιση νέων αγορών, μηχανισμών διαπραγμάτευσης και εξωχρηματιστηριακών χρηματοπιστωτικών μέσων

Μετά την έγκριση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (γνωστή με το ακρωνύμιο MiFID)²³⁹, τα χρηματοπιστωτικά μέσα υπόκεινται σε αυξημένη διαπραγμάτευση σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), σε άλλα είδη οργανωμένων μηχανισμών διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ)²⁴⁰ ή σε διαπραγματεύσιμα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα. Οι νέοι αυτοί χώροι και μηχανισμοί διαπραγμάτευσης έχουν ως αποτέλεσμα να δημιουργείται μεγαλύτερος

²³⁷ Ibid.

²³⁸ Ibid, σελ. 7.

²³⁹ Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, ΕΕ L 145, 30.04.04.

²⁴⁰ Άλλα είδη οργανωμένων αγορών είναι για παράδειγμα οι μηχανισμοί εκτέλεσης συμβάσεων ανταλλαγής ή τα συστήματα διασταύρωσης χρηματομεσιτών.

ανταγωνισμός στην υφιστάμενη ρυθμιζόμενη αγορά και συνακόλουθα να εξασφαλίζεται αυξημένο μερίδιο ρευστότητας και να προσελκύεται ευρύτερο φάσμα επενδυτών²⁴¹. Καθίσταται αντιληπτό ότι η αύξηση της διαπραγμάτευσης σε διάφορους χώρους δυσχεραίνει την παρακολούθηση ενδεχόμενης χειραγώγησης της αγοράς.

Για τους ανωτέρω λόγους, στην πρόταση Κανονισμού επεκτείνεται το πεδίο εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προτεινόμενου Κανονισμού εφαρμόζονται σε οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ΠΜΔ ή ΟΜΔ²⁴², προκειμένου να εφαρμόζεται και σε τυχόν σχετικά χρηματοπιστωτικά μέσα, που υπόκεινται σε εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση και ενδέχεται να έχουν επίπτωση στην καλυπτόμενη υποκείμενη αγορά. Με την ως άνω ρύθμιση αποφεύγεται η πιθανότητα εποπτικού αρμπιτράζ μεταξύ των διαφόρων χώρων διαπραγμάτευσης και συνακόλουθα, διασφαλίζεται ότι η προστασία των επενδυτών και η ακεραιότητα των αγορών διατηρούνται σε ισότιμους όρους ανταγωνισμού σε ενωσιακό επίπεδο. Τέλος, εξασφαλίζεται ότι απαγορεύεται η χειραγώγηση τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων, μέσω παραγώγων που υπόκεινται σε εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση, όπως είναι οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS).

4.1.2. **Ρύθμιση των παραγώγων μέσων επί εμπορευμάτων και των σχετικών συμβολαίων άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων**

Οι αγορές άμεσης παράδοσης εμπορευμάτων και οι σχετικές αγορές παραγώγων συνδέονται μεταξύ τους. Απόρροια τούτου είναι ότι η χειραγώγηση αγοράς ενδέχεται να λαμβάνει χώρα σε όλες αυτές τις αγορές. Όμως, οι υφιστάμενοι κανόνες για τη διαφάνεια και την ακεραιότητα της αγοράς εφαρμόζονται μόνο στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις αγορές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων και όχι στις σχετικές αγορές άμεσης παράδοσης. Σκοπός, επομένως, της πρότασης Κανονισμού είναι να καλύπτει τις συναλλαγές ή τις συμπεριφορές στις εν λόγω αγορές άμεσης παράδοσης, οι οποίες (συναλλαγές ή συμπεριφορές) σχετίζονται με και έχουν επιπτώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις αγορές παραγώγων εμπόρευμα στο πεδίο εφαρμογής του²⁴³. Για τους λόγους αυτούς επεκτείνεται το πεδίο εφαρμογής του προτεινόμενου Κανονισμού, συμπεριλαμβάνοντας και τις συναλλαγές στις αγορές παραγώγων μέσων που λαμβάνουν χώρα για τη χειραγώγηση της τιμής των σχετικών αγορών άμεσης παράδοσης, όπως επίσης και τις συναλλαγές στις αγορές άμεσης παράδοσης που εκτυλίσσονται για τη

²⁴¹ Ίδετε σχετικά, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αιτιολογική έκθεση της Πρότασης Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), COM(2011) 651 τελικό, 20.11.2011, σελ.7.

²⁴² Ίδετε σχετικά άρθρο 2 παρ. 1 στοιχ. α), β) και γ) της Πρότασης για Κανονισμό, όπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁴³ Σκοπός της πρότασης Κανονισμού δεν είναι σε καμία περίπτωση να διέπει τις αγορές άμεσης παράδοσης, καθόσον οποιαδήποτε συναλλαγή ή ενέργεια εμπόρευμα στις εν λόγω μη χρηματοπιστωτικές αγορές υπόκειται σε ειδική ρύθμιση και εποπτεία ανά τομέα, COM(2011) 651 τελικό, όπως π.χ. προβλέπεται σχετικά με τον τομέα της ενέργειας βάσει της πρότασης κανονισμού της Επιτροπής για την ακεραιότητα και τη διαφάνεια στην ενεργειακή αγορά (REMIT), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0726:FIN:EL:PDF>.

χειραγώγηση των αγορών πιστωτικών παραγώγων²⁴⁴. Επομένως, σύμφωνα με τον προτεινόμενο Κανονισμό συγκαταλέγονται και αυτά τα είδη χειραγώγησης μεταξύ αγορών άμεσης παράδοσης²⁴⁵.

4.2. Διεύρυνση της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς

Όπως έχει ήδη τονιστεί, παρατηρείται μια ευρεία αύξηση της χρήσης αυτοματοποιημένων μεθόδων διαπραγμάτευσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως είναι οι αλγοριθμικές συναλλαγές ή οι συναλλαγές υψηλής συχνότητας (γνωστές με το ακρωνύμιο (HFT)). Οι εν λόγω συναλλαγές αφορούν αλγορίθμους υπολογιστή που αποφασίζουν αν θα δοθεί μια εντολή ή/και διάφορες πτυχές εκτέλεσης της εντολής. Οι συναλλαγές υψηλής συχνότητας, που είναι είδος αλγοριθμικών συναλλαγών, συνήθως δεν αποτελούν στρατηγική από μόνες τους, αλλά συνίστανται στη χρήση πολύ εξειδικευμένης τεχνολογίας για την εφαρμογή παραδοσιακών στρατηγικών διαπραγμάτευσης²⁴⁶. Παρά το γεγονός ότι οι περισσότερες αλγοριθμικές και HFT στρατηγικές είναι νόμιμες, έχουν προσδιοριστεί από τις ρυθμιστικές αρχές συγκεκριμένες αυτοματοποιημένες πρακτικές που, εάν πραγματοποιηθούν, είναι πιθανόν να συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς²⁴⁷.

Για τον ως άνω λόγο ο προτεινόμενος Κανονισμός διευρύνει τον ορισμό της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς, ο οποίος σημειωτέον είναι ήδη ευρύς, ορίζοντας ως χειραγώγηση της αγοράς ή απόπειρας χειραγώγησης της αγοράς την αποστολή εντολών σε χώρο διαπραγμάτευσης μέσω αλγοριθμικών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων συναλλαγών υψηλής συχνότητας, όχι για στόχους διαπραγμάτευσης αλλά με σκοπό: α) τη διακοπή ή την καθυστέρηση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών του χώρου διαπραγμάτευσης, β) την αύξηση της δυσκολίας εντοπισμού από άλλα πρόσωπα των αληθινών εντολών στο σύστημα συναλλαγών του χώρου διαπραγμάτευσης, ή γ) της δημιουργίας ψευδών ή παραπλανητικών ενδείξεων σχετικά με την προσφορά ή τη ζήτηση ορισμένου χρηματοπιστωτικού μέσου²⁴⁸. Δεδομένης επίσης, της ως άνω υπό 4.1.2. αναφερομένης επέκτασης του πεδίου εφαρμογής της προτάσης Κανονισμού²⁴⁹, διευρύνεται αντίστοιχα και η έννοια της χειραγώγησης αγοράς²⁵⁰.

²⁴⁴ Σημειώνεται ότι σύμφωνα με το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, ήτοι την Οδηγία 2003/6/ΕΚ, απαγορεύεται μόνο τυχόν χειραγώγηση που διαστρεβλώνει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων.

²⁴⁵ Ίδετε σχετικά, άρθρο 2 παρ. 3 της Πρότασης για Κανονισμό, όπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁴⁶ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αιτιολογική έκθεση της Πρότασης Κανονισμού, όπ.π., COM(2011) 651 τελικό, 20.11.2011, σελ. 9. Σημειώνεται ότι παραδοσιακές στρατηγικές διαπραγμάτευσης είναι το αρμπιτράζ και οι στρατηγικές ειδικής διαπραγμάτευσης.

²⁴⁷ Στρατηγικές που έχουν εντοπιστεί από τις ρυθμιστικές αρχές ότι μπορούν να αποτελέσουν χειραγώγηση της αγοράς είναι η πρακτική της συσσώρευσης εντολών και της παραποίησης δεδομένων.

²⁴⁸ Άρθρο 8 παρ. 3 στοιχ. γ της Πρότασης για Κανονισμό, όπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁴⁹ Σημειώνεται ότι σύμφωνα με το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, ήτοι την Οδηγία 2003/6/ΕΚ, απαγορεύεται μόνο τυχόν χειραγώγηση που διαστρεβλώνει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων.

²⁵⁰ Ίδετε σχετικά, άρθρο 8 παρ. 1 στοιχ. α) και β), παρ. 3 στοιχ. α) και δ), που φέρει τον τίτλο «Χειραγώγηση», της Πρότασης για Κανονισμό, όπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

4.3. Ρητή απαγόρευση της απόπειρας της χειραγώγησης αγοράς

Υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο προκειμένου μια ρυθμιστική αρχή να αποδείξει την ύπαρξη χειραγώγησης, θα πρέπει να αποδείξει ότι έχει τεθεί εντολή ή ότι έχει εκτελεστεί η συναλλαγή. Ωστόσο, όμως, υπάρχουν καταστάσεις, στις οποίες ένα άτομο προβαίνει σε ορισμένες ενέργειες και υπάρχουν σαφή αποδεικτικά στοιχεία της πρόθεσης χειραγώγησης της αγοράς, εντούτοις όμως είτε δεν τίθεται η εντολή είτε δεν εκτελείται η συναλλαγή²⁵¹. Η Οδηγία 2003/6/EK δεν καλύπτει απόπειρες χειραγώγησης της αγοράς. Βασική καινοτομία της πρότασης Κανονισμού είναι ότι εισάγεται ρητή απαγόρευση της **απόπειρας χειραγώγησης της αγοράς**²⁵², γεγονός που θα ενισχύσει σε σημαντικό βαθμό την ακεραιότητα της αγοράς.

4.4. Ισότιμοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των χώρων και μηχανισμών διαπραγμάτευσης αναφορικά με την πρόληψη και τον εντοπισμό της χειραγώγησης αγοράς

Η αυξανόμενη διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων σε διάφορους χώρους καθιστά ιδιαιτέρως δυσχερή την παρακολούθηση των πράξεων που ενδεχομένως να συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς. Σύμφωνα με την οδηγία MiFID²⁵³, τη λειτουργία ΠΜΔ μπορούν να αναλαμβάνουν διαχειριστές αγοράς ή επιχειρήσεις επενδύσεων. Οι υποχρεώσεις παρακολούθησης του άρθρου 26 της οδηγίας MiFID εφαρμόζονται και σε αυτούς. Ωστόσο, η υποχρέωση που προβλέπεται στο άρθρο 6 της Οδηγίας 2003/6/EK για τη λήψη διαρθρωτικών μέτρων με στόχο την πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς εφαρμόζεται μόνο στους διαχειριστές αγοράς. Για το λόγο αυτό η πρόταση Κανονισμού εισάγει ειδικό κεφάλαιο με τον τίτλο «Πρόληψη και εντοπισμός κατάχρησης αγοράς²⁵⁴», όπου ορίζεται ότι οποιοδήποτε πρόσωπο διαχειρίζεται ένα χώρο διαπραγμάτευσης θεσπίζει και διατηρεί ρυθμίσεις και διαδικασίες σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας MiFID με στόχο την πρόληψη και τον εντοπισμό της κατάχρησης αγοράς²⁵⁵. Επιπλέον, ορίζεται ότι οποιοδήποτε πρόσωπο οργανώνει ή εκτελεί κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα διατηρεί συστήματα εντοπισμού και αναφοράς εντολών και συναλλαγών που ενδέχεται να αποτελούν χειραγώγηση της αγοράς ή απόπειρα χειραγώγησης της αγοράς²⁵⁶.

Εκ των ανωτέρω καθίσταται καταφανές ότι με τον προτεινόμενο Κανονισμό επιδιώκεται η διασφάλιση ισότιμων όρων ανταγωνισμού για όλους τους χώρους και μηχανισμούς διαπραγμάτευσης που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής του, απαιτώντας την υιοθέτηση των αναγκαίων διαρθρωτικών διατάξεων με στόχο την

²⁵¹ Αξίζει να σημειωθεί, όσον αφορά στον ορισμό των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, σύμφωνα με την Οδηγία 2003/6/EK ο εν λόγω ορισμός περιείχε ήδη στοιχεία συμπεριφορών, οι οποίες συνιστούν απόπειρες. Στον προτεινόμενο Κανονισμό, όμως, η απόπειρα εκτέλεσης πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες χαρακτηρίζεται ως χωριστό αδίκημα.

²⁵² Άρθρο 10 της Πρότασης για Κανονισμό, *οπ.π.*, COM(2011) 651 τελικό.

²⁵³ *οπ.π.*, EE L 145, 30.04.04.

²⁵⁴ Όπως ανωτέρω υπό Π.Γ. έχει εκτεθεί, η διενέργεια κατάχρησης αγοράς μπορεί να εμπεριέχει και τις δύο μορφές κατάχρησης, ήτοι την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών και τη χειραγώγηση της αγοράς, *ιδετε σχετικά, οπ.π.*, Μ. Παπαντώνη (2009), σελ. 282.

²⁵⁵ Άρθρο 11 παρ. 1 της Πρότασης για Κανονισμό, *οπ.π.*, COM(2011) 651 τελικό.

²⁵⁶ Άρθρο 11 παρ. 2 της Πρότασης για Κανονισμό, *οπ.π.*, COM(2011) 651 τελικό.

πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς.

4.5. Ενίσχυση των εξουσιών των αρμοδίων αρχών

Σημαντική τροποποίηση που εισάγεται με την πρόταση Κανονισμού εν σχέσει με την Οδηγία 2003/6/EK είναι η ενίσχυση των εξουσιών των αρμοδίων εθνικών αρχών. Συγκεκριμένα, παρέχεται πρόσβαση στις αρμόδιες αρχές σε συνεχή δεδομένα απαιτώντας την απευθείας υποβολή των εν λόγω δεδομένων σε αυτές σε ορισμένο μορφότυπο. Η εν λόγω ρύθμιση καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική εάν ληφθεί υπόψη ότι υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο οι αρμόδιες αρχές έχουν την εξουσία να ζητούν πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο. Ωστόσο, υπάρχει κενό στις πληροφορίες σχετικά με τις αγορές άμεσης παράδοσης εμπορευμάτων, όπου δεν υπάρχουν κανόνες διαφάνειας ή υποχρεώσεις αναφοράς στις ρυθμιστικές αρχές του κλάδου, όπου υφίστανται. Επιπλέον, οι αρμόδιες αρχές έχοντας πρόσβαση στα συστήματα των διαπραγματευτών των εμπορευμάτων άμεσης παράδοσης, μπορούν να παρακολουθούν ροές δεδομένων σε πραγματικό χρόνο²⁵⁷.

Επιπλέον, προβλέπεται στον προτεινόμενο κανονισμό η δυνατότητα των αρμοδίων αρχών να εισέρχονται σε ιδιωτικές εγκαταστάσεις με ή χωρίς προειδοποίηση για την κατάσχεση εγγράφων, αφού λάβουν προηγουμένως την άδεια της δικαστικής αρχής του ενδιαφερομένου κράτους μέλους σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία και εφόσον υπάρχουν εύλογες υπόνοιες ότι τα έγγραφα που σχετίζονται με το αντικείμενο της επιθεώρησης ενδέχεται να είναι κρίσιμα για την απόδειξη πράξεων χειραγώγησης της αγοράς κατά παράβαση του παρόντος κανονισμού²⁵⁸. Τέλος, προβλέπεται η δυνατότητα στις αρμόδιες αρχές να ζητούν τα υπάρχοντα στοιχεία για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και τα υπάρχοντα αρχεία διακίνησης δεδομένων που τηρούνται από φορέα εκμετάλλευσης τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών ή από επενδυτική εταιρεία, στις περιπτώσεις που υπάρχουν εύλογες υπόνοιες ότι αρχεία που σχετίζονται με το αντικείμενο της επιθεώρησης ενδέχεται να είναι σημαντικά για την απόδειξη περιπτώσεων χειραγώγησης της αγοράς²⁵⁹. Σημειώνεται βέβαια ότι τα αρχεία αυτά δεν αφορούν το περιεχόμενο της επικοινωνίας με την οποία σχετίζονται.

4.6. Νέες ρυθμίσεις για τα διοικητικά μέτρα, τις κυρώσεις και τα πρόστιμα

Βασική, επίσης, καινοτομία της πρότασης Κανονισμού είναι η εισαγωγή ελάχιστων κανόνων για τα διοικητικά μέτρα, τις κυρώσεις και τα πρόστιμα, χωρίς όμως να αποκλείεται η θέσπιση υψηλότερων προτύπων από τα κράτη μέλη. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι οι αρμόδιες αρχές έχουν την εξουσία να επιβάλλουν τα κατώτερα διοικητικά μέτρα κατ' ελάχιστον, ήτοι: α) εντολή που υποχρεώνει το πρόσωπο που είναι υπεύθυνο για την παράβαση να διακόψει τη συμπεριφορά του και να μην την επαναλάβει, β) μέτρα που εφαρμόζονται για τη μη συνεργασία σε μία έρευνα, γ) μέτρα που έχουν ως αποτέλεσμα να τεθεί τέλος στη συνεχόμενη παράβαση του κανονισμού και να εξαλειφθούν οι επιπτώσεις της, δ) δημόσια δήλωση που αναφέρει το πρόσωπο που ευθύνεται και τη φύση της

²⁵⁷ Άρθρο 17 παρ. 2 στοιχ. β) και γ) της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁵⁸ Άρθρο 17 παρ. 2 στοιχ. δ) και ε) της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁵⁹ Άρθρο 17 παρ. 2 στοιχ. στ) της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

παράβασης, η οποία δημοσιεύεται στον δικτυακό τόπο των αρμοδίων αρχών, ε) διόρθωση δημοσιευμένων ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, απαιτώντας μεταξύ άλλων από οποιονδήποτε εκδότη ή άλλο πρόσωπο που δημοσίευσε ή διέδωσε ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες τη δημοσίευση διορθωτικής δήλωσης, στ) την προσωρινή απαγόρευση μιας δραστηριότητας, ζ) την κατάργηση της άδειας λειτουργίας μιας επιχείρησης επενδύσεων, η) την έκδοση μιας προσωρινής απαγόρευσης της άσκησης καθηκόντων σε επιχειρήσεις επενδύσεων από ένα μέλος του σώματος μιας επιχείρησης επενδύσεων ή άλλο φυσικό πρόσωπο που φέρει ευθύνη, θ) αναστολή της διαπραγμάτευσης των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων, ι) εντολή δέσμευσης ή/και κατάσχεσης περιουσιακών στοιχείων, ια) διοικητικές χρηματικές ποινές, που ανέρχονται έως και στο διπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, εάν το εν λόγω ποσό μπορεί να προσδιοριστεί, ιβ) όσον αφορά φυσικά πρόσωπα, διοικητικές χρηματικές ποινές που ανέρχονται έως και σε [5 000 000 ευρώ] ή στα κράτη μέλη όπου το ευρώ δεν είναι το επίσημο νόμισμα, στην αντίστοιχη τιμή στο εθνικό νόμισμα κατά την ημερομηνία έναρξης ισχύος του προτεινόμενου Κανονισμού, ιγ) όσον αφορά νομικά πρόσωπα, διοικητικές χρηματικές ποινές που ανέρχονται έως και σε 10% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών κατά το προηγούμενο έτος²⁶⁰.

Επιπλέον, προβλέπεται ότι κατά τον καθορισμό του είδους των διοικητικών μέτρων και κυρώσεων, οι αρμόδιες αρχές λαμβάνουν υπόψιν όλες τις σχετικές περιστάσεις, συμπεριλαμβανομένων των ακόλουθων στοιχείων: α) τη σοβαρότητα και τη διάρκεια της παράβασης, β) το βαθμό ευθύνης του υπεύθυνου προσώπου, γ) τη χρηματοοικονομική βάση του υπεύθυνου προσώπου, όπως αναφέρεται στο συνολικό κύκλο εργασιών του υπεύθυνου νομικού προσώπου ή στο ετήσιο εισόδημα του υπεύθυνου φυσικού προσώπου, δ) τη σημασία των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν από το υπεύθυνο πρόσωπο, στο βαθμό που μπορεί να προσδιοριστεί, ε) το επίπεδο συνεργασίας του υπεύθυνου προσώπου με την αρμόδια αρχή, με την επιφύλαξη της ανάγκης διασφάλισης της παραίτησης από αποκτηθέντα κέρδη ή αποφευχθείσες ζημίες από το εν λόγω πρόσωπο, στ) τις προηγούμενες παραβάσεις του υπεύθυνου προσώπου²⁶¹.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι όσον αφορά στις ποινικές κυρώσεις, οι οποίες έχουν πιο αποτρεπτικό χαρακτήρα από τα διοικητικά μέτρα και τις κυρώσεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει υποβάλει σχετική πρόταση για Οδηγία, όπου ειγάζει την απαίτηση θέσπισης αποτελεσματικών, αναλογικών και αποτρεπτικών ποινικών κυρώσεων από όλα τα κράτη μέλη για τα σοβαρότερα αδικήματα που σχετίζονται με τη χειραγώγηση αγοράς. Η εν λόγω πρόταση για Οδηγία αποτελεί αντικείμενο μελέτης κατωτέρω υπό Β.

4.7. Μέτρα προστασίας των πληροφοριοδοτών

Αναντίρρητο είναι το γεγονός ότι η παροχή πληροφοριών μπορεί να αποδειχθεί χρήσιμη πηγή πρωτευουσών πληροφοριών και μπορεί να προειδοποιήσει τις αρμόδιες αρχές για υποθέσεις ενδεχόμενης χειραγώγησης της αγοράς. Οι πληροφοριοδότες παρέχουν νέες πληροφορίες στις αρμόδιες αρχές, οι οποίες τις διευκολύνουν στον εντοπισμό και την κύρωση υποθέσεων που αφορούν χειραγώγηση της αγοράς. Ωστόσο, την παροχή πληροφοριών μπορεί να αποτρέψει

²⁶⁰ Άρθρο 26 παρ. 1 της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁶¹ Άρθρο 27 παρ. 1 της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

ο φόβος αντίποινων ή η έλλειψη κινήτρων²⁶².

Για το λόγο αυτό η πρόταση Κανονισμού ορίζει ρητώς ότι τα κράτη μέλη πρέπει να θεσπίζουν αποτελεσματικούς μηχανισμούς για να ενθαρρύνουν την αναφορά παραβάσεων του εν λόγω Κανονισμού στις αρμόδιες αρχές, συμπεριλαμβανομένων τουλάχιστον: α) ειδικών διαδικασιών για τη λήψη αναφορών παραβάσεων και την παρακολούθησή τους, β) κατάλληλης προστασίας για πρόσωπα που αναφέρουν πιθανές ή πραγματικές παραβάσεις, γ) της προστασίας των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα που αφορούν τόσο το πρόσωπο που αναφέρει τις πιθανές ή πραγματικές παραβάσεις όσο και τον κατηγορούμενο σύμφωνα με τις αρχές που προβλέπονται στην Οδηγία 95/46/EK, δ) κατάλληλων διαδικασιών για τη διασφάλιση του δικαιώματος υπεράσπισης και ακρόασης του κατηγορουμένου πριν τη λήψη της απόφασης που τον αφορά, καθώς και του δικαιώματος άσκησης πραγματικής προσφυγής ενώπιον δικαστηρίου έναντι μιας απόφασης ή ενός μέτρου που τον αφορά²⁶³. Τέλος, εισάγεται νέα ρύθμιση, σύμφωνα με την οποία στα πρόσωπα που προσφέρουν ακριβείς πληροφορίες για πιθανές παραβάσεις χειραγώγησης της αγοράς μπορούν να παρέχονται οικονομικά κίνητρα σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, εφόσον α) τα εν λόγω πρόσωπα δεν έχουν προϋφιστάμενη νομική ή συμβατική υποχρέωση να αναφέρουν τις εν λόγω πληροφορίες, β) οι πληροφορίες είναι νέες και έχουν ως αποτέλεσμα την επιβολή διοικητικής κύρωσης ή μέτρου ή ποινικής κύρωσης για την σχετική παράβαση²⁶⁴. Τέλος, προβλέπεται ενίσχυση των διατάξεων των κρατών μελών σχετικά με τη λήψη και την αξιολόγηση των σχετικών πληροφοριών.

Πέραν όμως της πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για Κανονισμό, έχει υποβάλει προς έγκριση σχέδιο Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τέτοιες πρακτικές.

B. Η Πρόταση Οδηγίας για την επιβολή κυρώσεων σε συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και σε πράξεις χειραγώγησης της αγοράς²⁶⁵

Οι επενδυτές που χειραγωγούν τις αγορές μπορούν υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο να αποφεύγουν τις ποινικές κυρώσεις, εκμεταλλευόμενοι διαφορές στο νομικό καθεστώς μεταξύ των 27 κρατών μελών της Ε.Ε²⁶⁶. Σε ορισμένες μάλιστα χώρες, οι αρμόδιες αρχές δεν διαθέτουν αποτελεσματικές εξουσίες επιβολής κυρώσεων, ενώ σε άλλες δεν προβλέπονται ποινικές κυρώσεις για ορισμένα αδικήματα που αφορούν συναλλαγές με χειραγώγηση της αγοράς. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε σχέδιο Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις στον εν λόγω τομέα, προκειμένου να διασφαλίζεται η επιβολή ελάχιστων ποινικών κυρώσεων για πράξεις κατόχων εμπιστευτικών χρηματιστηριακών πληροφοριών και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

Το σχέδιο αυτό Οδηγίας έρχεται να συμπληρώσει την ως άνω υπό III.A. αναλυτικά εκτεθείσα πρόταση για Κανονισμό, προκειμένου να βελτιωθεί το ισχύον ενωσιακό νομοθετικό πλαίσιο και να ενισχυθούν οι διοικητικές κυρώσεις. Όπως άλλωστε χαρακτηριστικά έχει επισημάνει ο αρμόδιος για την Εσωτερική αγορά και

²⁶² οπ.π., Σκέψη 36 της Πρότασης για Κανονισμό, COM(2011) 651 τελικό.

²⁶³ Άρθρο 29 παρ. 1 της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁶⁴ Άρθρο 29 παρ. 2 της Πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2011) 651 τελικό.

²⁶⁵ COM(2011) 654 τελικό, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ec.europa>.

²⁶⁶ Ίδετε σχετικά, άρθρο 14 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/EK, όπου υφίσταται επιφύλαξη του δικαιώματος των κρατών μελών να επιβάλουν ποινικές κυρώσεις.

τις Υπηρεσίες Επίτροπος της Ε.Ε., κ. Michel Barnier: «Οι κυρώσεις για πράξεις κατάχρησης της αγοράς παρουσιάζουν σήμερα υπέρμετρες αποκλίσεις και στερούνται της αναγκαίας αποτρεπτικής επενέργειας. Επιβάλλοντας ποινικές κυρώσεις για πράξεις σοβαρής κατάχρησης αγοράς σε όλο τον χώρο της Ε.Ε. στέλνουμε καθαρό μήνυμα προς τους δυνητικούς παραβάτες ότι εάν κάποιος διαπράξει το αδίκημα [...]της χειραγώγησης αγοράς θα αντιμετωπίσει ποινή φυλάκισης και βεβαρυμμένο ποινικό μητρώο. Οι ανωτέρω προτάσεις θα αυξήσουν την ακεραιότητα των αγορών, θα προαγάγουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και θα αποκαταστήσουν ισότιμους όρους ανταγωνισμού στην εσωτερική αγορά»²⁶⁷.

1. Το πλαίσιο της πρότασης για Οδηγία

Η Οδηγία 2003/6/EK, η οποία εκδόθηκε στις αρχές του 2003, θέσπισε ένα πλαίσιο για την καταπολέμηση της κατάχρησης αγοράς, στην έννοια της οποίας υπάγεται και η χειραγώγηση της αγοράς. Προκειμένου, όμως, να διασφαλιστεί η εφαρμογή της ως άνω Οδηγίας, απαιτείται από τα κράτη μέλη να διασφαλίζουν - σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία τους- τη λήψη κατάλληλων διοικητικών μέτρων ή την επιβολή διοικητικών κυρώσεων κατά των προσώπων που ευθύνονται για τη μη συμμόρφωση στις διατάξεις της ανωτέρω Οδηγίας²⁶⁸. Οι κυρώσεις μάλιστα αυτές πρέπει να είναι «αποτελεσματικές, ανάλογες και αποτρεπτικές»²⁶⁹. Η απαίτηση αυτή ισχύει επιφυλασσομένου του δικαιώματος των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις²⁷⁰. Σύμφωνα μάλιστα με την Έκθεση της Ομάδας Υψηλού Επιπέδου της Ε.Ε. (High Level Group) για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία, οι εποπτικές αρχές πρέπει να διαθέτουν επαρκείς εξουσίες δράσης και πρέπει να μπορούν να στηρίζονται σε «ισότιμα, ισχυρά και αποτρεπτικά συστήματα κυρώσεων έναντι οποιουδήποτε οικονομικού εγκλήματος, οι κυρώσεις των οποίων θα πρέπει να εφαρμόζονται αποτελεσματικά»²⁷¹. Ωστόσο, η ίδια ως άνω Ομάδα Υψηλού Επιπέδου της Ε.Ε. θεωρεί ότι υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο «δεν υφίσταται κανένα από τα ανωτέρω στοιχεία» και τα καθεστώτα κυρώσεων που ισχύουν στα κράτη μέλη θεωρούνται γενικότερα ως αδύναμα και ανομοιογενή²⁷².

Για το λόγο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε μία ανακοίνωση²⁷³ αναφορικά με τα καθεστώτα επιβολής κυρώσεων στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σύμφωνα με την ανακοίνωση αυτή, οι ποινικές κυρώσεις και ειδικότερα η φυλάκιση, θεωρείται εν γένει ότι εκπέμπουν έντονο μήνυμα αποδοκιμασίας, το οποίο θα μπορούσε να ενισχύσει τον αποτρεπτικό χαρακτήρα των κυρώσεων, υπό

²⁶⁷ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, *Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιδιώκει την επιβολή ποινικών κυρώσεων σε συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και σε πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ώστε να ενισχυθεί η αποτροπή των πράξεων αυτών και να βελτιωθεί η ακεραιότητα των αγορών*, <http://www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/1218>.

²⁶⁸ Άρθρο 14 παρ. 1 εδάφιο α' της Οδηγίας 2003/6/EK.

²⁶⁹ Ibid.

²⁷⁰ Άρθρο 14 παρ. 1 εδάφιο β' της Οδηγίας 2003/6/EK.

²⁷¹ Έκθεση της Ομάδας Υψηλού Επιπέδου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία, Βρυξέλλες, 25.2.2009, σελ. 23.

²⁷² Ibid.

²⁷³ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανακοίνωση σχετικά με την Ενίσχυση των καθεστώτων επιβολής κυρώσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, COM(2010) 716, 8 Δεκεμβρίου 2010, όπως επίσης Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, IP/10/1678, Ενίσχυση των κυρώσεων για παραβιάσεις των κανόνων της Ε.Ε. για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: η μελλοντική πορεία, 8.12.2010.

τον όρο της ορθής εφαρμογής τους από το σύστημα της ποινικής δικαιοσύνης. Εντούτοις, οι ποινικές κυρώσεις μπορεί να μην είναι κατάλληλες για όλους τους τύπους παραβάσεων και σε όλες τις περιπτώσεις. Προς τούτο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι θα αξιολογήσει εάν και σε ποια πεδία μπορεί να αποδειχθεί ουσιώδους σημασίας η καθιέρωση ποινικών κυρώσεων και η θέσπιση ελάχιστων κανόνων για τον ορισμό ποινικών αδικημάτων και κυρώσεων, προκειμένου να εξασφαλισθεί η αποτελεσματική εφαρμογή της νομοθεσίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Ενόψει όλων των ανωτέρω αναφερομένων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε συγκεκριμένη πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση αγοράς, ακολουθώντας εν γένει την προσέγγιση, η οποία εκτίθεται στην ανακοίνωση της 20^{ης} Σεπτεμβρίου 2011 με θέμα: «Προς μια ενωσιακή πολιτική για ποινικές υποθέσεις: Εξασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής των πολιτικών της ΕΕ μέσω του ποινικού δικαίου»²⁷⁴. Η πρόταση αυτή προβαίνει σε αξιολόγηση, με βάση σαφή πραγματικά αποδεικτικά στοιχεία των ισχυόντων εθνικών καθεστώτων επιβολής και της προστιθέμενης αξίας των ελάχιστων κοινών προτύπων ποινικού δικαίου της Ε.Ε., στηριζόμενη στις αρχές της αναγκαιότητας, της αναλογικότητας και της επικουρικότητας. Σημειωτέον ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ακολουθώντας το Πρόγραμμα της Στοκχόλμης και με τα συμπεράσματα του Συμβουλίου ΔΕΥ της 22^{ης} Απριλίου 2010, σχετικά με την «Πρόληψη της οικονομικής κρίσης και την υποστήριξη της οικονομικής δραστηριότητας»²⁷⁵, έχει ήδη προβεί σε εκτίμηση της εφαρμογής των εθνικών κανόνων για τη θέση σε εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και έχει εντοπίσει ορισμένα προβλήματα, τα οποία έχουν αρνητικές επιπτώσεις από την άποψη της ακεραιότητας της αγοράς και της προστασίας των επενδυτών, όπως ανωτέρω υπό II.Ε.3.

Τέλος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε τη συγκεκριμένη πρόταση για Οδηγία λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση της πρώην CESR (νυν ESMA) σχετικά με τα διοικητικά μέτρα και τις ποινικές κυρώσεις με βάση την Οδηγία 2003/6/ΕΚ, οι οποίες προβλέπονται στα κράτη μέλη²⁷⁶. Η εν λόγω προτεινόμενη Οδηγία θέτει ελάχιστους κανόνες για ποινικά αδικήματα και ποινικές κυρώσεις σε περιπτώσεις χειραγώγησης αγοράς (όπως επίσης και κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών), οι οποίοι θα ενσωματωθούν στο εθνικό ποινικό δίκαιο και θα εφαρμόζονται από

²⁷⁴ COM(2011) 573 τελικό. Επίσης, ίδετε σχετικά, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, Προς μία εύλογη χρήση του ποινικού δικαίου για την καλύτερη εφαρμογή των κανόνων της ΕΕ και τη συμβολή στην προστασία των χρημάτων των φορολογουμένων, IP/11/1049.

²⁷⁵ Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στο «Πρόγραμμα της Στοκχόλμης - Εξωστρεφής και ασφαλής Ευρώπη στην υπηρεσία του πολίτη» της 2.12.2009, υπογράμμισε την ανάγκη ρύθμισης της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών και αποτροπής των καταχρηστικών πρακτικών και κάλεσε τα κράτη μέλη και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να βελτιώσουν τις μεθόδους εντοπισμού των φαινομένων άσκησης καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά και παράνομης ιδιοποίησης των κεφαλαιουχικών πόρων. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε το Συμβούλιο ΔΕΥ στα θέματα της πρόληψης της οικονομικής κρίσης και της υποστήριξης των οικονομικών δραστηριοτήτων, τόνιζαν τη δυνατότητα να καταβληθεί μέριμνα, ώστε να εξακριβωθεί κατά πόσο είναι δυνατό ή, κατά περίπτωση, θα ήταν ενδεδειγμένο να εναρμονιστεί η ποινική νομοθεσία, που αφορά τον τρόπο χειρισμού των εκτεταμένων πρακτικών χειραγώγησης των αγορών και των άλλων παράνομων πρακτικών στον τομέα της αγοράς κινητών αξιών. Ίδετε σχετικά, έγγραφα 8920/10 της 22.4.2010 και 7881/10 της 29.3.2010, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://european-council.europa.eu>

²⁷⁶ CESR/08-099, Φεβρουάριος 2008, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu>.

συστήματα ποινικής δικαιοσύνης των κρατών μελών. Κατά αυτόν τον τρόπο, διασφαλίζεται η αποτελεσματικότητα του ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς, συνιστώντας μια διαφορετικού ποιοτικού χαρακτήρα κοινωνική αποδοκιμασία σε σχέση με αυτήν που εκδηλώνεται μέσω των διοικητικών κυρώσεων ή των μηχανισμών αστικής αποζημίωσης²⁷⁷.

2. Η νομική βάση της πρότασης για Οδηγία

Η εν λόγω πρόταση για Οδηγία βασίζεται στο άρθρο 83 παρ. 2 της ΣυνθΛΕΕ, σε συμμόρφωση με τις αρχές της επικουρικότητας και αναλογικότητας. Είναι η πρώτη φορά που η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χρησιμοποιεί νέες εξουσίες δυνάμει της Συνθήκης της Λισαβώνας, προκειμένου να επιβάλει ενωσιακή πολιτική μέσω επιβολής ποινικών κυρώσεων. Πρόκειται, λοιπόν, για την πρώτη νομοθετική πρόταση με βάση το ως άνω αναφερόμενο άρθρο, το οποίο προβλέπει τη θέσπιση κοινών ελάχιστων κανόνων σχετικά με το ποινικό δίκαιο, όταν αυτό κρίνεται ουσιαστικής σημασίας προς διασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής μιας εναρμονισμένης πολιτικής της ΕΕ²⁷⁸. Αξίζει να επισημανθεί ότι η συγκεκριμένη πρόταση για Οδηγία ευθυγραμμίζεται με την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην ανακοίνωση, που εξέδωσε όσον αφορά την «Ενίσχυση των καθεστώτων επιβολής κυρώσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών» της 8^{ης} Δεκεμβρίου 2010²⁷⁹. Στη τελευταία πρόταση προβλέπονταν ποινικές κυρώσεις για τις πλέον σοβαρές παραβιάσεις της νομοθεσίας περί χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, εάν και όπου αυτό κρινόταν ουσιαστικής σημασίας και με σκοπό τη διασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής της εν λόγω νομοθεσίας.

3. Οι βασικές ρυθμίσεις της Πρότασης για Οδηγία

Προ της ανάλυσης των βασικών ρυθμίσεων της προτεινόμενης Οδηγίας²⁸⁰, επισημαίνεται ότι η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην ανάλυση των διατάξεων που αφορούν στη χειραγώγηση της αγοράς.

Το πεδίο εφαρμογής της πρότασης για Οδηγία ευθυγραμμίζεται²⁸¹ με το πεδίο εφαρμογής του προτεινόμενου Κανονισμού²⁸², όπως ανωτέρω υπό III.A. εκτέθηκε.

²⁷⁷ οπ.π., Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αιτιολογική Έκθεση της Πρότασης για Οδηγία, COM(2011) 654 τελικό, σελ. 4.

²⁷⁸ Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 83 παρ. 2 της ΣυνθΛΕΕ ορίζεται ότι: «Όταν η προσέγγιση των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων των κρατών μελών στον τομέα του ποινικού δικαίου είναι αναγκαία για την εξασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής πολιτικής της Ένωσης σε τομέα στον οποίο εφαρμόζονται μέτρα εναρμόνισης, οδηγίες μπορούν να θεσπίζουν ελάχιστους κανόνες σχετικούς με τον ορισμό των ποινικών αδικημάτων και των κυρώσεων στον εν λόγω τομέα. Οι εν λόγω οδηγίες εκδίδονται με συνήθη ή με ειδική νομοθετική διαδικασία, ίδια με εκείνη που ακολουθήθηκε κατά τη θέσπιση των εν λόγω μέτρων εναρμόνισης, με την επιφύλαξη του άρθρου 76 (ΣυνθΛΕΕ)». Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με το άρθρο 76 ΣυνθΛΕΕ, οι προβλεπόμενες στο άρθρο 83 παρ. 2 πράξεις θεσπίζονται μετά από πρόταση της Επιτροπής, ή μετά από πρωτοβουλία του ενός τετάρτου των κρατών μελών.

²⁷⁹ οπ.π., Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπου, IP/10/678.

²⁸⁰ οπ.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁸¹ Συνεπώς, στην πρόταση για Οδηγία εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής συγκεκριμένες συναλλαγές: προγράμματα επαναγορών και σταθεροποίησης, δραστηριότητες νομισματικής πολιτικής και διαχείρισης χρέους και δραστηριότητες που αφορούν εμπορία δικαιωμάτων εκπομπών στο πλαίσιο της άσκησης της πολιτικής για το κλίμα, όπως και στην πρόταση πρόταση για Κανονισμό.

²⁸² Σκέψη 9 του Προοιμίου της πρότασης για Οδηγία, οπ.π., COM(2011) 654 τελικό.

Σε αντίθεση δε με την ως άνω αναφερομένη πρόταση για Κανονισμό, που είναι αμέσου εφαρμογής στην έννομη τάξη των κρατών μελών, στον τομέα των ποινικών κυρώσεων προτείνεται η υιοθέτηση οδηγίας βασιζόμενη στην αρχή της ελάχιστης εναρμόνισης. Κατά αυτόν τον τρόπο, με την οδηγία αυτή τίθενται ελάχιστοι κανόνες σχετικά με τον ορισμό του ποινικού αδικήματος της χειραγώγησης αγοράς, που διαπράττεται από φυσικά και νομικά πρόσωπα, όπως επίσης και σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις αυτών. Γίνεται αντιληπτό ότι η ύπαρξη κοινών ελάχιστων κανόνων θα καταστήσει δυνατή τη χρήση αποτελεσματικότερων μεθόδων έρευνας και αποτελεσματικής συνεργασίας τόσο εντός όσο και μεταξύ των κρατών μελών. Κατά συνέπεια, δυνάμει της ως άνω πρότασης για Οδηγία απαιτείται από τα κράτη μέλη η λήψη των αναγκαίων μέτρων για να διασφαλιστεί ότι το ποινικό αδίκημα της χειραγώγησης της αγοράς επισύρει ποινικές κυρώσεις. Περαιτέρω, απαιτείται από τα κράτη μέλη να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις για υποκίνηση, συνδρομή και συνέργεια σε χειραγώγηση αγοράς, καθώς και για απόπειρες διάπραξης τέτοιων αδικημάτων. Συγκεκριμένα, στην προτεινόμενη Οδηγία ορίζεται ρητώς το ποινικό αδίκημα της χειραγώγησης της αγοράς (3.1). Επιπλέον, επιβάλλεται στα κράτη μέλη η υποχρέωση να θεωρούν ποινικά κολάσιμες την υποκίνηση, τη συνδρομή και τη συνέργεια στη διάπραξη του ποινικού αδικήματος της χειραγώγησης της αγοράς, όπως επίσης και την απόπειρα χειραγώγησης της αγοράς (3.2.). Τέλος, προβλέπεται ειδική ρύθμιση για τα νομικά πρόσωπα που μπορούν να υπέχουν ευθύνη για το ποινικό αδίκημα της χειραγώγησης της αγοράς (3.3.).

3.1. Ορισμός του ποινικού αδικήματος της χειραγώγησης αγοράς σε ενωσιακό επίπεδο

Στην πρόταση για Οδηγία ορίζεται ρητώς το αδίκημα της χειραγώγησης αγοράς, το οποίο θα πρέπει να θεωρείται από τα κράτη μέλη ως ποινικό αδίκημα, υπό την προϋπόθεση ότι διαπράττεται εκ προθέσεως. Προβλέπεται ότι οι πιο κάτω ενέργειες συνιστούν ποινικά αδικήματα, εφόσον γίνονται σκοπίμως²⁸³:

- α) η παροχή ψευδών ή παραπλανητικών ενδείξεων σχετικά με την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή μιας συναφούς με αυτό σύμβασης χρηματιστηριακού εμπορεύματος τοις μετρητοίς,
- β) η διαμόρφωση σε μη κανονικό ή σε τεχνητό επίπεδο της τιμής ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων ή ενός συναφούς με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων,
- γ) η πραγματοποίηση συναλλαγής, η διαβίβαση εντολής διαπραγμάτευσης ή οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σε χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία επηρεάζει την τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων ή συναφούς με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων, με χρησιμοποίηση εικονικής διάταξης ή κάθε άλλης μορφής παραπλάνηση ή τέχνασμα,
- δ) η διάδοση πληροφοριών που παρέχουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή συναφή με αυτά συμβόλαια άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων, όταν τα εν λόγω πρόσωπα προσπορίζονται από τη διάδοση των εν λόγω πληροφοριών ίδιο ή υπέρ τρίτου πλεονέκτημα ή όφελος.

Εκ της ανωτέρω διατάξεως καθίσταται καταφανές ότι προκειμένου να στοιχειοθετηθεί το ποινικό αδίκημα της χειραγώγησης αγοράς, απαιτείται να πληρούται η προϋπόθεση της πρόθεσης στο πρόσωπο του δράστη, που διαπράττει το εν λόγω αδίκημα. Τούτο καθιστά ιδιαίτερα δυσχερές το έργο των αρμοδίων

²⁸³ Άρθρο 4 της πρότασης για Οδηγία, οπ.π. COM(2011) 654 τελικό.

εθνικών αρχών, προκειμένου να είναι σε θέση να αποδείξουν την ύπαρξη της προθέσεως στο πρόσωπο του δράστη.

3.2. Ρύθμιση για την υποκίνηση και συνέργεια στη διάπραξη πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς και την απόπειρα χειραγώγησης αγοράς

Σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 1 της πρότασης για Οδηγία «τα κράτη μέλη λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι η υποκίνηση και η συνέργεια στη διάπραξη, όπως και η απόπειρα διάπραξης (του αδικήματος της χειραγώγησης αγοράς), τιμωρείται ως ποινικό αδίκημα». Σύμφωνα δε με το άρθρο 5 παρ. 2 αυτής προβλέπεται ότι τα κράτη μέλη λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι η απόπειρα διάπραξης του αδικήματος της χειραγώγησης της αγοράς τιμωρείται ως ποινικό αδίκημα και ειδικότερα οι ακόλουθες μορφές χειραγώγησης της αγοράς:

α) η παροχή ψευδών ή παραπλανητικών ενδείξεων σχετικά με την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή μιας συναφούς με αυτό σύμβασης χρηματιστηριακού εμπορεύματος τοις μετρητοίς,

β) η διαμόρφωση σε μη κανονικό ή σε τεχνητό επίπεδο της τιμής ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων ή ενός συναφούς με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων,

γ) η πραγματοποίηση συναλλαγής, η διαβίβαση εντολής διαπραγμάτευσης ή οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σε χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία επηρεάζει την τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων ή συναφούς με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων, με χρησιμοποίηση εικονικής διάταξης ή κάθε άλλης μορφής παραπλάνηση ή τέχνασμα²⁸⁴.

Εκ των ανωτέρω γίνεται αντιληπτό ότι η πρόταση για Οδηγία διασφαλίζει ότι είναι ποινικά κολάσιμες στα κράτη μέλη τόσο η υποκίνηση όσο και η συνέργεια στη διάπραξη του οριζόμενου σε αυτήν ποινικού αδικήματος της χειραγώγησης αγοράς. Η απόπειρα διάπραξης χειραγώγησης αγοράς καλύπτεται επίσης από την προτεινόμενη Οδηγία, με εξαίρεση τη διάδοση πληροφοριών, με τις οποίες παρέχονται ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις, δεδομένου ότι δεν φαίνεται ενδεδειγμένο να οριστεί ως ποινικό αδίκημα η απόπειρα διάπραξης αυτού του αδικήματος.

3.3. Επέκταση της ποινικής ευθύνης σε νομικά πρόσωπα

Σύμφωνα με την πρόταση για Οδηγία, η ποινική ή μη ποινική ευθύνη για το αδίκημα της χειραγώγησης αγοράς θα πρέπει επίσης να επεκταθεί σε νομικά πρόσωπα. Ειδικότερα, προβλέπεται ότι τα κράτη μέλη λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα, ώστε τα νομικά πρόσωπα να είναι δυνατό να καθίστανται υπεύθυνα για τα αδικήματα της χειραγώγησης, της απόπειρας χειραγώγησης, όπως επίσης και της υποκίνησης ή συνέργειας σε χειραγώγηση αγοράς, στις περιπτώσεις που τα αδικήματα αυτά διαπράττονται επ' ωφελεία τους από οιοδήποτε πρόσωπο κατέχει ιθύνουσα θέση εντός του νομικού προσώπου και ενεργεί είτε ατομικά είτε ως μέλος οργάνου του νομικού προσώπου, με την ιδιότητα: α) εντολοδόχου εκπροσώπησης του νομικού προσώπου, β) πληρεξουσίου λήψης αποφάσεων εξ ονόματος του νομικού προσώπου, ή γ) πληρεξουσίου άσκησης ελέγχου εντός του νομικού

²⁸⁴ Άρθρο 4 στοιχ. α), β) και γ) της πρότασης για Οδηγία, οπ.π., COM(2011) 654 τελικό.

προσώπου²⁸⁵.

Προβλέπεται, επίσης, ότι τα κράτη μέλη πρέπει να λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα ώστε τα νομικά πρόσωπα να καθίστανται υπεύθυνα στις περιπτώσεις εκείνες που κατέστη δυνατή η διάπραξη τέτοιων αδικημάτων από πρόσωπα που υπόκεινται στην εξουσία του επ' ωφελεία νομικού προσώπου, λόγω πλημμελούς εποπτείας ή ελέγχου αυτών²⁸⁶. Επισημαίνεται ότι η ανωτέρω αναφερομένη ευθύνη των νομικών προσώπων δεν αποκλείει την άσκηση ποινικής δίωξης εναντίον των φυσικών προσώπων που είναι δράστες, ηθικοί αυτουργοί ή συνεργοί σε τέτοιου είδους αδικήματα²⁸⁷. Τέλος, οι επιβαλλόμενες για τα ανωτέρω αδικήματα ποινικές κυρώσεις θα πρέπει να είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές²⁸⁸. Το αυτό προβλέπεται για τις εν γένει ποινικές κυρώσεις που προβλέπονται από τα κράτη μέλη όσον αφορά το ποινικό αδίκημα της χειραγώγησης αγοράς, σε όλες τις μορφές εμφάνισής του²⁸⁹.

Δέον να επισημανθεί ότι η πρόταση για Οδηγία περιλαμβάνει ρήτρα επανεξέτασης με την οποία απαιτείται από την Επιτροπή να υποβάλει έκθεση προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο εντός τεσσάρων ετών από την έναρξη ισχύος της εν λόγω Οδηγίας, με αντικείμενο την εφαρμογή της και, κατά περίπτωση, για την ανάγκη επανεξέτασής της, ειδικότερα ως προς την καταλληλότητα της θέσπισης κοινών ελάχιστων κανόνων για τα είδη και τα επίπεδα των ποινικών κυρώσεων²⁹⁰. Αν ενδείκνυται, η έκθεση θα συνοδεύεται από νομοθετικές προτάσεις²⁹¹.

Γ. Οι πρόσφατες τροποποιήσεις του προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου

Προτού εκτεθούν αναλυτικά οι τροποποιήσεις που προτάθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο περιεχόμενο τόσο της αρχικής πρότασης Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς²⁹² όσο και της αρχικής πρότασης Οδηγίας για την επιβολή κυρώσεων για τις ίδιες ως άνω πράξεις²⁹³, η πλειοψηφία των οποίων επικεντρώνεται στην απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς, δέον να γίνει εν συντομία αναφορά στο ιστορικό, δυνάμει του οποίου δρομολογήθηκαν οι προταθείσες αλλαγές στο περιεχόμενο αυτών.

1. Το πλαίσιο αναφοράς

Το πρόσφατο σκάνδαλο LIBOR²⁹⁴ προκάλεσε σοβαρές ανησυχίες όσον αφορά

²⁸⁵ Άρθρο 7 παρ. 1 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁸⁶ Άρθρο 7 παρ. 2 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁸⁷ Άρθρο 7 παρ. 3 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁸⁸ Άρθρο 8 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁸⁹ Άρθρο 6 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁹⁰ Άρθρο 9 της πρότασης για Οδηγία, ο.π., COM(2011) 654 τελικό.

²⁹¹ Ibid.

²⁹² ο.π., COM (2011) 651 τελικό, 20.10.2011.

²⁹³ ο.π., COM (2011) 654 τελικό, 20.10.2011.

²⁹⁴ Το Διατραπεζικό Επιτόκιο Λονδίνου (LIBOR) είναι το μέσο επιτόκιο με το οποίο τα μεγαλύτερα και ασφαλέστερα πιστωτικά ιδρύματα στον κόσμο μπορούν να δανειστούν μεταξύ τους. Επομένως, χρησιμοποιείται ως κριτήριο αξιολόγησης για το δανεισμό και ως βάση αναφοράς για την τιμολόγηση πολλών χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων. Συγκεκριμένα, το LIBOR υπολογίζεται από την Ένωση

τα ψευδή στοιχεία που υπέβαλαν τα πιστωτικά ιδρύματα σχετικά με τα εκτιμώμενα επιτόκια διατραπεζικού δανεισμού²⁹⁵. Συγκεκριμένα, από τον Μάρτιο του 2011 διεξάγονται έρευνες σχετικά με την πιθανή χειραγώγηση των κριτηρίων αξιολόγησης για τα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού EURIBOR και LIBOR από ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα. Υπήρχε η υπόνοια ότι τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν χορηγήσει εκτιμήσεις για το επιτόκιο με βάση το οποίο θα αποδέχονταν προσφορές χρηματοδότησης, που ήταν διαφορετικό από το επιτόκιο που θα είχαν αποδεχθεί στην πράξη. Αυτό ενδέχεται να οδήγησε σε αλλοίωση του επιπέδου των επιτοκίων EURIBOR και LIBOR και να έθεσε υπό αμφισβήτηση την ακεραιότητα των εν λόγω επιτοκίων. Επιπλέον, οι εκτιμήσεις των μεμονωμένων πιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετείχαν στο σύστημα διοχέτευαν παραπλανητικές πληροφορίες στην αγορά σχετικά με το πιθανό κόστος χρηματοδότησής τους.

Για το λόγο αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέτασε κατά πόσο η πιθανή χειραγώγηση των κριτηρίων αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένων των επιτοκίων LIBOR και EURIBOR, θα καλυπτόταν από τις ως άνω αναλυτικά αναφερόμενες προτάσεις της για Κανονισμό και για Οδηγία²⁹⁶. Δεδομένου όμως ότι τα κριτήρια αξιολόγησης δεν καλύπτονται από καμία από τις προτάσεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η άμεση χειραγώγηση των κριτηρίων αξιολόγησης δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής καμίας από τις ανωτέρω δύο προτάσεις.

Βρετανικών Τραπεζών (British Bankers' Association, BBA), μια ισχυρή εμπορική ένωση με έδρα το Λονδίνο, που αντιπροσωπεύει πάνω από 250 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα πιστωτικά αυτά ιδρύματα ευρίσκονται σε 50 χώρες και έχουν διεθνή δραστηριότητα. Το LIBOR αποτελεί βασικό σημείο αναφοράς για τη «Διεθνή Ένωση Ανταλλαγών και Παραγώγων» (International Swaps and Derivatives Association, ISDA), ο οποίος είναι ο διεθνής οργανισμός που δημιουργεί τα πρότυπα για την αγορά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

²⁹⁵ Στους μήνες που προηγήθηκαν της οικονομικής κρίσης του 2008, πολλοί από τους ισχυρότερους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς του κόσμου φέρεται να συνεργάστηκαν για να κρατήσουν χαμηλά το LIBOR. Η χειραγώγηση του LIBOR επέτρεψε στους διαπραγματευτές να χειριστούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές προς όφελός τους. Κατά τη διαδικασία, αλλοίωσαν την πραγματική αξία βασικών οικονομικών εργαλείων, όπως credit default swaps (CDS), παράγωγα και στεγαστικές υποθήκες. Στις αρχές Ιουλίου 2012 οι αρμόδιες Αμερικανικές και Βρετανικές εποπτικές αρχές επέβαλαν στο πιστωτικό ίδρυμα Barclays πρόστιμο 453 εκατομμυρίων δολαρίων κατόπιν συμβιβασμού, επειδή αποδείχτηκε ότι τα προηγούμενα χρόνια, κυρίως από το 2005 μέχρι το 2007, στελέχη του [ιστωτικού ιδρύματος έδιναν εσκεμμένα λανθασμένα νούμερα στην Thomson Reuters που συγκέντρωνε τα στοιχεία, ανάλογα με το το συμφέρον της Barclays όσον αφορά στο LIBOR. Το σκάνδαλο αποδείχτηκε, όταν ήρθαν στην επιφάνεια ηλεκτρονικά μηνύματα υπαλλήλων της Barclays με σχετικό περιεχόμενο. Συγκεκριμένα, η αμερικανική Επιτροπή Παραγώγων (Commodities Futures Trading Commission, CFTC) παραθέτει ένα εσωτερικό ηλεκτρονικό μήνυμα της Barclays της 3.2.2006, στο οποίο ένας διαπραγματευτής έγραψε προς το γραφείο καθορισμού επιτοκίων: «Χρειαζόμαστε να έχουμε χαμηλό (LIBOR) ενός μηνός, και, ει δυνατόν, ένα υψηλό 3 μηνών». Στη συνέχεια, στις 27.3.2006 το γραφείο συναλλαγών είτε στο Λονδίνο, «Χρειαζόμαστε 1m (ήτοι LIBOR 1 μηνός) και υψηλό 3 μηνών». Τέλος, σε ένα ηλεκτρονικό μήνυμα του Μαΐου του ίδιου έτους, ο διαπραγματευτής ζήτησε το LIBOR να διατηρηθεί στο 5,36, επειδή η διαπραγματευτική θέση του «θα υποφέρει από ένα υψηλότερο επιτόκιο». Ίδετε σχετικά, Jonathan Macey, Libor: Τρία σκάνδαλα σε ένα, υπάρχει τρόπος να εμποδιστεί η χειραγώγηση των επιτοκίων, 25.7.2012, <http://foreignaffairs.gr/articles/68889/jonathan-macey/libor-tria-skandala-se-ena?page=2>.

²⁹⁶ οπ.π., COM(2011) 651 τελικό και COM(2011) 654 τελικό αντιστοίχως.

Μολονότι, βέβαια, ενδέχεται να είναι δύσκολο ή αδύνατο για μια αρμόδια αρχή να αποδείξει ότι η χειραγώγηση ενός κριτηρίου αξιολόγησης είχε αντίκτυπο στην τιμή των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων, καθίσταται εμφανές ότι οποιαδήποτε πραγματική ή επιχειρούμενη χειραγώγηση σημαντικών κριτηρίων αξιολόγησης μπορεί να έχει σοβαρές επιπτώσεις στην εμπιστοσύνη της αγοράς και θα μπορούσε να οδηγήσει σε σημαντικές απώλειες για τους επενδυτές και σε στρεβλώσεις της πραγματικής οικονομίας, εάν ληφθεί υπόψη η ευρεία χρήση των βασικών δεικτών αξιολόγησης ως επιτοκίων αναφοράς, όπως για παράδειγμα για τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων και τα ενυπόθηκα δάνεια με μεταβλητό επιτόκιο²⁹⁷.

Ενόψει όλων των ανωτέρω, κρίθηκε σκόπιμο από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διευκρινιστεί ότι οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να είναι σε θέση να επιβάλουν διοικητικές κυρώσεις όσον αφορά το αδίκημα της χειραγώγησης της αγοράς στις περιπτώσεις αυτές, χωρίς να χρειάζεται να αποδείξουν ή να στοιχειοθετήσουν παρεμπιπτόντως αναφερόμενα ζητήματα, όπως η επίδραση στις τιμές. Επιπλέον, κρίθηκε σημαντικό να ληφθούν όλα τα απαιτούμενα μέτρα για την αποτροπή πρακτικών χειραγώγησης αυτού του είδους και να παρασχεθούν οι δυνατότητες, ούτως ώστε να διευκολυνθεί το έργο των αρμόδιων αρχών κατά την επιβολή των σχετικών κυρώσεων. Η ύπαρξη άλλωστε ενός αυστηρού νομικού πλαισίου θα λειτουργήσει ως αξιόπιστη αποτρεπτική δύναμη για μορφές συμπεριφοράς αυτού του είδους, προστατεύοντας με τον τρόπο αυτό τους επενδυτές και αποκαθιστώντας την εμπιστοσύνη της αγοράς. Τέλος, έκρινε επιβεβλημένο τα κανονιστικά αυτά μέτρα να περιλαμβάνουν και ποινικές κυρώσεις. Συνεπώς, προκειμένου να διασφαλισθεί ότι η χειραγώγηση των κριτηρίων αξιολόγησης καλύπτεται από κοινούς ενωσιακούς κανόνες για την αποφυγή καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε δύο προτάσεις όσον αφορά αφενός την τροποποίηση της αρχικής πρότασής της για Κανονισμό (2.1) και αφετέρου την τροποποίηση της αρχικής πρότασής της για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις (2.2).

2. Το περιεχόμενο των τροποποιήσεων

Συνοπτικά θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι προτεινόμενες από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τροποποιήσεις απαγορεύουν ρητά τη χειραγώγηση των κριτηρίων αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένων των LIBOR και EURIBOR, ενώ παράλληλα καθιστούν κάθε ανάλογη χειραγώγηση ποινικό αδίκημα. Ως «κριτήριο αξιολόγησης» και στις δύο προταθείσες τροποποιήσεις ορίζεται κάθε εμπορικός δείκτης ή δημοσιευμένο αριθμητικό στοιχείο, το οποίο υπολογίζεται με την εφαρμογή μαθηματικού τύπου στην αξία ενός ή περισσότερων περιουσιακών στοιχείων ή τιμών αναφοράς, συμπεριλαμβανομένων των εκτιμώμενων τιμών, των επιτοκίων ή των άλλων αξιών ή των στοιχείων ερευνών, σύμφωνα με τα οποία καθορίζεται το ποσό που καταβάλλεται βάσει ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου²⁹⁸. Τα περιουσιακά στοιχεία (τα στοιχεία του ενεργητικού) ή οι τιμές που

²⁹⁷ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Τροποποιημένη πρόταση για Κανονισμό για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρησης αγοράς), COM(2012)421 τελικό, 25.7.2012, σελ. 2.

²⁹⁸ Ο ορισμός αυτός του κριτηρίου αξιολόγησης προστίθεται ως παρ. 20 στο άρθρο 5 της τροποποιημένης πρότασης για Κανονισμό, οπ.π., COM(2012)421 τελικό, και ως σημείο 3 στο άρθρο 2 της τροποποιημένης πρότασης για Οδηγία για τις συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών χρηματιστηριακών πληροφοριών και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, COM(2012)420 τελικό, 25.7.2012.

διαμορφώνουν το εκάστοτε στοιχείο αναφοράς περιλαμβάνουν τα επιτόκια ή βασικά εμπορεύματα, όπως το πετρέλαιο, υπό την προϋπόθεση ότι καθορίζουν το ποσό που καταβάλλεται βάσει ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου, π.χ ενός παραγώγου.

Κατωτέρω εκτίθενται αναλυτικά οι συγκεκριμένες τροποποιήσεις που προτείνονται στην τροποποιημένη πρόταση για Κανονισμό και στην τροποποιημένη πρόταση για Οδηγία.

2.1. Τροποποίηση του πεδίου εφαρμογής της πρότασης για Κανονισμό

Το πεδίο εφαρμογής της αρχικής πρότασης για Οδηγία τροποποιείται, ώστε να περιλαμβάνει και τα στοιχεία συγκριτικής αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, θα συμπεριλαμβάνονται και «τα κριτήρια αξιολόγησης, όπου κάθε διαβίβαση πληροφοριών, εισροή, υπολογισμός ή συμπεριφορά χρησιμοποιούνται για να επηρεάσουν, επηρεάζουν ή ενδέχεται να επηρεάσουν τον υπολογισμό του κριτηρίου αξιολόγησης»²⁹⁹.

2.2. Τροποποίηση των ορισμών στις προτάσεις για Κανονισμό και Οδηγία

Οι ορισμοί που δίνονται στην αρχική πρόταση για Κανονισμό τροποποιούνται, ώστε να συμπεριλαμβάνεται ο ορισμός των κριτηρίων αξιολόγησης³⁰⁰, όπως ανωτέρω εκτέθηκε. Ο ορισμός αυτός, που βασίζεται σε μια διευρυμένη διατύπωση του αντίστοιχου που χρησιμοποιείται στην πρόταση για Κανονισμό για τις αγορές χρηματοπιστωτικών τίτλων³⁰¹, περιλαμβάνει και συγκριτικά στοιχεία αναφοράς, όπως π.χ επιτόκια και εμπορεύματα. Κατά ανάλογο τρόπο, τροποποιούνται και οι ορισμοί που δίνονται στην αρχική πρόταση για Οδηγία, ώστε να συμπεριλαμβάνεται ο ορισμός των κριτηρίων αξιολόγησης³⁰².

2.3. Τροποποίηση του ορισμού της χειραγώγησης της αγοράς στις προτάσεις για Κανονισμό και Οδηγία

Ο ορισμός της χειραγώγησης αγοράς τόσο στην αρχική πρόταση για Κανονισμό όσο και στην αρχική πρόταση για Οδηγία τροποποιείται, ώστε να καλύπτει και την χειραγώγηση των συγκριτικών στοιχείων αναφοράς καθώς και κάθε ανάλογη προσπάθεια χειραγώγησης. Συγκεκριμένα, προστίθεται ως μορφή χειραγώγησης αγοράς η διαβίβαση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, η χορήγηση ψευδών ή παραπλανητικών εισροών, ή κάθε δράση που συνεπάγεται τη χειραγώγηση του υπολογισμού του κριτηρίου αξιολόγησης³⁰³. Η μόνη διαφοροποίηση με τον ως άνω ορισμό εν σχέσει με τον αντίστοιχο της πρότασης για Οδηγία είναι ότι προστίθεται επιπλέον το στοιχείο της πρόθεσης. Συγκεκριμένα, διατυπώνεται ως ακολούθως: «η διαβίβαση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, η χορήγηση ψευδών ή παραπλανητικών εισροών, ή

²⁹⁹ Τούτο προστίθεται στο άρθρο 2 παρ. 3 ως σημείο δ της πρότασης για Κανονισμό.

³⁰⁰ Ο ορισμός αυτός προστίθεται στο άρθρο 5 ως παρ. 20 της πρότασης για Κανονισμό.

³⁰¹ COM(2011) 656 τελικό, 20.10.2011.

³⁰² Ο ορισμός αυτός προστίθεται στο άρθρο 2 ως σημείο 3 της πρότασης για Οδηγία.

³⁰³ Η μορφή αυτή εμφάνισης της χειραγώγησης αγοράς προστίθεται στο άρθρο 8 παρ. 1 ως σημείο δ) της πρότασης για Κανονισμό.

κάθε δράση που συνεπάγεται τη **σκόπιμη χειραγώγηση του υπολογισμού του κριτηρίου αξιολόγησης**³⁰⁴.

2.4. Τροποποίηση των αιτιολογικών σκέψεων της πρότασης για Κανονισμό

Οι αιτιολογικές σκέψεις της αρχικής πρότασης για Κανονισμό τροποποιούνται, ώστε να αιτιολογείται η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής και του ορισμού της χειραγώγησης της αγοράς κατά τρόπο που να καλύπτονται και τα στοιχεία συγκριτικής αξιολόγησης³⁰⁵.

2.5. Τροποποίηση του ορισμού του ποινικού αδικήματος της ηθικής αυτουργίας, συνεργείας και απόπειρας διενέργειας χειραγώγησης αγοράς στην πρόταση για Οδηγία

Τέλος, τροποποιείται ο ορισμός του ποινικού αδικήματος της «ηθικής αυτουργίας, συνεργείας και απόπειρας», ώστε να καλύπτει ανάλογες συμπεριφορές που σχετίζονται με τη χειραγώγηση των συγκριτικών στοιχείων αναφοράς. Συγκεκριμένα, το άρθρο 5 παρ. 2 της αρχικής πρότασης για Οδηγία τροποποιείται ως ακολούθως: «*Τα κράτη μέλη λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι η απόπειρα διάπραξης οιοδήποτε αδικήματος από τα αναφερόμενα [...] και στο άρθρο 4 στοιχεία α), β), γ) και ε) τιμωρείται ως ποινικό αδίκημα*», ήτοι αναφέρεται στον ορισμό της χειραγώγησης αγοράς. Εκ των ανωτέρω αναφερομένων καθίσταται εμφανές ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν προτείνει τον καθορισμό ελάχιστων τύπων και επιπέδων ποινικών κυρώσεων κατά το στάδιο αυτό, θέλει εν τούτοις να υποχρεωθεί κάθε κράτος μέλος να προβλέπει η εθνική του νομοθεσία την επιβολή ποινικών κυρώσεων για τη χειραγώγηση αναλόγων συγκριτικών στοιχείων αξιολόγησης.

³⁰⁴ Τούτο προστίθεται στο άρθρο 4 ως σημείο ε) της πρότασης για Οδηγία.

³⁰⁵ Ως αιτιολογική σκέψη 20 α) προστίθεται το εξής: «*Πολλά χρηματοοικονομικά μέσα αποτιμώνται με βάση κριτήρια αξιολόγησης. Η πραγματική ή επιχειρούμενη χειραγώγηση κριτηρίων αξιολόγησης, όπως των διαπραγματικών επιτοκίων προσφοράς, μπορεί να έχει σοβαρές επιπτώσεις στην εμπιστοσύνη της αγοράς και μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές απώλειες για τους επενδυτές ή να στρεβλώσει την πραγματική οικονομία. Συνεπώς, επιβάλλεται να θεσπισθούν ειδικές διατάξεις για τα κριτήρια αξιολόγησης, προκειμένου να διαφυλάσσεται η ακεραιότητα των αγορών και να διασφαλίζεται ότι οι αρμόδιες αρχές θα είναι σε θέση να επιβάλουν τη σαφή απαγόρευση της χειραγώγησης των κριτηρίων αξιολόγησης. Είναι αναγκαίο να συμπληρώνεται η γενική απαγόρευση των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, με την απαγόρευση της χειραγώγησης των ίδιων των κριτηρίων αξιολόγησης και της τυχόν διαβίβασης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, της παροχής ψευδών ή παραπλανητικών εισροών, ή οποιασδήποτε άλλης ενέργειας που συνεπάγεται τη χειραγώγηση του υπολογισμού ενός κριτηρίου αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται για το κριτήριο αξιολόγησης. Οι εν λόγω κανόνες προστίθενται στις διατάξεις του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1227/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την ακεραιότητα και τη διαφάνεια στη χονδρική αγορά ενέργειας που απαγορεύει την σκόπιμη παροχή ψευδών πληροφοριών σε επιχειρήσεις που εκπονούν αξιολογήσεις τιμών ή εκθέσεις για τις αγορές ενεργειακών προϊόντων χονδρικής, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την παραπλάνηση των συμμετεχόντων στην αγορά που ενεργούν βάσει των εν λόγω αξιολογήσεων τιμών ή εκθέσεων για τις αγορές*».

Κεφάλαιο VI

Κριτική αξιολόγηση του προτεινόμενου νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς

Όπως ανωτέρω υπό III. αναλυτικά εκτέθηκε, το προτεινόμενο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για τη χειραγώγηση της αγοράς περιλαμβάνει ένα νομοθετικό πακέτο, το οποίο αποτελείται από τέσσερα σύνολα εγγράφων. Συγκεκριμένα:

α) ένα σχέδιο Κανονισμού που θα αντικαταστήσει σε μεγάλο βαθμό την ισχύουσα Οδηγία 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση αγοράς και τα εκδοθέντα στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 εκτελεστικά μέτρα,

β) την τροποποίηση του ως άνω σχεδίου Κανονισμού, προκειμένου να συμπεριληφθεί στις διατάξεις αυτού ρητή απαγόρευση της χειραγώγησης των κριτηρίων αξιολόγησης,

γ) ένα σχέδιο Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις και

δ) τροποποίηση του ως άνω υπό γ) σχεδίου Οδηγίας, προκειμένου κάθε πράξη χειραγώγησης των κριτηρίων αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται η υποκίνηση, συνέργεια ή απόπειρα διενέργειας τέτοιων πρακτικών, να συνιστά ποινικό αδίκημα.

Τα ανωτέρω αναφερόμενα υπό α) και γ) σχέδια Κανονισμού και Οδηγίας αντιστοίχως έχουν διαβιβασθεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο για διαπραγμάτευση και έγκριση. Επί των παραπάνω όμως σχεδίων έχουν ήδη εκδώσει σχετική γνωμοδότηση η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (εφεξής καλούμενη «ΕΟΚΕ») και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (εφεξής καλούμενη «ΕΚΤ»), κατόπιν σχετικής εντολής που έλαβαν από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο. Τα ως άνω ενωσιακά όργανα προβαίνουν σε κριτική αξιολόγηση του προτεινόμενου νέου ρυθμιστικού πλαισίου όσον αφορά στα δύο αρχικά σχέδια Οδηγίας και Κανονισμού, επισημαίνοντας καίριας σημασίας ζητήματα, τα οποία παρατίθενται κατωτέρω.

A. Οι γνωμοδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας επί του αρχικά προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου

1. Η γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής³⁰⁶

Στις 25 Νοεμβρίου 2011 και στις 15 Νοεμβρίου 2011 το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο αντιστοίχως, ζήτησαν τη γνωμοδότηση της ΕΟΚΕ όσον αφορά τις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για Κανονισμό και Οδηγία στον τομέα της κατάχρησης αγοράς. Στις 28 και 29 Μαρτίου 2012 η ΕΟΚΕ εξέδωσε την

³⁰⁶ Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, Γνωμοδότηση με θέμα «Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)» και «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», C/181, 21.6.2012, σελ. 64-67.

σχετική γνωμοδότησή της. Σύμφωνα με αυτήν, η ως άνω Επιτροπή εκφράζει καταρχήν τη συμφωνία της με τις προτεινόμενες νομικές πράξεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, επιδοκιμάζοντας την πρωτοβουλία της τελευταίας να επικαιροποιήσει και να ενισχύσει το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με την ΕΟΚΕ αποτελεί «σκόπιμο μέτρο»³⁰⁷ η επέκταση του πεδίου εφαρμογής των ισχυουσών ρυθμίσεων σχετικά με την χειραγώγηση αγοράς και σε χρηματοπιστωτικά μέσα που ανταλλάσσονται σε μη ρυθμιζόμενες αγορές, όπως επίσης και στη χρήση προηγμένων τεχνολογιών για την εφαρμογή εμπορικών στρατηγικών³⁰⁸. Παρά ταύτα, διατυπώνει ορισμένες επιφυλάξεις ως προς την επέκταση αυτή του πεδίου εφαρμογής. Συγκεκριμένα, θεωρεί ότι θα πρέπει να αποσαφηνιστούν οι πρακτικές επιπτώσεις της επέκτασης του πεδίου εφαρμογής για τα νέα εξωχρηματιστηριακά μέσα και τις συναλλαγές υψηλής συχνότητας καθόσον «*συχνά, δεν υπάρχει αγορά για τα εξωχρηματιστηριακά χρηματοπιστωτικά μέσα, διότι ανταλλάσσονται με διμερή διαπραγμάτευση*»³⁰⁹. Ως εκ τούτου, στην περίπτωση αυτή προτείνει την περαιτέρω αποσαφήνιση των μέσων ή συναλλαγών αυτών από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ή την ESMA, με την επεξεργασία σχετικών παραδειγμάτων.

Περαιτέρω, η ΕΟΚΕ επικροτεί την περαιτέρω εναρμόνιση των ρυθμίσεων για τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, εκφράζοντας όμως ταυτόχρονα ορισμένες επιφυλάξεις, εν μέρει θεμελιώδους σημασίας αναφορικά με την επιλογή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να προτείνει στον εν λόγω τομέα την υιοθέτηση κανονισμού και όχι οδηγίας. Συγκεκριμένα, θεωρεί ότι η υιοθέτηση κανονισμού ενδέχεται να προκαλέσει ορισμένα προβλήματα νομικής φύσεως, ιδιαίτερα όσον αφορά τις γενικές αρχές ποινικού και συνταγματικού δικαίου που θίγει η εν λόγω πρόταση³¹⁰. Η ΕΟΚΕ εκφράζει την συμφωνία της όσον αφορά στην πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, δεδομένου ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση οφείλει να τηρεί την αρχή της επικουρικότητας, όταν νομοθετεί στον τομέα του ποινικού δικαίου. Διατηρεί όμως αμφιβολίες ως προς την ρύθμιση της χειραγώγησης αγοράς στο πλαίσιο ενός κανονισμού, διότι οι προτεινόμενες ρυθμίσεις ενδέχεται να προκαλέσουν πολυάριθμες δυσχέρειες κατά την πρακτική εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας. Τις δυσχέρειες αυτές τα κράτη μέλη δεν θα μπορούσαν να παρακάμψουν λόγω της άμεσης εκτελεστότητας του κανονισμού. Αξιίζει να επισημανθεί ότι η ΕΟΚΕ δεν διευκρινίζει περαιτέρω τις επιφυλάξεις που διατηρεί ως προς το ως άνω ζήτημα, με αποτέλεσμα να διατυπώνονται αυτές κατά αόριστο τρόπο.

Επιπροσθέτως, η ΕΟΚΕ επισημαίνει ότι σημαντική νομική ανασφάλεια μπορεί να προκληθεί αφενός λόγω ασαφούς διατύπωσης ή λόγω χρήσης αόριστων νομικών όρων στην πρόταση για Κανονισμό. Η κριτική που ασκεί η ΕΟΚΕ ως προς το ζήτημα αυτό βασίζεται στην αρχή του κράτους δικαίου για την βεβαιότητα των ποινικών κανόνων³¹¹. Επισημαίνει δε ότι η νομική ανασφάλεια, που θα προκαλέσουν οι κυρώσεις, θίγει τις γενικές αρχές του συνταγματικού και του ποινικού δικαίου. Μία εκ των αρχών αυτών είναι η αρχή της ακρίβειας της ποινικής

³⁰⁷ Ibid, όρος 3.2

³⁰⁸ Ibid, όρος 3.2. και 4.1. εδάφιο α'.

³⁰⁹ Ibid, όρος 4.1.

³¹⁰ Ibid, όρος 3.3.

³¹¹ Η ΕΟΚΕ απευθύνει για τον λόγο αυτόν έκκληση προς την Επιτροπή να προβεί σε μία πιο εκτενή αποσαφήνιση των αξιόποινων πράξεων ήδη σε πρώτο επίπεδο.

νομοθεσίας (*nulla poena sine lege certa*)³¹². Σύμφωνα με την αρχή αυτή, κάθε κανόνας πρέπει να προσδιορίζει σαφώς και ρητώς ποιες πράξεις υπόκεινται σε κυρώσεις³¹³. Η ΕΟΚΕ διατηρεί επιφυλάξεις αν η αρχή αυτή λήφθηκε επαρκώς υπόψη στην πλειονότητα των ρυθμίσεων που περιλαμβάνει η σχετική πρόταση για Κανονισμό.

Κριτική, επίσης, ασκείται στο άρθρο 11 της πρότασης για Κανονισμό, το οποίο αφορά στην υποχρέωση των προσώπων που οργανώνουν ή εκτελούν κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα να διατηρούν μηχανισμούς για την αποκάλυψη χειραγωγήσεων της αγοράς. Συγκεκριμένα, επισημαίνονται από την ως άνω Επιτροπή τα ακόλουθα³¹⁴:

α. Η καθιέρωση συστημικών μηχανισμών αποκάλυψης μπορεί να συντελέσει στον πολλαπλασιασμό αναφορών σχετικά με υποτιθέμενες ύποπτες περιπτώσεις. Η συσσώρευση μη αποδεδειγμένων καταγγελιών δεν μπορεί να είναι κάτι που επιδιώκουν οι αρμόδιες εθνικές αρχές. Από πρακτική άποψη, το πρόβλημα όσον αφορά τις παραβιάσεις της απαγόρευσης της χειραγωγήσεως αγοράς δεν έγκειται στη μη ενημέρωση των αρμοδίων αρχών για τα αδικήματα, αλλά στο γεγονός ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων οι δικαστικές αρχές δεν συνεχίζουν τη διαδικασία ή την ακυρώνουν έναντι καταβολής χρηματικού ποσού. Υπογραμμίζεται δε η ανυπαρξία σχετικής εξειδίκευσης των δικαστικών αρχών σε τέτοιου είδους ζητήματα.

γ. Διατηρεί αμφιβολίες αν η υποχρέωση δημιουργίας συστημάτων παρεμπόδισης και αποκάλυψης χειραγωγήσεων της αγοράς μπορεί να εφαρμοστεί σε κάθε πρόσωπο που εκτελεί κατ'επάγγελμα συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

δ. Προτείνεται επίσης η διεθνή συνεργασία των αρμοδίων αρχών.

ε. Αμφιβολίες εκφράζονται και σχετικά με το γεγονός αν τα μικρά και μεσαία πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να υποχρεωθούν να δημιουργήσουν συστημικούς μηχανισμούς αποφυγής και αποκάλυψης χειραγωγήσεως αγοράς, καθόσον θα συνεπάγεται υπερβολική επιβάρυνση για αυτά. Τα μικρά και μεσαία πιστωτικά ιδρύματα συμβάλλουν περισσότερο στη σταθεροποίηση των τοπικών οικονομικών κύκλων και στην προώθηση της τοπικής απασχόλησης³¹⁵ και συνεπώς, δεν μπορούν να αναλάβουν καθήκοντα εποπτείας. Η αποκάλυψη και δη η αξιολόγηση περιπτώσεων χειραγωγήσεως αγοράς είναι καθήκον των εποπτικών αρχών.

στ. Τέλος, η -πρόσθετη- επιβάρυνση μικρών και μεσαίων πιστωτικών ιδρυμάτων έρχεται σε αντίθεση με τον στόχο της Επιτροπής να συμβάλει με τις προτάσεις της στη μείωση του διοικητικού φόρτου των μικρών και μεσαίων εκδοτών³¹⁶.

Ενόψει όλων των ανωτέρω υπό α-στ αναφερομένων, η ΕΟΚΕ προτείνει τη δημιουργία για τα εν λόγω πρόσωπα μίας δομής εποπτείας της χειραγωγήσεως αγοράς και εν γένει της κατάχρησης αγοράς, κατά το πρότυπο του συστήματος αυτοδιαχείρησης με κρατική εποπτεία που ισχύει για τα ελεύθερα επαγγέλματα.

³¹² Ίδετε σχετικά, άρθρο 1 ΠΚ της Ελλάδας, άρθρο 103§ 2 του Βασικού Νόμου της Γερμανίας, άρθρο 25§ 2 του συντάγματος της Ιταλίας

³¹³ Η γενική αυτή αρχή κράτους δικαίου θεμελιώνεται και στο άρθρο 7 της ΕΣΔΑ.

³¹⁴ Ίδετε σχετικά, οπ.π., ΕΟΚΕ, όρος 4.9 έως 4.14.

³¹⁵ Αξίζει να αναφερθούν ως παραδείγματα πιστωτικοί συνεταιρισμοί όπως οι *Cajas Rurales* στην Ισπανία ή οι *Volks und Raiffeisenbanken* στη Γερμανία, ίδετε σχετικά, *ibid*, όρος 4.13.

³¹⁶ Σημειώνεται ότι τον στόχο αυτόν έχει θέσει η Επιτροπή, παράλληλα με άλλους στόχους, όχι μόνο στο πλαίσιο της υποβολής της πρότασής της για Κανονισμό, αλλά και στο πλαίσιο της πρότασής της για τροποποίηση της Οδηγίας περί διαφάνειας 2004/109/ΕΚ.

Τίθενται βέβαια αμφοβολίες κατά πόσο μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά και με διαφάνεια ένα σύστημα εποπτείας βασιζόμενο στην αυτοδιαχείριση.

Τέλος, η ΕΟΚΕ κάνει αναφορά στην προτεινόμενη ρήτρα εξαίρεσης για το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιρλανδία και τη Δανία στην πρόταση για Οδηγία³¹⁷. Σύμφωνα με την ως άνω Επιτροπή, η εν λόγω ρήτρα έρχεται σε αντίθεση με τον στόχο της νομικής εναρμόνισης στο πλαίσιο της Ε.Ε., λαμβανομένου υπόψιν του γεγονότος ότι το Λονδίνο αποτελεί το μεγαλύτερο χρηματοπιστωτικό κέντρο στην Ε.Ε. και παρά ταύτα εξαιρείται της υποχρέωσης συμμόρφωσης προς τους ως άνω κανόνες δικαίου. Για το λόγο αυτό, σύμφωνα με την ΕΟΚΕ η συμπλήρωση ή τροποποίηση του σχεδίου στα σημεία αυτά θα εξυπηρετούσε το στόχο αυτό.

2. Η γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Στις 25 Νοεμβρίου 2011 και στις 30 Νοεμβρίου 2011 η ΕΚΤ έλαβε σχετικό αίτημα από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη διατύπωση γνώμης επί των άνω αρχικών προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για Κανονισμό και Οδηγία στον τομέα της κατάχρησης αγοράς και ειδικότερα της χειραγώγησης αγοράς αντιστοίχως. Στις 22.3.2012 η ΕΚΤ εξέδωσε σχετική γνώμη, η οποία δημοσιεύτηκε στην Επίσημη Εφημερίδα της Ε.Ε.³¹⁸.

Αναλυτικότερα, η ΕΚΤ επικροτεί και στηρίζει την πρόταση της Επιτροπής για διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής του πλαισίου της χειραγώγησης της αγοράς με τη συμπερίληψη νέων αγορών, ειδικά νέων τόπων διαπραγμάτευσης, και των εξωχρηματοπιστωτικών χρηματοπιστωτικών μέσων, μεταξύ των οποίων και των παραγώγων. Θέτει όμως μια προϋπόθεση, σύμφωνα με την οποία πρέπει να ευνοείται η αποτελεσματικότητα του συστήματος χειραγώγησης της αγοράς, ρυθμίζοντας το σύστημα αυτό σύμφωνα με την χρηματοπιστωτική καινοτομία και τις τελευταίες τεχνολογικές εξελίξεις. Επιπλέον, δεδομένης της εφαρμογής των απαγορεύσεων και απαιτήσεων του αρχικά προτεινόμενου Κανονισμού σε ενέργειες που διεξάγονται εκτός της Ένωσης³¹⁹, η ΕΚΤ θεωρεί καίριας σημασίας τη σύναψη συμφωνιών συνεργασίας με τρίτες χώρες για τον αποτελεσματικό έλεγχο και την επιβολή κυρώσεων στις εν λόγω ενέργειες. Από αυτή την άποψη, η ΕΚΤ επικροτεί το ότι ο αρχικά προτεινόμενος Κανονισμός αντιμετωπίζει το εν λόγω ζήτημα και επίσης προβλέπει τον συντονισμό και τη διευκόλυνση της εν λόγω διαδικασίας μέσω προτύπων από την ΕΑΚΑΑ³²⁰. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ συνιστά την επέκταση του συστήματος απαλλαγών στις δραστηριότητες νομισματικής διαχείρισης και διαχείρισης δημόσιου χρέους σε κάποιες περιπτώσεις, επίσης, εκτός της Ένωσης.

Περαιτέρω, η ΕΚΤ επικροτεί το γεγονός ότι ο αρχικά προτεινόμενος

³¹⁷ Ίδετε σχετικά, αιτιολογικές σκέψεις 20-22 της πρότασης για Οδηγία, COM(2011) 654 τελικό.

³¹⁸ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Γνώμη της 22.3.2012, σχετικά με «[...]iii) πρόταση Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση της αγοράς και iv) πρόταση Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)», ΕΕ C 161, 7.6.2012, σελ. 3-22.

³¹⁹ Άρθρο 2 παράγραφος 4 της Πρότασης για Κανονισμό.

³²⁰ Άρθρο 20 της Πρότασης για Κανονισμό.

Κανονισμός διευκρινίζει συγκεκριμένες περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς³²¹, αναφερόμενος σε νέες τεχνικές διαπραγμάτευσης, όπως οι αλγοριθμικές συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένων των συναλλαγών υψηλής συχνότητας. Οι πρακτικές αλγοριθμικών συναλλαγών μπορεί να έχουν θεμιτούς σκοπούς, εντούτοις όμως ενδέχεται να παρουσιάζουν σημαντικό βαθμό κινδύνου, καθώς μπορεί να διακόπτουν την ομαλή λειτουργία της αγοράς και να αυξάνουν τη μεταβλητότητα, τα οποία δεν εξυπηρετούν το δημόσιο συμφέρον. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ συμφωνεί με την αυστηρή παρακολούθηση των εν λόγω τεχνικών διαπραγμάτευσης προκειμένου να προστατέψει την ομαλή λειτουργία της αγοράς και το δημόσιο συμφέρον. Τέλος, η αρχική πρόταση για Κανονισμό προσδιορίζει εμμέσως τις συναλλαγές στο κλείσιμο της αγοράς ως χειραγώγηση αγοράς ή απόπειρα χειραγώγησης της αγοράς³²². Όσον αφορά στη συγκεκριμένη προτεινόμενη ρύθμιση η ΕΚΤ εκφέρει την άποψη ότι καθίσταται σκόπιμη μια λεπτομερέστερη ανάλυση ή βελτίωση του εν λόγω ορισμού της χειραγώγησης αγοράς, καθόσον πολλές αγορές βλέπουν μεγαλύτερους όγκους συναλλαγών στο τέλος και στην έναρξη της εργάσιμης ημέρας, όταν οι θέσεις έχουν διακανονιστεί, οι πληροφορίες μίας ημέρας έχουν υποστεί επεξεργασία ή τα στοιχεία συγκεκριμένων νέων πληροφοριών μπορούν να κυκλοφορήσουν στις αγορές.

Όσον αφορά δε την αρχική πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση της αγοράς, η ΕΚΤ τάσσεται υπέρ των διατάξεων αυτής. Συγκεκριμένα, η ΕΚΤ επισημαίνει ότι οι εν λόγω κανόνες είναι απαραίτητοι, προκειμένου να εξασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα και η επιτυχία του νομοθετικού πλαισίου και ως εκ τούτου, η αποτελεσματική εφαρμογή της ενωσιακής πολιτικής για την καταπολέμηση τέτοιων πράξεων. Επιπλέον, τα ισότιμα, ισχυρά και αποτρεπτικά συστήματα κυρώσεων έναντι οποιουδήποτε οικονομικού εγκλήματος, καθώς επίσης και η συνεπής και αποτελεσματική εφαρμογή τους αποτελούν ουσιώδη στοιχεία του κράτους δικαίου, καθώς συμβάλλουν στη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Τέλος, η ΕΚΤ επικροτεί το γεγονός ότι η προτεινόμενη Οδηγία αντιμετωπίζει την ευθύνη των νομικών προσώπων³²³, καθόσον η ευθύνη σε εταιρικό επίπεδο μπορεί να θέσει τα σωστά κίνητρα προς την αυστηρότερη εσωτερική παρακολούθηση και τους σχετικούς ελέγχους, ενισχύοντας κατά αυτόν τον τρόπο την καλή εταιρική διακυβέρνηση και την πειθαρχία της αγοράς. Ωστόσο, η ΕΚΤ επισημαίνει ότι η επιτυχής εφαρμογή των εν λόγω διατάξεων και η επίτευξη της επιδιωκόμενης πολιτικής θα απαιτήσουν προσεκτική θεώρηση των εθνικών νομικών ιδιαιτεροτήτων, καθώς η έννοια της ποινικής ευθύνης των νομικών προσώπων δεν δε είναι όμοια σε όλα τα κράτη μέλη³²⁴.

B. Συμπερασματικές σκέψεις

Ενόψει όλων των ανωτέρω αναφερομένων, καθίσταται καταφανές ότι οι αρχικές προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής έχουν σε γενικές γραμμές γίνει αποδεκτές στο σύνολό τους από τα ανωτέρω αναφερόμενα ενωσιακά όργανα. Οι

³²¹ Ίδετε άρθρο 8 παρ. 3 της Πρότασης για Κανονισμό, καθώς επίσης και τη σχετική τροποποίηση που συστήνει η ΕΚΤ στο Παράρτημα της Γνώμης της ΕΚΤ, οπ.π. σελ. 20-21.

³²² Άρθρο 8 παρ. 3 στοιχ. β) της Πρότασης Κανονισμού.

³²³ Άρθρο 7 της Πρότασης για Οδηγία.

³²⁴ όπ.π., Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Γνώμη της 22.3.2012, σελ. 13.

επιφυλάξεις που έχουν διατυπωθεί από την πλευρά τους, κυρίως δε από την ΕΟΚΕ, θα πρέπει να ληφθούν υπόψιν και να αξιολογηθούν κατά τη διαδικασία έγκρισής τους, καθόσον αναδύονται ορισμένα καίριας σημασίας ζητήματα, ιδιαίτερα δε όσον αφορά την νομική σαφήνεια με την οποία πρέπει να διέπονται οι διατάξεις των σχεδίων Κανονισμού και Οδηγίας. Προς επίρρωση τούτου, αξίζει να επισημανθεί ότι η χειραγώγηση της αγοράς και ειδικότερα η σκοπούμενη χειραγώγηση αγοράς, που θέτει η πρόταση για Οδηγία, είναι ιδιαίτερα δυσχερής να αποδειχθεί.

Τα ανωτέρω ενωσιακά όργανα δεν εξέφρασαν γνώμη επί των πρόσφατα προτεινόμενων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τροποποιημένων προτάσεων Κανονισμού και Οδηγίας. Οι εν λόγω τροποποιημένες προτάσεις προβλέπουν ότι «κάθε χειραγώγηση των στοιχείων αναφοράς θα αποτελεί σαφώς παράνομη πράξη και θα υπόκειται σε ποινικές κυρώσεις»³²⁵ σε όλα τα κράτη μέλη. Τούτο θα συμβάλλει καθοριστικά στην διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και συνακόλουθα, στην αποκατάσταση της «λίαν αναγκαίας» εμπιστοσύνης του κοινού και των επενδυτών στο συγκεκριμένο καθοριστικής σημασίας οικονομικό τομέα³²⁶. Η διασφάλιση άλλωστε της ακεραιότητας της αγοράς αποτελεί καίρια προϋπόθεση για τη δημιουργία μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής και δη, χρηματιστηριακής αγοράς, δεδομένου ότι διασφαλίζει και ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτές τις αγορές, ταυτόχρονα δε εξασφαλίζει ισότιμους όρους ανταγωνισμού (level playing field) για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά³²⁷. Ιδιαίτερα δε στη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία καθίσταται ακόμη πιο επιβεβλημένη η θέσπιση σαφών και καθορισμένων κανόνων σε ενωσιακό επίπεδο, προκειμένου να εμπεδωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και των λοιπών συμμετεχόντων στην αγορά σε ένα ολοκληρωμένο και σαφές νομικό πλαίσιο υποχρεώσεων, προκειμένου κάθε πρακτική χειραγώγησης της αγοράς που στρεβλώνει της συνθήκες λειτουργίας των αγορών να αντιμετωπίζεται αποτελεσματικά.

³²⁵ Όπως χαρακτηριστικά έχει επισημάνει ο Επίτροπος Εσωτερικής Αγοράς και Υπηρεσιών, κ. Michel Barnier, οπ.π., ΙΠ/12/846.

³²⁶ οπ.π., Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΙΠ/12/846.

³²⁷ Παναγιώτης Κ. Σταϊκούρας, «Προς ένα νέο νομικό πλαίσιο για τη ρύθμιση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά- Η Πρόταση Οδηγίας του 2001 και η σημασία της για την ελληνική έννομη τάξη», ΕΕμπΔ2002, σελ. 508.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

«Στις παρούσες συνθήκες κρίσης είναι πολύ σημαντικό να επανακτήσουν οι πολίτες εμπιστοσύνη στις αγορές μας. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο, παράλληλα με την αποτελεσματική επιτήρηση των αγορών, η Επιτροπή προτείνει [...] να ενισχυθεί η επιβολή των ενωσιακών κανόνων σε πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς, μέσω του ποινικού δικαίου. Η εγκληματική συμπεριφορά δεν πρέπει να έχει θέση στις χρηματαγορές της Ευρώπης!»³²⁸. Είναι γενονός αναντίρρητο ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές ενοποιούνται ολοένα και περισσότερο στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και οι παραβάσεις μπορούν να έχουν διασυννοριακές επιπτώσεις στο εσωτερικό αυτής. Τα υπάρχοντα αποκλίνοντα καθεστάτα και ειδικότερα στον τομέα των κυρώσεων μεταξύ των κρατών μελών διευκολύνουν το εποπτικό αρμπιτράζ και πλήττουν τους απώτερους στόχους της ακεραιότητας και της διαφάνειας της αγοράς στο πλαίσιο της Ενιαίας Αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Όπως αναλυτικά καταδείχθηκε στο πλαίσιο της παρούσης μελέτης, το ενωσιακό δίκαιο της κατάχρησης αγοράς, όπως αυτή εμφανίζεται με τη μορφή της χειραγώγησης της αγοράς, συντίθεται κυρίως από κοινοτικές Οδηγίες, οι οποίες αποτελούν την κύρια πηγή δικαίου. Μέχρι την υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6/EK δεν είχε νομοθετικά ορισθεί η χειραγώγηση της αγοράς σε ενωσιακό επίπεδο και συνακόλουθα δεν υφίστατο σχετική νομική απαγόρευση. Με την ως άνω Οδηγία ορίστηκε για πρώτη φορά σε ενωσιακό επίπεδο η χειραγώγηση της αγοράς και εισήχθη ρητή απαγόρευση τέτοιων πρακτικών, ακολουθώντας τις τότε διεθνείς εξελίξεις, λαμβανομένου υπόψιν του γεγονότος ότι οι συστάσεις της IOSCO αναφέρονταν ήδη στο εν λόγω ζήτημα. Η υιοθέτηση της ως άνω Οδηγίας ήλθε λοιπόν να συμπληρώσει και να επικαιροποιήσει το ενωσιακό νομικό πλαίσιο για την προστασία της ακεραιότητας της αγοράς. Αποτελεί δε την πρώτη Οδηγία που εκδόθηκε σύμφωνα με τις υποδείξεις της Επιτροπής των Σοφών, που συγκροτήθηκε υπό την προεδρία του Βαρόνου Alexandre Lamfalussy για τη ρύθμιση των κεφαλαιαγορών σε τέσσερα διαδοχικά στάδια. Το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο της χειραγώγησης της αγοράς συμπληρώνεται από εκτελεστικά μέτρα που εκδόθηκαν στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK, εξειδικεύοντας κάποιες τεχνικές λεπτομέρειες. Τέλος, η πρώην CESR (νυν ESMA) στο πλαίσιο του Επιπέδου 3 της διαδικασίας Lamfalussy εξέδωσε κατευθυντήριες γραμμές μη δεσμευτικής ισχύος για τα κράτη μέλη για την κοινή εφαρμογή της ως άνω Οδηγίας.

Η πλειονότητα όμως των μέτρων που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του Επιπέδου 2 είχαν τη μορφή οδηγιών, όπως άλλωστε και η βασική νομική πράξη, με αποτέλεσμα να καταλείπονται αφενός στα κράτη μέλη περιθώρια θέσπισης διαφοροποιημένων κανόνων σε εθνικό επίπεδο, αφετέρου στους συμμετέχοντες της αγοράς δυνατότητες εποπτικού αρμπιτράζ. Προκειμένου λοιπόν να εξαλειφθούν τα εμπόδια αυτά και οι σημαντικές στρεβλώσεις του ανταγωνισμού που οφείλονται σε αποκλίσεις μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών κρίθηκε απαραίτητη η θέσπιση ενός ενιαίου πλαισίου για τη διατήρηση της ακεραιότητας της αγοράς και την παροχή μεγαλύτερης νομικής σαφήνειας και λιγότερης κανονιστικής πολυπλοκότητας για τους συμμετέχοντες της αγοράς. Στο πλαίσιο αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε δύο προτάσεις και συγκεκριμένα μια πρόταση για Κανονισμό για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τη χειραγώγηση αγοράς και μια πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για συναλλαγές

³²⁸ Δήλωση της αρμόδιας για θέματα Δικαιοσύνης Επιτρόπου της Ε.Ε., κ. Viviane Reding, οπ.π., IP/1218.

προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Όσον αφορά στη διαμόρφωση απαιτήσεων χειραγώγησης της αγοράς με τη μορφή ενός κανονισμού, γίνεται αποδεκτό ότι θα διασφαλίσει ότι οι εν λόγω απαιτήσεις θα είναι άμεσα εφαρμόσιμες στα κράτη μέλη. Έτσι θα διασφαλιστούν ομοιόμορφες συνθήκες αποτρέποντας την υιοθέτηση αποκλινοσών εθνικών απαιτήσεων ως αποτέλεσμα της μεταφοράς μιας οδηγίας στο εσωτερικό τους. Τίθενται βέβαια και ορισμένες επιφυλάξεις ως προς την ανελαστικότητα που συνεπάγεται η υιοθέτηση ενός κανονισμού, όπως τόνισε η ΕΟΚΕ. Όσον αφορά δε την υιοθέτηση μιας Οδηγίας για τις ποινικές κυρώσεις στο εν λόγω πεδίο, κρίνεται ουσιώδους σημασίας προκειμένου να υφίστανται νομοθετική πρόβλεψη σε ενωσιακό επίπεδο για τις ποινικές κυρώσεις, οι οποίες να αντικατοπτρίζουν μια κοινωνική αποδοκιμασία διαφορετικού ποιοτικού χαρακτήρα από αυτήν που εκδηλώνεται μέσω της επιβολής διοικητικών ποινών. Η απόδοση άλλωστε του χαρακτήρα ποινικού αδικήματος στην πλέον σοβαρή μορφή κατάχρησης της αγοράς, ήτοι τη χειραγώγηση της αγοράς, σημασιοδοτεί σαφώς, από άποψη δικαίου, ότι τέτοιες συμπεριφορές θεωρούνται απαράδεκτες και απευθύνει ένα μήνυμα στο επενδυτικό κοινό και στους επίδοξους παραβάτες ότι οι αρμόδιες αρχές λαμβάνουν ιδιαίτερος σοβαρά υπόψιν τους τις συμπεριφορές αυτές.

Πέραν των ανωτέρω, η πρόσφατα αποκαλυφθείσα χειραγώγηση των διατραπεζικών επιτοκίων από ισχυρούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, σύμφωνα με την οποία οι τελευταίοι υπέβαλαν ψευδή στοιχεία σχετικά με τα εκτιμώμενα επιτόκια διατραπεζικού δανεισμού, ώθησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην ανάληψη νέων πρωτοβουλιών. Συγκεκριμένα, υπέβαλε μια τροποποιημένη πρόταση για Κανονισμό σχετικά με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς και μια τροποποιημένη πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις ως άνω πράξεις. Οι τροποποιήσεις που εισήχθησαν στο αρχικό κείμενο των προτάσεων ήταν η συμπερίληψη στην έννοια της χειραγώγησης αγοράς και της χειραγώγησης κριτηρίων αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και τα διατραπεζικά επιτόκια. Οι ως άνω τροποποιήσεις θεωρούνται καταλυτικές, καθόσον *«η εμπιστοσύνη του κοινού καταβαραθρώθηκε με τα τελευταία σκάνδαλα σχετικά με τη σοβαρότατη χειραγώγηση των επιτοκίων διατραπεζικού δανεισμού από τις τράπεζες»³²⁹.*

Καθίσταται αντιληπτό ότι η εύρυθμη λειτουργία και η ακεραιότητα της αγοράς προϋποθέτει την εφαρμογή θεμιτών και αποτελεσματικών πρακτικών από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Επομένως, η χειραγώγηση της αγοράς που παρεμποδίζει την αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης, περιορίζει τις δυνατότητες αντίδρασης των άλλων συμμετεχόντων στις διενεργούμενες συναλλαγές, με αποτέλεσμα να προκαλούνται σημαντικοί κίνδυνοι για την ακεραιότητα της αγοράς και στρέβλωση των όρων ανταγωνισμού μεταξύ των συμμετεχόντων σε αυτήν. Δεδομένου μάλιστα ότι οι πρακτικές της αγοράς μεταβάλλονται με γρήγορους ρυθμούς για να ανταποκριθούν στις ανάγκες των επενδυτών, είναι επιβεβλημένο να παρακολουθούνται προσεκτικά οι νέες και οι αναδυόμενες πρακτικές. Για το λόγο αυτό η επικαιροποίηση και ενίσχυση του υφισταμένου ενωσιακού ρυθμιστικού πλαισίου για τη χειραγώγηση της αγοράς αποτελεί ζήτημα καίριας σημασίας, ιδιαίτερα δε στη σύγχρονη συγκυρία, για την ύπαρξη μιας ολοκληρωμένης και αποτελεσματικής ενοποιημένης χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η επιτυχία του ως άνω προτεινόμενου ρυθμιστικού

³²⁹ Όπως χαρακτηριστικά έχει επισημάνει η Επίτροπος Δικαιοσύνης της Ε.Ε., κ. Viviane Reding, *ιδετε Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Δελτίο Τύπο, Σκάνδαλο Libor: Η Επιτροπή προτείνει δράση σε επίπεδο ΕΕ για την καταπολέμηση της χειραγώγησης των επιτοκίων*, IP/12/846.

πλαίσιου εξαρτάται βέβαια σε μεγάλο βαθμό από τα αποτελέσματα της πρότασης για την Οδηγία MiFID.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΚΕΙΜΕΝΑ

Οδηγία 2008/26/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11.3.2008, για την τροποποίηση της οδηγίας 2003/6/EK σε σχέση με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) όσον αφορά τις εκτελεστικές αρμοδιότητες της Επιτροπής, ΕΕ L 81/42, 20.3.2008.

Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, ΕΕ L 145, 30.04.04

Οδηγία 2004/72 της Επιτροπής, της 29^{ης} Απριλίου 2004, για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γωνστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γωνστοποίηση ύποπτων συναλλαγών, ΕΕ L162/70, 30.4.2004

Οδηγία 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της, ΕΕ L96/16, 12.4.2003

Οδηγία 2003/124/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6 όσον αφορά τον ορισμό της και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, ΕΕ L 339/70, 24.12.2003

Οδηγία 2003/125/EK της Επιτροπής, της 22^{ας} Δεκεμβρίου 2003, για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων, ΕΕ L 339/73, 24.12.2003

Κανονισμός (ΕΚ) 2273/2003 της Επιτροπής, της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003, για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων, ΕΕ L 336/33, 23.12.2003.

Οδηγία 89/592/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της 13^{ης} Νοεμβρίου 1989, για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ΕΕ L 334/30, 18.11.1989.

Οδηγία 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13^{ης} Νοεμβρίου 1976 (2^η Τραπεζική Οδηγία) για τον συντονισμό των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 58 δεύτερη παράγραφος της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της, ΕΕ L 26/1, 31.1.1977.

B. ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΑ ΚΕΙΜΕΝΑ

Αντωνόπουλος, Β. (2002): *Χειραγώγηση μετοχών – Ποινική διάσταση (γνωμ.)*, ΔΕΕ 7/2002, σελ. 667 επ.

Αντωνόπουλος, Β. (2005): *Χειροκίνητη συναλλαγή πακέτου μετοχών στο ΧΑΑ και απάτη-Χειραγώγηση μετοχών ως ποινικό αδίκημα-Νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές ενέργειες στα πλαίσια χρηματιστηριακών συναλλαγών (γνωμ.)*, ΔΕΕ1/2005, σελ. 19 επ.

Αυγητίδης, Δ. (2006): *Η παραβίαση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ως χειραγώγηση της χρηματιστηριακής αγοράς*, ΕΕμπΔ, σελ. 1 επ.

Αυγουλέας, Αιμ. (2009): Γενική εισαγωγή στην κατάχρηση αγοράς και δικαιοπολιτική αιτιολογία της ρύθμισης αυτής, σε *Πρακτικά Τριήμερου Συνεδρίου με θέμα «Δικαιοσύνη και Εποπτευόμενοι Φορείς στο νέο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον»*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.

Βελέντζας, Γ (2008): *Ίδιες μετοχές και κατάχρηση αγοράς*, Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού Χρηματιστηριακού Δικαίου, σελ. 881-902.

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

Γκόρτσος, Χ. (2009): Εισαγωγή στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σε *Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς*, Ελληνική Εταιρία Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 33 επ.

Γκόρτσος, Χ. (2009): *Το μέτρο της αναγκαίας προσαρμογής του δημοσίου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης*, ΧρηΔικ, 2/2009, σελ. 215 επ.

Γκόρτσος, Χ. (2007): Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού δικαίου. Πρέπει να προχωρεί το κοινοτικό δίκαιο με γενικές ή με λεπτομερείς ρυθμίσεις (Rules v. Principles);, στο συλλογικό τόμο *Κοινοτικό & Εμπορικό Δίκαιο*, 16^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 285 επ.

Γκόρτσος, Χ. (2005): Η νέα διεθνής αρχιτεκτονική του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε *Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο*, (Επιμέλεια Κ. Στεφάνου, Χ. Γκόρτσος), Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 183 επ.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012): Τροποποιημένη πρόταση για Κανονισμό για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρησης αγοράς), COM(2012) 421 τελικό, 25.7.2012.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012): Τροποποιημένη πρόταση για Οδηγία για τις συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών χρηματιστηριακών πληροφοριών και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, COM(2012) 420 τελικό, 25.7.2012.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Δελτίο Τύπου, Σκάνδαλο Libor: Η Επιτροπή προτείνει δράση σε επίπεδο ΕΕ για την καταπολέμηση της χειραγώγησης των επιτοκίων, IP/12/846, 25.7.2012.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Προς μια ενωσιακή πολιτική για ποινικές υποθέσεις: Εξασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής των πολιτικών της ΕΕ μέσω του ποινικού δικαίου, COM(2011) 573 τελικό, 20.9.2011

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011), Πρόταση για Κανονισμό για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), COM (2011) 651 final, 20.10.2011.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Πρόταση για Οδηγία σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για συναλλαγές προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και για πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, COM (2011) 654 final, 20.10.2011

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Ανακοίνωση σχετικά με την *Ανασκόπηση της πρωτοβουλίας «Small Business Act» για την Ευρώπη*, COM(2011) 78, 23.2.2011.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Δελτίο Τύπου, Σκλήρυνση της τάσης για τις πράξεις κατόχων εμπιστευτικών χρηματιστηριακών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς, IP/11/217, 20.11.2011

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010): Δελτίο Τύπου, Ενίσχυση των κυρώσεων για παραβιάσεις των κανόνων της Ε.Ε. για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: η μελλοντική πορεία IP/10/1678, 8.12.2010.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Δελτίο Τύπου, Προς μία εύλογη χρήση του ποινικού δικαίου για την καλύτερη εφαρμογή των κανόνων της ΕΕ και τη συμβολή στην προστασία των χρημάτων των φορολογουμένων, IP/11/1049.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011): Δελτίο Τύπου, Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιδιώκει την επιβολή ποινικών κυρώσεων σε συναλλαγές κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και σε πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ώστε να ενισχυθεί η αποτροπή των πράξεων αυτών και να βελτιωθεί η ακεραιότητα των αγορών, IP/11/1218, 20.10.2011.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010): Ανακοίνωση σχετικά με την Ενίσχυση των καθεστώτων επιβολής κυρώσεων στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, COM(2010) 716, 8 Δεκεμβρίου 2010

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2009): Ανακοίνωση σχετικά με τη Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων, COM (2009) 332, 3 Ιουλίου 2009

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2012): Γνώμη, της 22.3.2012, σχετικά με «[...]iii) πρόταση Οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών

πληροφοριών και για χειραγώγηση της αγοράς και iv) πρόταση Κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)», ΕΕ C 161/3, 7.6.2012

Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (2012): Γνωμοδότηση, με θέμα «Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)» και «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», C/181/64, 21.6.2012.

Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αρχών (2012): Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα συστήματα και τους μηχανισμούς ελέγχου σε περιβάλλον αυτοματοποιημένων συναλλαγών για χώρους διαπραγμάτευσης, επιχειρήσεις επενδύσεων και αρμόδιες αρχές, ESMA/2012/122, 24.2.2012

Λιβαδά, Χ. (2007): *Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς*, ΧρηΔικ 2/2007, σελ. 206-217.

Παπαοικονόμου, Β. (2002): *Προς ένα Ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο ενάντια στην κατάχρηση αγοράς*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, σελ. 40 επ.

Τριανταφυλλάκη, Γ. (2008): *Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση)*, ΔΕΕ4/2008, σελ. 521-529.

Τσιμπής, Μ. (2008): *Η νομοθεσία της κεφαλαιγορίας*, Τόμος Ι και ΙΙ (επιμ. Γ. Πλάγου), Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη

Τσιμπής, Μ. (1999): *Οι κανόνες διαμόρφωσης και προστασίας των χρηματιστηριακών τιμών*, Εισήγηση στο 9^ο Πανελλήνιο Συνέδριο του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Επιστημόνων, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 347 επ.

Χριστιανός, Β. (2001): *Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο Κοινοτικό Δίκαιο: Από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς*, Εισήγηση στο 11^ο Συνέδριο του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Επιστημόνων, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 279 επ.

Σταϊκούρας, Π. (2002): *Προς ένα νέο νομικό πλαίσιο για τη ρύθμιση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά - Η Πρόταση Οδηγίας του 2001 και η σημασία της για την ελληνική έννομη τάξη*, ΕΕμπΔ, σελ. 508-540.

Γ. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΑ ΚΕΙΜΕΝΑ

Avgouleas, E. (2009): *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The case for Reform*, European Company and Financial Law Review, σελ. 440-775.

Avgouleas, E. (2007): *EC Securities Regulation, A Single Regime for an Integrated Securities Market: Harmonised We Stand, Harmonised We Fail?*, Part 2, International Business Review Journal, p. 153-164.

Avgouleas, E. (2005): *The mechanics and regulation of Market Abuse, A legal and economic Analysis*, Oxford University Press, Λονδίνο.

Avgouleas, E. (2005): *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation*, The Transnational Lawyer, Vol. 18.

Avgouleas, E. (2009): *The global financial crisis, behavioural finance and financial regulation: in search of a new orthodoxy*, Journal of Corporate Law Studies, σελ. 121-157.

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

European Commission (2012): Memo, Libor scandal: Amendments to proposed Market Abuse legislation to fight rate-fixing - frequently asked questions, Memo/12/595, 25.7.2012.

European Commission (2011): Proposals for Regulation on Market Abuse and for a Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: Frequently Asked Questions, Memo/11/715, 20.10.2011.

European Commission (2011): Memo, Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and Proposals for a Regulation on Market Abuse and for a Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: Frequently Asked Questions on Emissions Allowances, Memo/11/719, 20.10.2011.

European Commission (2011): Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment, SEC (2011) 1218 final, 20.10.2011.

European Commission (2006): European Financial Integration Report 2007, Commission Staff working document, SEC (2007) 1696, 10.12.2007.

Committee of European Securities Regulators (2009): Market Abuse Directive Level 3 - third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/09-219, 15.5.2009.

Committee of European Securities Regulators (2009): Market Abuse Directive-Level 3 - third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback statement, CESR/09-220, 15.5.2009

Committee of European Securities Regulators (2008): CESR Executive Summary to the report on the administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive, CESR/08-099, 28.2.2008.

Committee of European Securities Regulators (2007): Market Abuse Directive - Level 3-second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback statement, CESR/07-402, 12.7.2007.

Committee of European Securities Regulators (2006): Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, 2.11.2006.

Committee of European Securities Regulators (2005): Market Abuse Directive-Level 3 - first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Feedback statement, CESR/05-274, 11.5.2005.

Committee of European Securities Regulators (2002): CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, 8.1.2003.

Committee of European Securities Regulators (2003): Feedback Statement on CESR's advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-287b, 8.1.2003

Committee of European Securities Regulators (2002): Possible implementing Measures on Market Abuse – Request for advice and call for evidence, CESR/02-047, 27.3.2002.

Kraakman, R. (1991): *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, σε *European Insider Dealing – Law and Practice* (ed. Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch), Butterworths, Λονδίνο, σελ. 39 επ.

Moloney, N. (2002): *EC Securities Regulation*, Oxford University Press.

Siems, M. (2008): *The EU Market Abuse Directive: A case-based analysis*, Law and Financial Markets Review.