



**University of Piraeus**  
**M.Sc. in Banking and Finance for Executives**

**Μια κριτική προσέγγιση του νέου θεσμικού πλαισίου για**  
**την κατάχρηση της αγοράς (Market Abuse)**

**Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια**  
**Μπελιμπασάκη Αθηνά**

**Επιβλέπων καθηγητής : Π. Σταϊκούρας**

**Μέλη επιτροπής : Α. Αντζουλάτος, Γ. Κατσιμπής**

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2006**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

|  |    |
|--|----|
| <b>A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....   | 1  |
| <b>B. Αποτελεσματικότητα της αγοράς και σχέση με το θεσμικό πλαίσιο περί κατάχρησης της αγοράς.</b>  |    |
| 1. Σύντομη Βιβλιογραφική Αναφορά .....   | 4  |
| 2. Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς και ο μηχανισμός δημιουργίας των χρηματιστηριακών τιμών.....  | 6  |
| 3. Σημασία προστασίας του μηχανισμού χρηματιστηριακών τιμών μέσω της υιοθέτησης κανόνων δικαίου.....   | 12 |
| <b>Γ. Η προσπάθεια δημιουργίας ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Κοινότητας.</b>                            |    |
| 1. Σχέδιο Δράσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (Financial Services Action Plan).....  | 13 |
| 2. Η Διαδικασία Lamfalussy.....  | 16 |
| 3. Προβληματισμοί ως προς την πορεία της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς.....  | 19 |
| 4. Η δημιουργία και ο ρόλος της CESR - Committee of European Securities Regulators.....  | 20 |
| 5. Ομάδα Εργασίας της CESR για την κατάχρηση της αγοράς (Expert Group on Market Abuse) και η υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6 και των εκτελεστικών μέτρων..... | 22 |
| <b>Δ. Το Θεσμικό Πλαίσιο για την Κατάχρηση της Αγοράς στην Ελλάδα και η υιοθέτηση του ν.3340/2005.</b>   |    |
| 1. Εισαγωγή .....  | 25 |
| 2. <b>Η καταχρηστική αξιοποίηση «προνομιακών πληροφοριών»</b>  |    |
| 2.1. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός της «προνομιακής πληροφορίας» σύμφωνα με τον νόμο 3340/2005.....  | 26 |

|  |    |
|--|----|
| 2.2.Το απαγορευτικό πλαίσιο των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το παλαιό καθεστώς (ν.1806/1988 και ΠΔ 53/1992 σε συμμόρφωση με την Οδηγία89/592/ΕΟΚ)..... | 30 |
| 2.3.Η απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών σύμφωνα με το νέο σχέδιο νόμου 3340/2005. Περιγραφή και σύγκριση με το παλαιό καθεστώς.....  | 33 |
| 2.4.Υποχρεώσεις Εκδοτών για τη Δημοσιοποίηση Προνομιακών Πληροφοριών και οι υποχρεώσεις διαμεσολαβητών.....  | 36 |
| <b>3. Η «χειραγώγηση» της αγοράς</b>   |    |
| 3.1 Ο εννοιολογικός προσδιορισμός της «χειραγώγησης» αγοράς σύμφωνα με τον νόμο 3340/2005.....   | 39 |
| 3.2.Το προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο για τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (ν.3632/1928 και ν.1969/1991).....  | 42 |
| 3.3. Η απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς σύμφωνα με το νέο σχέδιο νόμου 3340/2005. Περιγραφή και σύγκριση με το παλαιό καθεστώς.....  | 43 |
| 3.4. Η φύση των κυρώσεων. Ο ρόλος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και η συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών των κρατών μελών στο πλαίσιο εφαρμογής του παρόντος νομοσχεδίου.....            | 46 |
| 3.5. Η αντιμετώπιση δύο περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς υπό το παλαιό και νέο καθεστώς.....  | 49 |

## **Ε. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

## **ΣΤ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ**

## A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

*«Νέο νομοσχέδιο για την κατάχρηση της αγοράς: Στη γωνία τα λόμπι του χρηματιστηρίου»<sup>1</sup>*

*«Ενισχύεται η νομική θωράκιση της διαφάνειας στο Χ.Α.»<sup>2</sup>*

*«‘Ράμπο’ του Χ.Α. η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς»<sup>3</sup>*

*«Επιχείρηση διαφάνεια: Ποιες αλλαγές φέρνει ο νέος νόμος για την κεφαλαιαγορά – Πως δρομολογείται η επανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών»<sup>4</sup>*

Με τους παραπάνω ενδεικτικούς τίτλους υποδέχθηκε ο ελληνικός Τύπος την υιοθέτηση του νέου θεσμικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς, το οποίο, κατά τη σαφή διατύπωση του έλληνα νομοθέτη, στοχεύει στην «ενίσχυση της ακεραιότητας και διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς».<sup>5</sup> Με τον όρο «κατάχρηση της αγοράς» («market abuse») καλύπτονται τόσο συμπεριφορές που συνίστανται σε κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών («insider trading») όσο και χειραγώγησης της αγοράς («market manipulation»). Η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών αφορά στην αθέμιτη εκμετάλλευση πληροφοριών σχετικά με εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα πριν αυτές καταστούν γνωστές στο επενδυτικό κοινό, ενώ η χειραγώγηση της αγοράς αφορά σε πρακτικές ή συμπεριφορές που στοχεύουν στην τεχνητή διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών.<sup>6</sup>

Η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών και η χειραγώγηση της αγοράς δεν αποτελούν αποκλειστικά φαινόμενα της σύγχρονης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, στην «δημοφιλή» περίπτωση Boesky/Levine στις Η.Π.Α, η οποία αποτελεί το μεγαλύτερο μεταπολεμικό σκάνδαλο της Wall Street, ο Ivan Boesky – από τους βασιλείς της επενδυτικής αμερικανικής κοινότητας, με κύρια δραστηριότητα το arbitrage μετοχών– κατηγορήθηκε για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών επί τη βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών και κλήθηκε από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να καταβάλλει πρόστιμο

<sup>1</sup> Το Βήμα (16.12.2004), σελ. Β2.

<sup>2</sup> Η Καθημερινή (16.12.2004), σελ. 28.

<sup>3</sup> Ελευθεροτυπία (16.12.2004), σελ. 4.

<sup>4</sup> Η Αξία (18.12.2004), σελ. 14.

<sup>5</sup> Αιτιολογική Έκθεση του νομοσχεδίου «για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».

<sup>6</sup> Black's Law Dictionary (1999).

\$100 εκατ., καθώς και να εγκαταλείψει εφ' όρου ζωής την χρηματιστηριακή αγορά.<sup>7</sup> Παράλληλα, στις 23 Φεβρουαρίου του 2001 το Αυστραλιανό δικαστήριο σε συνεργασία με το ASIC ( Australian Securities and Investments Commission ) επέβαλλε για πρώτη φορά ποινικές κυρώσεις για την κατηγορία της χειραγώγησης της αγοράς αναφορικά με την υπόθεση Diamond Rose<sup>8</sup>, μιας εταιρίας εξόρυξης διαμαντιών η οποία και διαπραγματευόταν το 1997 στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας. Συγκεκριμένα, οι Messrs Manasseh και Austin, ως ανάδοχοι στην αρχική δημόσια εγγραφή των μετοχών της Diamond Rose , καταδικάστηκαν για παραβατική συμπεριφορά η οποία εντοπίστηκε στη δημιουργία « τεχνητής εμπορευσιμότητας » της μετοχής μέσω προσυμφωνημένων συναλλαγών, και η οποία οδήγησε στην τεχνητή αύξηση της τιμής της μετοχής.

Με την ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 11ης Μαΐου 1999 για την «Εφαρμογή του πλαισίου για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες: Πρόγραμμα Δράσης» όπου και απαριθμούνται μια σειρά απαραίτητων ενεργειών για την ολοκλήρωση μιας ενιαίας, Κοινοτικής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η αντιμετώπιση φαινομένων κατάχρησης της αγοράς τέθηκε ως βασική προτεραιότητα στην ατζέντα των νομοθετικών Κοινοτικών οργάνων. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ακεραιότητα της αγοράς και η εμπιστοσύνη των επενδυτών αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για την υλοποίηση μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής Κοινοτικής χρηματοοικονομικής αγοράς, καθώς και ότι η κατάχρηση της αγοράς υπονομεύει την διαφάνεια των αγορών, η Ευρωπαϊκή Κοινότητα αποφάσισε την έκδοση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση της αγοράς, προκειμένου να εξασφαλίσει ένα ελάχιστο επίπεδο εναρμόνισης του θεσμικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς σε Κοινοτικό επίπεδο.<sup>9</sup>

Ο νόμος 3340/2005, ο οποίος ενσωμάτωσε στην εθνική έννομη τάξη την ως άνω Οδηγία και με τον οποίο τέθηκε εν ισχύ το καινούριο θεσμικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς στην Ελλάδα, ψηφίσθηκε την 10η Μαΐου 2005 και άρχισε να εφαρμόζεται από τον Ιούλιο του 2005.<sup>10</sup> Όπως θα συζητηθεί αναλυτικότερα περαιτέρω, η ψήφιση του νέου νόμου σηματοδότησε την υιοθέτηση μιας νέας νομοθετικής αντίληψης αλλά και εποπτικής πολιτικής για την καταπολέμηση

<sup>7</sup> Βλέπε πληροφορίες Λάμπρος Κοτσίρης , σελ.506

<sup>8</sup> Βλέπε [www.asic.gov.au](http://www.asic.gov.au) , 01/053 ASIC secures conviction in Diamond Rose market manipulation case

<sup>9</sup> Οδηγία 2003/6/ΕΚ, ΕΕΕΚ 2003 L/96/16, Προοίμιο, παρ. 2.

<sup>10</sup> Νόμος 3340/2005, ΦΕΚ Α 112.

φαινομένων κατάχρησης της αγοράς. Η σημασία του νέου θεσμικού πλαισίου για την εμπέδωση κλίματος διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά αποδεικνύεται μεταξύ άλλων και από τη συχνότητα των παραβατικών συμπεριφορών οι οποίες υπάγονται στο ρυθμιστικό του πεδίο. Πιο συγκεκριμένα, μεταξύ των ετών 2003-2005, το ποσοστό διοικητικών κυρώσεων που αφορούσαν συμπεριφορές κατάχρησης της αγοράς επί του συνόλου των διοικητικών κυρώσεων ανερχόταν σε περίπου 25%. Για το ίδιο χρονικό διάστημα, περίπου 63% των μηνυτήριων αναφορών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αφορούσαν σε πράξεις κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών και χειραγώγηση της αγοράς<sup>11</sup>. Αυτό ακριβώς το γεγονός, σε συνδυασμό με την δέσμευση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ότι η καταπολέμηση φαινομένων κατάχρησης της αγοράς αποτελεί βασική προτεραιότητά της,<sup>12</sup> καθιστούν ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα την εξέταση του νέου θεσμικού πλαισίου σύμφωνα με το ν. 3340/2005. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι λόγω της πολυδιάστατου χαρακτήρα του ν. 3340/2005, η παρούσα εργασία θα περιοριστεί στην ανάλυση εκείνων των διατάξεων που αφορούν αποκλειστικά στην απαγόρευση κατάχρησης της αγοράς –τα οποία και αποτελούν τον πυρήνα του ρυθμιστικού πεδίου του νόμου– και δεν θα επεκταθεί σε ανάλυση του συνόλου των θεμάτων που ρυθμίζει ο ν. 3340/2005.

---

<sup>11</sup> Βλ. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση, 2003 – 2005.

<sup>12</sup> Βλ. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2004, σελ. 125.

## **B. Αποτελεσματικότητα της αγοράς και σχέση με το θεσμικό πλαίσιο περί κατάχρησης της αγοράς.**

### **1. Σύντομη Βιβλιογραφική Αναφορά**

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς άρχισε να απασχολεί τους επιστήμονες από τη δεκαετία του '60 και αναφερόταν στη σχέση τιμής και διαθέσιμης πληροφόρησης.

Η αρθρογραφία σχετικά με το θέμα της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς ξεκινά με τον Samuelson (1965) και το άρθρο του « Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly<sup>13</sup> ». Σε μια αποτελεσματική αγορά , και από την πλευρά της διαθέσιμης πληροφόρησης , οι μεταβολές των τιμών δεν πρέπει να μπορούν να προβλεφθούν αν είναι σωστά αποτιμημένες , αν δηλαδή αντικατοπτρίζουν τις προσδοκίες και την πληροφόρηση όλων που συμμετέχουν στην αγορά .

Ο Fama το 1970 περιέγραψε μια αγορά ως ιδανική « στην οποία οι επιχειρήσεις μπορούν να πάρουν αποφάσεις για παραγωγή και επενδύσεις, και οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν μεταξύ των χρεογράφων που αποτελούν ιδιοκτησία των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων , υπό την προϋπόθεση ότι οι τιμές κάθε στιγμή αντικατοπτρίζουν πλήρως όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση». Μια τέτοια αγορά την αποκαλεί αποτελεσματική<sup>14</sup>.

Μια άλλη αντίληψη του μοντέλου της αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου αντανακλά πλήρως τη διαθέσιμη πληροφόρηση , εννοώντας ότι οι διαδοχικές αλλαγές των τιμών ή τα κέρδη μιας περιόδου είναι ανεξάρτητες. Επιπλέον , κάνουμε την υπόθεση ότι οι αλλαγές αυτές κατανέμονται ομοιόμορφα.

---

<sup>13</sup> Capital Market Efficiency: A Literature Review , Aman Srivastava Amity University

<sup>14</sup> Fama, E., (1970): "Efficient Capital Markets: a review and empirical work", Journal of Finance , Vol.25,1575-1617, στο οποίο υποδεικνύει τρεις ικανές αλλά όχι αναγκαίες συνθήκες που οδηγούν σε μια αποτελεσματική αγορά : α) δεν υπάρχουν transaction costs στην αγοραπωλησία αξιόγραφων, β) όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση είναι χωρίς κόστος διαθέσιμη στους συμμετέχοντες στην αγορά και γ) όλοι συμφωνούν στις επιπτώσεις της τρέχουσας πληροφόρησης στην τρέχουσα τιμή και στις τιμές των μελλουσών τιμών των αξιόγραφων.

Σήμερα , η μεγάλη πλειοψηφία των ακαδημαϊκών , επαγγελματιών και επενδυτών σε όλο τον πλανήτη πιστεύει ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές και ασπάζεται λιγότερο ή περισσότερο την θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών ( EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS ) , η οποία δημιουργήθηκε και υποστηρίζεται από την περίφημη σχολή του Πανεπιστημίου του Σικάγου με πρωτεργάτες λαμπρά ονόματα της οικονομικής σκέψης που προαναφέραμε , όπως οι E.Fama, P.Samuelson και M.Friedman.<sup>15</sup>

## **2. Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς και ο μηχανισμός δημιουργίας των χρηματιστηριακών τιμών.**

Το Χρημαστήριο αποτελεί είδος αγοράς όπου οι τιμές επιτελούν διπλό ρόλο· αφενός συνιστούν μηχανισμό πληροφόρησης για τις συνθήκες της προσφοράς και ζήτησης και αφετέρου αποτυπώνονται σε ένα συμβολικό – οικονομικό επίπεδο το πώς η αγορά αξιολογεί ένα πλήθος πληροφοριών που αφορούν κάθε εισηγμένη επιχείρηση.

Η τιμή μιας μετοχής λοιπόν είναι αποτέλεσμα γνώσης και αξιολόγησης διαφόρων στοιχείων που αφορούν στην οικονομική βιωσιμότητα της επιχείρησης, τα προγράμματα επενδύσεων της , τη πιθανότητα τα επόμενα χρόνια να αυξήσει τα κέρδη , την σταθερότητα του κλάδου που ανήκει και τις προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου αυτού, την επικινδυνότητα της επιχείρησης , την μερισματική της απόδοση, τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ,τη χρηματοοικονομική μόχλευση , το δείκτη μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους , τη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης κα.<sup>16</sup>

Γνωρίζοντας ότι στόχος των περισσότερων , αν όχι όλων των επενδυτών είναι να κερδίσουν την αγορά δηλαδή το χρημαστήριο , αυτό που προσπαθούν να κάνουν είναι να βρουν υπό-εκτιμημένες μετοχές και να τις αγοράσουν πριν ανέβει η τιμή τους. Παρόμοια αναζητούν υπέρ-εκτιμημένες μετοχές ώστε να τις πουλήσουν

---

<sup>15</sup> Ισοτιμία, Σάββατο 22 Μαΐου 2004 : Από την Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική του Πάνου Δάντη, University of Leicester , England, Τμήμα Διαχείρισης Solidus AXEΠEY

<sup>16</sup>Βιβλιογραφία: Επενδύσεις σελ.109-110 Κριτήρια Επιλογής Μετοχικών Τίτλων · Θεμελιώδης Ανάλυση , Ν.Φίλιππα Επικ.Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιά Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής



πριν μειωθεί η τιμή τους. Άρα οι επενδυτές "τοποθετούν" την προσωπική τους κρίση για την αξία των μετοχών κόντρα στη συνολική κρίση της αγοράς , όπως φαίνεται από τις τρέχουσες τιμές των μετοχών. Έτσι δρουν σαν να είναι η αγορά αναποτελεσματική.

Υπάρχουν βασικά τρεις τύποι αναλύσεων της αγοράς που οι επενδυτές χρησιμοποιούν για να ανακαλύψουν τις υπέρ – ή υπό – εκτιμώμενες μετοχές :

α) η τεχνική ανάλυση (technical analysis) σύμφωνα με την οποία οι αναλυτές μελετούν διαγράμματα των μετακινήσεων των μετοχών με σκοπό να ανακαλύψουν συγκεκριμένα patterns των μετακινήσεων αυτών. Μόλις τα patterns αυτά αναγνωριστούν τότε μπορούν να προβλέψουν τις τιμές των μετοχών βασιζόμενοι στη παρατήρηση των διακυμάνσεων ιστορικών τιμών ,

β) η θεμελιώδης ανάλυση (fundamental analysis) η οποία ερευνά την αξία των μετοχών χρησιμοποιώντας καθαρές παρούσες αξίες και άλλα μέτρα ταμειακών ροών. Η ανάλυση αυτή καλείται θεμελιώδης , γιατί αναζητεί θεμελιώδεις παράγοντες που βρίσκονται πίσω από την τιμή της μετοχής όπως προσδοκώμενα έσοδα, προσδοκώμενο κόστος για να αποφέρει τα άνω έσοδα και τέλος

γ) την εκ των έσω πληροφόρηση (inside information). Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς για παράδειγμα είναι σημαντική για τον financial manager. Ένας λόγος στηρίζεται στην ανάγκη μεγιστοποίησης του πλούτου του μετόχου. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, αποφάσεις μπορούν να ληφθούν μόνο εφόσον το χρηματιστήριο αποτιμά ακριβώς τις μετοχές της εταιρίας. Αν ο μάνατζερ λάβει μια απόφαση για να αυξήσει τον πλούτο του μετόχου, τότε η κίνηση αυτή θα γίνει εμφανής μέσω της αύξησης της τιμής της μετοχής και αντίστροφα. Συνεπώς, το χρηματιστήριο αποτιμά ακριβώς τις μετοχές μιας εταιρίας στη βάση των πληροφοριών που έχουν αποκαλυφθεί (information disclosure)<sup>17</sup>.

Το πρώτο συμπέρασμα που εξάγουμε είναι ότι όταν κάποιος παράγοντας του Χρηματιστηρίου ή οποιοσδήποτε άλλος έχει προνομιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που σχετίζονται με την εσωτερική οικονομική κατάσταση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας βρίσκεται σε πλεονεκτική θέση .Του δίνεται η δυνατότητα να λάβει ορθολογικές αποφάσεις βασισμένες στην εσωτερική πληροφόρηση και να αποκομίσει σημαντικά κέρδη.

---

<sup>17</sup> Ross, S., Westerfield, R, Jaffe , J.: Corporate Finance , Fifth Edition , McGraw Hill International, Publications 1999

Σωρεύοντας κέρδη , ισχυροποιεί την κεφαλαιουχική του βάση και μπορεί να στρεβλώσει τον ανταγωνισμό στην κεφαλαιαγορά και μάλιστα στον ευαίσθητο χώρο του Χρηματιστηρίου . Ανατρέπεται δηλαδή η θεωρητική κατασκευή της ισότητας των επενδυτών και υπονομεύεται η εμπιστοσύνη της κοινωνίας στο Χρηματιστήριο.<sup>18</sup>

Το ερώτημα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι αν μπορεί να γίνει έγκαιρη πρόβλεψη της μεταβολής των τιμών ώστε να αποκτηθούν μεγάλα χρηματιστηριακά κέρδη χωρίς όμως αυτά να βασίζονται στην εσωτερική πληροφόρηση. Η πραγματικότητα λει πως ναι. Ο τρόπος με τον οποίο η οικονομική ανάλυση προσεγγίζει το ίδιο ερώτημα και ελέγχει την αξιοπιστία αυτών των ισχυρισμών είναι η υπόθεση της Αποτελεσματικής ή Ορθολογικής αγοράς.

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής αγοράς λέει ότι το Χρηματιστήριο είναι αποτελεσματικό αν η αγοραία τιμή της μετοχής μιας εταιρίας ( ή άλλα αξιόγραφα όπως ομολογίες ) αντανακλά επακριβώς όλη τη σχετική πληροφόρηση ( όταν αυτή γίνεται διαθέσιμη ). Σε μια τέτοια αγορά δεν υπάρχουν υπό – ή υπέρ – εκτιμημένες μετοχές.

Κάνοντας μια προέκταση του ορισμού , σε μια αποτελεσματική αγορά , οι συμμετέχοντες στην αγορά που δρουν ανταγωνιστικά , αντανακλούν τη διαθέσιμη πληροφόρηση λογικά και στιγμιαία στις τιμές , κάνοντας τη παρελθούσα σχετική πληροφόρηση άχρηστη στη πρόβλεψη μελλοντικών τιμών .Μια αποτελεσματική αγορά θα πρέπει να αντιδρά μόνο σε νέα πληροφόρηση , αλλά αφού αυτό είναι απρόβλεπτο, οι αλλαγές των τιμών δεν μπορούν να προβλεφθούν.

Ερμηνεύοντας λοιπόν την έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς μπορούμε να διακρίνουμε τρεις μορφές της με βάση την ταχύτητα με την οποία η πληροφόρηση διαχέεται στις τιμές των μετοχών :

α) Την υπόθεση της Ασθενούς Μορφής Αποτελεσματικότητας σύμφωνα με την οποία η ακολουθία των παρελθόντων τιμών δεν περιέχει κανενός είδους πληροφόρηση για τις μελλοντικές αλλαγές. Όπως θα λέγαμε χαρακτηριστικά , η αγορά δεν έχει μνήμη. Αν η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς ισχύει , οι επενδυτές μπορούν να εμπιστευτούν τις τιμές. Αυτές περιέχουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση για την αξία κάθε χρεογράφου. Η weak form είναι η ασθενέστερη

<sup>18</sup> [http://www.simerini.com.cy/simerini/economic/1999/08/08/html/themata\\_1.html](http://www.simerini.com.cy/simerini/economic/1999/08/08/html/themata_1.html) : Οικονομική Σημερινή 08 Αυγούστου 1999 , Οι επιπτώσεις της εσωτερικής πληροφόρησης:Τι είναι και γιατί πρέπει να τιμωρείται από τον Ποινικό Νόμο, του Δ.Μουστακάτου δικηγόρος με μεταπτυχιακές σπουδές στο Οικονομικό Ποινικό Δίκαιο

μορφή αποτελεσματικότητας που θα περιμέναμε μια αγορά να έχει, αφού οι ιστορικές τιμές είναι το πιο εύκολο είδος που μπορείς να αποκτήσεις για μια τιμή.

Οι έλεγχοι που αφορούν την ασθενή μορφή έχουν τη βάση τους στη θεωρία του τυχαίου περιπάτου (random walk theory)<sup>19</sup>. Η ονομασία αυτή προέρχεται από μια σειρά ερευνών στην αγορά, που έδειξαν ότι η αλληλουχία των μεταβολών στις τιμές είναι αποτελούμενη από αθροιστικά τυχαία νούμερα. Δηλαδή τα patterns των τιμών των μετοχών ακολουθούν τυχαίο περίπατο και οι μεταβολές τους είναι ανεξάρτητες από προηγούμενες μετακινήσεις. Οι τιμές επομένως ανταποκρίνονται μόνο σε νέα πληροφόρηση, η οποία μπορεί να είναι είτε καλή είτε κακή, άρα η κίνησή τους είναι απρόβλεπτη.

β) Την ημι-ισχυρή μορφή κατά την οποία οι τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση που έχει να κάνει με τις αντίστοιχες εταιρίες όπως για παράδειγμα λογιστικές καταστάσεις, ιστορικές τιμές, ανακοινώσεις κερδών ή μερισμάτων, συγχωνεύσεις ή split της μετοχής καθώς επίσης και στα γενικότερα πλαίσια, λαμβάνοντας υπόψη το οικονομικό περιβάλλον, την μείωση των επιτοκίων. Αυτή η μορφή αποτελεσματικότητας ασχολείται με δύο πλευρές της αντίδρασης της αγοράς σε νέα πληροφόρηση, την ταχύτητα και την ακρίβεια της προσαρμογής: η αντίδραση δεν πρέπει να είναι γρήγορη μόνο, πρέπει να είναι και προς την σωστή κατεύθυνση. Γενικά οι μετοχές αντανακλούν αμέσως την πληροφόρηση της ανακοίνωσης, άρα δύσκολα υπάρχουν υπό-ή υπερεκτιμημένες μετοχές και άρα abnormal returns.

Όλες οι έρευνες που ακολούθησαν σχετικά με τον έλεγχο της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας όπως για παράδειγμα των Fama, Fischer, Jensen Roll<sup>20</sup> οι οποίοι προσανατολίστηκαν στην επίδραση που έχει η διάσπαση των μετοχών στην τιμή τους ή αντίστοιχα η έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τους Ball και Brown<sup>21</sup> αναφορικά με την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των κερδών

---

<sup>19</sup> Η Θεωρία του Τυχαίου Περιπάτου μπορεί να αναζητηθεί στο έργο του L.Bachelier, *Theorie de la speculation* (Paris, Cauthier- Villars, 1900), το οποίο και επανεκδόθηκε στα αγγλικά, P.Cootner ed. *The Random Character of Stock Market Prices* (The MIT Press, 1964), pp 17-78.

<sup>20</sup> E.Fama, L.Fisher, M.Jensen and R Roll, «The adjustment of stock prices to new information» (1969) 10 *International Economic Review* 1.

<sup>21</sup> R.Ball and P.Brown, «An empirical evaluation of accounting income numbers» (1968) 6 *Journal of Accounting Research* 159.

της κατέληξαν γενικά στο συμπέρασμα (εκτός κάποιων εξαιρέσεων<sup>22</sup>) ότι οι μετοχές αντανακλούν αμέσως την πληροφόρηση της ανακοίνωσης , άρα δύσκολα υπάρχουν υπό – ή υπερεκτιμημένες μετοχές και συνεπώς abnormal returns<sup>23</sup>.

γ) Και την ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας η οποία μας λέει ότι οι τιμές αντανακλούν όλη τη σχετική πληροφόρηση , δημοσιευμένη ή μη. Το ερώτημα που γεννιέται είναι σε τι βαθμό η εκ των έσω πληροφόρηση ( την οποία αντλούν οι λεγόμενοι insiders) αφομοιώνεται στις τρέχουσες τιμές.

Οι έλεγχοι για την ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας αναζητούν κατά πόσο όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση αντανακλάται πλήρως στις τιμές των μετοχών, με την έννοια ότι κανένα άτομο δεν έχει υψηλότερες αποδόσεις λόγω ιδιαίτερης πρόσβασης στη νέα πληροφόρηση. Οι δύο παράμετροι που εξετάζουμε είναι το inside trading και η πληροφόρηση στις προβλέψεις των αναλυτών. Αποκαλούμε insiders τους επενδυτές που κατέχουν πάνω από ένα ποσοστό των μετοχών μιας εταιρίας ή βρίσκονται σε υψηλή ιεραρχικά βαθμίδα στην διοίκηση της εταιρίας Ως insiders λοιπόν θεωρούμε τους corporate insiders, τους fund managers και τους financial journalists. Αν τα άτομα αυτά εμπορεύονται βασιζόμενοι σε προνομιακή πληροφόρηση, τότε είναι αναμενόμενο να αγοράζουν μίνες πριν την άνοδο της τιμής της μετοχής και να πουλάνε πριν την μείωση της.

Η θέση τους αλλά και η διαρκής , άμεση ή έμμεση , επαφή τους με το "εσωτερικό " μιας συγκεκριμένης εταιρίας, τους δίνει πολύτιμες πληροφορίες για την πορεία των θεμελιωδών της μεγεθών (πωλήσεων και κερδών), πληροφορίες οι οποίες εφόσον χρησιμοποιηθούν για να χαράξουν τις χρηματιστηριακές επιλογές των ίδιων των insiders, καθιστούν τους τελευταίους ικανούς να καρπωθούν σημαντικά οικονομικά οφέλη. Αυτό συμβαίνει , όχι μόνο διότι κατ'αυτόν τον τρόπο οι insiders γνωρίζουν κάτι που δεν γνωρίζει η ίδια η αγορά και το οποίο μπορεί να επηρεάσει τη μελλοντική πορεία της μετοχής, αλλά και διότι επιπλέον αυτοί είναι εκείνοι που το ξέρουν πρώτοι από όλους. Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και με τους αναλυτές οι οποίοι

---

<sup>22</sup> Υπάρχουν ορισμένες εμπειρικές μελέτες που καταλήγουν ακριβώς στο αντίθετο συμπέρασμα όπως αυτή των V. Bernard and J. Thomas ,«Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings of future earnings»(1990) 13 Journal of Accounting and Economics 305.

<sup>23</sup> Fama, Fisher, Jensen and Roll , supran.13 ;L.Dann, D.Mayers and R.Raab, « Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment» (1977) 4 Journal of Financial Economics 3 ; J.Busse and T.Green , «Market efficiency in real time» (2002) 65 Journal of Financial Economics 415.

έχουν στη διάθεσή τους πληροφόρηση η οποία δεν έχει ενσωματωθεί ακόμα στην τιμή της μετοχής.

Η ιδέα της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας είναι βεβαίως ακραία και δύσκολα μπορούμε να τη δεχτούμε. Συνήθως τα στοιχεία των αγορών μας οδηγούν στην καλύτερη περίπτωση στην ημι – ισχυρή μορφή .Αυτή η παραδοχή ενισχύεται και από διάφορες εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί αναφορικά με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Εφόσον δεχτούμε την υπόθεση της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας , τότε ανεξάρτητα σε τι είδους δημοσιευμένη πληροφόρηση βασίζονται οι manager των αμοιβαίων κεφαλαίων όταν διαλέγουν μετοχές, η μέση τους απόδοση δεν πρέπει να αποκλίνει από αυτή του μέσου επενδυτή. Επομένως μπορούμε να ελέγξουμε την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς συγκρίνοντας την επίδοσή τους με αυτή του δείκτη της αγοράς<sup>24</sup>.

Κάνοντας λοιπόν μια αποτίμηση των τριών μορφών ως τώρα περιμένουμε μια αγορά να μην είναι ασθενώς αποτελεσματική γιατί είναι εύκολο και όχι δαπανηρό να βρούμε patterns των μετοχών. Περιμένουμε μια αγορά να μην είναι ημι-ασθενώς αποτελεσματική στην περίπτωση που η δημοσιευμένη πληροφόρηση δεν λαμβάνεται υπόψη από τους επενδυτές και επομένως δεν αντανακλάται στην τιμή της μετοχής και τέλος περιμένουμε μια αγορά να μην είναι ισχυρώς αποτελεσματική γιατί υπάρχει πάντα πληροφόρηση που δεν διαχέεται στο επενδυτικό κοινό και την οποία εκμεταλλεύονται οι managers και τα ανώτερα στελέχη των εταιριών.<sup>25</sup>

Στην πραγματικότητα και σε αντίθεση με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών , οι συμμετέχοντες στην αγορά χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση , με αποτέλεσμα οι τιμές των τίτλων να διαμορφώνονται μεν από την προσφορά και ζήτηση, αλλά ουσιαστικά από άτομα με θετική ή αρνητική ψυχολογία , άτομα που επηρεάζονται δραματικά από θετικά ή αρνητικά γεγονότα και ως εκ

---

<sup>24</sup> Εμπειρικές μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί από τους M.Jensen, «The performance of mutual funds in the period 1945-64» (1968) 23 Journal of Finance 381; M.Jensen, «Risk , the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios» (1969) 42 Journal of Business 167. W.Sharpe, «Mutual fund performance» (1966) 39 Journal of Business 119. Άλλες μελέτες αυτού του τύπου που έχουν γίνει στην Αμερική είναι των Willianson and Traynor, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο από τους Firth, Ward and Saunders, με παρόμοια αποτελέσματα.

<sup>25</sup> Πηγή: Πανεπιστήμιο Κρήτης : Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις , Σημειώσεις Μαθήματος σελ. 28 -38 Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς WWW.UOC...PDF

τούτου δεν μπορούν να τιμολογήσουν σωστά την «πραγματική αξία» των τιμών των μετοχών. Η ύπαρξη λοιπόν μη πληροφορημένων επενδυτών ( noise traders ) αναφορικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων , σε συνδυασμό με τις αδυναμίες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς<sup>26</sup> οδήγησε στην έντονη διαστρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών , με αποτέλεσμα αυτές να αποκλίνουν σημαντικά ( είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω ) από τις αντίστοιχες πραγματικές.<sup>27</sup>

Με βάση όλα τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες ορισμένοι επενδυτές τέθηκαν άμεσα ή έμμεσα σε αδικαιολόγητα μειονεκτική θέση λόγω των ενεργειών άλλων επενδυτών οι οποίοι είτε χρησιμοποίησαν προς όφελός τους ή προς όφελος άλλων πληροφορίες που δεν είχαν γίνει γνωστές στο κοινό , είτε στρέβλωσαν το μηχανισμό καθορισμού των τιμών χρηματοπιστωτικών μέσων είτε διέδωσαν ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες. Οι συμπεριφορές αυτού του είδους συνιστούν καταχρηστικές πρακτικές και μπορούν να δημιουργήσουν μια παραπλανητική εντύπωση για τις συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα και επομένως να θέσουν σε κίνδυνο την γενική αρχή της ισότητας μεταξύ των επενδυτών και να ανατρέψουν με αυτό τον τρόπο την έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αφορά στην ενσωμάτωση της πληροφορίας στις χρηματιστηριακές τιμές. Ωστόσο: (α) προϋποθέτει ότι ο μηχανισμός διαμόρφωσης των τιμών λειτουργεί δίχως στρεβλώσεις και (β) δεν διαχωρίζει μεταξύ ψευδών και ακριβών-ορθών πληροφοριών. Συνεπώς, αποτελεσματικές τιμές στην ημι-ισχυρή τους μορφή<sup>28</sup> σημαίνει ότι οι τιμές αντανακλούν όλες τις δημοσίως γνωστές πληροφορίες ανεξαρτήτως αν αυτές είναι ορθές ή ψευδείς. Επομένως, αποτελεσματικές τιμές δεν συνεπάγονται κατ'ανάγκη και

---

<sup>26</sup> Αδυναμίες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς: η παράλληλη ύπαρξη πληθωρισμού και ανεργίας , η έλλειψη ανταγωνιστικότητας και παραγωγικότητας , τα ελλείμματα , το υψηλό χρέος , η έλλειψη ξένων επενδύσεων και η εσωστρέφεια της .

<sup>27</sup> <http://news.kathimerini.gr/4dcgi/ w articles economyepix 626267 06/01/2006 1909064> 9/1/2006: Στρατηγικές για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων ·Ο ρόλος των μη πληροφορημένων επενδυτών στη διαστρέβλωση των τιμών, του καθηγητή Ν.Φίλιππα

<sup>28</sup> Η αγορά είναι αποτελεσματική σε ημι-ισχυρή μορφή (όχι σε ισχυρή μορφή). Αυτό σημαίνει ότι οι τιμές ενσωματώνουν μόνον τις δημόσιες πληροφορίες (όχι τις εμπιστευτικές). Συνεπώς υπάρχει περιθώριο εκμετάλλευσης των εμπιστευτικών πληροφοριών και αποκόμισης κέρδους εκ μέρους των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών εις βάρος του επενδυτικού κοινού.

ορθές-ακριβείς τιμές, δεδομένου ότι οι τιμές μπορεί να αντανakλούν και ψευδείς πληροφορίες οι οποίες μπορεί να προέρχονται είτε από ψευδείς διαδόσεις είτε από παραπλανητικά «μηνύματα» που εκπέμουν οι τιμές που έχουν διαμορφωθεί από συναλλαγές χειραγώγησης (πχ, προσυνεννοημένες συναλλαγές). Κατά συνέπεια, υπάρχει λόγος ρυθμιστικής παρέμβασης προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι οι τιμές αντανakλούν όχι μόνον όλες της δημοσίως διαθέσιμες πληροφορίες αλλά επίσης τις αληθείς-ορθές πληροφορίες.

### **3. Σημασία προστασίας του μηχανισμού χρηματιστηριακών τιμών ( ήτοι της Κεφαλαιαγοράς ) μέσω της υιοθέτησης κανόνων δικαίου.**

Η πληροφόρηση και η σωστή ενημέρωση αποτελούν βασικές προϋποθέσεις καλής λειτουργίας κάθε αγοράς ανεξάρτητα από το αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η ανάγκη για υψηλά επίπεδα διαφάνειας και επίτευξης όρων ισότιμης συμμετοχής καθίσταται ακόμα επιτακτικότερη στις αγορές διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων, τις κεφαλαιαγορές. Η ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και η διατήρηση της εμπιστοσύνης του καταναλωτικού – επενδυτικού κοινού προς αυτήν αποτελούν στις σύγχρονες φιλελεύθερες κοινωνίες απαραίτητες προϋποθέσεις για οικονομική ανάπτυξη και ευημερία. Τα χρηματιστήρια αξιών παρέχουν τη δυνατότητα σε αποταμιευτές να συμμετάσχουν στην κερδοφόρα επιχειρηματικότητα και στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες με ίδια κεφάλαια.

Η σημασία της κεφαλαιαγοράς για την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία απασχόλησης είναι συνυφασμένη με την ιδιομορφία των συναλλαγών με χρηματοπιστωτικά μέσα. Η ιδιομορφία προϊόντων όπως κινητές αξίες ( μετοχές ) , τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ( futures) , τα δικαιώματα προαίρεσης (options) και τα κάθε είδους παράγωγα αυτών συνίσταται αφενός στην ενσωμάτωση δικαιωμάτων σε άυλη μορφή και αφετέρου στην ανωνυμία των συναλλασσομένων. Για τους παραπάνω λόγους ο ευρωπαϊκός και εθνικός νομοθέτης έχουν θεσπίσει ένα ιδιαίτερο νομικό πλαίσιο προστασίας της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς και των επενδυτών στοχεύοντας στην διασφάλιση της ακεραιότητας των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών , στην εφαρμογή κοινών κανόνων και ρυθμίσεων ενάντια στην

ανάπτυξη καταχρηστικών πρακτικών στις αγορές της Ευρώπης και στην αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σ' αυτές τις αγορές.<sup>29</sup>

Ως καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά νοούνται οι πράξεις κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και οι πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Η απαγόρευση των πράξεων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών και η αυστηρή εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας ενισχύουν την ισότητα των φορέων της αγοράς στην πρόσβαση στις πληροφορίες που γνωστοποιούν οι εκδότες, και με αυτό τον τρόπο, εγγυώνται ότι οι φορείς της αγοράς ανταγωνίζονται χωρίς στρεβλώσεις μεταξύ τους. Ομοίως, η απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς και η εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας ενισχύουν την ίση μεταχείριση των φορέων της αγοράς μέσω της αυξημένης διαφάνειας των συμπεριφορών τους και συμβάλλουν έτσι στην εξάλειψη της νόθευσης του ανταγωνισμού.

## **Γ. Η προσπάθεια δημιουργίας ενός κοινού θεσμικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Κοινότητας.**

### **1. Σχέδιο Δράσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες ( Financial Services Action Plan )**

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κάλεσε το 1998 την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να καταρτίσει σχέδιο δράσης για να βελτιωθεί η λειτουργία της ενιαίας Ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η δομή της αγοράς άλλαξε τότε σημαντικά, το ίδιο και η συμπεριφορά των επενδυτών και οι επιχειρήσεις διεθνοποιήθηκαν, στηριζόμενες σε εμπορικές διαφοροποιήσεις και τεχνολογικά επιτεύγματα. Την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999 έγινε η εισαγωγή του ενιαίου Ευρωπαϊκού νομίσματος, του Ευρώ, το οποίο καθιερώθηκε ως το αποκλειστικό νόμισμα για χρηματιστηριακές συναλλαγές σ' όλη την επικράτεια της ευρωζώνης. Νέες νομοθετικές προκλήσεις αναδύθηκαν. Όλα αυτά επέβαλλαν την άμεση λήψη δράσης για τον εκσυγχρονισμό του πλαισίου λειτουργίας της ενιαίας Ευρωπαϊκής αγοράς.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Πηγή: Κοινοφελές Ίδρυμα Ωνάση, Ενημερωτικό Δελτίο, Τεύχος 27, Μάρτιος 2005, Διάλεξη του κ.Δ. Ζιούβα, Δικηγόρου Δρος Οικονομικού Ποινικού Δικαίου του Πανεπιστημίου της Κολωνίας

<sup>30</sup> FESE – European Directives, Εξελίξεις στα θέματα Ευρωπαϊκών Οδηγιών και σχετικών ρυθμίσεων για τις Χρηματιστηριακές αγορές.

<http://www.cse.com.cy/en/MarketData/Data/European%20Directives-%20March%202004.doc>



Με το πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSAP) , το οποίο προτάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 1999 και περιλάμβανε ένα πρόγραμμα δράσης αποτελούμενο από 42 πρωτοβουλίες<sup>31</sup> που αφορούσαν τις κεφαλαιαγορές , καθορίστηκαν οι ενέργειες και τα μέτρα που έπρεπε να ληφθούν σε κοινοτικό επίπεδο για την ουσιαστική ενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος εντός ενός συγκεκριμένου χρονοδιαγράμματος , το οποίο ορίστηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας μέχρι το 2005<sup>32</sup>.

Ο κύριος λόγος για τον οποίο προτάθηκε και υιοθετήθηκε το FSAP , υπήρξε η διαπίστωση ότι το μέχρι τότε ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο για τον χρηματοπιστωτικό τομέα δεν ήταν επαρκές και παρουσίαζε σημαντικά προβλήματα (βραδύτητα σε ότι αφορά την έκδοση κανόνων δικαίου , έλλειψη ευελιξίας , πολυπλοκότητα των κανόνων) για τη διασφάλιση της ουσιαστικής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, ιδίως ενόψει της νομισματικής ενοποίησης . Μέσω του FSAP επιδιώχθηκαν τέσσερις κύριοι στόχοι , οι οποίοι συνίσταται στη δημιουργία ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για επιχειρήσεις , στη δημιουργία ανοιχτής

---

<sup>31</sup> Στο πλαίσιο του FSAP , από το 1999 έως το 2005 , υιοθετήθηκαν 42 μέτρα , κυρίως Οδηγίες , αλλά όχι μόνον , εκ των οποίων :

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

Ένωση Ελληνικών Τραπεζών , Παρουσίαση : Το Ευρωπαϊκό Ρυθμιστικό Πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η Λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό (σελ.12) , Καθηγητής Βλ.Γκόρτσος , Γενικός Γραμματέας ΕΕΤ , Δεκέμβριος 2005

[http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence\\_dec2005.pdf](http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence_dec2005.pdf)

<sup>32</sup> Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας ,23 και 24 Μαρτίου 2000, Συμπεράσματα της Προεδρίας παρ.20 , υπογραμμίστηκε η ανάγκη δημιουργίας «αποτελεσματικών και ολοκληρωμένων κεφαλαιαγορών» και, μάλιστα , έγινε σαφής μνεία για την υιοθέτηση και τήρηση αυστηρού χρονοδιαγράμματος για την υλοποίηση του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες, έτσι ώστε αυτό να ολοκληρωθεί μέχρι το 2005.

και ασφαλούς λιανικής τραπεζικής αγοράς , στην αναβάθμιση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για την προληπτική εποπτεία των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων που δραστηριοποιούνται στην ενιαία αγορά και στην εξασφάλιση γενικότερων προϋποθέσεων για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Ειδικότερα , σε ότι αφορά το ρυθμιστικό πλαίσιο για την ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά , το Συμβούλιο ECOFIN<sup>33</sup> αποφάσισε τον Ιούλιο 2000 τη συγκρότηση επταμελούς επιτροπής από εξέχουσες προσωπικότητες του χρηματοοικονομικού κλάδου , γνωστή ως «Επιτροπή Σοφών», στην οποία ανέθεσε την υποβολή έκθεσης για την αξιολόγηση της διαδικασίας εκπόνησης του ρυθμιστικού πλαισίου , 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 εκπόνησε ένα πόρισμα , γνωστό ως «Lamfalussy Report» , με το οποίο προτάθηκε , εγκρίθηκε από τα αρμόδια κοινοτικά όργανα και υιοθετήθηκε νέα διαδικασία θέσπισης του ρυθμιστικού πλαισίου , βάσει μιας προσέγγισης σε τέσσερα επίπεδα.

Πράγματι , τον Φεβρουάριο του 2001, η Επιτροπή Σοφών δημοσίευσε την Οριστική Έκθεση για τη Ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών Κινητών Αξιών , στην οποία τόνιζε τα οικονομικά οφέλη που θα προκύψουν από την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών , ετοίμασε κατάλογο προτεραιοτήτων για τη νομοθεσία περί κινητών αξιών με χρονικό ορίζοντα εφαρμογής τα τέλη του 2003 και κατέθετε συγκεκριμένες προτάσεις για την επιτάχυνση της διαδικασίας ολοκλήρωσης , με σημαντικότερη την υιοθέτηση μιας νέας νομοπαρασκευαστικής διαδικασίας σε ό,τι

---

<sup>33</sup> Συμβούλιο ECOFIN, 2283<sup>1</sup> Σύνοδος στις Βρυξέλλες , 17 Ιουλίου 2000, 10328/00(Presse 263). Ο στόχος της «ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών» υπογραμμίστηκε και περαιτέρω αναλύθηκε στο Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών τον Ιούλιο του 2000. Το Συμβούλιο ECOFIN ενστερνίστηκε τα συμπεράσματα της Λισσαβώνας , τονίζοντας 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"ενδιαμέσων και μεταξύ των υποδομών, ώστε να υπάρξει καλύτερη παροχή υπηρεσιών με χαμηλότερο κόστος».

αφορά τον τομέα των κεφαλαιαγορών<sup>34</sup>. Η Οριστική Έκθεση της Επιτροπής Σοφών , δε , υπογράμμισε την ανάγκη ενίσχυσης της εμπιστοσύνης προς τις ευρωπαϊκές αγορές κινητών αξιών και έκανε σαφή αναφορά στην έλλειψη συνολικού κανονιστικού πλαισίου για τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά ως ένα από τα βασικά κενά της Κοινοτικής νομοθεσίας που παρακωλύει την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

Τα μέτρα που έχουν ληφθεί ή και τελούν υπό εκπόνηση στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες ειδικά σε ότι αφορά τις κεφαλαιαγορές , αναφέρονται στη ρύθμιση των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων , **στην κατάχρηση της αγοράς**, στην εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών , στο ενημερωτικό δελτίο , στις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς επιχειρήσεων και στη διαφάνεια των πληροφοριών που παρέχονται από τις εισηγμένες εταιρίες.<sup>35</sup>

## 2. Η Διαδικασία Lamfalussy

Η διαδικασία Lamfalussy αναλύεται σε τέσσερα επίπεδα. Η καθεαυτή ταχύτερη νομό-παραγωγική διαδικασία προβλέπει δύο επίπεδα. Το επίπεδο 1 ισοδυναμεί με τα όσα ισχύουν από το 1993 σε κοινοτικό επίπεδο , καθώς στο επίπεδο αυτό εκδίδονται οδηγίες με τη διαδικασία της συναπόφασης του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και θεσπίζεται το γενικό πλαίσιο του αντικειμένου ρύθμισης . Παράλληλα όμως , στο επίπεδο 1 προσδιορίζονται τα θέματα, για τα οποία θα πρέπει να θεσπιστούν μέτρα εκτελεστικού χαρακτήρα (ακριβείς δηλαδή προδιαγραφές – πλαίσια) από την Ευρωπαϊκή Ένωση<sup>36</sup>.

Στο επίπεδο 2 εκδίδονται κοινοτικές πράξεις από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τη μορφή Οδηγίας ή Κανονισμού , με τις οποίες συγκεκριμενοποιούνται τα μέτρα εφαρμογής των γενικών αρχών – πλαισίων του επιπέδου 1. Για τη θέσπιση των μέτρων σε επίπεδο 2 , την Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνεπικουρούν δύο νέες επιτροπές ,

---

<sup>34</sup> Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001.

<sup>35</sup> Ευρωπαϊκή Ένωση · Η εξέλιξη της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς ( σελ.1 )  
<http://www.i-note.gr/articleData/MX/2004/Gortzos.htm>

<sup>36</sup> Final Report of the Committee of Wise Men, όπ.π. , σελ. 19,22-27

που συστάθηκαν ειδικά για τον σκοπό αυτό. Πρόκειται για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών<sup>37</sup> ('EU Securities Committee', 'ESC' ) , μέλη της οποίας είναι υψηλόβαθμα στελέχη των Υπουργείων Οικονομίας των κρατών-μελών , και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών<sup>38</sup> ('EU Securities Regulators Committee', 'CESR' ) , στην οποία συμμετέχουν εκπρόσωποι των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς των κρατών –μελών<sup>39</sup>.

Στη συνέχεια η Οριστική Έκθεση προβλέπει δυο επιπλέον επίπεδα που αφορούν την ενσωμάτωση και εφαρμογή της κοινοτικής νομοθεσίας από τα Κράτη-Μέλη. Συγκεκριμένα, στο επίπεδο 3 επιδιώκεται η διασφάλιση της ομοιομορφης υλοποίησης σε εθνικό επίπεδο των πράξεων κανονιστικού περιεχομένου που λαμβάνονται στα επίπεδα 1 και 2, με την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των ρυθμιστικών Αρχών των κινητών αξιών των κρατών-μελών , αλλά και με τη θέσπιση ενιαίων , μη δεσμευτικών προτύπων από τη CESR<sup>40</sup>.

Τέλος , στο επίπεδο 4 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ελέγχει την τήρηση της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη-μέλη, κυρίως μέσω της συνεχούς εποπτείας των εθνικών κανονιστικών συστημάτων και επιβάλλει τις προβλεπόμενες κυρώσεις σε περίπτωση μη τήρησης τους<sup>41</sup>.

Αυτή η προσέγγιση θα μπορούσε να περιγραφεί συνοπτικά ως ακολούθως: Τα μέτρα του επιπέδου 1 θέτουν στόχους υψηλού επιπέδου που πρέπει να επιτευχθούν από την νομοθεσία. Τα μέτρα του επιπέδου 2 θέτουν κάποιες από τις 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 με την χρήση κοινών προτύπων , συστάσεων και οδηγιών που

---

<sup>37</sup> Βλ.Απόφαση 2001/528/ΕΚ της Επιτροπής της 6<sup>ης</sup> Ιουνίου 2001 για τη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2001) 1493] ΕΕΕΚ L 191/45, 13.07.2001

<sup>38</sup> Βλ.Απόφαση 2001/527/ΕΚ της Επιτροπής της 6<sup>ης</sup> Ιουνίου 2001 για τη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των αγορών κινητών αξιών [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2001) 1501] ΕΕΕΚ L 191/43, 13.07.2001

<sup>39</sup> Final Report of the Committee of Wise Men, όπ.π. , σελ. 19,28-36

<sup>40</sup> Final Report of the Committee of Wise Men, όπ.π. , σελ. 37-39

<sup>41</sup> Final Report of the Committee of Wise Men, όπ.π. , σελ. 40-41

συμφωνούνται μεταξύ των Εποπτικών Αρχών στην CESR. Και τέλος , τα μέτρα του επιπέδου 4 σχετίζονται με την εφαρμογή και τήρηση κανόνων δικαίου<sup>42</sup>.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ<sup>43</sup>

### ΕΠΙΠΕΔΟ 1

**ΣΚΟΠΟΣ:** Καθορισμός γενικού ρυθμιστικού πλαισίου και προσδιορισμός των θεμάτων για τα οποία θα υιοθετηθούν εκτελεστικού χαρακτήρα μέτρα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή



**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ:** Έκδοση κοινοτικών πράξεων με τη κλασική διαδικασία συναπόφασης του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου κατόπιν πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

---

### ΕΠΙΠΕΔΟ 2

**ΣΚΟΠΟΣ:** Συγκεκριμενοποίηση των γενικών αρχών του επιπέδου 1



**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ:** Υιοθέτηση εκτελεστικού χαρακτήρα μέτρων με τη μορφή οδηγίας ή Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Παροχή τεχνικής συνδρομής από τις αρμόδιες ανά τομέα επιτροπές

---

<sup>42</sup> HELLENIC CAPITAL MARKETS COMMISSION · Τελικές συστάσεις της CESR για τη Συνεπή Υλοποίηση του Κανονισμού της Ε.Ε. σχετικά με τα Ενημερωτικά Δελτία. ( σελ. 3 )

<http://www.pressreleases.gr/company/7001022/32527.html>

<sup>43</sup> Ένωση Ελληνικών Τραπεζών , Παρουσίαση : Το Ευρωπαϊκό Ρυθμιστικό Πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η Λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό (σελ.14/15) , Καθηγητής Βλ.Γκόρτσος , Γενικός Γραμματέας ΕΕΤ , Δεκέμβριος 2005

[http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence\\_dec2005.pdf](http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence_dec2005.pdf)

### ΕΠΙΠΕΔΟ 3

**ΣΚΟΠΟΣ:** Ομοιόμορφη εφαρμογή των μέτρων των επιπέδων 1 και 2 σε εθνικό επίπεδο



**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ:** Συντονισμός των ενεργειών από τις αρμόδιες ανά τομέα επιτροπές και δυνατότητα έκδοσης για το σκοπό αυτό κατευθυντήριων γραμμών

---

### ΕΠΙΠΕΔΟ 4

**ΣΚΟΠΟΣ:** Έλεγχος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή της συμμόρφωσης των κρατών μελών με τα υιοθετούμενα μέτρα

### 3. Προβληματισμοί ως προς την πορεία της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς

Η προώθηση και επιτυχής υλοποίηση του Σχεδίου Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες συνδέεται με τους υψηλούς και σημαντικούς στόχους που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Ένωση, οι οποίοι σχετίζονται με την οικονομική της βιωσιμότητα και την παγκόσμια ανταγωνιστικότητα της. Αυτός είναι ο λόγος όπου, πέραν της δημιουργίας κανονιστικού πλαισίου, είναι εξίσου σοβαρό το θέμα της επιτυχούς υλοποίησης του σχεδίου σε εθνικό κανονιστικό πλαίσιο και της επιβολής αυτού του νέου πλαισίου σε κάθε εθνική αγορά. Η Ε.Ε. ενδιαφέρεται για τη γνήσια ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, για αυτό άλλωστε και τονίζει ότι δεν επαρκεί μόνο το εθνικό δίκαιο αλλά χρειάζεται ένα τέτοιο εθνικό κανονιστικό πλαίσιο, για την εφαρμογή της κάθε οδηγίας, που να αντιμετωπίζει τα τοπικά προβλήματα, τις ιδιαιτερότητες και πρακτικές αγοράς, ώστε να προωθούνται ανεμπόδιστα και αποτελεσματικά οι διασυνοριακές συναλλαγές και δραστηριότητες.<sup>44</sup>

<sup>44</sup> <http://www.adex.ase.gr/ADEXDownload/news/publications/gr> Η Ευρωπαϊκή Ενιαία Αγορά Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, Οι τελευταίες εξελίξεις στον τομέα της Κεφαλαιαγοράς και οι νέες πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης του Παναγιώτη Αλεξάκη, 15 Ιουνίου 2004, σελ.17

Βασική λοιπόν προϋπόθεση για να καταλήξει αυτό το εγχείρημα σε επιτυχία είναι ότι θα πρέπει να ξεπεραστούν ιδιαιτερότητες που σήμερα ισχύουν μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών σε θέματα φορολογίας , σε νομικά ζητήματα, αλλά και σε συνήθειες και νοοτροπίες σε διαφορετικά κράτη-μέλη , τόσο από πλευράς των συναλλασσομένων όσο και από πλευράς των παραγόντων των τοπικών αγορών ,αλλά και της ιδιαίτερης πολιτικής που ασκείται από την κυβέρνηση του κάθε κράτους-μέλους.

#### **4. Η δημιουργία και ο ρόλος της CESR - Committee of European Securities Regulators**

Η CESR (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς) ιδρύθηκε ως ανεξάρτητη Επιτροπή σύμφωνα με τους όρους της Απόφασης της 6<sup>ης</sup> Ιουνίου 2001 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001/1501/EC). Είναι μία από τις δύο επιτροπές που οραματίστηκε στην τελική έκθεση της η ομάδα των Σοφών για τη ρύθμιση των Ευρωπαϊκών αγορών επί κινητών αξιών , στην οποία προήδρευε ο βαρόνος Alexandre Lamfalussy. Η ίδια η έκθεση επικυρώθηκε από απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Ο ρόλος της CESR είναι:

- Ü Να βελτιώσει τον συντονισμό μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς.
- Ü Να δράσει ως συμβουλευτική ομάδα με σκοπό να βοηθήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , ιδιαίτερα στην προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα των κινητών αξιών .
- Ü Να εργασθεί για τη διασφάλιση μιας περισσότερο συνεπούς και έγκαιρης εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη-μέλη.

Κάθε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκπροσωπείται με ένα μέλος στην CESR . Τα μέλη ορίζονται από τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. και είναι οι επικεφαλές των εθνικών δημόσιων αρχών που είναι οι αρμόδιες για την εποπτεία της αγοράς κινητών αξιών . Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διόρισε το Γενικό Διευθυντή της Γενικής Διεύθυνσης Εσωτερικής Αγοράς , ως εκπρόσωπο στην CESR. Οι εποπτικές αρχές της Νορβηγίας και της Ισλανδίας εκπροσωπούνται επίσης σε ανώτερο επίπεδο. Οι Πρόεδροι όλων των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς επανεξέλεξαν το Νοέμβριο του 2005 τον Πρόεδρο της CESR, κ. Arthur Docters van Leewen,

Πρόεδρο της Ολλανδικής Εποπτικής Αρχής Κεφαλαιαγοράς και τον Αντιπρόεδρο της, κ. Kaarlo Jannari, Γενικό Διευθυντή της Φιλανδικής Εποπτικής Αρχής Κεφαλαιαγοράς, για θητεία δύο επιπλέον ετών<sup>45</sup>.

Η απόφαση αντανακλά την άποψη ότι η εργασία της CESR βρίσκεται σε μία κρίσιμη περίοδο για ένα μεγάλο αριθμό θεμάτων και η επανεκλογή του Προέδρου και Αντιπροέδρου εξασφαλίζει ότι η CESR · α) διαδραματίζει τον ρόλο της κατά τρόπο υπεύθυνο ακολουθώντας τα " 4 Επίπεδα " της διαδικασίας Lamfalussy , η οποία καθιερώθηκε για να ενισχύσει την ενιαία αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και β) επιτυγχάνει μια ομαλή μετάβαση των εργασιών της από Επίπεδο 2 (που παρέχει τεχνικές εισηγήσεις στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή) σε Επίπεδο 3 για την εποπτική σύγκλιση, στο πλαίσιο της εγγύς ολοκλήρωσης του Προγράμματος Δράσης Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών.

Η CESR συνεδριάζει τουλάχιστον τέσσερις φορές ετησίως και συγκροτεί ομάδες εμπειρογνομόνων ή και μόνιμες ομάδες εργασίας προκειμένου να διευκολύνει το διάλογο με τους συμμετέχοντες στην αγορά και τους καταναλωτές. Η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί ιδρυτικό μέλος της CESR και συμμετέχει ενεργά σε όλες τις ομάδες εργασίας που έχουν συσταθεί. Δύο επιτροπές της CESR που βρίσκονται σε διαρκή λειτουργία είναι η CESR-Pol, η οποία απαρτίζεται από στελέχη των Επιτροπών Κεφαλαιαγορών – μελών της CESR υπεύθυνα για την άσκηση εποπτείας και την ανταλλαγή πληροφοριών και η CESR-Fin η οποία απαρτίζεται από στελέχη των Επιτροπών Κεφαλαιαγορών – μελών της CESR , οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για την εποπτεία και την διασφάλιση της εφαρμογής κανόνων που αφορούν στην δημοσίευση οικονομικών αποτελεσμάτων και στην τήρηση όρων διαφάνειας.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> <http://www.euro2day.gr/articles/90070>, 3 Νοεμβρίου 2005· CESR: Ανανέωση θητείας του Προέδρου , Αντιπροέδρου.

<sup>46</sup> Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς , Ετήσια Έκθεση 2004 · Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η Committee of European Securities Regulators – CESR, ( σελ. 130/131) , [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)



## 5. Ομάδα Εργασίας της CESR για την κατάχρηση της αγοράς (Expert Group on Market Abuse) και η υιοθέτηση της Οδηγίας 2003/6 και των εκτελεστικών μέτρων

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας της 24<sup>ης</sup> Μαρτίου 2000 όρισε ως καταληκτική προθεσμία το 2005 για την ολοκλήρωση της ενοποίησης των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης έκρινε ότι πρέπει να επιτευχθεί η ενοποίηση της αγοράς κινητών αξιών μέχρι το τέλος του 2003<sup>47</sup> δίνοντας προτεραιότητα στα μέτρα που προβλέπονται από το σχέδιο δράσης για της χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (FSAP) . Σύμφωνα με τις συστάσεις της έκθεσης «Lamfalussy» είναι πράγματι απαραίτητο να ληφθούν υπόψη οι νέες πρακτικές και τεχνικές των αγορών προκειμένου να διασφαλιστεί η διαφάνεια και η ασφάλεια δικαίου στην αγορά κινητών αξιών. Εξάλλου , τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2001 κατέδειξαν ότι οι **καταχρηστικές πρακτικές** στην αγορά ενδέχεται να εντάσσονται σε μια στρατηγική τρομοκρατίας για γενικότερη αποσταθεροποίηση , η οποία παρουσιάζει έτσι μια νέα πτυχή.<sup>48</sup>

Η οδηγία για την Κατάχρηση Αγοράς είναι η πρώτη που συμφωνήθηκε με τη διαδικασία Lamfalussy για την ρύθμιση των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης , και για την οποία η CESR υπέβαλε τεχνική εισήγηση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την προετοιμασία των προβλεπόμενων εκτελεστικών μέτρων. Για το λόγο αυτό η ανεξάρτητη επιτροπή ρυθμιστικών αρχών ( CESR –Committee of European Securities Regulators ) εξέδωσε πρόγραμμα εργασίας που περιλαμβάνει ειδικότερα την προετοιμασία μέτρων εκτέλεσης της οδηγίας 2003/6<sup>49</sup> του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 3<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2002 για τις πράξεις

<sup>47</sup> Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης , 23 και 24 Μαρτίου 2001, Συμπεράσματα της Προεδρίας , παρ. 18- 19

<sup>48</sup> <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm> Καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά , Σύνοψη 1 Πλαίσιο Ενοποίησης

<sup>49</sup> <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm>: Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο θέσπισαν οδηγία 2003/6/ΕΚ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Η οδηγία στοχεύει στη διασφάλιση της ακεραιότητας των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις εν λόγω αγορές. Ο επιδιωκόμενος στόχος είναι η δημιουργία, στα πλαίσια της καταπολέμησης των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, ισότιμων όρων ανταγωνισμού για τους οικονομικούς φορείς των κρατών μελών.

προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση της αγοράς).

Ο ρόλος των μέτρων εκτελεστικού χαρακτήρα είναι η συγκεκριμενοποίηση των αρχών-πλαισίων που καθορίζονται στο επίπεδο 1 της διαδικασίας Lamfalussy , ώστε να εξασφαλίζεται η δυνατότητα προσαρμογής των τεχνικών διατάξεων στις εξελίξεις της αγοράς, καθώς επίσης και η ομοιόμορφη εφαρμογή των αρχών της Οδηγίας σε όλα τα κράτη μέλη. Τα μέτρα αυτά υποβάλλονται στο επίπεδο 2, επίσης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και υιοθετούνται με την διαδικασία που έχει ήδη περιγραφεί.

Πιο συγκεκριμένα ,προβλέπουν κριτήρια που επιτρέπουν να προσδιοριστεί τι συνιστά εμπιστευτική πληροφορία , περιλαμβάνουν μη εξαντλητική απαρίθμηση των παραγόντων που πρέπει να εξετάζονται για να εκτιμηθεί εάν μία περίπτωση συνιστά χειραγώγηση της αγοράς και, τέλος, προσδιορίζουν τις προθεσμίες και τον τρόπο με τον οποίο οι εκδότες οφείλουν να δημοσιεύουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες. Παράλληλα, καθορίζουν πρότυπα για τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων (και για τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων). Τέλος, με τα εκτελεστικά αυτά μέτρα καθορίζονται οι προϋποθέσεις χορήγησης των προβλεπόμενων παρεκκλίσεων όσον αφορά τα προγράμματα επαναγοράς και σταθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>50</sup>

Στο πλαίσιο αυτό , το Μάρτιο 2003 εκδόθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τρία κείμενα εργασίας<sup>51</sup> με βάση σχετική γνωμοδότηση της Επιτροπής των

---

<sup>50</sup> <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm> Καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά , Σύνοψη 7 Εκτελεστικά μέτρα

<sup>51</sup> Βλ. DG Internal Market Services' Working Document on the implementation of article 1 and article 6 paragraphs 1 and 2 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Abuse - Working Document ESC 12/2003, DG Internal Market Services' Working Document on the implementation of article 6 paragraph 5 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Abuse - Working Document ESC 13/2003, DG Internal Market Services' Working Document on the implementation of article 8 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Abuse - Working Document ESC 14/2003. Τα κείμενα αυτά είναι διαθέσιμα στην ηλεκτρονική διεύθυνση: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/market-abuse\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/market-abuse_en.htm)

Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR)<sup>52</sup> , για την οριστική διαμόρφωση της οποίας προηγήθηκαν διαβουλεύσεις με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς κατά τη διάρκεια του 2002.<sup>53</sup> Τα προτεινόμενα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή μέτρα βασίζονται , κατά κύριο λόγο, στις σχετικές γνωμοδοτήσεις της CESR και καλύπτουν αντίστοιχα τις εξής θεματικές ενότητες<sup>54</sup>:

1. ορισμοί της εμπιστευτικής πληροφορίας και της χειραγώγησης της αγοράς και καθορισμός των υποχρεώσεων δημοσιοποίησης στοιχείων από τις εισηγμένες εταιρίες ( άρθρα 1 και 6 παρ.1,2 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ),
2. καθορισμός των υποχρεώσεων για δίκαιη παρουσίαση ερευνών και μελετών και τη δημοσίευση περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων ( άρθρα 6 παρ.5 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ),
3. καθορισμός του «ασφαλούς καταφυγίου» (safe harbor), δηλαδή των εξαιρέσεων από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφόρησης και χειραγώγησης της αγοράς στο πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών και σταθεροποίησης της τιμής της μετοχής ( άρθρο 8 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ ).

Ός γενική παρατήρηση επισημαίνεται ότι τα προτεινόμενα από την Επιτροπή κείμενα είναι λιγότερο διεξοδικά από τα αντίστοιχα κείμενα της CESR , αφήνοντας περιθώριο υιοθέτησης πιο εξειδικευμένων μέτρων στο επίπεδο 3, στο οποίο επιδιώκεται η διασφάλιση της ομοιόμορφης υλοποίησης των πράξεων κανονιστικού περιεχομένου που αποφασίζονται στα επίπεδα 1 και 2 στα κράτη μέλη, με την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών των κρατών μελών και την έκδοση κατευθυντήριων μέτρων.

---

<sup>52</sup> Πρόκειται για την Commission of European Securities Regulators (CESR), η οποία συστάθηκε σύμφωνα με τους όρους της Απόφασης της 6ης Ιουνίου 2001 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001/1501/ΕΚ).

<sup>53</sup> Η CESR υπέβαλε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή την οριστική, μετά την ολοκλήρωση των διαβουλεύσεων με τους εμπλεκόμενους φορείς, γνωμοδότησή της στις 31 Δεκεμβρίου 2002. Τα σχετικά κείμενα της CESR είναι διαθέσιμα στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.europafesco.org>.

<sup>54</sup> Ημερησία 08 Ιανουαρίου 2003 , Η CESR Υποβάλλει τα Μέτρα Υλοποίησης της Οδηγίας για την Κατάχρηση Αγοράς στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή <http://www.pressreleases.gr/company/7001022/22666.html>

## **Δ. Το Θεσμικό Πλαίσιο για την Κατάχρηση της Αγοράς στην Ελλάδα και η υιοθέτηση του ν.3340/2005<sup>55</sup>**

### **1. Εισαγωγή**

Με το νόμο 3340/2005 ενσωματώνεται στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28<sup>ης</sup> Ιανουαρίου 2003 , για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς ( κατάχρηση της αγοράς ). Παράλληλα , οι διατάξεις του παρόντος νόμου δημιουργούν ένα νέο πλαίσιο διοικητικής φύσεως διατάξεων – απαγορεύσεων για την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών , αντικαθιστώντας τις εν ισχύ σχετικές διατάξεις του προεδρικού διατάγματος 53/1992<sup>56</sup>.

Σημαντική καινοτομία σε σχέση με το υφιστάμενο πλαίσιο είναι ο ορισμός και ρητή απαγόρευση της κατάχρησης αγοράς , δηλαδή κάθε ενέργειας που σχετίζεται με εκμετάλλευση προνομιακής πληροφόρησης ή και χειραγώγησης αγοράς. Στην κατεύθυνση επικαιροποίησης της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ περί εμπιστευτικής πληροφόρησης , το νέο πλαίσιο περιγράφει με ακρίβεια και πληρότητα την έννοια της «προνομιακής πληροφορίας» ενώ παράλληλα εισάγει κατά τρόπο σαφή και ολοκληρωμένο σχετικές απαγορεύσεις. Επίσης ορίζει για πρώτη φορά την έννοια της χειραγώγησης αγοράς και εισάγει ειδικές ρυθμίσεις απαγόρευσής της.

Επιπρόσθετα, το νέο πλαίσιο προβλέπει παρεκκλίσεις ( ‘safe harbours’) από τις απαγορεύσεις κατάχρησης αγοράς προς δύο κατευθύνσεις. Η πρώτη κατεύθυνση αφορά στα κράτη μέλη , το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και τις εθνικές

---

<sup>55</sup> Κατά τη διάρκεια του 2005 , το θεσμικό πλαίσιο έναντι της κατάχρησης αγοράς ενισχύθηκε σημαντικά , μέσω της έκδοσης του νόμου 3340/2005 καθώς και πέντε αποφάσεων του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: α) Απόφ.Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/347/12.7.2005 , β) Απόφ.Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/347/13.7.2005, γ) Απόφ.Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/347/12.7.2005, δ) Απόφ.Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 4/347/13.7.2005 και ε) Απόφ.Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/347/12.7.2005.

<sup>56</sup> Το δίκαιο των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών διέπονταν κυρίως από το προεδρικό διάταγμα 53 της 14.2.1992 « για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση με την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ».

κεντρικές τράπεζες κατά την άσκηση νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής ή πολιτικής διαχείρισης δημόσιου χρέους. Η δεύτερη κατεύθυνση αφορά στην αγορά ιδίων μετοχών από τους εκδότες τους και στη σταθεροποίηση τιμής χρηματοπιστωτικού μέσου.

Οι νέες ρυθμίσεις έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα στον σχεδιασμό της κατασταλτικής εποπτείας μέσω της εισαγωγής διατάξεων περί κατάχρησης αγοράς και κυρώσεων σε περίπτωση παράβασής τους. Παράλληλα, εκτός από το νέο ρυθμιστικό και ποινικό πλαίσιο για την αντιμετώπιση της κατάχρησης της αγοράς, το νέο πλαίσιο εισάγει και μια σειρά μέτρων τα οποία δρουν προληπτικά, υπό την έννοια ότι έχουν ως στόχο την ενίσχυση της ορθής, έγκαιρης και επαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Τούτο, δε, οδηγεί στην ισχυροποίηση της διαφάνειας της αγοράς και στην αποτροπή φαινομένων κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς.

Τέλος, σημαντική καινοτομία αποτελεί και η θέσπιση μιας και μόνον εποπτικής αρχής, αρμόδιας για θέματα κατάχρησης της αγοράς σε κάθε κράτος – μέλος. Έτσι, το νομοσχέδιο ορίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια για την τήρηση των διατάξεων του. Παράλληλα, για την αποτελεσματική πρόληψη και καταστολή φαινομένων κατάχρησης αγοράς παρέχονται ενισχυμένες αρμοδιότητες διερεύνησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αλλά και ένας πλήρης μηχανισμός συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών, ιδίως για τα θέματα που αφορούν σε ανταλλαγή πληροφόρησης και τη διερεύνηση διασυνοριακών υποθέσεων κατάχρησης αγοράς. Επιπλέον, δίνεται η δυνατότητα παρέμβασης της CESR στις περιπτώσεις όπου η συνεργασία μεταξύ κρατών-μελών κρίνεται ότι δεν εξελίσσεται ομαλά. Για την αποτελεσματική εφαρμογή του νέου πλαισίου, η παράβαση των διατάξεων τους θα επισύρει αυστηρές κυρώσεις και μέτρα διοικητικού και ποινικού χαρακτήρα<sup>57</sup>.

## **2. Η καταχρηστική αξιοποίηση «προνομιακών πληροφοριών».**

### **2.1. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός της «προνομιακής πληροφορίας» σύμφωνα με τον νόμο 3340/2005.**

---

<sup>57</sup> Ετήσια Έκθεση 2004 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς · Το νέο θεσμικό πλαίσιο απαγόρευσης της κατάχρησης αγοράς, σελ. 125-127

Το άρθρο 6 του ν.3340/2005 παρέχει τον ορισμό της «προνομιακής πληροφορίας», μεταφέροντας και ενσωματώνοντας το πρώτο εδάφιο του άρθρου 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ<sup>58</sup>. Ειδικότερα, προκειμένου να θεωρηθεί μια πληροφορία «προνομιακή» θα πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- ü Οι πληροφορίες να μην έχουν γίνει γνωστές στο κοινό
- ü Να έχουν χαρακτήρα συγκεκριμένο
- ü Να αφορούν, άμεσα ή έμμεσα, εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα
- ü Η διάδοση τους στο κοινό θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων<sup>59</sup> ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> **Άρθρο 1 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ :**

**Παράγραφος 1:** Ως "εμπιστευτικές πληροφορίες" νοούνται οι συγκεκριμένες πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν δημοσιοποιηθεί και αφορούν, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και οι οποίες αν δημοσιοποιούνταν θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων.

Σχετικά με τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα, ως "εμπιστευτικές πληροφορίες" νοούνται οι συγκεκριμένες πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν δημοσιοποιηθεί και αφορούν άμεσα ή έμμεσα ένα ή περισσότερα τέτοια παράγωγα μέσα, και τις οποίες οι συμμετέχοντες των αγορών, στις οποίες γίνεται διαπραγμάτευση αυτών των παράγωγων μέσων, θα αναμενόταν να λάβουν σύμφωνα με τις αποδεκτές πρακτικές που ισχύουν στις αγορές αυτές.

Προκειμένου περί των προσώπων που είναι επιφορτισμένα με την εκτέλεση των εντολών που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα, ως εμπιστευτικές πληροφορίες νοούνται οι πληροφορίες που διαβιβάζονται από έναν πελάτη και σχετίζονται με εκκρεμείς εντολές του, και οι οποίες έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα, συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και, εάν δημοσιοποιούνταν, θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτών των μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων.

<sup>59</sup> Να σημειωθεί ότι προτιμάται ο ευρύς όρος «χρηματοπιστωτικά μέσα» αντί του όρου «κινητές αξίες» που χρησιμοποιείται στο π.δ.53/1192, προκειμένου να περιληφθούν τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα και κάθε άλλο μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά Κράτους-Μέλους ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε τέτοια αγορά. Σύμφωνα με άρ.6 παρ.2 του Ν.3340/2005, προκειμένου περί των προσώπων που είναι επιφορτισμένα με την εκτέλεση εντολών που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα, προνομιακές πληροφορίες αποτελούν και οι «οι πληροφορίες που διαβιβάζονται από έναν πελάτη και σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του, και οι οποίες έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα, συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή με ένα ή περισσότερα

Σημειώνεται ότι, στο παρόν σχέδιο νόμου διατηρείται ο ευρύτατος χαρακτήρας της έννοιας των «εμπιστευτικών πληροφοριών», χρησιμοποιείται δε ο όρος «προνομιακή πληροφορία» αντί των όρων «εμπιστευτική πληροφορία» ή «εσωτερική πληροφορία», διότι θεωρείται ότι αποδίδει πληρέστερα τη βούληση του κοινοτικού νομοθέτη.

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

Το πρώτο αυτό εννοιολογικό στοιχείο της πληροφορίας έγκειται στη μη δημοσιοποίηση της, αφού η δημοσιοποίηση της αίρει τον προνομιακό - εμπιστευτικό χαρακτήρα της. Η έννοια της δημοσιοποίησης της πληροφορίας προϋποθέτει ότι αυτή έχει τεθεί στη διάθεση του επενδυτικού κοινού με οποιοδήποτε νόμιμο μέσο, π.χ. με τη δημοσίευση της σε οικονομικές εφημερίδες, ή γενικότερα με τη μετάδοση της από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Για το διάστημα λοιπόν κατά το οποίο διατηρείται ο εμπιστευτικός χαρακτήρας της πληροφορίας, δηλαδή για όσο διάστημα αυτή δεν έχει καταστεί γνωστή στο ευρύ κοινό ή τουλάχιστον στο μέσο επενδυτή, ισχύει η απαγόρευση χρησιμοποίησης της πληροφορίας προς διενέργεια συναλλαγής.

Δεύτερο γνώρισμα της προνομιακής πληροφορίας είναι, όπως ήδη προαναφέρθηκε, ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της. Πώς προσδιορίζεται όμως εννοιολογικά ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της προνομιακής πληροφορίας;

Ο συγκεκριμένος χαρακτήρας θα κριθεί από το βαθμό που καλύπτονται τα κύρια γνωρίσματα που συνιστούν την ουσία της πληροφορίας. Δε νοείται προνομιακή πληροφορία για κάτι μη επακριβώς προσδιορισμένο. Επίσης, πληροφορία που περιγράφεται γενικά και αφηρημένα δεν ενδιαφέρει άμεσα το αγοραστικό κοινό και δεν οδηγεί σε σίγουρες επενδυτικές κινήσεις. Συνεπώς, μια πληροφορία θεωρείται συγκεκριμένη όταν συνδέεται με μια κατάσταση ή γεγονός που υφίσταται ή αναμένεται να λάβει χώρα, και η οποία μας επιτρέπει να συνάγουμε συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση που θα έχει το γεγονός αυτό στην τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου<sup>61</sup>. Με άλλα λόγια, οι πληροφορίες θα πρέπει να είναι

---

χρηματοπιστωτικά μέσα και εάν, δημοσιοποιούνταν θα μπορούσαν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεόμενων με αυτά παράγωγων μέσων». Συνεπώς, το επονομαζόμενο «front running» καλύπτεται πλέον τόσο από τον σχετικό Κώδικα Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ (ΦΕΚ 73 Α') όσο και από το παρόν νομοσχέδιο για την κατάχρηση της αγοράς.

<sup>60</sup> Ν.3340/2005, ΦΕΚ 112/ 10 Μαΐου 2005, άρ. 6 παρ. 1

<sup>61</sup> Ν.3340/2005, ΦΕΚ 112/ 10 Μαΐου 2005, άρ. 6 παρ. 1α

συγκεκριμένες και ακριβείς υπό την έννοια ότι αναφέρονται σε γεγονός που είναι αληθές ή εύλογα αναμένεται να καταστεί αληθές στο μέλλον και είναι δυνατή η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επίδραση τους στις χρηματιστηριακές τιμές.

Το τρίτο εννοιολογικό στοιχείο της προνομιακής πληροφορίας συνίσταται στο γεγονός ότι η προνομιακή πληροφορία αφορά άμεσα ή έμμεσα τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Σύμφωνα με το γράμμα του νόμου, συνεπώς, πληροφορίες που δεν αναφέρονται σε εταιρικά γεγονότα, αλλά επηρεάζουν έμμεσα την εταιρία μπορεί να αποτελέσουν προνομιακές πληροφορίες. Για παράδειγμα, μη – δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικά με αποφάσεις της Κεντρικής Τράπεζας για το ύψος των επιτοκίων, καθώς και κυβερνητικές αποφάσεις που αφορούν την φορολογική πολιτική, την διαχείριση εθνικού χρέους, ή έναν επιχειρηματικό κλάδο μπορεί να εμπέσουν στο πεδίο των «προνομιακών πληροφοριών».<sup>62</sup> Το πεδίο εφαρμογής των «προνομιακών πληροφοριών» μπορεί, ωστόσο, να διευρυνθεί επικίνδυνα πέραν των πληροφοριών με οικονομικό χαρακτήρα καλύπτοντας και πληροφορίες με πολιτικό χαρακτήρα, π.χ., πληροφορίες για επικείμενες εθνικές εκλογές ή για την κατάσταση της υγείας προσώπων της κεντρικής πολιτικής σκηνής, οι οποίες εύλογα μπορεί να θεωρηθεί ότι δύναται να επηρεάσουν έμμεσα εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων. Ευτυχώς, μέχρι σήμερα, οι εποπτικές αρχές φαίνεται στην πράξη να περιορίζουν την κατασταλτική τους εποπτεία στην εκμετάλλευση μη-δημοσιευμένων πληροφοριών που συνδέονται με εταιρικά γεγονότα, αν και το γράμμα του νόμου παρέχει πάντα τη δυνατότητα διερεύνησης του πεδίου των ερευνών.

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

Το μέγεθος της προαναφερθείσας επιρροής καθορίζεται κατά περίπτωση ενώ αρκεί και μόνο η ένδειξη πιθανότητας επιρροής της τιμής. Av

---

<sup>62</sup> Βλ. CESR, «CESR's advice on Level 2 implementing measures for the proposed Market Abuse Directive», (CESR/02-089d, December 2002), παρ.36



αργότερα επηρεάστηκε πραγματικά η τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου ή όχι δεν έχει σημασία . Αυτό που είναι σημαντικό, είναι το χρονικό σημείο κατά το οποίο ο συνετός επενδυτής θα αξιολογήσει , μεταξύ άλλων , την επιρροή αυτή ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων<sup>63</sup>.

## **2.2. Το απαγορευτικό πλαίσιο των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το παλαιό καθεστώς ( ν.1806/1988 και ΠΔ 53/1992 σε συμμόρφωση με την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ).**

Η εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας , ως παράνομη συμπεριφορά, οριοθετήθηκε στο παρελθόν από δύο νομοθετήματα από τα οποία το άρθρο 30 του ν.1806/1988 επιβάλλει ποινικές κυρώσεις ενώ το ΠΔ 53/1992 προβλέπει την επιβολή διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .

Πιο συγκεκριμένα , οι ποινικές διατάξεις του άρθρου 30 παρ.1 του ν.1806/1988 όριζαν ότι «με φυλάκιση τουλάχιστον τριών μηνών και χρηματική ποινή τιμωρείται όποιος έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα προς επιχείρηση ή για επιχείρηση» πραγματοποιεί συναλλαγές επί κινητών αξιών της επιχείρησης αυτής, «για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο»<sup>64</sup>. Με την ίδια ποινή , τιμωρείτο και όποιος αποκτούσε άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών από τα παραπάνω πρόσωπα και πραγματοποιούσε συναλλαγές με βάση τις πληροφορίες αυτές εν γνώσει του εμπιστευτικού τους χαρακτήρα προκειμένου να επιτύχει περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο<sup>65</sup>. Η ελληνική θεωρία φαίνεται ότι σε σχέση με τους εσωτερικούς παράγοντες του άρθρου 30 παρ. 1 του ν.1806/1988, αναγνώριζε την ύπαρξη μαχητού τεκμηρίου γνώσης του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών.

Αντιθέτως, ως προς τα πρόσωπα του άρθρου 30 παρ. 2 του ν.1806/1988, ήταν απαραίτητο να αποδειχθεί ότι η χρηματιστηριακή συναλλαγή έγινε εν γνώσει του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών, χωρίς μάλιστα να αρκεί η

<sup>63</sup> Ν.3340/2005, ΦΕΚ 112/ 10 Μαΐου 2005 , άρ. 6 παρ. 1δ

<sup>64</sup> Ν.1806/1988, ΦΕΚ 207/Α/1988 ,άρ.30 παρ.1.

<sup>65</sup> Ν.1806/1988, ΦΕΚ 207/Α/1988 ,άρ.30 παρ.2.

στοιχειοθέτηση ενδεχόμενου δόλου<sup>66</sup>. Περαιτέρω, απαιτείτο απόδειξη επιδίωξης περιουσιακού οφέλους ή πρόκλησης περιουσιακής ζημίας. Δεν ήταν αναγκαία η επίτευξη της ανωτέρω επιδίωξης, αλλά η πραγματοποίηση της μπορούσε να ληφθεί υπόψη για τον καθορισμό του ύψους της ποινής<sup>67</sup>. Τέλος, για την στοιχειοθέτηση ευθύνης απαιτείτο και απόδειξη της ύπαρξης **αιτιώδους συνδέσμου** μεταξύ των εμπιστευτικών πληροφοριών και των συγκεκριμένων συναλλαγών, δηλαδή έπρεπε να καταδειχθεί ότι ο κατηγορούμενος συναλλάχθηκε επί τη βάση των εμπιστευτικών πληροφοριών.

Παράλληλα, κατά το άρθρο 3 παρ.1 του ΠΔ 53/92 απαγορεύεται ρητά στους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών να αποκτούν ή να εκχωρούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα κινητές αξίες του ή των εκδοτών, τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλεόμενοι **εν γνώσει τους** αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: α) στους πρωτογενείς κατόχους δηλαδή σ'αυτούς που έχουν άμεση πρόσβαση στην πηγή των εμπιστευτικών πληροφοριών όπως για παράδειγμα τα μέλη διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη και β) στους δευτερογενείς κατόχους δηλαδή σ'αυτούς που λαμβάνουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες από τους πρώτους ενώ γνωρίζουν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι πρόκειται για πληροφορία εμπιστευτική<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> Μιχαλόπουλος (1991), «Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο Χρηματιστήριο».σελ.56, Αψούρης «Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο»,σελ.285, Ν.Μπασαγιάννης, « Το χρηματιστηριακό έγκλημα και η αντιμετώπιση του στο ελληνικό δίκαιο»(2003) 5 Ποινική Δικαιοσύνη 553,σελ.555.

<sup>67</sup> Ν.Λίβος, «Παράνομη αξιοποίηση απόρρητων επιχειρήσεως από 'insider'» (1990) 30 Νομικό Βήμα 45, σελ.58, Αψούρης, οπ.π.,σελ.285, Μιχαλόπουλος (1991), όπ.π., σελ.57.

<sup>68</sup> Σύμφωνα με το Ν.3340/2005, ΦΕΚ 112/ 10 Μαΐου 2005, άρ. 3, κεφ.Β' ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ, «πρωτογενείς» κάτοχοι είναι εκείνα τα πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες: α) λόγω της ιδιότητας τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών αρχών του εκδότη, β) λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη, γ) λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές κατά την άσκηση της ερασίας ή του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή δ) λόγω των εγκληματικών τους δραστηριοτήτων. «Δευτερογενείς» κάτοχοι είναι τα πρόσωπα εκείνα, εκτός των «πρωτογενών» κατόχων, τα οποία κατέχουν εμπιστευτική πληροφορία, ενώ γνωρίζουν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι πρόκειται για πληροφορία εμπιστευτική.

Στο άρθρο 4 ΠΔ 53/1992 ορίζεται πως απαγορεύεται στα πρόσωπα που υπόκεινται στην προβλεπόμενη στο άρθρο 3 ΠΔ 53/1992 απαγόρευση και είναι κάτοχοι εμπιστευτικής πληροφορίας , α) να ανακοινώνουν την εμπιστευτική αυτή πληροφορία σε τρίτο , εκτός αν ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή β) να συνιστούν σε τρίτο , βάσει της εμπιστευτικής αυτής πληροφορίας, να αποκτήσει ή να εκχωρήσει ο ίδιος ή μέσω άλλου , κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών<sup>69</sup>. Η διττή απαγόρευση αφορά τόσο την ανακοίνωση της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο όσο και τη σύσταση εκ μέρους του κατόχου της σε τρίτο να αποκτήσει ή να εκχωρήσει κινητές αξίες. Η απαγόρευση της ανακοίνωσης της εμπιστευτικής πληροφορίας σε τρίτο αίρεται όταν ο κάτοχος της ενεργεί στα πλαίσια άσκησης της εργασίας , του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 11 ΠΔ 53/92 μπορεί να επιβάλλει στους παραβάτες διοικητικά πρόστιμα το ύψος των οποίων είναι από 10 εκατομμύρια δραχμές ως και 1 δισεκατομμύριο δραχμές, ή τέτοιου ύψους όσο το πενταπλάσιο του οφέλους που αποκόμισε αυτός ο οποίος εκμεταλλεύτηκε τις εμπιστευτικές πληροφορίες<sup>70</sup>. Περαιτέρω είναι δυνατή η παραπομπή των παραβατών

<sup>69</sup> Ν.53/1992, ΦΕΚ 22/Α' / 1992 ,άρ.4 .

<sup>70</sup> Για παράδειγμα τον Ιανουάριο του 2001 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε στον κ. Βασίλειο Ζούλοβιτς πρόστιμο ύψους 72 εκατ.δρχ. και στην εταιρία ELMEC SPORT A.E. πρόστιμο ύψους 69 εκατ.δρχ.για κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών (σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 30 του Ν.1806/1988 και του άρθρου 3 του ΠΔ 53/1992) που αφορούσαν τη μετοχή των Μακεδονικών Κλωστηρίων Α.Ε.κατά το διάστημα 20.9.1999 και 5.10.1999. Οι ελεγκτές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μετά από έρευνες που διήρκησαν μεγάλο χρονικό διάστημα διαπίστωσαν ότι οι ανωτέρω πραγματοποίησαν συναλλαγές (κυρίως αγορές) μετοχών της εταιρίας Μακεδονικά Κλωστήρια ενώ γνώριζαν το ενδεχόμενο συγχώνευσης της με την εταιρία STABILTON A.E. συμφερόντων του κ.Μιχάλη Ανδρουλιδάκη. Ειδικότερα ο κ. Βασίλειος Ζούλοβιτς ως Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρίας Μακεδονικά Κλωστήρια προέβη σε αγορές μετοχών της λίγο πριν ανακοινωθεί στο επενδυτικό κοινό το ενδεχόμενο πώλησης πλειοψηφικού πακέτου στην εταιρία STABILTON. Διαπιστώθηκε επίσης ότι σε αγορές μετοχών των Μακεδονικών Κλωστηρίων κατά το ίδιο διάστημα προχώρησε και η εταιρία ELMEC SPORT A.E.λόγω των επαγγελματικών σχέσεων εμπιστοσύνης που συνέδεαν τον κ.Βασίλειο Ζούλοβιτς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και Αντιπρόεδρο της ELMEC SPORT A.E κ.Σάμυ Φάις και την Αντιπρόεδρο κ.Λούση Φάις . Μετά τις αγορές των μετοχών από τους ανωτέρω και αφού ανακοινώθηκε στο επενδυτικό κοινό η συγχώνευση , η μετοχή των Μακεδονικών Κλωστηρίων σημείωσε έντονη ανοδική πορεία, πραγματοποιώντας σε 26

στον εισαγγελέα εφόσον πληρούνται και οι προϋποθέσεις του άρθρου 30 ν.1806/1988 που θέσαμε παραπάνω , κατόπιν ωστόσο υποβολής εγκλήσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς .

### **2.3. Η απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών σύμφωνα με το νέο σχέδιο νόμου 3340/2005. Περιγραφή και σύγκριση με το παλιό καθεστώς.**

Όπως έχουμε ήδη επισημάνει στην αρχή της ενότητας , οι διατάξεις του παρόντος νόμου δημιουργούν ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών , αντικαθιστώντας τις εν ισχύ διατάξεις του προεδρικού διατάγματος 53/1992.

Πιο αναλυτικά , σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν.3340/2005 , απαγορεύεται σε συγκεκριμένες κατηγορίες προσώπων που βρίσκονται κοντά στον πυρήνα λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων , συνεπώς και εγγύτερα στην πηγή από την οποία εκπορεύονται προνομιακές πληροφορίες, να χρησιμοποιούν τις πληροφορίες αυτές για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν , για λογαριασμό τους ή λογαριασμό τρίτων , αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές. Η εν λόγω απαγόρευση καταλαμβάνει πρόσωπα (πρωτογενείς κάτοχοι) τα οποία κατέχουν προνομιακές πληροφορίες είτε λόγω της ιδιότητας τους ως μελών των διοικητικών ,διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων εκδότη είτε λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές κατά την άσκηση της εργασίας , του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους είτε λόγω των εγκληματικών δραστηριοτήτων τους. Ασαφές ωστόσο εξακολουθεί να παραμένει εάν πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες αλλά δεν συνδέονται με εκδότες (π.χ.πολιτικοί, μέλη του δ.σ. της Κεντρικής Τράπεζας) ή που αποκτούν τέτοιες πληροφορίες κατά τρόπο τυχαίο και όχι επί τη βάση της θέσεως ή ιδιότητάς τους , εμπίπτουν στην κατηγορία των «πρωτογενών» ή των «δευτερογενών» κατόχων προνομιακών πληροφοριών.

Επιπλέον , το άρθρο 3 του ν.3340/2005 ρητώς υπάγει στην ως άνω απαγόρευση τόσο τα φυσικά όσο και τα νομικά πρόσωπα , ενώ , στην περίπτωση των νομικών προσώπων διατηρεί την παράλληλη ευθύνη των φυσικών προσώπων που

---

συνεδριάσεις 21 limit up, βλ .<http://www.eco2day.gr/story2.asp?article=8496>, «Μπαράζ κυρώσεων από Κεφαλαιαγορά», 25/01/2001,σελ.1. και Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2001, σελ.114-115.

συμμετέχουν στη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της συναλλαγής για λογαριασμό του εν λόγω νομικού προσώπου. Η Οδηγία του 1989 απέφευγε να υπάγει ρητώς τα νομικά πρόσωπα στην απαγόρευση, δεδομένου ότι υπήρχαν σοβαρά εμπόδια στο ποινικό κολασμό των νομικών προσώπων σε εκείνα τα Κράτη – Μέλη που είχαν υιοθετήσει ποινικές διατάξεις για την απαγόρευση καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών. Ωστόσο, με το νέο νόμο, ο οποίος κάνει σαφή μνεία για την υιοθέτηση και διοικητικής φύσεως κυρώσεων, ο περιορισμός της απαγόρευσης στα φυσικά πρόσωπα αίρεται<sup>71</sup>.

Ο νέος νόμος επιφέρει επίσης σημαντικές τροποποιήσεις και ως προς την ανάγκη απόδειξης δόλου για την κατάφαση της ευθύνης. Το καθεστώς των διοικητικών κυρώσεων του ΠΔ 53/1992 είχε εισαγάγει το στοιχείο της γνώσης για την στοιχειοθέτηση ευθύνης και προϋπόθετε την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ των διενεργούμενων χρηματιστηριακών συναλλαγών και των εμπιστευτικών πληροφοριών, καθώς και γνώση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των πληροφοριών αυτών<sup>72</sup>. Η εφαρμογή της απαγόρευσης του παρόντος άρθρου (άρ.3 του ν.3340/2005) στηρίζεται στην πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης της παραβατικής συμπεριφοράς και όχι στο υποκειμενικό στοιχείο. Συνεπώς, σε αντίθεση με την αντίστοιχη απαγόρευση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου (παρ.1 του άρθ.3 του ΠΔ 53/1992), η οποία απαιτούσε την ύπαρξη «εν γνώσει εκμετάλλευσης» των προνομιακών πληροφοριών, η εφαρμογή της απαγόρευσης του παρόντος άρθρου δεν προϋποθέτει την ύπαρξη υποκειμενικής υπόστασης, δεδομένου ότι έχει απαλειφθεί πλέον το στοιχείο της «εν γνώσει εκμετάλλευσης». Επομένως, το παρόν άρθρο δημιουργεί ως προς τα πρόσωπα στα οποία αναφέρεται, μαχητό τεκμήριο γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών.

Ο προσανατολισμός των νέων διατάξεων σε ένα σύστημα ευθύνης που βασίζεται περισσότερο στην πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης της παραβατικής συμπεριφοράς και λιγότερο στο υποκειμενικό στοιχείο θα διευκολύνει

---

<sup>71</sup> Βλ. Αιτιολογική Έκθεση στο σχέδιο νόμου « για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς». Κεφ.Β', άρθρο 3.

<sup>72</sup> Βλ. Ενότητα Γ' παρούσας έκθεσης «Το απαγορευτικό πλαίσιο των πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το παλαιό καθεστώς ( ν.1806/1988 και ΠΔ 53/1992 σε συμμόρφωση με την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ).

αναμφισβήτητα την κατάφαση της ευθύνης. Τούτο είναι αληθές ιδιαίτερος ως προς τους πρωτογενείς κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών οι οποίοι και , λόγω της θέσης ή ιδιότητας τους, βρίσκονται εγγύτερα στον πυρήνα λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων. Ως προς την ευθύνη των δευτερογενών κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, ωστόσο , δεν είναι σαφές κατά πόσον οι νέες διατάξεις θα επιφέρουν στην πράξη σημαντικές αλλαγές. Και αυτό διότι το άρθρο 5 του ν. 3340/2005 , προϋποθέτει την ύπαρξη υποκειμενικού στοιχείου , δηλαδή απαιτείται το πρόσωπο να γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι πρόκειται για προνομιακή πληροφορία. Ωστόσο , δεν απαιτείται , σε αντίθεση με την αντίστοιχη απαγόρευση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου ( άρθρο 5 του προεδρικού διατάγματος 53/1992) , γνώση ότι η προνομιακή πληροφορία δεν μπορούσε να προέρθει άμεσα ή έμμεσα από άλλη πηγή παρά μόνο από τα πρόσωπα που εμπίπτουν στην κατηγορία των «πρωτογενών κατόχων» προνομιακών πληροφοριών που προαναφέραμε στο άρθρο 3 του παρόντος ν.3340/2005.

Επιπλέον, το γεγονός και μόνο ότι οι ειδικοί διαπραγματευτές, οι φορείς οι εξουσιοδοτημένοι να ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι ή τα πρόσωπα τα εξουσιοδοτημένα να εκτελούν εντολές εξ ονόματος τρίτων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, περιορίζονται, στις δύο πρώτες περιπτώσεις, στην άσκηση της νόμιμης επιχειρηματικής δραστηριότητας τους που συνίσταται στην αγοραπωλησία χρηματοπιστωτικών μέσων ή ,στην τελευταία περίπτωση, στην ευσυνείδητη εκτέλεση της εντολής, δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι συνιστά χρησιμοποίηση προνομιακών πληροφοριών.

Το άρθρο 23 του ν.3340/2005 καθορίζει το ύψος των διοικητικών προστίμων που επιβάλλονται σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων του νομοσχεδίου. Ειδικότερα , στην παράγραφο 1 προβλέπεται ότι σε περίπτωση παράβασης της απαγόρευσης κατάχρησης της αγοράς, σύμφωνα με τα άρθρα 3 έως 5 και 7, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο ύψους από 10.000 μέχρι 2.000.000 ευρώ. Το ανώτατο όριο μπορεί να τριπλασιασθεί σε περίπτωση υποτροπής.

Όσο αναφορά τώρα τις ποινικής φύσεως διατάξεις για την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών , το άρθρο 29 παράγραφος 1 του ν.3340/2005 προβλέπει ότι τιμωρείται με φυλάκιση ενός έτους όποιος , με σκοπό να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος , χρησιμοποιεί εν γνώσει του προνομιακές πληροφορίες για να αποκτήσει ή να διαθέσει , ο ίδιος ή μέσω άλλου προσώπου, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές.

Η νέα ποινική διάταξη αντιμετωπίζει με αυστηρότερο τρόπο την αποδοκιμαζόμενη συμπεριφορά σε σχέση με τις αντίστοιχες διατάξεις του άρθρου 30 του ν.1806/1988. Πιο συγκεκριμένα , η νέα διάταξη προβλέπει ποινή φυλάκισης τουλάχιστον ενός έτους και όχι τριών μηνών , όπως προέβλεπαν οι προηγούμενες διατάξεις και επιπλέον , η νέα διάταξη απαιτεί μεν την απόδειξη «σκοπού απόκτησης περιουσιακού οφέλους» πλην ,όμως, δεν απαιτεί την απόδειξη «σημαντικού» οφέλους. Τέλος, προβλέπει και την κακουργηματική μορφή της προαναφερθείσας συμπεριφοράς και επιβάλλει κάθειρξη έως δέκα ετών σε όποιον αποκομίζει ή προσπορίζει σε τρίτον περιουσιακό όφελος το οποίο υπερβαίνει τις τριακόσιες χιλιάδες ευρώ ή διενεργεί παράνομες συναλλαγές η αξία των οποίων υπερβαίνει το ένα εκατομμύριο ευρώ.

Το κρίσιμο στοιχείο , επομένως , για τον προσδιορισμό του πεδίου εφαρμογής της νέας ποινικής διάταξης είναι το στοιχείο της γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας και της ύπαρξης αιτιώδους σχέσεως μεταξύ της χρησιμοποίησης της προνομιακής πληροφορίας και της απόκτησης ή διάθεσης , άμεσα ή έμμεσα , χρηματοπιστωτικών μέσων<sup>73</sup>.

#### **2.4. Υποχρεώσεις Εκδοτών για τη Δημοσιοποίηση Προνομιακών Πληροφοριών<sup>74</sup> και οι υποχρεώσεις διαμεσολαβητών.**

Μία σημαντική καινοτομία του ν.3340/2005 για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης αγοράς , είναι ότι όλες οι προνομιακές πληροφορίες θα πρέπει να δημοσιοποιούνται το ταχύτερο δυνατό και κατάλληλα από τις εταιρίες που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο. Το προληπτικό αυτό μέτρο, που αποτρέπει την εκμετάλλευση προνομιακής πληροφόρησης, συνοδεύεται από σειρά άλλων προληπτικών μέτρων, όπως, για παράδειγμα, η υποχρέωση κατάρτισης καταλόγου προσώπων που απασχολούνται από εκδότες και τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες , και η υποχρέωση δημοσιοποίησης συγκεκριμένων

<sup>73</sup> Βλ Αιτιολογική Έκθεση στο σχέδιο νόμου « για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς». Κεφ.Θ´ - Ποινικές Κυρώσεις,άρθρο 29 .

<sup>74</sup> Απόφαση Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/347/12.7.2005 (ΦΕΚ Β'983/13.7/2005) ,βλέπε επίσης Ετήσια Έκθεση 2005 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς , σελ. 115 ενότητα 3.

συναλλαγών που πραγματοποιούν πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σε εκδότες αλλά και των προσώπων που έχουν στενό δεσμό με αυτά τα πρόσωπα.

Ειδικότερα, η Απόφαση 3 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στις 12.7.2005 θεσπίζει την υποχρέωση γνωστοποίησης από τον εκδότη όλων των προνομιακών πληροφοριών άμεσα ακόμα και πριν την οριστικοποίησή τους και παραθέτει γεγονότα τα οποία ενδεικτικά θα μπορούσαν να εκληφθούν ότι έχουν χαρακτήρα προνομιακής πληροφορίας. Γεγονότα του είδους αυτού είναι ενδεικτικά :

- Η σημαντική μεταβολή της επιχειρηματικής δραστηριότητας του εκδότη,
- Η σύναψη ή λύση σημαντικών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών,
- Η συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, διάσπασης ή εξαγοράς εταιριών,
- Η αλλαγή στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου,
- Η διανομή και καταβολή μερίσματος και οι πράξεις έκδοσης νέων χρηματοπιστωτικών μέσων ,
- Οι αιτήσεις πτώχευσης και οι δικαστικές αποφάσεις περί πτώχευσης καθώς και άλλες νομικές ή δικαστικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη,
- Η αλλαγή ουσιωδών στοιχείων του πλέον πρόσφατου ενημερωτικού δελτίου του εκδότη, συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων έναντι της χρήσης αντληθέντων κεφαλαίων,
- Η ουσιώδης μεταβολή στην περιουσιακή κατάσταση και στην μετοχική και κεφαλαιακή διάρθρωση του εκδότη, ιδίως στη δανειακή του επιβάρυνση,
- Σημαντικές μεταβολές σε εκτιμώμενα ή προβλεπόμενα αποτελέσματα που έχουν ανακοινωθεί από τον εκδότη.

Η δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών καταχωρείται αμέσως στο διαδικτυακό τόπο και το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και στην ιστοσελίδα του εκδότη.

Η Απόφαση ορίζει επίσης το είδος του νομίμου συμφέροντος που μπορεί να δικαιολογήσει την αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών , όπως οι διαπραγματεύσεις υπό εξέλιξη ή άλλα συναφή στοιχεία, των οποίων η δημοσιοποίηση ενδέχεται να επηρεάσει καθοριστικά την έκβαση ή την ομαλή τους ροή. Καθόσον χρονικό διάστημα διαρκεί η αναβολή δημοσιοποίησης, ο εκδότης υποχρεούται να έχει λάβει τα κατάλληλα μέτρα ( πχ συμβάσεις εμπιστευτικότητας)



προκειμένου να διασφαλίσει τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών. Εφόσον δεν επιτευχθεί η διασφάλιση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των εν λόγω πληροφοριών, ο εκδότης υποχρεούται να προβεί σε άμεση δημοσιοποίηση.

Η Απόφαση αντικαθιστά τις υποχρεώσεις προαναγγελίας συναλλαγών από συγκεκριμένα πρόσωπα ( μέλη ΔΣ, διευθυντικά στελέχη, ορκωτοί ελγκτές, κα.) με υποχρεώσεις εκ των υστέρων γνωστοποίησης συναλλαγών, εφόσον οι τελευταίες υπερβαίνουν τα 5.000 ευρώ ανά ημερολογιακό έτος. Η γνωστοποίηση γίνεται από τον εκδότη, ο οποίος στη συνέχεια την αποκαλύπτει στο επενδυτικό κοινό και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τέλος η Απόφαση καταργεί την υποχρέωση δεσμευτικής δήλωσης προθέσεων των μετόχων και θεσπίζει την υποχρέωση τήρησης από τον εκδότη καταλόγου προσώπων που απασχολούνται σε αυτούς και έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες σε τακτική ή περιστασιακή βάση, ο οποίος θα τίθεται στη διάθεση της ΕΚ.

Ως προς την υποχρέωση των διαχειριστών της αγοράς το άρθρο 15 του ν.3340/2005 ορίζει ότι θα πρέπει να διαθέτουν αποτελεσματικούς μηχανισμούς και διαδικασίες για την αποτροπή και τον άμεσο εντοπισμό περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς, καθώς επίσης υποχρεούνται να αναφέρουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αμέσως τις περιπτώσεις για τις οποίες ευλόγως υποπτεύονται ότι γίνεται κατάχρηση της αγοράς γνωστοποιώντας όλες τις σχετικές πληροφορίες και παρέχοντας κάθε αναγκαία βοήθεια για τη διερεύνησή τους. Τέτοιοι μηχανισμοί και διαδικασίες περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων την υιοθέτηση προϋποθέσεων για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών ,τη δημοσιοποίηση συμφωνιών παροχής ρευστότητας επί χρηματοπιστωτικών μέσων , 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.

Τέλος, το άρθρο 17 του παρόντος νόμου επιβάλλει στα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών, την υποχρέωση να ειδοποιούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όταν υπάρχουν σοβαρές υπόνοιες ότι συναλλαγές που έχουν καταρτιστεί θα μπορούσαν να συνιστούν κατάχρηση της αγοράς. Η ως άνω υποχρέωση συμπληρώνει και υποστηρίζει περαιτέρω τις υποχρεώσεις που εισάγονται από τον Κώδικα Δεοντολογίας Ε.Π.Ε.Υ., καθιστώντας πλέον σαφές , ότι τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών , όχι μόνο δεν θα πρέπει να επιτρέπουν να καθίστανται τα ίδια «αγωγοί»

συμπεριφορών τρίτων οι οποίες συνιστούν κατάχρηση της αγοράς αλλά, αντιθέτως, θα πρέπει να συμβάλλουν στον εντοπισμό τέτοιων συμπεριφορών.

### **3. Η «χειραγώγηση» της αγοράς.**

#### **3.1. Ο εννοιολογικός προσδιορισμός της «χειραγώγησης» αγοράς σύμφωνα με τον νόμο 3340/2005.**

Η παράγραφος 2 του άρθρου 7 του Ν 3340/2005 διακρίνει τη χειραγώγηση σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά σε χειραγώγηση που πραγματοποιείται δια μέσου συναλλαγών ή εντολών για διενέργεια συναλλαγών και περιλαμβάνει δύο ειδικότερες ομάδες. Η δεύτερη κατηγορία αφορά σε χειραγώγηση που πραγματοποιείται μέσω της διάδοσης πληροφοριών, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα.

Η πρώτη κατηγορία χειραγώγησης περιλαμβάνει δύο ειδικότερες ομάδες. Η πρώτη ομάδα αφορά σε συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, εκτός και εάν το πρόσωπο αυτό αποδειξει τόσο ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών για θεμιτούς λόγους, όσο και ότι οι συναλλαγές είναι σύμφωνες προς τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς<sup>75</sup>. Διευκρινίζεται ότι είναι δυνατή η επιβολή κυρώσεων εάν η αρμόδια αρχή διαπιστώσει ότι, εκτός των τυχόν επικαλούμενων θεμιτών λόγων, υπάρχει άλλος, αθέμιτος λόγος για την εκτέλεση των εν λόγω συναλλαγών ή την παροχή των εντολών. Η δεύτερη ομάδα χειραγώγησης περιλαμβάνει συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών οι οποίες συνδυάζονται με ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα. Ως προς τη δεύτερη αυτή ομάδα δεν προβλέπεται δυνατότητα εξαίρεσης ακόμη και αν το εν λόγω πρόσωπο αποδείξει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές αυτές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς.

---

<sup>75</sup> Αναμένεται διευκρίνιση από την CESR.

Η δεύτερη κατηγορία χειραγώγησης αναφέρεται στην διάδοση μέσω των μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ,ή με οιοδήποτε άλλο μέσο , πληροφοριών οι οποίες δίνουν ή είναι δυνατό να δώσουν ψευδείς ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα , περιλαμβανομένης της διάδοσης φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων , εάν ο διαδίδων τις πληροφορίες γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές.

Ειδικά σε ό, τι αφορά τους δημοσιογράφους , εφόσον αυτοί ενεργούν στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους ιδιότητας, η διάδοση πληροφοριών κρίνεται με βάση τους κανόνες του επαγγέλματος τους, εκτός εάν οι δημοσιογράφοι αντλούν , άμεσα ή έμμεσα , οφέλη ή κέρδη από τη διάδοση των εν λόγω πληροφοριών οπότε και η διάδοση των πληροφοριών κρίνεται σύμφωνα με τη σχετική απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς της παραγράφου 2 του άρθρου 7.

Η παράγραφος 3 του παρόντος άρθρου περιλαμβάνει μια όλως ενδεικτική απαρίθμηση παραδειγμάτων χειραγώγησης. Συγκεκριμένα , προβλέπεται ότι στην απαγόρευση χειραγώγησης του παρόντος άρθρου εμπίπτουν ενδεικτικά:

α) η συμπεριφορά , από ένα 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 τη δημιουργία αθέμιτων συνθηκών στις συναλλαγές ,

β) η αγορά ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά την περίοδο διαμόρφωσης της τιμής κλεισίματος της αγοράς με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που ενεργούν βάσει της τιμής αυτής ,

γ) η εκμετάλλευση της περιστασιακής ή τακτικής πρόσβασης στα μέσα μαζικής ενημέρωσης , περιλαμβανομένης του διαδικτύου, για τη διατύπωση γνώμης είτε άμεσα για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο είτε έμμεσα για τον εκδότη του, ενώ ο εκφέρων τη γνώμη έχει επενδύσει , ο ίδιος ή μέσω τρίτου , στο εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο και εν συνεχεία αντλεί , άμεσα ή έμμεσα , όφελος από τον αντίκτυπο που έχει η γνώμη αυτή στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου , εφόσον δεν έχει δημοσιοποιηθεί ταυτόχρονα με την διατύπωση της γνώμης η συγκεκριμένη σύγκρουση συμφερόντων με σαφήνεια και ευκρίνεια ,

δ) η διάδοση ψευδών , ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών από μέλη του διοικητικού συμβουλίου εταιριών, μέσω των ετήσιων ή περιοδικών οικονομικών καταστάσεων , των ενημερωτικών δελτίων ή άλλων δημοσιευμάτων .

Στοιχεία που μπορεί να χρησιμοποιήσουν οι εποπτικές αρχές ως ενδείξεις του ύποπτου χαρακτήρα των συναλλαγών περιλαμβάνουν : τον όγκο των συναλλαγών σε σχέση με το συνολικό ημερήσιο όγκο συναλλαγών επί των συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών μέσων· το κατά πόσο οι συναλλαγές προσώπων με σημαντική θέση σε χρηματοοικονομικά μέσα (είτε θέση «long» είτε θέση «short») οδηγούν σε σημαντικές μεταβολές των τιμών· το κατά πόσο οι συναλλαγές συνιστούν «γυρίσματα» (αγορές και πωλήσεις) χρηματοοικονομικών μέσων εντός μικρού χρονικού διαστήματος και αποτελούν σημαντικό ποσοστό του ημερήσιου όγκου συναλλαγών· το κατά πόσο οι συναλλαγές οδηγούν ή όχι στην πραγματικότητα σε μεταβολή του δικαιούχου προσώπου (π.χ. συναλλαγές μεταξύ συνεργών –προσώπων σε προσυμφωνημένο όγκο και τιμή, αγοραπωλησίες μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων που ανήκουν στον αυτό όμιλο)· το κατά πόσο οι συναλλαγές συγκεντρώνονται εντός μικρού χρονικού διαστήματος και οδηγούν σε μεταβολές τιμών που στη συνέχεια αναστρέφονται· το κατά πόσο οι συναλλαγές που εκτελούνται όταν «κλείνουν» οι τιμές οδηγούν σε σημαντικές μεταβολές των τελευταίων με αποτέλεσμα να επηρεάζονται οι τιμές αναφοράς για τα παράγωγα προϊόντα ή για άλλες εκτιμήσεις<sup>76</sup>.

Τέλος , από το πεδίο εφαρμογής των απαγορεύσεων του παρόντος νομοσχεδίου αναφορικά με τις πράξεις προσώπων που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς , προβλέπονται και ορισμένες εξαιρέσεις. Συγκεκριμένα , το άρθρο 8 προβλέπει ότι τα κράτη μέλη και το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών , οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ή οποιοσδήποτε άλλος επίσημα καθορισμένος οργανισμός, ή οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, δεν θα πρέπει να υπόκεινται σε περιορισμούς κατά την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και της πολιτικής για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους.

Παράλληλα, το άρθρο 9 ορίζει ρητώς ότι δεδομένου ότι οι πράξεις σταθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων ή οι πράξεις επί ιδίων μετοχών στα πλαίσια προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών (buy back) μπορούν να δικαιολογούνται από οικονομικούς λόγους δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζονται , αυτά καθ'αυτά , ως κατάχρηση της αγοράς εφόσον γίνονται με βάση τον κανονισμό

---

<sup>76</sup> Απόφαση 1/347/12.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τις ενδείξεις χειραγώγησης της αγοράς ., ΦΕΚ 983 ,άρθρο 2.

2273/2003 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>77</sup> Ωστόσο , θα πρέπει να τονίσουμε σ' αυτό το σημείο ότι οι συναλλαγές επαναγοράς ιδίων μετοχών και σταθεροποίησης θα πρέπει να γίνονται με διαφάνεια για να αποφεύγονται οι πράξεις κατόχων εσωτερικών πληροφοριών και να μην αποστέλλονται παραπλανητικά μηνύματα στην αγορά.

### **3.2. Το προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο για τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (ν.3632/1928 και ν.1969/1991).**

Το προϋπάρχον απαγορευτικό πλαίσιο για τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς μπορεί να αναζητηθεί στους νόμους 3632/1928 και 1969/1991 , οι οποίοι προέβλεπαν εκτός από ποινικές και διοικητικής φύσεως κυρώσεις.

Πιο αναλυτικά, οι ποινικές διατάξεις του άρθρου 34 του ν.3632/1928 προέβλεπαν την ποινή της φυλάκισης και της επιβολής προστίμου μέχρι πενήντα χιλιάδες δραχμές , για όποιον , με σκοπό την προσπορισμό παράνομης ωφέλειας , είτε μεταχειριζόταν **εν γνώσει** του μέσα για τον επηρεασμό των τιμών προκειμένου να παραπλανήσει το επενδυτικό κοινό , είτε διέδιδε ανακριβείς πληροφορίες μέσω εφημερίδων ή άλλων δημοσιευμάτων επιδιώκοντας να επιτύχει την αγορά, πώληση ή δημόσια εγγραφή κινητών αξιών<sup>78</sup>.

Ο, δε, νόμος 1969/1991 προέβλεπε φυλάκιση και την επιβολή χρηματικής ποινής μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών για κάθε πρόσωπο το οποίο διέσπειρε **εν γνώσει** του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες δυνάμενες να επηρεάσουν την χρηματιστηριακή τιμή κινητών αξιών. Φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών προεβλέπετο και για κάθε μέλος του χρηματιστηρίου που , κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης χρησιμοποιούσε απατηλά μέσα ή μεθόδους όπως

<sup>77</sup> Κανονισμός 2273/2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 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, ΕΕΕΚ L 336/33/23.12.2003.

<sup>78</sup> Ν.3632/1928, ΦΕΚ Α/17/1928, άρ.34 παρ.(α) και (β). Η διενέργεια προσυνηνομένων συναλλαγών , συνιστούσε μορφή χειραγώγησης που καλυπτόταν από το άρ.34 παρ.(α) του ν. 3632/1928. Οι προσυνηνομένες συναλλαγές επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές τιμές επειδή δημιουργούν πλαστή εικόνα για τη ζήτηση (και τιμή) της συγκεκριμένης κινητής αξίας , το , δε περιουσιακό όφελος , συνίσταται στην διαφορά μεταξύ της πραγματικής τιμής της μετοχής και της τεχνητά διαμορφούμενης (βλ.ΠλημΑΘ 3161/2001 (2001) 51 Ποινικά Χρονικά 825).

για παράδειγμα την πρόκληση ή ματαίωση συναλλαγής και τον επηρεασμό των τιμών με οποιοδήποτε μέσο , με σκοπό τον προσπορισμό παράνομου περιουσιακού οφέλους για τον εαυτό του ή για τρίτο<sup>79</sup>. Όπως , άλλωστε, και στην περίπτωση της καταχρηστικής αξιοποίησης προνομιακής πληροφορίας , η πλήρωση των προϋποθέσεων του νόμου για την κατάφαση της ποινικής ευθύνης σε περιπτώσεις χειραγώγησης , ιδίως του υποκειμενικού στοιχείου («εν γνώσει» , «σκοπός προσπορισμού περιουσιακού οφέλους»), έχει αποδειχθεί ιδιαίτερος δυσχερής και χρονοβόρα.

Τέλος, όσον αφορά τις διοικητικές φύσεως κυρώσεις ,αυτές περιλαμβάνονται στο άρθρο 72 παράγραφος 2 του νόμου 1969/1991 , ο οποίος προέβλεπε την επιβολή προστίμου μέχρι και πεντακοσίων εκατομμυρίων δραχμών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που δημοσίευε με οποιοδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες για κινητές αξίες , οι οποίες εκ της φύσεως τους μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή ή τον όγκο των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

### **3.3. Η απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς σύμφωνα με το νέο σχέδιο νόμου 3340/2005. Περιγραφή και σύγκριση με το παλαιό καθεστώς.**

Το νέο θεσμικό πλαίσιο εισάγει για πρώτη φορά ειδικές ρυθμίσεις για την απαγόρευση πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς. Οι διατάξεις καλύπτουν κάθε πρόσωπο που διαδίδει ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες ή συμμετέχει σε συναλλαγές που αποσκοπούν στην δημιουργία τεχνητών εντυπώσεων για τον όγκο ή και τιμή χρηματοπιστωτικών μέσων.

Οι νέες διατάξεις για την χειραγώγηση επιφέρουν αξιοσημείωτες αλλαγές στο ισχύον νομικό πλαίσιο καθώς φαίνεται να αφαιρούν το στοιχείο της πρόθεσης από την απαγόρευση χρησιμοποίησης μεθόδων χειραγώγησης και να υιοθετούν το βρετανικό μοντέλο σύμφωνα με το οποίο κεντρικό στοιχείο της ευθύνης είναι το αποτέλεσμα των πράξεων – συναλλαγών και όχι η πρόθεση του υποτιθέμενου χειραγωγού(effect-oriented approach). Συνεπώς , η κατάφαση ευθύνης σε περιπτώσεις χειραγώγησης μέσω συναλλαγών αντικειμενικοποιείται , δηλαδή , το βάρος για την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων πέφτει στο αποτέλεσμα της

---

<sup>79</sup> Ν.1969/1991, όπ.π., άρ.73.

συμπεριφοράς και όχι στο διανοητικό στοιχείο του χειραγωγού. Πιο συγκεκριμένα, η ευθύνη στοιχειοθετείται δίχως άλλο εφόσον διαπιστωθεί η διενέργεια συναλλαγών με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου, ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσοτέρων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο. Στις περιπτώσεις αυτές, ο υποτιθέμενος χειραγωγός μπορεί να απαλλαγεί, εφόσον αποδείξει ότι πραγματοποίησε αυτές τις συναλλαγές ή έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές αυτές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς<sup>80</sup>.

Είναι άξιο προσοχής ότι ακόμα και ο βρετανικός Κώδικας Χρηματιστηριακής Συμπεριφοράς ( UK Code of Market Conduct ), που εκδόθηκε προκειμένου να παρέχει κάποια καθοδήγηση ως προς τις καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά, περιλαμβάνει το στοιχείο της πρόθεσης τόσο στη περίπτωση των συναλλαγών που αποσκοπούν στην δημιουργία πλασματικής εικόνας για την προσφορά, τη ζήτηση ή τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων όσο και σε ότι αφορά την διάδοση αναληθών / παραπλανητικών πληροφοριών. Επιπλέον, εισάγεται ο σημαντικός περιορισμός ότι ευθύνη για τις καταχρηστικές πρακτικές σε μια αγορά ως προς συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα στοιχειοθετείται μόνον εφόσον ο συνήθης συνετός χρήστης τέτοιων αγορών και μέσων ('regular user') θα θεωρούσε ότι η δεδομένη συμπεριφορά παραβιάζει τους κανόνες συμπεριφοράς που εύλογα αναμενόταν να τηρηθούν από κάποιον στην αυτή με τον υποτιθέμενο παραβάτη θέση και στην συγκεκριμένη αγορά. Πιο συγκεκριμένα, είναι ανάγκη να κριθεί αντικειμενικά εάν ένας υποθετικός, συνετός χρήστης της συγκεκριμένης αγοράς θα θεωρούσε την εν λόγω συμπεριφορά αποδεκτή επί τη βάση όλων των δεδομένων πραγματικών περιστατικών. Ο περιορισμός αυτός αποτελεί σημαντική ασπίδα προστασίας για όλους εκείνους που δεν έχουν πρόθεση να βλάψουν την ακεραιότητα της αγοράς. Όπως έχει χαρακτηριστικά επισημανθεί, το «τεστ του συνήθους χρήστη»

---

<sup>80</sup> Απόφαση Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/347/12.7/2005 (ΦΕΚ Β'983/13.7.2005): Η Απόφαση ορίζει τους παράγοντες που λαμβάνονται κατ'ελάχιστον υπόψη από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά την εξέταση αποδοχής συγκεκριμένης πρακτικής της αγοράς ως αποδεκτή και τη διαδικασία χαρακτηρισμού συγκεκριμένης πρακτικής της αγοράς ως αποδεκτή.

(‘regular user test’) εισάγει , κατ’ουσία , ένα στοιχείο πρόθεσης στην απαγόρευση καταχρηστικών πρακτικών «από την πίσω πόρτα»<sup>81</sup>.

Η νέα ποινική διάταξη έρχεται να καλύψει ένα σημαντικό κενό του θεσμικού πλαισίου στην ποινική αντιμετώπιση της χειραγώγησης της αγοράς, δεδομένου ότι , μέχρι τη θέση σε ισχύ του παρόντος νομοσχεδίου, δεν υπήρξε ρητή διάταξη που να καθιστά ποινικώς κολάσιμη τη χειραγώγηση μέσω συναλλαγών. Αυτό ωθούσε τον εφαρμοστή του νόμου να καταφεύγει σε ερμηνευτικές προσεγγίσεις άλλων διατάξεων του νόμου , και ιδίως της παραγράφου 1 του άρθρου 72 του ν.1969/1991 που είναι προσανατολισμένες στο αποτέλεσμα της συμπεριφοράς ( διασπορά ψευδών / ανακριβών πληροφοριών που δύναται να επηρεάσουν την τιμή κινητών αξιών), προκειμένου να καλυφθούν και οι μορφές χειραγώγησης μέσω συναλλαγών<sup>82</sup>.

Η νέα διάταξη κωδικοποιεί τις ήδη νομολογιακά διαμορφωμένες κατηγορίες<sup>83</sup> χειραγώγησης με ποινικώς κολάσιμο χαρακτήρα και τις προσαρμόζει

<sup>81</sup> Βλ. UK Code of Market Conduct, παρ. 1.2 -1.5

<sup>82</sup> Ν.1969/1991 άρ.72 παρ.1. Όποιος διασπείρει εν γνώσει του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες , δια του τύπου ή καθ οιονδήποτε άλλον τρόπο, οι οποίες δύναται να επηρεάσουν την τιμή μιας ή περισσότερων κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών , τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών . Η νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων είναι αρκετά πλούσια στην ερμηνεία του πεδίου εφαρμογής της παραγράφου 1 του άρθρου 72 του ν.1969/1991.Όπως ήδη έχει αναφερθεί , τα ελληνικά δικαστήρια έχουν ερμηνεύσει κατά τέτοιο τρόπο την παρ.1 του άρ.72 , ώστε να καλύπτονται και οι μορφές χειραγώγησης μέσω συναλλαγών . Η νέα διάταξη δεν εμποδίζει σε καμία περίπτωση την εξακολούθηση της ως άνω ερμηνευτικής προσέγγισης. Αντιθέτως, όπως προαναφέρθηκε , παρέχεται πλέον η δυνατότητα υπαγωγής συγκεκριμένων μορφών χειραγώγησης μέσω συναλλαγών , τόσο στην πρώτη υπό κατηγορία χειραγώγησης, όσο και στην δεύτερη υπό κατηγορία χειραγώγησης. Επιπροσθέτως, η εν γνώσει διάδοση παραπλανητικών ή ψευδών πληροφοριών δια οποιουδήποτε τρόπο δύναται να καλύψει και μορφές χειραγώγησης , οι οποίες ενδεχομένως να εμπίπτουν στην πρώτη υπό κατηγορία χειραγώγησης. Βλ. άρ.30 του ν.3340/2005.

<sup>83</sup> Βλ.ενότητα 1 παράγραφος 2.Οι μέθοδοι χειραγώγησης διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη αφορά συναλλαγές , εντολές για την διενέργεια συναλλαγών οι οποίες συνδυάζονται με κάποια μορφή πλάνης ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή οποιοδήποτε άλλο τέχνασμα. Η δεύτερη αναφέρεται στην διάδοση μέσω των μέσων μαζικής ενημέρωσης περιλαμβανομένου και του Ίντερνετ ,ή με οιοδήποτε άλλο μέσο , πληροφοριών οι οποίες δίνουν ή είναι δυνατό να δώσουν ψευδείς ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα , περιλαμβανομένης της διάδοσης φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων , εάν ο διαδίδων τις πληροφορίες γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές.



στη συστηματική του νομοσχεδίου . Σε ότι αφορά στην υποκειμενική υπόσταση του αδικήματος , είναι απαραίτητη η απόδειξη ότι το πρόσωπο στόχευε στην τεχνητή διαμόρφωση της τιμής ή της εμπορευσιμότητας χρηματοπιστωτικού μέσου προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος. Επίσης , είναι απαραίτητη η απόδειξη ότι το πρόσωπο που κατήρτισε τις συναλλαγές ή διέδωσε ψευδείς ειδήσεις ή φήμες , χρησιμοποίησε εν γνώσει του παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή απατηλά μέσα.

Το άρθρο 30 περιλαμβάνει τις ποινικής φύσεως διατάξεις για τη χειραγωγή της αγοράς . Η παράγραφος 1 ορίζει ότι τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον ενός έτους όποιος, με σκοπό να διαμορφώσει τεχνητά την τιμή ή την εμπορευσιμότητα χρηματοπιστωτικού μέσου προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος : α) διενεργεί συναλλαγές χρησιμοποιώντας εν γνώσει του παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή απατηλά μέσα ή β) διαδίδει εν γνώσει του , διά των μέσων μαζικής ενημέρωσης , του διαδικτύου ή οιοδήποτε άλλου τρόπου , παραπλανητικές ή ψευδείς πληροφορίες , ειδήσεις ή φήμες.

Η νέα διάταξη λοιπόν όχι μόνον εξοπλίζει τον εφαρμοστή του νόμου με ένα σημαντικό όπλο στην καταπολέμηση της χειραγωγής μέσω συναλλαγών αλλά δημιουργεί και ασφάλεια δικαίου στους διοικούμενους , δεδομένου ότι καθιστά σαφή πλέον την αντικειμενική υπόσταση του αδικήματος.

#### **3.4. Η φύση των κυρώσεων. Ο ρόλος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και η συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών των κρατών μελών στο πλαίσιο εφαρμογής του παρόντος νομοσχεδίου.**

Ο παρών νόμος ,στοχεύοντας στην αποτελεσματικότερη προστασία του επενδυτικού κοινού από φαινόμενα κατάχρησης της αγοράς , αλλά και στην ενίσχυση της ακεραιότητας και διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς , εισάγει ένα νέο πλαίσιο απαγορεύσεων – κυρώσεων. Συγκεκριμένα , δεν περιορίζεται απλώς στο να ορίσει γενικά τα κατάλληλα μέτρα που θα πρέπει να υιοθετηθούν για την συμμόρφωση των φυσικών και νομικών προσώπων προς τις απαγορεύσεις , αλλά ειδικά προβλέπει ότι διοικητικές , εκτός από ποινικές κυρώσεις είναι αναγκαίο να θεσπιστούν . Η Αιτιολογική Έκθεση επισημαίνει χαρακτηριστικά ότι «η θέσπιση διοικητικών κυρώσεων είναι υποχρεωτική , εν μέρει επειδή οι διαδικασίες είναι ταχύτερες σε σχέση με τις αντίστοιχες ποινικές», καταλήγοντας ότι «η ταχύτητα επιβολής των

διοικητικών κυρώσεων είναι ιδιαίτερα σημαντική προκειμένου να αποτρέψει τους δράστες από το να συνεχίσουν την παράνομη δραστηριότητα τους όσο διαρκούν οι διαδικασίες». Η επιβολή διοικητικών κυρώσεων δικαιολογείται επίσης από το γεγονός ότι οι αρμόδιες αρχές πρέπει να συνεργάζονται στενά μεταξύ τους για να εξασφαλίσουν την ομοιόμορφη εφαρμογή των κανόνων για τις κυρώσεις<sup>84</sup>.

Βασική καινοτομία του νέου νομοσχεδίου αποτελεί η θέσπιση μιας και μόνον εποπτικής αρχής, αρμόδιας για θέματα κατάχρησης της αγοράς σε κάθε κράτος μέλος. Έτσι, το νομοσχέδιο ορίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια για την τήρηση των διατάξεων του. Παράλληλα, για την αποτελεσματική πρόληψη και καταστολή φαινομένων κατάχρησης αγοράς παρέχονται ενισχυμένες αρμοδιότητες διερεύνησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αλλά και ένας πλήρης μηχανισμός συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών, ιδίως για τα θέματα που αφορούν σε ανταλλαγή πληροφορήσεων και τη διερεύνηση διασυνοριακών υποθέσεων κατάχρησης αγοράς. Επίσης, δίνεται η δυνατότητα παρέμβασης της CESR<sup>85</sup> στις

---

84 Προκειμένου να εξασφαλισθεί ισότητα στην μεταχείριση των επενδυτών σε Κοινοτικό επίπεδο, είναι απαραίτητο να μην αποκλίνουν σημαντικά τα διοικητικά μέτρα και οι κυρώσεις που θα υιοθετηθούν από τις αρμόδιες εθνικές αρχές. Η αποτελεσματικότητα της εποπτείας θα εξασφαλιστεί με την παραχώρηση στην αρμόδια αρχή κάθε κράτους μέλους ενός κοινού ελάχιστου συνόλου εξουσιών και ισχυρών μέσων δράσης. Οι επιχειρήσεις και όλοι οι οικονομικοί φορείς θα πρέπει επίσης να βοηθήσουν με τη σειρά τους στην ενίσχυση της ακεραιότητας της αγοράς. Υπό την έννοια αυτή, οι καθορισμός μιας ενιαίας αρμόδιας αρχής για την κατάχρηση αγοράς όχι μόνο δεν εμποδίζει τους δεσμούς συνεργασίας ή την ανάθεση εξουσιών, αλλά αντιθέτως συμβάλλει σημαντικά στην ενίσχυση της συνεργασίας των αρμόδιων εθνικών αρχών και στον καθορισμό ενός συνόλου κανόνων για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ αυτών.

Οδηγία 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28<sup>ης</sup> Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς παράγραφοι 36-40. <http://europa.eu.int>.

<sup>85</sup> Κατά την άσκηση των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων της η Επιτροπή Κινητών Αξιών τηρεί τις ακόλουθες αρχές:

- Ø ανάγκη να εξασφαλίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με την προώθηση υψηλού επιπέδου διαφάνειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές,
- Ø ανάγκη να παρέχεται στους επενδυτές ευρύ φάσμα εναλλακτικών επενδύσεων και ένα προσαρμοσμένο στις περιστάσεις επίπεδο δημοσιότητας και προστασίας,
- Ø ανάγκη να εξασφαλισθεί ότι ανεξάρτητες ρυθμιστικές αρχές επιβάλλουν με συνέπεια την εφαρμογή των κανόνων, ιδίως όσον αφορά την καταπολέμηση των οικονομικών εγκλημάτων,
- Ø ανάγκη για υψηλά επίπεδα διαφάνειας και για διαβούλευση με όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά και με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο,

περιπτώσεις όπου η συνεργασία μεταξύ των κρατών μελών κρίνεται ότι δεν εξελίσσεται ομαλά .

Ενδεικτικά μόνον, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί : α) να έχει πρόσβαση σε κάθε έγγραφο σε οποιαδήποτε μορφή και να λαμβάνει αντίγραφο του· εάν υπάρξει άρνηση πρόσβασης μπορεί να προβεί σε κατάσχεση των εγγράφων , β) να ζητεί πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο συμπεριλαμβανομένων εκείνων που παρεμβαίνουν διαδοχικά στη διαβίβαση εντολών ή στην εκτέλεση σχετικών πράξεων , καθώς επίσης των εντολέων τους, και εάν είναι αναγκαίο, να καλεί πρόσωπα σε ακρόαση, γ) να απαιτεί υπάρχοντα στοιχεία για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και υπάρχοντα αρχεία διακίνησης δεδομένων , δ) να απαιτεί τη διακοπή μιας πρακτικής αντίθετης προς τις διατάξεις του νόμου , στ) να αναστέλλει τη διαπραγμάτευση των σχετικών χρηματοοικονομικών μέσων , ζ) να ζητεί τη δέσμευση ή και την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων, η) να ζητεί προσωρινή απαγόρευση άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας<sup>86</sup>.

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων για την κατάχρηση της αγοράς ,επιβάλλεται πρόστιμο ύψους 3.000 ευρώ και μέχρι 2.000.000 ευρώ ενώ σε περίπτωση υποτροπής το ανώτατο όριο μπορεί να τριπλασιασθεί. Σε κάθε περίπτωση

- 
- Ø ανάγκη να ενθαρρύνεται η καινοτομία στις χρηματοπιστωτικές αγορές, για να είναι δυναμικές και αποτελεσματικές,
  - Ø ανάγκη να εξασφαλισθεί η ακεραιότητα της αγοράς με την προσεκτική και ενεργητική παρακολούθηση των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών ,
  - Ø σημασία της μείωσης του κόστους του κεφαλαίου και της ενίσχυσης της πρόσβασης στο κεφάλαιο,
  - Ø μακροπρόθεσμη ισοζύγηση κόστους και ωφελειών όλων των εκτελεστικών μέτρων για τους συμμετέχοντες στην αγορά ,
  - Ø ανάγκη να προωθηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ, χωρίς να θίγεται η ιδιαίτερος αναγκαία διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας,
  - Ø ανάγκη να επιτευχθούν ισότιμοι όροι για τη δραστηριότητα όλων των συμμετεχόντων στην αγορά, με τη θέσπιση κανονισμών σε επίπεδο ΕΕ όταν κρίνεται αναγκαίο,
  - Ø ανάγκη να γίνονται σεβαστές οι διαφορές των εθνικών αγορών όταν δεν παραβιάζουν αδικαιολόγητα τη συνοχή της ενιαίας αγοράς,
  - Ø ανάγκη να εξασφαλίζεται συνοχή με τα άλλα νομοθετήματα της ΕΕ στον τομέα αυτό, διότι οι τυχόν ανισορροπίες στην πληροφόρηση καθώς και η έλλειψη διαφάνειας μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τη λειτουργία των αγορών και προπάντων να βλάψουν τα συμφέροντα των καταναλωτών και των μικροεπενδυτών.

<sup>86</sup> Ν.3340/2005 , άρθρο 22 κεφάλαιο ΣΤ' Αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

πάντως, κατά την επιμέτρηση του προστίμου λαμβάνονται υπόψη η αξία των παράνομων συναλλαγών, το τυχόν επιτευχθέν οικονομικό όφελος, η επίπτωση της παράβασης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στη διάχυση ορθής και έγκυρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά το στάδιο διερεύνησης, οι ανάγκες της ειδικής και γενικής πρόληψης και η τυχόν καθ'υποτροπή τέλεση παραβάσεων του παρόντος νόμου και της λοιπής νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά.

Τέλος, ιδιαίτερη βαρύτητα θα πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο καλύπτει τόσο τα φυσικά όσο και τα νομικά πρόσωπα. Κατά συνέπεια και εφόσον ο νομοθέτης φαίνεται ότι είναι αποφασισμένος να εφαρμόσει ένα αυστηρότερο σύστημα ευθύνης προσανατολισμένο στο αποτέλεσμα της συμπεριφοράς και όχι στο υποκειμενικό στοιχείο, τότε θα πρέπει να επιφυλάξει εξίσου αυστηρή αντιμετώπιση και για τους επαγγελματίες της αγοράς, δεδομένου μάλιστα ότι οι τελευταίοι γνωρίζουν ή οφείλουν να γνωρίζουν, καλύτερα από τον μέσο επενδυτή τα όρια της χρηματιστηριακής συμπεριφοράς. Συνεπώς, όπως συμβαίνει και με τα φυσικά πρόσωπα, έτσι και στην περίπτωση των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών, το σύνολο των πραγματικών περιστατικών θα πρέπει να αξιολογείται δεόντως προκειμένου να σχηματισθεί πεποίθηση για το βαθμό εμπλοκής τους σε φαινόμενα χειραγώγησης. Σε περίπτωση στοιχειοθέτησης ευθύνης, οι επιβαλλόμενες ποινές μπορεί να περιλαμβάνουν αναστολή ή απαγόρευση της άσκησης επαγγελματικής τους δραστηριότητας.

### **3.5. Η αντιμετώπιση δύο περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς υπό το παλαιό και νέο καθεστώς.**

Μία από τις πλέον χαρακτηριστικές περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς αποτελεί η περίπτωση της εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίας με την επωνυμία «Informatics A.E.B.E».

Από τον έλεγχο συναλλαγών που πραγματοποίησε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για το χρονικό διάστημα από 13.8.2002 έως 30.9.2002, προέκυψε ότι η τιμή της μετοχής σημείωσε μεγάλη και απότομη άνοδο από τα 1,78 ευρώ στα 5,22 ευρώ ποσοστό που ανέρχεται στο +193,26%, αύξηση του όγκου συναλλαγών σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο, καθώς και υψηλή συγκέντρωση άνω του 5% του

όγκου συναλλαγών σε τέσσερις χρηματιστηριακές εταιρίες (Κύκλος, Βορειοελλαδική, Αχον και Σάρρος).

Τα εμπλεκόμενα φυσικά και νομικά πρόσωπα, πραγματοποιούσαν χρηματιστηριακές συναλλαγές ως πελάτες-εντολείς των εν λόγω χρηματιστηριακών εταιριών, και μάλιστα πραγματοποιούσαν μεταξύ τους σημαντικό ποσοστό του συνολικού όγκου συναλλαγών, επηρεάζοντας κατ'αυτόν τον τρόπο σημαντικά και αθέμιτα την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής της εταιρίας «Informatics A.E.BE.». Από την έρευνα των συναλλαγών προκύπτει σαφώς τόσο η έντονη συναλλακτική δραστηριότητα των προσώπων αυτών κατά την επίμαχη περίοδο στη μετοχή όσο και ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας των επενδύσεών τους, καθώς οι πωλήσεις διαδέχονταν τις αγορές σε λίγες μόνο ημέρες.

Συγκεκριμένα, οι ανωτέρω επενδυτές κατήρτισαν το 50% του συνόλου των χρηματιστηριακών συναλλαγών στη μετοχή της Εταιρίας και συμμετείχαν σε ποσοστό 44% στο συνολικό όγκο πωλήσεων. Μεταξύ αυτών διακινήθηκαν το 22,7% του συνόλου των μετοχών της Informatics. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία αυτά, οι εν λόγω συναλλαγές συνέβαλαν σημαντικά στην άνοδο της τιμής και την αύξηση της εμπορευσιμότητας της μετοχής, τόσο λόγω της ευθείας, σκοπούμενης, τεχνητής και ιδιαίτερα σημαντικής επίδρασης τους στα μεγέθη αυτά, όσο και λόγω της ηχηρής εντύπωσης που προκαλούσαν στο ευρύ επενδυτικό κοινό και του συνακόλουθου επηρεασμού του, με συνέπεια να εκδηλωθεί αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για την μετοχή και να προκληθεί περαιτέρω αύξηση στην τιμή αλλά και την εμπορευσιμότητά της.

Το ότι οι συναλλαγές αυτές ήταν προσυνεννοημένες και κατά συνέπεια προϊόν μεθόδευσης και καταστρατήγησης της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, προκύπτει εκτός από τις συστηματικές ανταλλαγές μετοχών μεταξύ των ανωτέρω επενδυτών, από τον τρόπο που έδιναν τις εντολές προς εκτέλεση συναλλαγών και από τα στοιχεία των μαγνητοφωνημένων εντολών και των χρηματικών δοσοληψιών που αντλήθηκαν από χρηματιστηριακές εταιρίες. Ταυτόχρονα τα εμπλεκόμενα πρόσωπα διαμόρφωναν συστηματικά και την τιμή κλεισίματος της Informatics, καθώς στις περισσότερες συνεδριάσεις της περιόδου ελέγχου, συμμετείχαν συνολικά με σημαντικά ποσοστά στον όγκο συναλλαγών που διαμόρφωνε την τιμή κλεισίματος.

Η αρμόδια διεύθυνση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εξέτασε όλα τα παραπάνω στοιχεία και ενέκρινε την επιβολή κυρώσεων συνολικού ύψους 6.025.000

ευρώ στους εμπλεκόμενους επενδυτές , για παράβαση του άρθρου 72 παρ.2 του ν.1969/91 επί συναλλαγών στη μετοχή Informatics A.E.B.E. κατά το χρονικό διάστημα 13.8.2002 έως 30.9.2002.

Σημειώνεται ότι οι χρηματιστηριακές εταιρίες Κύκλος, Βορειοελλαδική, Αχον και Σάρρος αρνήθηκαν σε αντίθεση με άλλες ΑΧΕ στις οποίες επεκτάθηκε η έρευνα να προσκομίσουν τα μαγνητοφωνημένα στοιχεία των εντολών που δέχονταν από τους πελάτες, παρακωλύοντας έτσι την άσκηση εποπτείας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά παράβαση του άρθρου 76 παρ.13 του ν.1969/9.

Ο νόμος 3340/2005 έρχεται να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στην αντιμετώπιση τέτοιων περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς. Σημαντική καινοτομία σε σχέση με το υφιστάμενο πλαίσιο είναι ο ορισμός και η ρητή απαγόρευση κάθε ενέργειας που σχετίζεται με χειραγώγηση αγοράς. Παραθέτει πλέον δε , σαφή ορισμό της έννοιας της χειραγώγησης (ως αυτοτελής κατηγορία, η χειραγώγηση ορίζεται ως το αποτέλεσμα των πράξεων και όχι η πρόθεση εκτέλεσής τους) και επιπλέον εισάγει ειδικές ρυθμίσεις απαγόρευσής της<sup>87</sup>.

Προς αυτή την κατεύθυνση τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών (ΕΠΕΥ) οφείλουν να καταγράφουν και να αρχειοθετούν, με τρόπο που να διασφαλίζει την αξιοπιστία, την ακρίβεια και την πληρότητα των καταγεγραμμένων στοιχείων, όλες τις εντολές που δίδουν πελάτες τους και ιδίως να ηχογραφούν τις εντολές που δίδονται τηλεφωνικώς για ένα έτος.

Επιπλέον, οι διαχειριστές των αγορών υποχρεούνται , σύμφωνα με το άρθρο 15 του ν.3340/2005, να αναφέρουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αμέσως τις περιπτώσεις για τις οποίες ευλόγως υποπτεύονται ότι γίνεται κατάχρηση της αγοράς γνωστοποιώντας όλες τις σχετικές πληροφορίες και παρέχοντας κάθε αναγκαία βοήθεια για τη διερεύνησή τους.

Μία άλλη σοβαρή υπόθεση κατάχρησης της αγοράς που απασχόλησε σημαντικά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφορά εταιρία , η μετοχή της οποίας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η οποία αποτέλεσε αντικείμενο καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών.

Συγκεκριμένα, από τους ελέγχους που διενέργησε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για το χρονικό διάστημα από 23 έως 27.11.1998 προέκυψε ότι σύζυγος και κόρη μέλους του διοικητικού συμβουλίου της εν λόγω εταιρίας ,

<sup>87</sup> Βλέπε Ενότητα Γ', Κεφάλαιο 1 « Ο εννοιολογικός προσδιορισμός της χειραγώγησης αγοράς με τον νόμο 3340/2005».

εκμεταλλεζόμενες πληροφοριακό προβάδισμα έναντι του ευρύτερου επενδυτικού κοινού εν όψει σημαντικής επιχειρηματικής συμφωνίας (σύναψη συμφωνίας της Τράπεζας Πειραιώς και της Τράπεζας Χίου η οποία ανακοινώθηκε στις 30.11.1998) απέκτησαν για δικό τους λογαριασμό κινητές αξίες με σκοπό την αποκόμιση σημαντικού περιουσιακού οφέλους.

Οι δύο αυτές δικαστικές αποφάσεις που ερίζονταν στα ίδια πραγματικά περιστατικά έριξαν φως στα κριτήρια επί των οποίων θα πρέπει να βασίζεται η απόδειξη του στοιχείου της γνώσης προκειμένου να στοιχειοθετείτε κατηγορία για καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών . Η μια απόφαση έκρινε ότι η σύζυγος μέλους του διοικητικού συμβουλίου εταιρίας, η οποία αγόρασε μετοχές της εταιρίας λίγες μέρες πριν την ανακοίνωση σημαντικής επιχειρηματικής συμφωνίας με άλλη εταιρία, δεν υπείχε ευθύνη ως δευτερογενής κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών. Το δικαστήριο έκρινε ότι η κατηγορούμενη είχε αναπτύξει συνεχή χρηματιστηριακή δραστηριότητα τόσο πριν όσο και μετά το επίδοκο διάστημα· δεδομένου ότι ο όγκος των επίδικων συναλλαγών (αγορά 1000 μετοχών) ήταν πολύ μικρότερος σε σχέση με εκείνον προηγούμενων συναλλαγών, το δικαστήριο έκρινε ότι δεν μπορούσε να συναχθεί γνώση εμπιστευτικής πληροφορίας.

Αντιθέτως, επί των ίδιων πραγματικών περιστατικών, άλλη απόφαση έκρινε ότι κόρη μέλους του διοικητικού συμβουλίου της ως άνω εταιρίας που προέβη σε αγορές μετοχών της εταιρίας πριν την ανακοίνωση της επιχειρηματικής συμφωνίας υπείχε ευθύνη ως δευτερογενής κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών. Το δικαστήριο διαπίστωσε ότι οι αγορές (10.000 μετοχές) δεν συναρτούνταν προς προγενέστερες χρηματιστηριακές συναλλαγές ούτε ως προς το μέγεθος ούτε ως προς την συχνότητα τους, γεγονός που ισχυροποιούσε τον ύποπτο χαρακτήρα των συναλλαγών.

Ενόψει αυτών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεώρησε ότι η συναλλαγή αυτή είναι αποτέλεσμα καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών σχετικών με τον εκδότη των κινητών αξιών σε γνώση των οποίων το άτομο είχε περιέλθει εξαιτίας της συγγενικής σχέσης με το μέλος του Δ.Σ. Με βάση λοιπόν τις συγκεκριμένες εμπιστευτικού χαρακτήρα πληροφορίες και εκμεταλλεζόμενη προβάδισμα έναντι του ευρύτερου επενδυτικού κοινού , απέκτησε για δικό της λογαριασμό κινητές αξίες με σκοπό την αποκόμιση σημαντικού περιουσιακού οφέλους από την ανατίμηση της αξίας των μετοχών .Κατόπιν αυτών η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεώρησε ότι το εν λόγω άτομο υπέπεσε στην παράβαση του άρθρου

5 του ΠΔ 53/1992 και συνεπώς ορθά και νόμιμα της επιβλήθηκε πρόστιμο για την παράβαση αυτή ύψους 25.000.000δρχ.

Ο νόμος 3340/2005 καθιστά σαφές πλέον ότι τεκμαίρεται η γνώση του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών από τους πρωτογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών (μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας). Ως προς την ευθύνη των δευτερογενών κατόχων ( ήτοι την σύζυγο και την κόρη του μέλους ) , δεν απαιτείται απόδειξη γνώσης ότι η πληροφορία δεν μπορούσε παρά να πηγάζει από πρωτογενή κάτοχο εμπιστευτικής πληροφορίας , από την άλλη όμως είναι αναγκαία η απόδειξη ότι οι ίδιοι γνώριζαν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι επρόκειτο για εμπιστευτικές πληροφορίες

Επομένως, για τα μέλη ΔΣ που συναλλάσσονται σε μετοχές της εταιρίας, για παράδειγμα, τους τεκμαίρεται η γνώση της προνομιακής πληροφορίας και αντιστρέφεται το βάρος απόδειξης (αυτοί πρέπει να ανταποδείξουν). Για τους δευτερογενείς κατόχους ωστόσο (κόρη-σύζυγο μέλους ΔΣ) πρέπει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να αποδείξει ότι αυτοί γνώριζαν ότι η πληροφορία είναι προνομιακή αλλά δεν χρειάζεται πλέον να αποδείξει ότι η πληροφορία δεν μπορούσε παρά να προέλθει από πρωτογενή κάτοχο.

Ορθώς διαπιστώνεται λοιπόν ότι, εξαιτίας της φύσεως της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφορίας το δικαστήριο θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του κάθε πραγματικό περιστατικό και κάθε εν γένει συμπεριφορά και ιδιότητα των εμπλεκόμενων προσώπων (π.χ. δυνατότητα αποκτήσεως εμπιστευτικής πληροφορίας λόγω συμμετοχής στη διοίκηση, ύπαρξη συγγενικής , επαγγελματικής ή άλλης σχέσης μεταξύ των εμπλεκόμενων προσώπων) που καταδεικνύει την ύπαρξη παραβατικής συμπεριφοράς .

## **Ε. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Ο νόμος 3340/2005 για την κατάχρηση της αγοράς ενσωμάτωσε στην ελληνική νομοθεσία τις αντίστοιχες κοινοτικές οδηγίες οι οποίες αποτέλεσαν το πρώτο παράδειγμα υιοθέτησης ευρωπαϊκών διατάξεων μέσω της νέας νομοθετικής διαδικασίας σύμφωνα με την «Έκθεση της Επιτροπής Σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών – έκθεση Lamfalussy. Το συγκεκριμένο ευρωπαϊκό καθεστώς αποτελείται από την οδηγία πλαίσιο «επιπέδου 1» 2003/6/ΕΚ και τα επί μέρους μέτρα κανονισμού και οδηγιών του «επιπέδου 2» που



καθορίστηκαν με τη διαδικασία επιτροπών (Επιτροπή Κινητών Αξιών –ESC, με βάση γνωμοδότηση από την CESR).

Για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική προστασία της αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ο νόμος θέσπισε πλαίσιο πρόληψης, εντοπισμού και διερεύνησης καταχρηστικών πρακτικών και επιβολής κυρώσεων, το οποίο θα εφαρμόζεται παράλληλα και στις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Το πλαίσιο αυτό εγγυάται στους συμμετέχοντες στην αγορά ασφάλεια δικαίου ως προς τις έννοιες και την εφαρμογή της νομοθεσίας, δημιουργώντας έτσι ίσους όρους ανταγωνισμού για όλους τους οικονομικούς φορείς.

Το ευρωπαϊκό και ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο που κάλυπτε μέχρι σήμερα την ακεραιότητα της αγοράς είχε τουλάχιστον δύο βασικές ελλείψεις:

- Η πρώτη αφορά στην έλλειψη διατάξεων για την καταπολέμηση των πρακτικών κατάχρησης αγοράς. Η προηγούμενη οδηγία για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών περιοριζόταν μόνο στην απαγόρευση της καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών.
- Η δεύτερη αφορά στην έλλειψη σαφούς εποπτικής αρμοδιότητας, μεταξύ κρατών μελών, αποσαφηνισμένων κανόνων για την αποφυγή των πρακτικών κατάχρησης αγοράς και νομικών υποχρεώσεων σε κάθε εθνική έννομη τάξη. Σε ορισμένα μάλιστα κράτη δεν υπήρχε καν νομοθεσία για τη χειραγώγηση της αγοράς.

Στόχος του νόμου είναι η εξασφάλιση της ακεραιότητας της ελληνικής και ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, η εφαρμογή κοινών προτύπων καταπολέμησης των πρακτικών κατάχρησης αγοράς σε όλες τις ευρωπαϊκές αγορές και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτές. Βασική καινοτομία είναι ο ρητός ορισμός και απαγόρευση της κατάχρησης αγοράς, δηλαδή κάθε ενέργειας που σχετίζεται με την εκμετάλλευση προνομιακής πληροφόρησης ή τη χειραγώγηση αγοράς. Ειδικότερα, απαγορεύει τις πρακτικές κατάχρησης αγοράς από πρόσωπα που χρησιμοποίησαν προς όφελός τους ή όφελος άλλων πληροφορίες που δεν είχαν γίνει γνωστές στο κοινό, ή στρέβλωσαν το μηχανισμό καθορισμού τιμών χρηματοπιστωτικών μέσων, ή διέδωσαν ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες με σκοπό τον επηρεασμό τους.

Συμπεριφορές του είδους αυτού μπορούν να δημιουργήσουν παραπλανητική εντύπωση για τις συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα και να θέσουν σε κίνδυνο τη γενική αρχή της ισότητας μεταξύ των επενδυτών σε σχέση με:

- την πρόσβασή τους σε πληροφορίες: συναλλαγές που διενεργούνται με βάση προνομιακές πληροφορίες αποφέρουν αδικαιολόγητα οικονομικά οφέλη σε βάρος των « μη μυημένων »,
- τη γνώση τους σχετικά με το μηχανισμό διαμόρφωσης τιμών: οι τιμές είναι δίκαιες όταν προκύπτουν από επενδυτικές αποφάσεις επενδυτών που έχουν αναλύσει όλες τις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες. Οι τιμές που προκύπτουν από τη χειραγώγηση αγοράς καθορίζονται σε άλλα επίπεδα και αποφέρουν οικονομικά οφέλη μόνο στα πρόσωπα που υιοθετούν πρακτικές κατάχρησης αγοράς, ενώ βλάπτουν τα συμφέροντα των άλλων επενδυτών , και
- τη γνώση της βάσης ή προέλευσης των πληροφοριών που είναι γνωστές στο κοινό: η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις με βάση εσφαλμένες πληροφορίες.

Για την διαμόρφωση επαρκούς πλαισίου αποτροπής πρακτικών κατάχρησης αγοράς, ο νόμος παρέχει σαφή ορισμό της έννοιας «χειραγώγηση αγοράς», παραθέτοντας συγκεκριμένες κατηγορίες συμπεριφορών. Για παράδειγμα ,ως χειραγώγηση αγοράς νοούνται οι συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών με τις οποίες δίνονται ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για τη ζήτηση, προσφορά ή τιμή μίας μετοχής, ή με τις οποίες προκύπτει τεχνητή διαμόρφωση της τιμής της μετοχής.

Η χειραγώγηση αγοράς ορίζεται ως το αποτέλεσμα των πράξεων και όχι η πρόθεση εκτέλεσής τους. Επιπλέον, ο νόμος προβλέπει σειρά μέτρων πρόληψης που απευθύνονται σε όλους τους συμμετέχοντες στη κεφαλαιαγορά, όπως οι εκδότες τίτλων, οι τράπεζες , τα χρηματιστήρια και οι αναλυτές. Σύμφωνα με τις διατάξεις των Οδηγιών και την Ευρωπαϊκή πρακτική , η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξουσιοδοτήθηκε για την περαιτέρω εξειδίκευση των μέτρων αυτών σε κανονιστικές της αποφάσεις, οι οποίες εκδόθηκαν. Στο πλαίσιο των αποφάσεων αυτών, για παράδειγμα, οι εκδότες οφείλουν να δημοσιοποιούν το ταχύτερο δυνατό όλες τις προνομιακές πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα και να διατηρούν καταλόγους με τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες οφείλουν να ειδοποιούν το ταχύτερο δυνατό την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όταν υποπτεύονται ότι συναλλαγές πελατών τους στοιχειοθετούν κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών ή χειραγώγηση αγοράς. Οι εταιρίες οφείλουν επίσης να καταγράφουν ή ηχογραφούν και να αρχειοθετούν εντολές πελατών του που λαμβάνουν τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση

συναλλαγών. Οι αναλυτές μετοχών και αγορών οφείλουν να συντάσσουν κατάλληλα και να καθιστούν προσιτές στο κοινό τις επενδυτικές τους συστάσεις σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

Σε ειδικές περιπτώσεις, ο νόμος προβλέπει παρεκκλίσεις («safe harbours») από την υποχρέωση τήρησης ορισμένων απαγορεύσεων. Για παράδειγμα, οι πράξεις σταθεροποίησης τιμής χρηματοπιστωτικών μέσων και επαναγοράς ιδίων μετοχών οφείλουν να γίνονται με βάση τις διατάξεις του Κανονισμού 2273/2003 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο οποίος υπαγορεύει τον τρόπο διενέργειας των παραπάνω πράξεων προκειμένου αυτές να μην εμπίπτουν στις υποχρεώσεις περί κατάχρησης αγοράς.

Επίσης, η αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών καθιστά αναγκαία για την πρόληψη και αποτροπή πρακτικών κατάχρησης αγοράς την ουσιαστική συνεργασία μεταξύ των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών. Ο νόμος προβλέπει την ενίσχυση του πλαισίου ανταλλαγής πληροφορήσης και συνεργασίας μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών των κρατών –μελών της Ε.Ε.

Για την αποτελεσματική καταστολή των πρακτικών κατάχρησης αγοράς, ο νόμος εισάγει αφενός ποινικές κυρώσεις και αφετέρου διοικητικές κυρώσεις, των οποίων η επιβολή έχει το πλεονέκτημα της ταχείας εφαρμογής τους και παύσης της παράνομης συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο<sup>88</sup>.

---

<sup>88</sup> Ετήσια Έκθεση 2005 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, «Νομοθετικές Πρωτοβουλίες» σελ. 111 – 114.

## ΣΤ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ

1. **Ross, S., Westerfield, R, Jaffe** , J.: Corporate Finance , Fifth Edition , McGraw Hill International, Publications 1999.
2. **Capital Market Efficiency: A Literature Review** , Aman Srivastava Amity University.
3. **Fama, E., (1970):** “Efficient Capital Markets: a review and empirical work”, Journal of Finance.
4. **The Random Character of Stock Market Prices** (The MIT Press, 1964 ) , L.Bachelier , Η Θεωρία του Τυχαίου Περιπάτου.
5. **E.Fama, L.Fisher , M.Jensen and R Roll** , « The adjustment of stock prices to new information » (1969) 10 International Economic Review 1.
6. **R.Ball and P.Brown** , «An empirical evaluation of accounting income numbers» (1968) 6 Journal of Accounting Research 159.
7. «Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings of future earnings»(1990) 13 Journal of Accounting and Economics 305,**V.Bernard and J.Thomas**.
8. **Fama, Fisher, Jensen and Roll** , supran.13 ;L.Dann, D.Mayers and R.Raab, « Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment» (1977) 4 Journal of Financial Economics 3.
9. **J.Busse and T.Green** , «Market efficiency in real time» (2002) 65 Journal of Financial Economics 415.

10. **M.Jensen**, «The performance of mutual funds in the period 1945-64» (1968) 23 Journal of Finance 381.
11. **M.Jensen**, «Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investement portfolios» (1969) 42 Journal of Business 167.
12. **W.Sharpe**, «Mutual fund performance» (1966) 39 Journal of Business 119.
13. «**Επενδύσεις**», Κριτήρια Επιλογής Μετοχικών Τίτλων · Θεμελιώδης Ανάλυση, Ν.Φίλιππα Επικ.Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιά Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής.
14. **Γ.Μιχαλόπουλος** , « Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο (insider trading) :η πρώτη νομολογία» (1998) Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών 168.
15. **Ι.Αψούρης** , «Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο» (1995) Ελληνική Δικαιοσύνη 279.
16. **Ν.Μπασαγιάννης**, «Το χρηματιστηριακό έγκλημα και η αντιμετώπιση του στο ελληνικό δίκαιο»(2003) 5 Ποινική Δικαιοσύνη 553.
17. **Ν.Λίβος**, «Παράνομη αξιοποίηση απόρρητων επιχειρήσεως από ‘insider’» (1990) 30 Νομικό Βήμα 45.
18. **Κοτσίρης Ε. Λάμπρος** : «Κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας στο αμερικάνικο δίκαιο περί συναλλαγών χρηματιστηριακών αξιών», Αφιέρωμα Δελούκα (1989).
19. **Μερσίνης Γ. Μιχάλης** : «Η αξιόποινη πράξη της καταχρηστικής αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο στην κοινοτική και ελληνική νομοθεσία», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών ( ΕΕΤ/Β'ΕΞΑΜΗΝΑ 1993).

20. **Κοινοφελές Ίδρυμα Ωνάση** , Ενημερωτικό Δελτίο , Τεύχος 27 , Μάρτιος 2005, Διάλεξη του κ.Δ.Ζιούβα , Δικηγόρου Δρος Οικονομικού Ποινικού Δικαίου του Πανεπιστημίου της Κολωνίας

### ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. [www.asic.gov.au](http://www.asic.gov.au) , 01/053 ASIC secures conviction in Diamond Rose market manipulation case.
2. <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm> : Καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά.
3. <http://www.pressreleases.gr/company/7001022/32527.html>: HELLENIC CAPITAL MARKETS COMMISSION · Τελικές συστάσεις της CESR για τη Συνεπή Υλοποίηση του Κανονισμού της Ε.Ε. σχετικά με τα Ενημερωτικά Δελτία.
4. <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm>: Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο θέσπισαν οδηγία 2003/6/EK για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.
5. <http://europa.eu.int/scadplus/leg/el/lvb/l24035.htm> Καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά , Πλαίσιο Ενοποίησης .
6. [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/market-abuse\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/market-abuse_en.htm) : DG Internal Market Services' Working Document on the implementation of article 1 and article 6 paragraphs 1 and 2 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Abuse .
7. <http://europa.eu.int> . : Οδηγία 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου , της 28<sup>ης</sup> Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που

κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

8. <http://www.i-note.gr/articleData/MX/2004/Gortzos.htm> : Ευρωπαϊκή Ένωση · Η εξέλιξη της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς.
9. <http://www.europefesco.org> : Γνωμοδότησης της CESR στις 31 Δεκεμβρίου 2002 για την κατάχρηση της αγοράς.
10. [http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence\\_dec2005.pdf](http://www.hba.gr/4news/RegulatoryConvergence_dec2005.pdf) : Ένωση Ελληνικών Τραπεζών , Παρουσίαση : Το Ευρωπαϊκό Ρυθμιστικό Πλαίσιο του Χρηματοπιστωτικού Τομέα και η Λειτουργία των Πιστωτικών Ιδρυμάτων σε αυτό , Καθηγητής Βλ.Γκόρτσος , Γενικός Γραμματέας ΕΕΤ , Δεκέμβριος 2005
11. <http://www.adex.ase.gr/ADEXDownload/news/publications/gr> : Η Ευρωπαϊκή Ενιαία Αγορά Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών , Οι τελευταίες εξελίξεις στον τομέα της Κεφαλαιαγοράς και οι νέες πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης του Παναγιώτη Αλεξάκη , 15 Ιουνίου 2004.
12. <http://www.pressreleases.gr/company/7001022/22666.html>: Ημερησία 08 Ιανουαρίου 2003 , Η CESR Υποβάλλει τα Μέτρα Υλοποίησης της Οδηγίας για την Κατάχρηση Αγοράς στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
13. [http://www.simerini.com.cy//simerini//economic/1999/08/08/html/themata\\_1.html](http://www.simerini.com.cy//simerini//economic/1999/08/08/html/themata_1.html): Οικονομική Σημερινή 08 Αυγούστου 1999, Οι επιπτώσεις της εσωτερικής πληροφόρησης·Τι είναι και γιατί πρέπει να τιμωρείται από τον Ποινικό Νόμο, του Δ.Μουστακάτου.
14. [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economyepix\\_626267\\_06/01/2006\\_1909064](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economyepix_626267_06/01/2006_1909064) 9/1/2006: Στρατηγικές για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων ·Ο ρόλος των μη πληροφορημένων επενδυτών στη διαστρέβλωση των τιμών, του καθηγητή Ν.Φίλιππα

15. [Ισοτιμία, Σάββατο 22 Μαΐου 2004](#) : Από την Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική του Πάνου Δάντη, University of Leicester , England, Τμήμα Διαχείρισης Solidus AXEPEY
16. [www.uoc.gr](#): Πανεπιστήμιο Κρήτης , Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις , ( σελ. 28 –38). Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς

### **ΚΟΙΝΟΤΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ - ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ- ΕΚΘΕΣΕΙΣ**

1. **2001/528/ΕΚ**: Απόφαση της Επιτροπής , της 6<sup>ης</sup> Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών, [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2001) 1493] ΕΕΕΚ L 191/45, 13.07.2001
2. **Οδηγία 2003/6/ΕΚ**, ΕΕΕΚ 2003 L/96/16.
3. **Οδηγία 89/592/ΕΟΚ** του Συμβουλίου της 13<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών.
4. **Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου** ,τόμος ΝΓ΄ 2002 «Προς ένα νέο νομικό πλαίσιο για την ρύθμιση των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά».
5. **Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου**, τόμος ΝΕ΄ 2004 « Κώδικας Κεφαλαιαγοράς για την κατάχρηση της αγοράς».
6. **Final Report** of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 February 2001.
7. **UK Code of Market Conduct**.
8. **Νόμος 3340/2005**, ΦΕΚ Α 112.



9. **N.1806/1988**, ΦΕΚ 207/Α/1988

10. **N.3632/1928**, ΦΕΚ Α/17/1928

11. **Αιτιολογική Έκθεση** στο σχέδιο νόμου «για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».

12. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, **Ετήσια Έκθεση** 2003-2005.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ