



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ – UNIVERSITY OF PIRAEUS
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»
MASTER IN LAW & ECONOMICS

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΣΩ ΤΟΥ
ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

BUSINESS FINANCING THROUGH THE MECHANISM OF ATHENS
STOCK EXCHANGE

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΚΑΝΔΥΛΑ ΒΑΓΙΑ (Α.Μ. ΜΔΟ1816)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. Παναγιώτης Αρτίκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2021



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο «ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ (BUSINESS FINANCING THROUGH THE MECHANISM OF ATHENS STOCK EXCHANGE)» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/τριας:

Όνοματεπώνυμο : ΚΑΝΔΥΛΑ ΒΑΓΙΑ

Ημερομηνία : 10/12/2021

*«Η παιδεία, καθάπερ ευδαίμων χώρα, πάντα τ' αγαθά φέρει»
(Η μόρφωση, όπως ακριβώς μία εύφορη γη, φέρνει όλα τα καλά)*

Σωκράτης, 469-399 π.Χ., Φιλόσοφος

Ευχαριστίες

Με την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής διατριβής κλείνει ο κύκλος των μεταπτυχιακών μου σπουδών. Θα ήθελα αρχικά να ευχαριστήσω το σύνολο των Καθηγητών και Καθηγητριών στο ΔΠΜΣ «Δίκαιο & Οικονομία - Master in Law & Economics» του Πανεπιστημίου Πειραιώς, των οποίων η διδασκαλία ξεπέρασε τις προσδοκίες μου και ανέδειξαν πραγματικά ότι η Νομική και η Οικονομική Επιστήμη συμπορεύονται και αλληλοσυμπληρώνονται.

Στο σημείο βέβαια αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος τον επιβλέποντα Καθηγητή μου, κ. Παναγιώτη Αρτίκη, που μου έδωσε τη δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα, αλλά και για όλη την υπομονή και κατανόησή του καθ' όλο το διάστημα συγγραφής της παρούσας εργασίας. Δε γίνεται να μην αναφερθώ στην πολύτιμη συνδρομή και ακαδημαϊκή υποστήριξη που μου παρείχε ο κύριος Αρτίκης όλο αυτό το χρονικό διάστημα, καθώς επίσης και στο γεγονός ότι χωρίς τις πολύτιμες παρεμβάσεις και συμβουλές του δε θα είχα ολοκληρώσει επιτυχώς αυτό το εγχείρημα.

Παράλληλα, θα ήθελα να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στη οικογένειά μου για τη στήριξη που μου παρείχε όλη αυτή τη χρονική περίοδο, αλλά και σε κάθε φίλο μου ξεχωριστά που με βοήθησε ηθικά και ψυχολογικά να καταφέρω να ολοκληρώσω την παρούσα εργασία.

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική διατριβή πραγματεύεται τη συνδρομή του ΧΑ στην κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών των επιχειρήσεων, έχοντας ως κύριο στόχο να αποτελέσει ένα χρήσιμο εγχειρίδιο τόσο για τις επιχειρήσεις που θα επιλέξουν το ΧΑ για την άντληση κεφαλαίων όσο και για τους επενδυτές που θα επιλέξουν το ΧΑ ως τόπο διενέργειας συναλλαγών. Για το λόγο αυτό, γίνεται προσπάθεια να οριοθετηθεί η έννοια του ΧΑ ως το διαχειριστή των ρυθμιζόμενων στην Ελλάδα αγορών κεφαλαίου (κεφαλαιαγορών), όπως επίσης να προσδιοριστεί το καθεστώς λειτουργίας των αγορών αυτών. Έτσι, σε πρώτη φάση, γίνεται μία ιστορική επισκόπηση της ίδρυσης και της εξέλιξης του ΧΑ, ενώ παράλληλα παρουσιάζονται περιληπτικά τα βασικότερα νομοθετήματα βάσει των οποίων ρυθμίζεται η λειτουργία του ΧΑ, αλλά και ο τρόπος διενέργειας συναλλαγών στα πλαίσιά του. Παράλληλα, ερευνώνται οι εποπτικοί μηχανισμοί που υφίστανται για τον έλεγχο τήρησης των νομοθετημάτων που ρυθμίζουν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και επιχειρείται μία ανάλυση επί του συστήματος εποπτείας που υφίσταται στην Ελλάδα, με αναφορά στις προληπτικές και κατασταλτικές αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που αποτελεί στην ελληνική έννομη τάξη το αρμόδιο νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου για την εποπτεία της ορθής εφαρμογής των κανόνων δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Μεταξύ άλλων, γίνεται μία αναφορά στις ρυθμιζόμενες και μη ρυθμιζόμενες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα και τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ, ενώ παράλληλα αναλύονται οι προϋποθέσεις εισαγωγής προς διαπραγμάτευση μετοχών και εταιρικών ομολόγων στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και στις αντίστοιχες αγορές της ΕΝ.Α που αποτελεί τον Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης που λειτουργεί στην Ελλάδα υπό τη διαχείριση του ΧΑ. Αντίστοιχα, παρουσιάζεται ο τρόπος με τον οποίο δύναται να καταρτιστεί μία συναλλαγή στα πλαίσια του ΧΑ, η οποία πραγματοποιείται μόνο με τη διαμεσολάβηση συγκεκριμένων προσώπων που έχουν λάβει την ιδιότητα μέλους αγοράς ΧΑ και κατ' επέκταση την ιδιότητα του φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Στη βάση αυτή, ερευνώνται οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς που πρέπει να επιδεικνύουν οι φορείς επενδυτικών υπηρεσιών κατά τη συναλλακτική τους σχέση με τους πελάτες/επενδυτές, καθώς επίσης αναλύονται οι κυρώσεις που ενδέχεται να ανακύψουν σε επίπεδο επιχειρήσεων επενδύσεων λόγω της παραβίασης των υποχρεώσεων επαγγελματικής συμπεριφοράς που αυτές υπέχουν.

Περαιτέρω, γίνεται μία παρουσίαση των υποχρεώσεων πληροφόρησης που υπέχουν οι εταιρείες τόσο κατά την εισαγωγή των εκδοθεισών εξ αυτών κινητών αξιών όσο και κατά το χρονικό διάστημα μετά την εισαγωγή αυτών προς διαπραγμάτευση στις αγορές του ΧΑ. Ειδικώς, παρουσιάζεται η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου ως απαραίτητη προϋπόθεση για την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες και μη ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ, αλλά και

οι υποχρεώσεις τακτικής και έκτακτης πληροφόρησης που υπέχουν οι εταιρείες λόγω της εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στις αγορές αυτές του ΧΑ. Στη βάση αυτή, καταδεικνύεται η σπουδαιότητα που υπέχει η πληροφόρηση αυτή τόσο για λόγους ορθής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς όσο και για λόγους προστασίας των ατομικών συμφερόντων των επενδυτών.

Τέλος, αναλύονται οι τρόποι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ο βασικότερος εκ των οποίων αποτελεί η άντληση κεφαλαίων μέσω εκδόσεως και εισαγωγής προς διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων στις αγορές που τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ. Στη βάση αυτή, παρουσιάζονται οι μετοχές και τα εταιρικά ομόλογα ως τα δημοφιλέστερα μέσα άντλησης κεφαλαίων από τις οικονομικές μονάδες που αναζητούν χρηματικούς πόρους και ως τα προσφορότερα αντικείμενα συναλλαγών από τις μονάδες που παρουσιάζουν πλεόνασμα κεφαλαίων και είναι φορείς ζήτησης επενδυτικών αξιογράφων.

Abstract

The present thesis addresses the key role of Athens Stock Exchange (hereinafter referred to as “Athex”) in the business financing, with the aim of constituting a useful manual for both enterprises contemplating to raise capital through Athex and for investors contemplating to enter into securities related transactions within Athex. To this end, it attempts to investigate the meaning of Athex as the operator of the regulated capital markets in Greece, as well as to investigate the rules, which govern the underlying capital markets. Therefore, a historical overview of the establishment and development of Athex is provided in first place, whereas in parallel the main regulatory framework governing the transactions carried out in the context of Athex is presented. Accordingly, the supervisory mechanisms which oversee the compliance with the capital market regulation are analyzed, along with the supervisory system pertaining in Greece. In this respect, it focuses on the preventing and enactment tasks of the Hellenic Capital Market Commission, which operates with the view to ensuring the efficient operation of the capital market.

It also presents, inter alia, the regulated and non-regulated capital markets operating in Greece under the management of Athex, along with the listing requirements that should cumulatively be met by the issuer company in order for the issued stocks and bonds to be admitted for trading in Athex’s Main and Alternative Market. Accordingly, the way the transactions take place in Athex is presented, which occur only through the Athex trading members being certified for the provision of investment services. On this basis, the full range of conduct-of-business requirements applicable to investments services firms is investigated, in conjunction with the sanctions potentially arising at the level of the said firms due to a breach of the above mentioned requirements.

Furthermore, the present thesis provides an overview of the reporting and disclosure obligations of the issuer companies whose securities are to be admitted for trading in Athex, along with the companies whose securities have already been admitted for trading in Athex. In this regard, it addresses the importance of such information both for safeguarding market’s proper operation and ensuring investor protection.

Finally, the present thesis examines the financing methods available for an enterprise by emphasizing to the most important one, which is the issuing of securities and admitting to trading in a regulated market. In this view, an analysis is made as to the stocks and corporate bonds being the most popular financial instruments for the market participants seeking financing and for the ones involved in the process of buying financial instruments.

Πίνακας περιεχομένων

Ευχαριστίες	3
Περίληψη.....	4
Abstract.....	6
Κατάλογος ακρωνυμίων.....	11
Κατάλογος Πινάκων – Διαγραμμάτων.....	14
Δομή μελέτης.....	15
Εισαγωγή.....	17
I. Έννοια και ρυθμιστικό πλαίσιο κεφαλαιαγοράς.....	17
A. Οικονομικός ορισμός της αγοράς.....	17
B. Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	18
Γ. Το σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	20
Γ.1 Η πορεία προς τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς	20
Γ.2 Σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΠΟΠΤΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	25
1.1 Αντικείμενο εποπτείας.....	25
1.2 Εποπτεία σε επίπεδο διεθνούς δικαίου	26
1.2.1 Ιστορική εξέλιξη (IOSCO).....	26
1.2.2 Σκοποί και αρμοδιότητες της IOSCO	27
1.3 Εποπτεία σε επίπεδο ευρωπαϊκού δικαίου	30
1.3.1 Ιστορική εξέλιξη (ΕΑΚΑΑ/ ESMA)	30
1.3.2 Στόχοι και αρμοδιότητες της ESMA	32
1.4 Εποπτεία σε επίπεδο εθνικού δικαίου.....	34
1.4.1 Ιστορική εξέλιξη (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)	34
1.4.2 Σκοποί και αρμοδιότητες τη Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΤΕΛΟΥΝ ΥΠΟ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ.....	38

2.1 Ρυθμιζόμενες και μη ρυθμιζόμενες αγορές.....	38
2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ	41
2.2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών	41
2.2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολογιών	48
2.2.3 Διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και εταιρικών ομολόγων στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ	50
2.2.4 Πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές	52
2.2.5 Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ	53
2.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στην EN.A	58
2.3.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κατηγορία ENA ΣΤΕΠ της Εναλλακτικής Αγοράς του ΧΑ.....	58
2.3.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κατηγορία EN.A PLUS της Εναλλακτικής Αγοράς του ΧΑ.....	62
2.3.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολόγων στην EN.A	65
2.3.4 Διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και ομολογιών στην EN.A	67
2.3.5 Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στην EN.A.....	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΤΕΛΟΥΝ ΥΠΟ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΧΑ.....	70
3.1 Πρόσβαση στις Αγορές του ΧΑ.....	70
3.2 Προϋποθέσεις αδειοδότησης ΑΕΠΕΥ.....	72
3.3 Οι κατ' ιδίαν επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες.....	75
3.4 Αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών	84
3.5 Υποχρεώσεις οργανωτικής διάρθρωσης των ΑΕΠΕΥ	88
3.6 Κανόνες επαγγελματικής (δεοντολογικής) συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων.....	90
3.6.1 Υποχρεώσεις πληροφόρησης από τις ΑΕΠΕΥ.....	92
3.6.2 Έλεγχος καταλληλότητας από τις επιχειρήσεις επενδύσεων.....	94
3.6.3 Έλεγχος συμβατότητας από τις επιχειρήσεις επενδύσεων	97

3.6.4 Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών	98
3.6.5 Συνέπειες μη τήρησης από τις επιχειρήσεις επενδύσεων των κανόνων οργανωτικής διάρθρωσης και επαγγελματικής συμπεριφοράς.....	100
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΖΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	103
4.1 Ροή των πληροφοριών στην κεφαλαιαγορά.....	103
4.2 Υποχρεώσεις πληροφόρησης πριν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά.....	105
4.2.1 Υποχρέωση έκδοσης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου στην πρωτογενή αγορά	105
4.2.2 Περιεχόμενο και μορφή ενημερωτικού δελτίου	107
4.2.3 Έγκριση και δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου	108
4.2.4 Πρόσωπα υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο και σχετικές κυρώσεις.....	109
4.2.5 Εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου	112
4.3 Υποχρεώσεις πληροφόρησης λόγω της εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά.....	115
4.3.1 Υποχρεώσεις τακτικής (περιοδικής) πληροφόρησης.....	115
4.3.2 Υποχρεώσεις έκτακτης (ad hoc) πληροφόρησης.....	119
4.3.3 Υποχρεώσεις διαρκούς πληροφόρησης	123
4.3.4. Κυρώσεις σε περιπτώσεις παράβασης των υποχρεώσεων πληροφόρησης	127
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΑΝΤΑΛΗΞΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΣΤΙΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΤΟΥ ΧΑ.....	130
5.1 Το ΧΑ ως τόπος άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και άμεσης επένδυσης υποψήφιων επενδυτών	130
5.2 Κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων.....	132
5.2.1 Οι μετοχές ως μέσο άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και μορφή επένδυσης των υποψήφιων επενδυτών	137
5.2.2. Τα εταιρικά ομόλογα ως μέσο άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και μορφή επένδυσης των υποψήφιων επενδυτών	141

5.2.3 Συγκριτική παράθεση των βασικότερων χαρακτηριστικών των μετοχών και των εταιρικών ομολόγων.....	146
Συμπεράσματα – Επίλογος.....	149
Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία.....	151

Κατάλογος ακρωνυμίων

Ελληνόγλωσσα

ΑΕΔΑΚ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΑΕΔΟΕΕ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΑΕΕΔ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ
ΑΕΠΕΥ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΑΝ	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟΣ ΝΟΜΟΣ
ΑΠ	ΑΡΕΙΟΣ ΠΑΓΟΣ
Αρ.	ΑΡΘΡΟ
ΑΧΕ	ΑΝΩΝΥΜΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΒΔ	ΒΑΣΙΛΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ
Βλ.	ΒΛΕΠΕ
ΔΑΚ	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
ΔΛΠ/ΔΠΧΠ	ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΙΑ/ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΤΥΠΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ
ΔΝΤ	ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ
ΕΑΚΑΑ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΑΡΧΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΚΑΙ ΑΓΟΡΩΝ
ΕΓΔ	ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΔΗΜΟΣΙΟΥ
Εδ.	ΕΔΑΦΙΟ
ΕΕ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ
ΕΕΧ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
ΕΚ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ
ΕΚ	ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ
ΕΚΕΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΕΚΤ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΛ.ΠΙ.Σ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΑ
Εμπ. Ν	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΝΟΜΟΣ
ΕΝ.Α	ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ
ΕΟΚ	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ
Εφ.Αθ.	ΕΦΕΤΕΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΕΧΑΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

ΗΠΑ	ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ
Κ.τ.λ.	ΚΑΙ ΤΑ ΛΟΙΠΑ
ΜΟΔ	ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ
ΜΠρ. Θεσσαλ.	ΜΟΝΟΜΕΛΕΣ ΠΡΩΤΟΔΙΚΕΙΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
Ν.	ΝΟΜΟΣ
ΟΣΕΚΑ	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ
Παρ.	ΠΑΡΑΓΡΑΦΟΣ
ΠΜΔ	ΠΟΛΥΜΕΡΗΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ
Πολ.Πρ.Αθ.	ΠΟΛΥΜΕΛΕΣ ΠΡΩΤΟΔΙΚΕΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
Π.Χ.	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΑΡΗ
Σελ	ΣΕΛΙΔΑ
ΣΜΕ	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ
ΣτΕ	ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΣ ΕΠΙΚΡΑΤΕΙΑΣ
Στοιχ.	ΣΤΟΙΧΕΙΟ
ΣΧΠ	ΣΥΝΘΕΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
ΤτΕ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
Υπ' αριθμ.	ΥΠ' ΑΡΙΘΜΟΝ
ΧΑ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΧΑΑ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Ξενόγλωσσα

CESR	COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS
EBA	EUROPEAN BANKING AUTHORITY
EBITDA	EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION
EIOPA	EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY
ESC	EUROPEAN SECURITIES COMMITTEE
ESFS	EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL SUPERVISION
ESMA	EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY
ESRB	EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD

EU	EUROPEAN UNION
FESCO	FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS
FSAP	FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN
GAAP	GENERALLY ACCEPTABLE ACCOUNTING PRINCIPLES
IMF	INTERNATIONAL MONETARY FUND
IOSCO	INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION
MAD	MARKET ABUSE DIRECTIVE
MAR	MARKET ABUSE REGULATION
MIFID	MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE
MIFIR	MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION
OTC	OVER THE COUNTER

Κατάλογος Πινάκων – Διαγραμμάτων

Πίνακας 1: Ιστορικά στοιχεία αντληθέντων κεφαλαίων από το 2000 έως το 1 ^ο εξάμηνο του 2019	Σελ. 46
Πίνακας 2: Συγκριτική παράθεση χαρακτηριστικών μετοχών και ομολόγων	Σελ. 142
Διάγραμμα 1: Διαγραμματική απεικόνιση των αντληθέντων κεφαλαίων από το 2000 έως το 1 ^ο εξάμηνο του 2019	Σελ. 47
Διάγραμμα 2: Διαγραμματική απεικόνιση κινδύνου-απόδοσης χρηματοπιστωτικών μέσων	Σελ. 131

Δομή μελέτης

Η εργασία ολοκληρώνεται σε πέντε κεφάλαια. Στην εισαγωγή, επιχειρείται σε πρώτο στάδιο να οριοθετηθεί ο ορισμός της αγοράς, με παράλληλη αντιπαραβολή των εννοιών της ελεύθερης και οργανωμένης/ρυθμιζόμενης αγοράς. Στη βάση αυτή, αναλύεται σε δεύτερο στάδιο η ιστορική εξέλιξη του ΧΑ ως το φορέα διαχείρισης των ρυθμιζόμενων αγορών κεφαλαίου που λειτουργούν στην Ελλάδα, καθώς επίσης παρουσιάζονται τα βασικότερα νομοθετήματα που ρυθμίζουν την οργάνωση και τον τρόπο λειτουργίας των αγορών αυτών.

Στο πρώτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι υφιστάμενοι μηχανισμοί εποπτείας των ρυθμιζόμενων αγορών κεφαλαίου. Σε πρώτη φάση, αναλύεται η ίδρυση και εξέλιξη του Διεθνή Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (γνωστός στην αγγλική με τη συντομογραφία IOSCO), με παράλληλη αναφορά στο σκοπό ίδρυσης και λειτουργίας του. Εν συνεχεία, παρατίθεται η ιστορική εξέλιξη της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (γνωστή στην αγγλική με την ονομασία ESMA), με επακόλουθη παρουσίαση των κυριότερων εποπτικών της αρμοδιοτήτων ως η καθ' ύλην αρμόδια αρχή εποπτείας του κοινοτικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Κατόπιν, παρουσιάζεται η ίδρυση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς επίσης αναλύονται οι κυριότερες εποπτικές της αρμοδιότητες ως η καθ' ύλην εποπτική αρχή των ρυθμιζόμενων αγορών κεφαλαίου που λειτουργούν στην Ελλάδα.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, καταγράφονται αρχικά οι αγορές που τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ και γίνεται μία επισκόπηση τόσο των ρυθμιζόμενων όσο και των μη ρυθμιζόμενων αγορών που λειτουργούν στην Ελληνική επικράτεια. Περαιτέρω, αναλύονται οι προϋποθέσεις για τη πρωτογενή εισαγωγή μετοχών και εταιρικών ομολόγων τόσο στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ όσο και στην Εναλλακτική Αγορά (γνωστή με τη συντομογραφία EN.A). Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού, παρατίθενται τα πλεονεκτήματα που ενέχει η εισαγωγή μετοχών και ομολόγων στις οργανωμένες αγορές που τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ.

Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται προσπάθεια να παρουσιαστεί ο τρόπος κατάρτισης των συναλλαγών στα πλαίσια του ΧΑ, με παράλληλη αναφορά στην προϋπόθεση διαμεσολάβησης συγκεκριμένων προσώπων που έχουν αποκτήσει την ιδιότητα μέλους αγοράς ΧΑ και έχουν τη δυνατότητα πραγματοποίησης χρηματιστηριακών συναλλαγών. Κατόπιν, γίνεται μία ανάλυση της έννοιας και του σκοπού λειτουργίας των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, καθώς επίσης παρουσιάζονται οι επενδυτικές υπηρεσίες που μπορούν να παρέχουν οι ως άνω εταιρείες, αλλά και τα πρόσωπα που αποτελούν τους αποδέκτες των υπηρεσιών αυτών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναλύονται οι υποχρεώσεις πληροφόρησης που υπέχουν οι εταιρείες τόσο στη περίπτωση που εκδίδουν και διαθέτουν τίτλους προς κάλυψη από το ευρύ επενδυτικό κοινό με βάση τη διαδικασία της δημόσιας προσφοράς όσο και στη περίπτωση που αιτούνται την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ. Παράλληλα,

γίνεται μία καταγραφή των υποχρεώσεων πληροφόρησης που υπέχουν οι εκδότριες εταιρείες λόγω της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η συνδρομή του ΧΑ στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Στη βάση αυτή, αναλύονται τα διαθέσιμα για τις επιχειρήσεις μέσα χρηματοδότησης στα πλαίσια του ΧΑ, με παράλληλη καταγραφή των χρηματοπιστωτικών μέσων που δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο μίας χρηματιστηριακής συναλλαγής. Κλείνοντας, διενεργείται μία συγκριτική παράθεση των μετοχών και των εταιρικών ομολόγων, με έμφαση στα κυριότερα χαρακτηριστικά αυτών.

Εισαγωγή

I. Έννοια και ρυθμιστικό πλαίσιο κεφαλαιαγοράς

A. Οικονομικός ορισμός της αγοράς

Θεμέλιο λίθο της οικονομικής επιστήμης αποτελεί μεταξύ άλλων η έννοια της «αγοράς», ο τόπος δηλαδή εκείνος πραγματοποίησης συναλλαγών με οικονομικό υπόβαθρο¹. Με την παραδοσιακή έννοια του όρου η αγορά είναι το τοπικά προσδιορισμένο μέρος, ο γεωγραφικός δηλαδή τόπος σύναψης συναλλαγών, εντός του οποίου συναντώνται η προσφορά και η ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών. Πρόκειται δηλαδή για ένα μηχανισμό δυνάμει του οποίου ικανοποιούνται οι ανάγκες τόσο των καταναλωτών όσο και των προμηθευτών βάσει μίας κατά κόρον ανταγωνιστικής διαδικασίας², η οποία εξυπηρετείται από τη λειτουργία της τιμής, του οικονομικού δηλαδή αντιτίμου για την παροχή αγαθών και υπηρεσιών.

Στο πέρασμα των ετών οι οικονομολόγοι - θεωρητικοί έχουν ασχοληθεί με την προσδιορισμό της έννοιας της αγοράς και του τρόπου λειτουργίας της. Από το 1776 γίνεται λόγος για ελεύθερη αγορά, δηλαδή για τη μορφή εκείνης της αγοράς στην οποία δεν υφίσταται καμία κρατική παρέμβαση, αλλά οι τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών καθορίζονται από τους «άγραφους νόμους» της προσφοράς και της ζήτησης. Υποστηρικτής της ελεύθερης αγοράς και του ελεύθερου ανταγωνισμού, υπήρξε ο οικονομολόγος Adam Smith, ο οποίος στο έργο του «Ο πλούτος των εθνών», κάνει λόγο για την αυτορρύθμιση του εμπορίου, το λεγόμενο “laisser-faire”. Ο Adam Smith (1776) αναφέρει το εξής: *«αφήστε τους ανθρώπους να δρουν ελεύθερα στην οικονομική ζωή, αφήστε τα αγαθά να κινούνται ελεύθερα»*³. Η φράση αυτή συνηγορεί ότι το σύστημα της αγοράς είναι ένας αυτορρυθμιζόμενος μηχανισμός, βάσει του οποίου επέρχεται ο εξοβελισμός των ατελειών της αγοράς, κατόπιν παρεμβάσεων του αοράτου χειρός (“the invisible

¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 33, Robert L. Heilbroner William Mildberg (2010), Η γένεση της Οικονομικής Κοινωνίας, 1^η έκδοση, εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ, σελ. 125

² Robin Bade- Michael Parkin, (2010), Μικροοικονομική Θεωρία Πρακτική, εκδόσεις Rosili, σελ. 108-109

³Γεώργιος Δ. Τριανταφυλλάκης, (2014), Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού, 3^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 5-6 με παραπομπή στο έργο του Adam Smith (1776), An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations

hand” = «αόρατο χέρι»), των ιδίων δηλαδή μηχανισμών της αγοράς, η οποία λειτουργεί ως θεματοφύλακας αυτής⁴.

Στον αντίποδα της ελεύθερης αγοράς, βρίσκεται η «οργανωμένη/ρυθμιζόμενη αγορά», η οποία αποτελεί μορφή αγοράς που λειτουργεί υπό τη βάση συγκεκριμένων εποπτικών μηχανισμών. Τέτοιες αγορές είναι οι αγορές τραπεζικών, ασφαλιστικών και επενδυτικών υπηρεσιών, που αποτελούν θεμέλιο λίθο των εθνικών οικονομιών, με επακόλουθο το κράτος να παρεμβαίνει θεσπίζοντας κανόνες δικαίου που περιορίζουν τη συναλλακτική ελευθερία των σε αυτές τις αγορές συναλλασσόμενων⁵.

Ειδικότερη κατηγορία ρυθμιζόμενης αγοράς είναι η αγορά κεφαλαίου ή αλλιώς «κεφαλαιαγορά», η οποία ορίζεται ως ο χώρος στον οποίο συναντάται η προφορά κεφαλαίων και η ζήτηση επενδυτικών αξιογράφων με τη ζήτηση κεφαλαίων και την προσφορά επενδυτικών αξιογράφων. Στην κεφαλαιαγορά δηλαδή οι οικονομικές μονάδες που διαθέτουν αποταμιευτικά κεφάλαια, τοποθετούν τα κεφάλαια αυτά σε επενδύσεις αναζητώντας καλύτερες αποδόσεις, ενώ οι οικονομικές μονάδες που έχουν έλλειμα κεφαλαίων προσφέρουν επενδυτικά αξιόγραφα αναζητώντας με τον τρόπο αυτό χρηματικούς πόρους. Η κεφαλαιαγορά λειτουργεί βάσει ενός ειδικού εποπτικού πλαισίου, σύμφωνα με το οποίο τίθενται περιορισμοί στα πρόσωπα που δικαιούνται πρόσβαση στην αγορά αυτή, παρατηρούνται τυποποιημένες και προκαθορισμένες συναλλαγές, καθώς επίσης αυστηροί κανόνες κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης και διενέργειας συναλλαγών. Σημειώνεται βέβαια ότι στην Ελλάδα η έννοια της κεφαλαιαγοράς ήταν παραδοσιακά συνδεδεμένη με το Χρηματιστήριο Αθηνών.

B. Ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Η έννοια της οργανωμένης/ρυθμιζόμενης αγοράς ήταν γνωστή στην ελληνική έννομη τάξη, ήδη από την αρχαιότητα⁶, υπό τη μορφή των οργανωμένων αγορών που συγκεντρώνονταν οι έμποροι και κανόνιζαν τις τιμές των εμπορευμάτων τους. Ήταν συνήθης η αναφορά σε έγγραφα της αρχαϊκής και ρωμαϊκής εποχής στις έννοιες «Εμπόριον» στην αρχαία Αθήνα και “Collegium

⁴Robert L. Heilbroner William Mildberg, (2010), Η γένεση της οικονομικής κοινωνίας, 1^η έκδοση, εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ, σελ. 126

⁵Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 38

⁶Γεώργιος Αθ. Κοτίτσας, (1979), Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έκδοση Χρηματιστηρίου Αθηνών 1979, σελ. 9

Mercatorium” στην αρχαία Ρώμη. Μεταγενέστερα, δημιουργήθηκαν οι εμπορικές εκθέσεις, όπου όπως και στη σημερινή εποχή, οι συναλλαγές δε γινόντουσαν αυτούσια, αλλά γίνονταν με βάση τα διδάγματα που προσκομίζονταν στις εκθέσεις. Η εμφάνιση στη συνέχεια στο εμπόριο των κινητών αξιών (γραμμάτια, συναλλαγματικές, μετοχές, ομολογίες, κ.τ.λ.), οδήγησε στη δημιουργία των πρώτων χρηματιστηριακών αγορών της εποχής. Τα πρώτα οργανωμένα χρηματιστήρια λειτουργούσαν υπό τη μορφή καφενείου εντός των οποίων διενεργούνταν οι συναλλαγές μεταξύ των θαμώνων, ένα εκ των οποίων αποτέλεσε το Χρηματιστήριο του Λονδίνου που λειτουργούσε σε ένα καφενείο του CITY.

Στην ελληνική έννομη τάξη, το πρώτο Χρηματιστήριο στεγαζόταν στο ιστορικό καφενείο στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου, το λεγόμενο «Καφενείο της Ωραίας Ελλάδος». Εκεί βρισκόταν η λέσχη των Εμπόρων Αθηνών κατά το έτος 1870, όπου συνευρίσκονταν οι έμποροι και διαπραγματεύονταν τις εκδιδόμενες εκ του Ελληνικού Δημοσίου ομολογίες. Λίγο αργότερα, το Σεπτέμβριο του 1876, δημοσιεύτηκε το υπ’ αριθμ. 30.9/13.10.1876 Β.Δ., εκδοθέν κατά το άρθρο 71 του ΕμπΝ⁷, σύμφωνα με το οποίο ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αθηνών ως σωματείο, με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών» κατά τα πρότυπα του Χρηματιστηρίου των Παρισίων. Το 1909 με το Βασιλικό Διάταγμα 12/16, το Χρηματιστήριο Αθηνών ορίζεται ως ο οργανωμένος εκείνος χώρος για τη διενέργεια συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου, Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών⁸. Το 1918 με το Νόμο 1308 το ΧΑΑ λειτουργούσε υπό τη μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας⁹, ενώ το 1988 εκσυγχρονίζεται με την εισαγωγή των θεσμών της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας και της Παράλληλης Αγοράς¹⁰.

Σε μία προσπάθεια εκσυγχρονισμού της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, το 1995 το ΧΑΑ οργανώθηκε υπό τη μορφή Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αθηνών Ανώνυμη Εταιρεία», μοναδικός μέτοχος της οποίας ήταν το Ελληνικό Δημόσιο¹¹. Κατόπιν, το 1997, το ΧΑΑ ιδιωτικοποιείται, με το Ελληνικό Δημόσιο να διαθέτει με ιδιωτική τοποθέτηση το 39,67% του μετοχικού κεφαλαίου¹², ενώ το 1998 ακολούθησε δεύτερη ιδιωτική τοποθέτηση 12% περίπου του μετοχικού κεφαλαίου σε επιλεγμένους επενδυτές. Το 2000 ιδρύεται η εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΕΧΑΕ), ως εταιρεία συμμετοχών, η οποία εισήχθη για διαπραγμάτευση τον Αύγουστο του 2000. Από το 2003 και έπειτα ο Όμιλος

⁷Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ.2

⁸Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, Εκδόσεις Μπένου, σελ. 38

⁹Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 50

¹⁰βλ. Νόμος 1806/1988, ΝΟΜΟΣ

¹¹βλ. Νόμος 2325/1995, ΝΟΜΟΣ

¹²<https://www.athexgroup.gr/el/history>, πρόσβαση στις 22.02.2020]

του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι πλήρως ιδιωτικοποιημένος¹³. Κατόπιν πολλαπλών μετασχηματισμών του Ομίλου, σήμερα λειτουργεί υπό την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» και με το διακριτικό τίτλο «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ» (ομοίως στην αγγλική με την επωνυμία “Hellenic Exchanges Athens Stock Exchange S.A.” και τον τίτλο “Athens Stock Exchange” “ATHEX”)¹⁴, έχοντας ως θυγατρικές τις εταιρείες με την επωνυμία «ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και «ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ»¹⁵.

Το ΧΑ αποτελεί το φορέα διαχείρισης των ρυθμιζόμενων αγορών κεφαλαίου που λειτουργούν στην Ελλάδα, ενώ σε συνδυασμό με τις ως άνω αναφερόμενες θυγατρικές του εταιρείες στηρίζουν τη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και παρέχουν ένα ευρύ φάσμα λειτουργιών και υπηρεσιών στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Γ. Το σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

Γ.1 Η πορεία προς τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς

Κατόπιν ιδρύσεως του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι πρώτοι νόμοι που εκδόθηκαν, αφορούσαν κατά κύριο λόγο τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και τις συναλλαγές που δύνανται να συναφθούν εντός αυτού. Η θεσμοθέτηση των εν λόγω διατάξεων είχε ως επακόλουθο την επικράτηση της έννοιας του χρηματιστηριακού δικαίου. Στη συνέχεια, υπό το πρίσμα της δημιουργίας μίας εσωτερικής κοινοτικής αγοράς¹⁶, ενός δηλαδή «χώρου χωρίς εσωτερικά σύνορα» μέσα στον οποίο εξασφαλίζεται η ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων, παρατηρήθηκε μία κινητοποίηση των κρατών, έτσι ώστε να θεσμοθετηθεί ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο που θα καθιστά εφικτή την ενοποίηση

¹³B. Μητροπούλου, (2008), Εισήγηση: «Συστήματα και διαδικασίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 51

¹⁴εφεξής θα αναφέρεται με τη συντομογραφία ΧΑ

¹⁵[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/company>, πρόσβαση στις 25.03.2020]

¹⁶Niamh Moloney, (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ.19 επόμενα

της χρηματοπιστωτικής αγοράς, της αγοράς δηλαδή εκείνης που θα συναντώνται η προσφορά και η ζήτηση επενδυτικών κεφαλαίων¹⁷.

Από το 1980 και έπειτα, βασική μέριμνα του κοινοτικού νομοθέτη ήταν η δημιουργία μίας ενιαίας ασφαλιστικής, τραπεζικής και μίας ενιαίας κεφαλαιαγοράς, γεγονός που είχε ως επακόλουθο τη θεσμοθέτηση σημαντικού αριθμού Οδηγιών¹⁸. Ως προς την ενιαία κεφαλαιαγορά, χαρακτηριστικά στοιχεία αυτής νοούνται μεταξύ άλλων η δυνατότητα των επενδυτών να προβαίνουν σε διασυννοριακές συναλλαγές, δηλαδή σε αγορές και πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων, άντληση κεφαλαίων από άλλα κράτη μέλη και δυνατότητα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών τόσο σε κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹⁹ όσο και σε κράτη τρίτων χωρών. Η νομοθετική πρωτοβουλία του ενωσιακού νομοθέτη για την ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου, έλαβε χώρα από το έτος 1999 και έπειτα. Κατά το προαναφερθέν έτος η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθέτησε το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (γνωστό στην αγγλική με την ονομασία Financial Services Action Plan - “FSAP”). Το εν λόγω σχέδιο υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισαβόνας, το οποίο έκρινε ότι η ανάπτυξη της ενιαίας εσωτερικής αγοράς είναι ιδιαίτερος σημαντική για την προώθηση της οικονομίας της Ένωσης.

Για τη θεσμοθέτηση νέων Οδηγιών για την ενοποίηση της κεφαλαιαγοράς, το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών των χωρών μελών δημιούργησε στις 17-7-2000 μία επιτροπή σοφών με Πρόεδρο τον Alexandre Lamfalussy²⁰. Η διαδικασία δυνάμει της οποίας υιοθετήθηκαν κανόνες δικαίου για την επίτευξη της ενοποίησης της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς έλαβε την ονομασία “Lamfalussy” από τον προαναφερθέντα πρόεδρο της Επιτροπής Σοφών. Αντίστοιχα, τον Ιούλιο του 2001 συστάθηκαν οι αρμόδιες Επιτροπές, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών γνωστή στην αγγλική με την ονομασία “European Securities Committee” (“ESC”), με μέλη αυτής τους αρμόδιους εκπροσώπους των κρατών μελών²¹, καθώς και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών

¹⁷Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 7

¹⁸βλ. για παράδειγμα την Οδηγία 80/390/ΕΟΚ «περί συντονισμού των όρων καταρτίσεων ελέγχου και διαδόσεως του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών», την Οδηγία 82/121/ΕΟΚ «περί της περιοδικής πληροφόρησης που πρέπει να δημοσιεύουν οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών», την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, διαθέσιμες στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

¹⁹Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 13

²⁰Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ 173 επ.

²¹Niamh Moloney (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ. 864

Ρυθμιστικών Αρχών ομοίως γνωστή στην αγγλική με την ονομασία “Committee of European Securities Regulators” (CESR)²², με μέλη αυτής τις αρμόδιες εποπτικές αρχές κεφαλαιαγοράς των κρατών μελών.

Με τη διαδικασία “Lamfalussy” θεσμοθετήθηκαν τέσσερις βασικές Οδηγίες που αποτέλεσαν τον κορμό για το σύγχρονο δίκαιο κεφαλαιαγοράς. Πρόκειται για την Οδηγία 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 3401/2005. Οι ως άνω ρυθμίσεις έχουν πλέον αντικατασταθεί από τον Κανονισμό 1129/2017 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, αλλά και το Νόμο 4706/2020. Αντίστοιχα, θεσμοθετήθηκε η Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)», που ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 3340/2005. Οι ως άνω ρυθμίσεις αντικαταστάθηκαν από τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την Κατάχρηση της αγοράς (γνωστός στην αγγλική με την ονομασία Market Abuse Regulation και τη συντομογραφία MAR), καθώς και από την Οδηγία 2014/57/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση της αγοράς (γνωστή στην αγγλική με την ονομασία Market Abuse Directive και τη συντομογραφία MAD), η οποία μεταφέρθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 4443/2016.

Ακολούθησε η θεσμοθέτηση της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 3556/2007. Κατόπιν θεσμοθετήθηκε η Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» γνωστή υπό τη συντομογραφία MIFID (Markets in Financial Instruments Directive), η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 3606/2007. Πλέον η ως άνω Οδηγία καταργήθηκε από την Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων γνωστή ως MiFID II, που ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 4514/2018, σε συνδυασμό με τον Κανονισμό 2014/600 (γνωστός στην αγγλική με την ονομασία Markets in Financial Instruments Regulation και τη συντομογραφία MIFIR).

²² Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 11

Τα ως άνω νομοθετήματα, όπως έχουν τροποποιηθεί και ισχύουν σήμερα, αποτελούν το βασικότερο θεσμικό πλαίσιο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Αποτελούν στην ουσία τους κυριότερους κανόνες δικαίου που ρυθμίζουν ζητήματα κεφαλαιαγοράς, οι ρυθμίσεις των οποίων θα παρατεθούν εκτενώς στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας διπλωματικής διατριβής. Συνεπώς, το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου δεν είναι κωδικοποιημένο, αλλά οι κανόνες για την ορθή λειτουργία αυτών περιλαμβάνονται στα ως άνω νομοθετήματα, ως τροποποιημένα ισχύουν σήμερα, καθώς επίσης και σε διατάξεις πρόσθετων νομοθετημάτων, όπως ενδεικτικά οι διατάξεις των άρθρων 1 έως 24 του Νόμου 4706/2020, αναφορικά με τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που πρέπει να πληρούν οι εταιρείες που εισάγουν μετοχές ή άλλες κινητές αξίες σε οργανωμένη αγορά²³.

Γ.2 Σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς

Η θέσπιση πληθώρας νομοθετημάτων σε ευρωπαϊκό επίπεδο και η εισαγωγή αυτών στις έννομες τάξεις των κρατών μελών, δεν είχε ως μοναδικό σκοπό την ενοποίηση της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Η υιοθέτηση σωρείας κανονιστικών διατάξεων απορρέει από την ανάγκη προστασίας των σε αυτές τις αγορές συναλλασσόμενων. Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι οι κεφαλαιαγορές αποτελούν πρωτογενή τρόπο άντλησης κεφαλαίων των κρατών μελών, Νομικών Προσώπων Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, καθώς επίσης και ιδιωτών. Η λειτουργία των αγορών ως πρωτογενής τρόπος χρηματοδότησης του κοινού, προσέλκυσε το ενδιαφέρον τόσο του κοινοτικού όσο και του εθνικού νομοθέτη, θεσπίζοντας κανόνες δικαίου με απώτερο στόχο τη διασφάλιση της ακεραιότητας και αποτελεσματικότητας των αγορών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτές. Η αυξημένη προστασία της κεφαλαιαγοράς, απορρέει από λόγους δημοσίου συμφέροντος και γι' αυτό οι κανόνες δικαίου που τη διέπουν έχουν αναγκαστικό περιεχόμενο, υπό την έννοια ότι δεν επιτρέπεται παρέκκλιση από τις ρυθμίσεις που αυτοί επιβάλλουν.

Συνεπώς, η ορθή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, δε δύναται να αφηθεί στις δυνάμεις της ίδιας της αγοράς, δηλαδή στην προσφορά και στη ζήτηση επενδυτικών κεφαλαίων, αλλά η ορθή και αποτελεσματική λειτουργία της προϋποθέτει κρατική παρέμβαση. Προϋποθέτει την ύπαρξη συνθηκών διαφάνειας, αμεροληψίας και επαρκούς ενημέρωσης των σε αυτή την αγορά συναλλασσόμενων, γεγονός που επιτυγχάνεται μόνο μέσω θεσπίσεως κατάλληλων και αποτελεσματικών κανόνων δικαίου. Ο σημαίνοντας ρόλος των αγορών κεφαλαίου για τις εθνικές οικονομίες και για το εν γένει ευρύτερο δημόσιο συμφέρον, έχει ως απόρροια την παρέμβαση

²³ή σε ΠΜΔ υπό προϋποθέσεις, βλ. *αρ. 1. Ν. 4706/2020, ΝΟΜΟΣ*

του κράτους για τη διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών αυτών. Είναι άλλωστε γεγονός ότι στην ελληνική έννομη τάξη, η βασική οργανωμένη αγορά, δηλαδή το Χρηματιστήριο Αθηνών, ουδέποτε λειτούργησε υπό καθεστώς αυτορρύθμισης, αλλά από την ίδρυσή του είχαν θεσμοθετηθεί κανόνες δικαίου που ρύθμιζαν τις συναλλαγές που διενεργούνταν στα πλαίσια του Χρηματιστηρίου²⁴.

Η κεφαλαιαγορά, ως μέσο άντλησης κεφαλαίων, τόσο εγχώριων και ξένων επενδυτών, όσο και του ίδιου του κράτους, προϋποθέτει την υιοθέτηση ενός ρυθμιστικού πλαισίου για την εξασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργία της, η οποία επιτυγχάνεται βάσει συνθηκών διαφάνειας και αμεροληψίας. Η εξασφάλιση μίας διαφανούς αγοράς, υπό την έννοια της πλήρους και ορθούς ενημέρωσης των σε αυτή συναλλασσόμενων, οδηγεί κατά συνέπεια στη βέλτιστη κατανομή των επενδυτικών κεφαλαίων και στο βέλτιστο σχηματισμό των τιμών για τα μέσα επένδυσης που προσφέρονται στην κεφαλαιαγορά. Επομένως, πρωταρχικός σκοπός του ενωσιακού και του εθνικού νομοθέτη, θεσμοθετώντας κανόνες που ρυθμίζουν τις αγορές κεφαλαίων, είναι η εξασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας τους²⁵.

Παράλληλα με την προστασία της αγοράς, σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς αποτελεί η προστασία του επενδυτή, του προσώπου δηλαδή εκείνου που συναλλάσσεται στην αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων. Το πρόσωπο αυτό, μέσα από τη συναλλακτική δράση του στις αγορές κεφαλαίων αντιμετωπίζει πληθώρα κινδύνων, όπως ενδεικτικά τη λήψη εσφαλμένης επενδυτικής απόφασης, την απώλεια (ολικής ή μερικής) της επένδυσής του, την κακή εκτέλεση των συναλλαγών του, όπως επίσης την τοποθέτηση του κεφαλαίου του με όχι κατάλληλους όρους συναλλαγής²⁶. Η υιοθέτηση κανόνων για την προστασία των επενδυτών που συναλλάσσονται στις κεφαλαιαγορές ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτές, καθόσον μάλιστα καθίστανται οι αγορές αυτές ελκυστικές για νέους επενδυτές.

Οι κεφαλαιαγορές δε δύνανται να λειτουργήσουν δίχως τη συμμετοχή σε αυτές του επενδυτικού κοινού. Ως εκ τούτου, οι κανόνες δικαίου που έχουν θεσμοθετηθεί αποσκοπούν τόσο στην αποσαφήνιση του τρόπου λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου, όσο και στην προστασία των συμφερόντων του επενδυτικού κοινού. Σκοπός δηλαδή του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι η θεσμοθέτηση κανόνων που οριοθετούν αφενός τον τρόπο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, αφετέρου επιδρούν αντανακλαστικά στην προστασία των συμφερόντων των επενδυτών. Η αυξημένη ανάγκη ρύθμισης του τρόπου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, αλλά και των

²⁴Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 2

²⁵Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 24

συμφερόντων του επενδυτικού κοινού, επεξηγεί την υιοθέτηση τόσο από τον ενωσιακό όσο και από τον εθνικό νομοθέτη, πληθώρας νομοθετημάτων που ρυθμίζουν τα εν λόγω ζητήματα, οι ρυθμίσεις των οποίων θα παρατεθούν εκτενώς στο κύριο μέρος της παρούσας διπλωματικής διατριβής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΠΟΠΤΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

1.1 Αντικείμενο εποπτείας

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς δε δύναται να αφεθεί σε καθεστώς αυτορρύθμισης, στις δυνάμεις δηλαδή των εμπλεκόμενων σε αυτή συναλλασσόμενων. Ο σημαίνοντας ρόλος της κεφαλαιαγοράς για τις εθνικές οικονομίες των κρατών, καθιστά επιτακτική την ανάγκη υιοθέτησης ενός αποτελεσματικού μηχανισμού εποπτείας, σκοπός του οποίου θα αποτελεί η πρόνοια για την εφαρμογή και την τήρηση των ενωσιακής και εθνικής προέλευσης διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Αντικείμενο του μηχανισμού εποπτείας αποτελεί ο έλεγχος επί της εφαρμογής των κανόνων δικαίου της κεφαλαιαγοράς, καθώς επίσης η διαπίστωση τυχόν παραβάσεων επί της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς. Οι αναγνωριζόμενες εξουσίες στο μηχανισμό εποπτείας αποτελούν μεταξύ άλλων ο προληπτικός και ο κατασταλτικός έλεγχος της κεφαλαιαγοράς. Αντικείμενο του προληπτικού ελέγχου είναι η λήψη μέτρων για την εφαρμογή των επιταγών της σχετικής νομοθεσίας και η χορήγηση άδειας λειτουργίας σε φορείς της αγοράς, όπως για παράδειγμα σε διαχειριστές ρυθμιζόμενων αγορών, σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, καθώς επίσης η εν γένει παρακολούθηση της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Αντίστοιχα, αντικείμενο του κατασταλτικού ελέγχου αποτελεί η επιβολή κυρώσεων από την αρμόδια αρχή, κατά την περίπτωση διαπιστώσεως παραβάσεων επί της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς.

Αξίζει να σημειωθεί εν προκειμένω ότι οι ενωσιακής προέλευσης Κανονισμοί και Οδηγίες που έχουν υιοθετηθεί από τις έννομες τάξεις των κρατών μελών της Ένωσης και σημειώθηκαν συνοπτικά στο εισαγωγικό κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής διατριβής, δεν περιλαμβάνουν ενιαίους κανόνες ως προς τους εποπτικούς μηχανισμούς επί των εκάστοτε αγορών κεφαλαίου

των κρατών μελών της Ένωσης. Αντίθετα, η νομική φύση, η οργάνωση και η λειτουργία των αρμόδιων φορέων εποπτείας της κεφαλαιαγοράς έγκειται στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών, με την εισαγωγή και τη θέσπιση διατάξεων που ρυθμίζουν τις εποπτικές τους αρμοδιότητες και την έκταση της ασκούμεας εξ αυτών εποπτείας. Σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο έχουν υιοθετηθεί ρυθμίσεις ως προς τη συνεργασία των κρατών για την εναρμονισμένη εφαρμογή του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, αλλά η λειτουργία και η οργάνωση του εκάστοτε φορέα εποπτείας ανήκει στη διακριτική ευχέρεια του εθνικού νομοθέτη²⁷.

1.2 Εποπτεία σε επίπεδο διεθνούς δικαίου

1.2.1 Ιστορική εξέλιξη (IOSCO)

Φορέας διεθνούς συνεργασίας των εθνικών εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς είναι ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (και στην αγγλική με την ονομασία “International Organization of Securities Commissions”) γνωστός ως IOSCO²⁸. Ο ως άνω Διεθνής Οργανισμός ιδρύθηκε το 1983 και έχει την έδρα του στη Μαδρίτη²⁹. Αποτελείται από 230 μέλη, εκ των οποίων τα 130 είναι τακτικά μέλη, που αποτελούν τις Εθνικές Εποπτικές Αρχές Κεφαλαιαγοράς στις αντίστοιχες δικαιοδοσίες των κρατών μελών³⁰. Έργο του Οργανισμού αυτού είναι η εφαρμογή των διεθνώς αναγνωρισμένων αρχών στον τομέα των κινητών αξιών³¹. Προς το σκοπό αυτό συνεργάζεται στενά με τους “G-20”³² και το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (γνωστό στην αγγλική με την ονομασία “Financial Stability Board”).

²⁷ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 469-470

²⁸ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 470

²⁹ [http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/iosco, ημερομηνία πρόσβασης: 03.08.2020]

³⁰ [https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, ημερομηνία πρόσβασης: 20.11.2021]

³¹ Chris Brummer, (2010), How International Financial Law Works (and How it Doesn't), διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1542829, πρόσβαση στις 17.04.2020]

³² είναι ένα φόρουμ αποτελούμενο από τους ηγέτες και τους διοικητές κεντρικών τραπεζών των είκοσι (20) μεγαλύτερων οικονομιών σε παγκόσμιο επίπεδο

1.2.2 Σκοποί και αρμοδιότητες της IOSCO

Οι τρεις βασικοί σκοποί λειτουργίας του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς είναι η εξασφάλιση της προστασίας των επενδυτών, της διαφάνειας και της ακεραιότητας των αγορών κεφαλαίου, καθώς επίσης η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου³³. Για την επίτευξη των άνω αναφερόμενων στόχων, γίνονται προσπάθειες από την IOSCO, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί η ανεμπόδιστη συνεργασία μεταξύ των κρατών μελών αυτής.

Έχοντας ως γνώμονα την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς σε διεθνές επίπεδο και την επίτευξη των ως άνω τριών βασικών στόχων, το 1998 υιοθετήθηκαν από την IOSCO οι «*Στόχοι και οι Αρχές του Κανονισμού Κινητών Αξιών*» (γνωστοί στην αγγλική ως Objectives and Principles of Securities Regulation), που αποτελούν ακόμα και σήμερα, κατόπιν αναθεώρησης αυτών, το διεθνώς αναγνωρισμένο ρυθμιστικό σημείο αναφοράς³⁴ για όλες τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων. Βάσει αυτού έχουν υιοθετηθεί 38 αρχές³⁵ που αφορούν μεταξύ άλλων τον τρόπο λειτουργίας των αρμόδιων ρυθμιστών των αγορών κεφαλαίου, την εφαρμογή των κανονισμών για τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, τις υποχρεώσεις των εκδοτών κινητών αξιών, τη συνεργασία μεταξύ των κρατών για την εξασφάλιση της διαφάνειας στα πλαίσια των κεφαλαιαγορών, τις υποχρεώσεις των πιστοποιημένων ελεγκτών ως προς την τήρηση των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής αναφοράς και γενικά αφορούν σημαίνοντα ζητήματα που ανακύπτουν στα πλαίσια της κεφαλαιαγοράς.

Σκοπός της υιοθέτησης των άνω κατευθυντήριων αρχών είναι η εναρμόνιση του κανονιστικού πλαισίου των αγορών κεφαλαίου, το οποίο τυγχάνει διαφοροποιημένο στις εκάστοτε δικαιοδοσίες των κρατών μελών της IOSCO. Για το λόγο αυτό, υιοθετήθηκαν οι ως άνω βασικές αρχές, οι οποίες δεν έχουν δεσμευτικό περιεχόμενο για τα κράτη μέλη της IOSCO, αλλά κρίνεται ιδιαίτερος σημαντικό να ακολουθηθούν από τα κράτη μέλη (κατά το μέτρο που είναι δυνατόν να ακολουθηθούν από αυτά), αποτελώντας τμήμα του ρυθμιστικού τους συστήματος. Επί τη βάση των ανωτέρω, το 2003, η IOSCO επικύρωσε τη μέθοδο αξιολόγησης της εφαρμογής των Αρχών του Κανονισμού (γνωστή με την ονομασία στην αγγλική ως IOSCO Principles Assessment Methodology). Αντικείμενο της μεθόδου αυτής είναι η αξιολόγηση του εκάστοτε ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου της εγχώριας κεφαλαιαγοράς των κρατών μελών της IOSCO, καθώς επίσης και η εκτίμηση της αποτελεσματικότητάς του ως προς την εφαρμογή των

³³του κινδύνου δηλαδή της γενικής κατάρρευσης της αγοράς λόγω αδυναμίας των μελών της να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους

³⁴Lucia Quaglia, (2014), The European Union and Global Financial Regulation, First Edition, Oxford University Press, σελ. 86

³⁵https://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards, πρόσβαση στις 20.11.2021]

τριών βασικών στόχων αυτής (της προστασίας των επενδυτών, της λειτουργίας των αγορών κατά αποτελεσματικό και διαφανή τρόπο και του περιορισμού του συστημικού κινδύνου).

Αντίστοιχα, η σημασία της τήρησης από τα κράτη μέλη της IOSCO των στόχων και των κατευθυντήριων γραμμών της, είχε ως επακόλουθο την ίδρυση, το Φεβρουάριο του 2012, της Επιτροπής Αξιολόγησης (γνωστή στην αγγλική ως Assessment Committee). Σκοπός της Επιτροπής αποτελεί η αποστολή στα κράτη μέλη της IOSCO προγραμμάτων αξιολόγησης, για να διαπιστωθεί αν αυτά εφαρμόζουν τις αρχές της τελευταίας. Κατασκευάστηκε δηλαδή ένα ηλεκτρονικό πρόγραμμα αυτό-αξιολόγησης, το οποίο βασίστηκε στη Μέθοδο Αξιολόγησης που έχει υιοθετηθεί από την IOSCO και βάσει αυτού οι Εποπτικές Αρχές κράτη μέλη της IOSCO αξιολογούν αν συμβαδίζουν με τις αρχές και τους στόχους της.³⁶

Είναι άξιο επισήμανσης στο σημείο αυτό ότι οι αρχές της IOSCO έχουν επικυρωθεί τόσο από τους “G-20”, όσο και από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (γνωστό στην αγγλική ως Financial Stability Board) ως τις κυρίαρχες αρχές που διέπουν τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου³⁷. Χαρακτηρίζονται επίσης ως ο θεμέλιος λίθος για την εφαρμογή του Προγράμματος Αξιολόγησης του Χρηματοοικονομικού Τομέα (και στην αγγλική ως Financial Sector Assessment Program, “Fsap”), του κοινού δηλαδή προγράμματος³⁸ συνεργασίας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund, IMF) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank), σκοπός του οποίου αποτελεί η εκτίμηση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος. Έχουν μάλιστα αποτελέσει τη βάση για την υιοθέτηση του κοινού ρυθμιστικού πλαισίου (το λεγόμενο στην αγγλική ως EU Single Rulebook) των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εναρμόνιση των κανόνων δικαίου που ρυθμίζουν τις αγορές κεφαλαίου των κρατών μελών της Ένωσης.³⁹

Εντούτοις, υπό τη βάση της παγκοσμιοποίησης των αγορών και της ολοένα αυξανόμενης δραστηριοποίησης στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων σε διακρατική βάση, το 2002, υπεγράφη το Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών χωρών - μελών της IOSCO⁴⁰. Η υπογραφή αυτού του Πρωτοκόλλου συνηγορεί την ανεμπόδιστη συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς των κρατών μελών της IOSCO, προκειμένου να εξασφαλιστεί η εφαρμογή των κανόνων δικαίου των χωρών που ρυθμίζουν τη

³⁶[https://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards, πρόσβαση στις 15.03.2020]

³⁷[<https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>, πρόσβαση στις 17.04.2020]

³⁸[<https://www.worldbank.org/en/programs/financial-sector-assessment-program>, πρόσβαση στις 20.11.2021]

³⁹Niamh Moloney, (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ.11 επόμενα

⁴⁰Lucia Quaglia, (2014), The European Union and Global Financial Regulation, First Edition, Oxford University Press, σελ. 86

λειτουργία των αγορών κεφαλαίου. Σκοπός αυτού του Μνημονίου αποτελεί η συνεργασία των Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς για την πάταξη της απάτης και γενικά των αθέμιτων ενεργειών που έχουν ως στόχο τη βλάβη των συμφερόντων των επενδυτών και θέτουν σε κίνδυνο την ακεραιότητα των αγορών. Για το λόγο αυτό οι Εποπτικές Αρχές των κρατών μελών της IOSCO βρίσκονται σε διαρκή συνεργασία, έτσι ώστε να δημοσιοποιούν σε έτερη Εποπτική Αρχή κράτους μέλους σημαντικές πληροφορίες για την εξασφάλιση της ακεραιότητας και της διαφάνειας των αγορών και της προστασίας των επενδυτών.⁴¹

Στα πλαίσια μάλιστα της προσπάθειας να προστατευτούν οι επενδυτές και να μειωθεί ο αναδυόμενος συστημικός κίνδυνος στις αγορές κεφαλαίου, δημοσιεύεται από την Επιτροπή Αναδυόμενου Κινδύνου της IOSCO (γνωστή στην αγγλική ως Committee on Emerging Risks) σε συνεργασία με τα μέλη του Τμήματος Ερευνών της IOSCO, Έκθεση, στην οποία παρουσιάζονται οι πιθανοί κίνδυνοι που ενδέχεται να προκύψουν στα πλαίσια των συναλλαγών στις αγορές κεφαλαίου. Αυτό αποτελεί μία πρωτοβουλία της IOSCO, έτσι ώστε να είναι ενημερωμένο το κοινό που δραστηριοποιείται στις κεφαλαιαγορές για ενδεχόμενες περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς που ενδέχεται να βλάψουν τα συμφέροντά τους. Έχοντας μάλιστα ως γνώμονα την εξασφάλιση υψηλού επιπέδου προστασίας για το επενδυτικό κοινό, πέραν των Ετήσιων Εκθέσεων που δημοσιεύονται, έχει δημιουργηθεί ένα ηλεκτρονικό σύστημα στην επίσημη σελίδα του διεθνούς αυτού οργανισμού, εντός του οποίου οι αρμόδιες Εποπτικές Αρχές Κεφαλαιαγοράς των κρατών μελών της IOSCO, δύνανται να υποβάλλουν αναφορά⁴² ως προς εταιρεία ή εταιρείες που κατά την κρίση τους δεν είναι πιστοποιημένες να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στη δικαιοδοσία του κράτους μέλους που υποβάλλει την αναφορά.

Προκειμένου μάλιστα να ενισχυθεί η συνεργασία μεταξύ των κρατών μελών της IOSCO, κάθε χρόνο συγκαλείται η Ετήσια Σύνοδος των Εποπτικών Αρχών μελών αυτής, στην οποία ανταλλάσσονται απόψεις επί σημαντικών ζητημάτων που άπτονται της λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου. Αντικείμενο συζητήσεων της Συνόδου αποτελούν ενδεικτικά θέματα που αφορούν την ανάπτυξη νέων κανονιστικών προτύπων εποπτείας, την αντιμετώπιση των προκλήσεων σε θέματα ασφάλειας και διαφάνειας της αγοράς, όπως επίσης τη βελτίωση λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου. Οι Σύνοδοι αυτοί, έχουν ως στόχο την πρόταση μέτρων για την επίτευξη κατά τον καλύτερο και πιο αποτελεσματικό τρόπο των τριών βασικών στόχων της IOSCO. Σε κάθε περίπτωση, ο Διεθνής αυτός Οργανισμός έχει αναπτύξει σημαίνουσα δράση τόσο για την

⁴¹Ε. Αποστολίδου, (2008), Εισήγηση: «Συστήματα και διαδικασίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 68 επόμενα

⁴²[\[https://www.iosco.org/investor_protection/?subsection=investor_alerts_portal\]](https://www.iosco.org/investor_protection/?subsection=investor_alerts_portal), πρόσβαση στις 20.11.2021]

εναρμόνιση του κανονιστικού πλαισίου των κρατών μελών αυτού, όσο και για την ανεμπόδιστη ανταλλαγή πληροφοριών, αποσκοπώντας στην επίτευξη ασφάλειας επί των αγορών κεφαλαίου και των σε αυτή την αγορά συναλλασσόμενων.

1.3 Εποπτεία σε επίπεδο ευρωπαϊκού δικαίου

1.3.1 Ιστορική εξέλιξη (ΕΑΚΑΑ/ ESMA)

Από την άλλη πλευρά, στον ευρωπαϊκό χώρο, η ανάγκη δημιουργίας ενός ενιαίου συστήματος εποπτείας της ευρωπαϊκής αγοράς, οδήγησε, το 1997, τις 17 Ρυθμιστικές Αρχές των κρατών μελών της Ένωσης στην ίδρυση μίας ομάδας εργασίας, γνωστή με την ονομασία στην αγγλική “Forum of European Securities Commissions” (FESCO)⁴³. Σκοπός ίδρυσης του φόρουμ αυτού ήταν η συνδρομή των αρχών των κρατών μελών στην παροχή αμοιβαίας βοήθειας και συνεργασίας σε περιπτώσεις που ανέκυπταν σε διακρατικό επίπεδο και αφορούσαν ζητήματα που άπτονταν της λειτουργίας της ευρωπαϊκής αγοράς. Το φόρουμ ωστόσο αυτό δεν είχε την ιδιότητα ευρωπαϊκού οργάνου ούτε η ίδρυσή του προβλεπόταν στην κοινοτική νομοθεσία, αλλά η δράση του βασίστηκε στο πλαίσιο των δυνατοτήτων που παρείχε η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ενόψει της απουσίας ενός ευρωπαϊκού εποπτικού οργάνου, η Επιτροπή Σοφών, όπως αυτή είχε συσταθεί από το Συμβούλιο των υπουργών οικονομικών των κρατών μελών, στα πλαίσια της διαδικασίας υπό την ονομασία «Lamfalussy», όπως αναφέρθηκε η διαδικασία αυτή στο εισαγωγικό κεφάλαιο της παρούσας διατριβής, υπέβαλε προτάσεις στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την διαμόρφωση ενός κοινού ρυθμιστικού πλαισίου της Ένωσης. Η εν λόγω Επιτροπή πρότεινε μεταξύ άλλων τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Εποπτικού Μηχανισμού με τη συμμετοχή των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς των κρατών μελών της Ένωσης. Αποτέλεσμα των προτάσεων αυτών ήταν η ίδρυση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (γνωστή με την ονομασία στην αγγλική Committee of European Securities Regulators, CESR)⁴⁴, με μέλη αυτής τις Εποπτικές Αρχές των κρατών μελών της Ένωσης. Η CESR ιδρύθηκε με την από 6.6.2001 απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

⁴³Niamh Moloney, (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ. 863

⁴⁴Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 10-11

(2001/527/EK)⁴⁵, έχοντας ως κύριες μεταξύ άλλων αρμοδιότητες την παροχή συμβουλών στην Επιτροπή είτε κατόπιν αιτήματος της τελευταίας είτε ίδια πρωτοβουλία, κυρίως για την κατάρτιση σχεδίων εκτελεστικών μέτρων στον τομέα των κινητών αξιών⁴⁶, με στόχο την καθιέρωση ενός κοινού ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου.

Εντούτοις, στα πλαίσια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε το 2007, εντοπίστηκαν αδυναμίες και αστάθειες στη λειτουργία και στο ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών κεφαλαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁴⁷. Υπό τη βάση των εν λόγω αδυναμιών σε ζητήματα εποπτείας των αγορών κεφαλαίου, η Επιτροπή ανέθεσε, το 2008, σε μία ομάδα υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, την υποβολή συστάσεων στην Επιτροπή για την ενίσχυση των ευρωπαϊκών εποπτικών ρυθμίσεων. Στη βάση της εκδοθείσας από 25 Φεβρουαρίου 2009 τελικής «έκθεσης de Larosière», εκδόθηκε ο Κανονισμός 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010, βάσει του οποίου ιδρύθηκε η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (γνωστή στην αγγλική με την ονομασία European Securities and Markets Authority, ESMA). Βάσει του εν λόγω Κανονισμού αντικαταστάθηκε από την ESMA η μέχρι τότε λειτουργούσα Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators, CESR) και η ESMA ανέλαβε τις προβλεπόμενες στον άνω Κανονισμό αρμοδιότητες από 1 Ιανουαρίου 2011⁴⁸.

Ειδικότερα, η ESMA αποτελεί ευρωπαϊκό όργανο με έδρα το Παρίσι, συσταθείσα κατά τον άνω Κανονισμό. Έχει αυτοτελή νομική προσωπικότητα⁴⁹, καθώς και διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια⁵⁰. Είναι μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (γνωστό στην Αγγλική με την ονομασία European System of Financial Supervision, ESFS), μέλη του οποίου αποτελούν επίσης το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board, ESRB), η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority, EBA), η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), η Μεικτή Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών (γνωστή στην αγγλική ως Joint Committee of the European Supervisory Authorities), καθώς και οι αρμόδιες

⁴⁵Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 174

⁴⁶βλ. άρθρο 2 της απόφασης 2001/527/EK, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁴⁷Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 15

⁴⁸[<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>, πρόσβαση στις 28.03.2020]

⁴⁹Niamh Moloney (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ. 954

⁵⁰βλ. σημείο 12 του προοιμίου του Κανονισμού 1095/2010/ΕΕ διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex), Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 176

εποπτικές αρχές των κρατών μελών της Ένωσης⁵¹. Πέραν βέβαια της συμμετοχής της ESMA στα εποπτικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτελεί συνδεδεμένο μέλος της IOSCO⁵², καθώς και μέλος-παρατηρητής στο Συμβούλιο αυτής.⁵³

1.3.2 Στόχοι και αρμοδιότητες της ESMA

Οι στόχοι και οι αρμοδιότητες της ESMA προβλέπονται στον Κανονισμό 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010, ως τροποποιημένος ισχύει βάσει του από 2019/2175 Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18^{ης} Δεκεμβρίου 2019⁵⁴. Στην ουσία, πρωταρχικός σκοπός λειτουργίας της ESMA είναι η προστασία του δημοσίου συμφέροντος με τη συμβολή της στη βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, προς όφελος της οικονομίας, των πολιτών και των επιχειρήσεων της Ένωσης⁵⁵. Παράλληλα με τον άνω αναφερόμενο στόχο, μεριμνά για την υγιή και αποτελεσματική λειτουργία της εσωτερικής αγοράς και τη λειτουργία αυτής υπό συνθήκες διαφάνειας, για την ενίσχυση του εποπτικού μηχανισμού και τη διασφάλιση ορθούς εποπτείας σε περιπτώσεις ανάληψης επενδυτικών και λοιπών κινδύνων, καθώς επίσης για την προστασία πελατών και επενδυτών⁵⁶.

Προκειμένου η ESMA να επιτύχει τους προαναφερθέντες στόχους, της αναγνωρίζεται μεγάλο εύρος αρμοδιοτήτων βάσει των διατάξεων των άνω Κανονισμών. Μία από τις σημαντικότερες αρμοδιότητες της ESMA αποτελεί η συμβολή της στη διαμόρφωση του κοινού ρυθμιστικού πλαισίου της Ένωσης⁵⁷. Προς το σκοπό αυτό, κατόπιν αιτήματος του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, του Συμβουλίου ή της Επιτροπής ή κατόπιν ίδιας πρωτοβουλίας, αποστέλλει

⁵¹βλ. παράγραφος 2 του άρθρου 2 του Κανονισμού 1095/2010, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁵²Lucia Quaglia, (2014), *The European Union and Global Financial Regulation*, First Edition, Oxford University Press, σελ. 86

⁵³https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=11, πρόσβαση στις 28.03.2020]

⁵⁴<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are/esa-review>, πρόσβαση στις 28.03.2020]

⁵⁵βλ. περίπτωση *i*, εδάφιο *γ'*, παράγραφος 1 του άρθρου 3 του Κανονισμού 2019/2175/ΕΕ, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eur-Lex)

⁵⁶βλ. άρθρο 1 παρ. 5 του Καν. 1095/2010, ως τροποποιημένο ισχύει βάσει του άρθρου 3 παρ. 1, εδάφιο *γ*, περ. *i* του Κανονισμού 2019/2175/ΕΕ, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eur-Lex)

⁵⁷Niamh Moloney, (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, Oxford University Press, σελ. 955

γνωμοδοτήσεις στα ως άνω όργανα επί θεμάτων που άπτονται των αρμοδιοτήτων της⁵⁸. Στο πλαίσιο των γνωμοδοτήσεων εντάσσεται και η σύσταση σχεδίων ρυθμιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων, τα οποία εγκρίνονται από τα αρμόδια καθ' ύλην ευρωπαϊκά όργανα υπό τη μορφή Οδηγίας ή Κανονισμού και δημοσιεύονται στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁵⁹.

Ομοίως, μία από τις κύριες αρμοδιότητες της ESMA αποτελεί η εποπτεία επί της συνετούς εφαρμογής του κοινοτικού δικαίου. Αν δηλαδή κατά τη λειτουργία της διαπιστώσει παραβίαση ή μη εφαρμογή της ενωσιακής νομοθεσίας, συνεργάζεται σε πρώτο στάδιο με την αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους μέλους, στην επικράτεια του οποίου διαπιστώνονται οι παραβάσεις αυτές, ενώ σε δεύτερο στάδιο μπορεί να απευθύνει στην αρχή του κράτους μέλους σύσταση συμμόρφωσης με το ενωσιακό δίκαιο. Σε περίπτωση που η αρχή του κράτους μέλους δε συμμορφωθεί με την υποβληθείσα από την ESMA σύσταση, τότε η τελευταία μπορεί να απευθύνει στην αρχή επίσημη γνώμη απαιτώντας από αυτή να προβεί στις απαιτούμενες ενέργειες συμμόρφωσης με το δίκαιο της Ένωσης⁶⁰. Βέβαια, σε περίπτωση μη συμμόρφωσης της αρχής με την επίσημη γνώμη της ESMA, δύναται η τελευταία να εκδώσει μεμονωμένη απόφαση απευθυνόμενη προς τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές, με περιεχόμενο αυτής τη λήψη μέτρων προς συμμόρφωση με την ενωσιακή νομοθεσία⁶¹. Η απόφαση αυτή της ESMA κατ'εξουσιοδότηση τυχόν αποφάσεως που θα εκδοθεί μεταγενέστερα από την αρμόδια αρχή του κράτους μέλους⁶².

Περαιτέρω, η ESMA παρέχει τη δυνατότητα σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, περιλαμβανομένων των αρμόδιων αρχών και οργανισμών της Ένωσης να υποβάλλουν ερωτήματα⁶³ ως προς την εφαρμογή ή τη μεταφορά των διατάξεων των νομοθετικών πράξεων, καθώς και των κατευθυντήριων γραμμών και συστάσεων που εκδίδονται βάσει των εν λόγω νομοθετικών πράξεων. Συμβάλλει ομοίως στην ανάπτυξη και το συντονισμό αποτελεσματικών σχεδίων διάσωσης και διαδικασιών εξυγίανσης για καταστάσεις έκτακτης ανάγκης, λαμβάνοντας

⁵⁸βλ. *άρθρο 16^α του Κανονισμού 2019/2175/ΕΕ*, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁵⁹βλ. *άρθρα 10 έως 15 του Κανονισμού 1095/2010, όπως τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό 2019/2175*, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁶⁰Christos V. Gortsos, (2016), *The Powers of the ESMA in Case of Breach of European Union Law: The Particular Case of Breaching the 'Non Bis in Idem' Principle*, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2890444], πρόσβαση στις 17.04.2020]

⁶¹βλ. *άρθρο 17 του Κανονισμού 2019/2175*, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁶²βλ. *άρθρο 17 του Κανονισμού 1095/2010, όπως τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό 2019/2175*, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁶³Διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: [<https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>], πρόσβαση στις 29.03.2020]

προληπτικά μέτρα για την ελαχιστοποίηση του συστημικού αντίκτυπου σε καταστάσεις ενδεχόμενων καταρρεύσεων⁶⁴. Σε κάθε περίπτωση αναπτύσσει σημαντικές δράσεις για την εποπτεία του χρηματοοικονομικού συστήματος, συμβάλλοντας καθοριστικά στην ορθή λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και την προστασία των επενδυτών.

1.4 Εποπτεία σε επίπεδο εθνικού δικαίου

1.4.1 Ιστορική εξέλιξη (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)

Στην ελληνική έννομη τάξη αρμόδια για την εποπτεία των αγορών κεφαλαίου είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁶⁵. Η εν λόγω Επιτροπή συστάθηκε κατά το άρθρο 12 του ΑΝ 148/1967⁶⁶, ως υπηρεσία του τότε Υπουργείου Συντονισμού⁶⁷, με γνωμοδοτικές κατά κύριο λόγο αρμοδιότητες⁶⁸. Κατόπιν, με το άρθρο 35 του Ν. 1806/1988 υπήχθη στην αρμοδιότητα του Υπουργείου Οικονομικών. Το 1991 συστάθηκε ως Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, εποπτευόμενο από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, με αρμοδιότητα την επίβλεψη της ορθούς εφαρμογής των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς⁶⁹. Το 2003, με την ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών, η Επιτροπή κατέστη η μοναδική εποπτεύουσα αρχή της κεφαλαιαγοράς⁷⁰. Οι κατά νόμο αρμοδιότητές της ασκούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή⁷¹. Αποτελεί μέλος της ESMA (και στο παρελθόν της CESR), καθώς επίσης αποτελεί τακτικό μέλος της IOSCO⁷².

⁶⁴βλ. άρθρο 25 του Κανονισμού 1095/2010, διαθέσιμο στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EUR-Lex)

⁶⁵http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/duties, πρόσβαση στις 20.11.2021]

⁶⁶βλ. άρθρο 12 παρ.1 του ΑΝ 148/1967, ΝΟΜΟΣ

⁶⁷Γεώργιος Αθ. Κοτίτσας, (1979), Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έκδοση Χρηματιστηρίου Αθηνών 1979, σελ. 66

⁶⁸Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 471

⁶⁹βλ. άρθρο 76 Ν 1969/1991, ΝΟΜΟΣ

⁷⁰Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ.472

⁷¹Λ. Ν. ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ- Γ. Δ. ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΣ, (2001), ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 64

⁷²http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/duties, πρόσβαση στις 05.04.2020]

1.4.2 Σκοποί και αρμοδιότητες τη Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η δράση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνίσταται στη διασφάλιση της ορθούς εφαρμογής του δικαίου της κεφαλαιαγοράς χάριν δημοσίου συμφέροντος⁷³. Στην ουσία πρωταρχικός σκοπός της είναι η εξασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, που αποτελεί, όπως αναφέρθηκε στο εισαγωγικό κεφάλαιο της παρούσας, θεμέλιο λίθο της εθνικής οικονομίας⁷⁴. Προς το σκοπό αυτό και βάσει των διατάξεων των άρθρων 76 έως 78 του Ν. 1969/1991, ως τροποποιημένες ισχύουν σήμερα, της αναγνωρίζονται ευρείες κανονιστικές, γνωμοδοτικές, προληπτικές-ελεγκτικές και κατασταλτικές αρμοδιότητες, όπως αυτές εξειδικεύονται στα επί μέρους νομοθετήματα⁷⁵.

Αρχικά, όπως ορίζεται στην παράγραφο 1^α του άρθρου 78 του Ν. 1969/1991, η ΕΚ δύναται να εκδίδει πράξεις κανονιστικού χαρακτήρα επί θεμάτων αναφορικά με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Αωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιρειών (ΑΧΕ), των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) και των Αωνύμων Εταιρειών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Ομοίως, με πράξεις κανονιστικού περιεχομένου δύναται να ρυθμίζει τη διαδικασία, τους όρους και τις προϋποθέσεις, σύμφωνα με τις οποίες τα μέλη του χρηματιστηρίου θα συναλλάσσονται με πρόσωπα που εκπροσωπούν επενδυτές και μεσολαβούν μεταξύ αυτών και των μελών του. Η ως άνω εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς πηγάζει από το άρθρο 43 παράγραφος 2 στοιχ. β' του Συντάγματος, σύμφωνα με το οποίο επιτρέπεται από όργανα της διοικήσεως η έκδοση κανονιστικών πράξεων βάσει ειδικής διατάξεως νόμου και μόνο για ρύθμιση ειδικότερων θεμάτων⁷⁶. Ακολούθως, γνωμοδοτεί στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων Κεφαλαιαγοράς. Αξίζει να σημειωθεί ότι έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς, καθώς μέλη της έχουν συμμετάσχει κατά καιρούς ως πρόεδροι στις νομοπαρασκευαστικές επιτροπές, συμβάλλοντας καθοριστικά στην

⁷³Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 146

⁷⁴Πιλάβιος (2008), Εισήγηση: «Συστήματα και διαδικασίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 31

⁷⁵βλ. ενδεικτικά αρ. 67 Ν. 4514/2018, αρ.23Ν.3556/2007, αρ. 21 Ν. 3401/2005, αρ. 35 Ν 4443/2016, ΝΟΜΟΣ

⁷⁶Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 474

προετοιμασία και στη διαμόρφωση των ψηφισθέντων από τη Βουλή νομοθετημάτων που ρυθμίζουν επί μέρους ζητήματα της κεφαλαιαγοράς.⁷⁷

Περαιτέρω, στα πλαίσια των αρμοδιοτήτων της προληπτικής εποπτείας, αποτελεί η χορήγηση από την ΕΚ αδειών στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χώρο της κεφαλαιαγοράς. Ως εξ αυτού, αποτελεί αρμόδια για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε διαχειριστή οργανωμένης αγοράς⁷⁸, που στην ελληνική έννομη τάξη διαχειριστής των υφιστάμενων οργανωμένων αγορών είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών⁷⁹. Ομοίως είναι αρμόδια για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ, καθώς επίσης και για τη χορήγηση άδειας διαχείρισης ΠΜΔ ή ΜΟΔ⁸⁰. Επί των άνω αναφερόμενων ζητημάτων, ενημερώνει την ΕΣΜΑ σε τακτά χρονικά διαστήματα, παρέχοντας σε αυτήν κατάλογο επί των αδειοδοτημένων εταιρειών και διαχειριστών των αγορών⁸¹. Αποφασίζει επίσης για την εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ενώ μάλιστα εποπτεύει σε συνεχή βάση την τήρηση από τους συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά (επιχειρήσεις επενδύσεων, εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, συνδεδεμένα με αυτούς πρόσωπα, διαχειριστές αγοράς, ΠΜΔ και ΜΟΔ, κλπ) των κανόνων δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Μάλιστα, στα πλαίσια των προληπτικών - ελεγκτικών αρμοδιοτήτων της, διενεργεί ελέγχους επί της εφαρμογής των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς⁸² και συγκεκριμένα δύναται να έχει πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο συναφές με την εκτέλεση των καθηκόντων της, να διενεργεί γενικούς και ειδικούς επιτόπιους ελέγχους και να ζητά την απομάκρυνση φυσικού προσώπου από το διοικητικό συμβούλιο των ΑΕΠΕΥ⁸³. Οι εν λόγω αρμοδιότητες, όπως παρατίθενται ενδεικτικώς ανωτέρω, εντάσσονται στο πλαίσιο του προληπτικού ελέγχου που αποτελεί το πρώτο στάδιο της ασκηθείσας εξ αυτής εποπτείας.

Το δεύτερο στάδιο εποπτείας είναι αυτό του καταστατικού ελέγχου, το οποίο συνίσταται στην επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση παραβάσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Προς το σκοπό αυτό αναγνωρίζονται στην ΕΚ, βάσει των γενικών διατάξεων, ευρείες εξουσίες επιβολής κυρώσεων, όπως η επιβολή προστίμων σε περίπτωση παραβίασης από τις εταιρείες που

⁷⁷Πιλάβιος (2008), Εισήγηση: «Συστήματα και διαδικασίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 32

⁷⁸Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 21, σε συνδυασμό με τα άρθρα 44 επόμενα Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

⁷⁹βλ. 2.1.1 Κανονισμού ΧΑ

⁸⁰βλ. αρ. 5 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

⁸¹βλ. αρ. 5 παρ. 3 και 9 παρ. 2, αρ. 46 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ, Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ.22

⁸²βλ. αρ. 78, παρ. 1, εδ. δ', Ν. 1969/1991, ΝΟΜΟΣ

⁸³βλ. αρ.67 Ν.4514/2018, ΝΟΜΟΣ

δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά των υποχρεώσεων πληροφόρησης που αυτές υπέχουν⁸⁴. Η δυνατότητα από την ΕΚ επιβολής κυρώσεων, όπως προβλέπεται από τις γενικές διατάξεις (αρ. 76 έως 78 Ν. 1969/1991), εξειδικεύεται και στα επί μέρους νομοθετήματα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς⁸⁵. Ειδικώς, στις αρμοδιότητες κατασταλτικής εποπτείας εντάσσεται η δυνατότητα της ΕΚ να ανακαλεί τις χορηγηθείσες εξ αυτής άδειες, να απαιτεί την αναστολή διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικού μέσου, να διαγράφει ή να απαιτεί τη διαγραφή χρηματοπιστωτικού μέσου, καθώς επίσης να απαγορεύει την άσκηση επαγγελματικής δραστηριότητας από φυσικά πρόσωπα που απασχολούνται ή συνεργάζονται με εποπτευόμενους φορείς⁸⁶.

Αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι οι αρμοδιότητες της ΕΚ τελούν υπό την επιφύλαξη των αρμοδιοτήτων που αναγνωρίζονται εκ του νόμου την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ)⁸⁷. Ειδικότερα, η ΤτΕ αποτελεί αρμόδια εποπτική αρχή ως προς τον έλεγχο τήρησης και συμμόρφωσης με τους ειδικότερους κανόνες δικαίου της κεφαλαιαγοράς κατά την περίπτωση παροχής επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών ή επενδυτικών δραστηριοτήτων από πιστωτικά ιδρύματα⁸⁸. Ως εξ αυτού βάσει των κείμενων διατάξεων προβλέπεται ρητώς η παροχή αμοιβαίας συνδρομής ως προς την ανταλλαγή σημαντικών πληροφοριών στον τομέα των αγορών κεφαλαίου μεταξύ της ΕΚ και της ΤτΕ⁸⁹.

Εντούτοις, πέραν των προαναφερόμενων αρμοδιοτήτων που αναγνωρίζονται στην ΕΚ και στην ΤτΕ, αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι το Χρηματιστήριο Αθηνών, παρά τη νομική του φύση ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, διαθέτει οιονεί εποπτικές⁹⁰ και κατασταλτικές αρμοδιότητες επί των αγορών που τελούν υπό τη διαχείρισή του⁹¹. Το ΧΑ, ως αρμόδιος διαχειριστής των υφιστάμενων στην ελληνική έννομη τάξη ρυθμιζόμενων αγορών, ελέγχει την ορθή τήρηση και εφαρμογή των διατάξεων του Κανονισμού του, όπως οι διατάξεις αυτές έχουν

⁸⁴βλ. παρ.12 και 15, αρ. 76, Ν. 1969/1991, ΝΟΜΟΣ, βλ. ΣτΕ 288/2019, ΝΟΜΟΣ

⁸⁵βλ. ενδεικτικά αρ. 69 Ν. 4514/2018, αρ. 37 Ν. 4443/2016, αρ. 26 Ν. 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

⁸⁶βλ. αντίστοιχα παρ. 1, αρ. 8 Ν. 4514/2018 και εδ' στ', παρ. 4, αρ. 67 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

⁸⁷Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ.169 επ.

⁸⁸Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 470, βλ. ενδεικτικά παρ. 6^α, αρ. 37, Ν. 4443/2016, αρ. 69 Ν.4514/2018, ΝΟΜΟΣ

⁸⁹βλ. αρ. 68 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

⁹⁰Βασίλειος Δ. Τουντόπουλος, (2021), ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 99-100

⁹¹βλ. αρ. 47 παρ. 3, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ, σε συνδυασμό με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών ως τροποποιημένος ισχύει, πηγή Χρηματιστήριο Αθηνών

εγκριθεί με αποφάσεις της ΕΚ⁹² και θα παρατεθούν εκτενώς στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας⁹³.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΤΕΛΟΥΝ ΥΠΟ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

2.1 Ρυθμιζόμενες και μη ρυθμιζόμενες αγορές

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνεται κατά την παράγραφο 21 του άρθρου 4 του Ν. 4514/2018 «*Ρυθμιζόμενη αγορά είναι το πολυμερές σύστημα, το οποίο διευθύνει ή διαχειρίζεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων - εντός του συστήματος και, σύμφωνα με τους κανόνες του οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια - κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά, σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙΙ του παρόντος Νόμου ή της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ*». Οι ρυθμιζόμενες αγορές αποτελούν οργανωμένες αγορές που λειτουργούν υπό τη διεύθυνση «διαχειριστή αγοράς», ενώ παράλληλα με αυτές βρίσκονται σε λειτουργία οι τιτλοφορούμενες ως «μη ρυθμιζόμενες αγορές», που λειτουργούν βάσει διαφορετικού ρυθμιστικού πλαισίου από τις οργανωμένες αγορές, συνιστώντας κατ' αυτό τον τρόπο μία νέα γενιά συστημάτων διαπραγμάτευσης⁹⁴. Τέτοια συστήματα διαπραγμάτευσης είναι οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), που βρίσκονται υπό τη διαχείριση επιχείρησης επενδύσεων ή διαχειριστή αγοράς⁹⁵.

⁹²βλ. την υπ' αριθμ. 1/865/23.1.2020 απόφαση της ΕΚ (ΦΕΚ Β/496/2020)

⁹³βλ. Κεφάλαια 2 και 3

⁹⁴Ματίνα-Κορδή Αντωνοπούλου, (2010), ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ Σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & Η ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΗΣ «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ, Β' έκδοση, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΡΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 37

⁹⁵βλ. παράγραφο 22, άρθρου 4, Νόμου 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

Διαχειριστής των ρυθμιζόμενων αγορών που λειτουργούν στην Ελλάδα είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών και ορθότερα η εταιρεία με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ»⁹⁶ (εφεξής ΧΑ). Ειδικώς, οι ρυθμιζόμενες αγορές που τελούν υπό τη διεύθυνση του ΧΑ είναι η Αγορά Αξιών, η Αγορά Παραγώγων περιλαμβανομένης και της αγοράς *repos* και ο Μηχανισμός Δανεισμού Τίτλων που αμφότερες λειτουργούν ως ηλεκτρονικές αγορές⁹⁷. Στις αγορές αυτές εισάγονται προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες⁹⁸, όπως προσδιορίζονται στους Νόμους 4514/2018, 3371/2005⁹⁹, αλλά και στον Κανονισμό του ΧΑ, όπως ενδεικτικά μετοχές, δικαιώματα μετοχών, ομολογίες και τίτλοι σταθερού εισοδήματος εν γένει, ΕΛ.Π.Σ, τίτλοι παραστατικοί μετοχών, διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (Δ.Α.Κ), Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Σ.Χ.Π.), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε), συμβόλαια προαίρεσης και γενικά χρηματοπιστωτικά μέσα, για τα οποία θα γίνει αναφορά σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας¹⁰⁰.

Δικαίωμα εισαγωγής κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές που τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ έχουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες, όπως ορίζονται στο Ν. 4548/2018, αλλοδαπές εταιρείες, το ελληνικό Δημόσιο, νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης πρώτου και δεύτερου βαθμού ή άλλων κρατών μελών ή οργανισμοί της τοπικής αυτοδιοίκησης αυτών ή διεθνή οργανισμοί με δημόσιο χαρακτήρα¹⁰¹. Οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά του ΧΑ προσδιορίζονται στα άρθρα 1 έως 10 του Ν. 3371/2005 και εξειδικεύονται βάσει των διατάξεων του Κανονισμού του ΧΑ.

Παράλληλα με τις ως άνω ρυθμιζόμενες αγορές, το ΧΑ αποτελεί διαχειριστής και του Πρώτου Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) που ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 2007¹⁰², με την επωνυμία «Εναλλακτική Αγορά» (εφεξής «ΕΝ.Α»)¹⁰³. Πρόκειται στην ουσία για

⁹⁶Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 49

⁹⁷Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 21

⁹⁸βλ. παράγραφο 2.1.2 του Κανονισμού του ΧΑ

⁹⁹βλ. παράγραφος 3, άρθρου 1, Νόμου 3371/2005 σε συνδυασμό με την παράγραφο 44 και 49, άρθρου 4, Νόμου 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

¹⁰⁰βλ. κεφάλαιο 5

¹⁰¹βλ. παρ. 1, αρ. 2, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ

¹⁰²Ματίνα-Κορδή Αντωνοπούλου, (2010), ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ Σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & Η ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΗΣ «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ, Β' έκδοση, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΡΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 47

¹⁰³[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-market>, πρόσβαση στις 08.06.2020]

μία «μη ρυθμιζόμενη αγορά»¹⁰⁴, που λειτουργεί βάσει των Κανόνων που έχουν τεθεί από το ΧΑ και έχουν γνωστοποιηθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηρίζεται ως μη ρυθμιζόμενη αγορά¹⁰⁵, καθώς για την εισαγωγή σε αυτήν κινητών αξιών δεν υφίστανται τόσο αυστηρές προϋποθέσεις όσο αυτές που έχουν τεθεί για την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ. Ως εκ τούτου δεν τυγχάνουν εφαρμογής στην ΕΝ.Α οι διατάξεις του Κανονισμού του ΧΑ που έχουν τεθεί για τις ρυθμιζόμενες αγορές, αλλά η ΕΝ.Α λειτουργεί βάσει ιδιαίτερων κανόνων λειτουργίας, όπως αυτοί οι κανόνες προσδιορίζονται από το ΧΑ και έχουν εγκριθεί από την ΕΚ¹⁰⁶. Παρόλα αυτά, εφαρμόζονται στην ΕΝ.Α οι διατάξεις της νομοθεσίας για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων, για την Κατάχρηση Αγοράς και για το Ενημερωτικό Δελτίο¹⁰⁷, ενώ δύνανται να τύχουν εφαρμογής και οι διατάξεις περί Εταιρικής Διακυβέρνησης¹⁰⁸.

Σκοπός ίδρυσης αυτού του πολυμερούς συστήματος και υιοθέτησης ελαστικότερων κανόνων λειτουργίας αυτού, είναι η στήριξη των μικρών και δυναμικά αναπτυσσόμενων εταιρειών¹⁰⁹. Μέσω της ΕΝ.Α παρέχεται η δυνατότητα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις να ενταχθούν εύκολα, γρήγορα και με μικρό κόστος στο χρηματιστηριακό περιβάλλον και να επιδιώξουν μέσω αυτού άμεση άντληση κεφαλαίων. Δικαίωμα εισαγωγής κινητών αξιών στον ΠΜΔ που λειτουργεί υπό την εποπτεία του ΧΑ έχουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες, όπως ορίζονται στο Ν. 4548/2018 ή αλλοδαπές εταιρείες με νομική μορφή αντίστοιχη με αυτή της ανώνυμης εταιρείας¹¹⁰.

Είναι άξιο επισημάνσεως στο σημείο αυτό ότι το ερευνητικό κομμάτι του παρόντος κεφαλαίου περιορίζεται στις προϋποθέσεις και στη διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και εταιρικών ομολόγων στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, καθώς επίσης στις προϋποθέσεις και στη διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και ομολογιών στην Εναλλακτική Αγορά του ΧΑ. Ομοίως, θα γίνει αναφορά στα πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, καθώς επίσης στα πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στην ΕΝ.Α.

¹⁰⁴ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 25

¹⁰⁵ Σπήλιος Α. Μούζουλας, (2008), Νόμος 3604/2007 για την αναμόρφωση και την τροποποίηση του Κ.Ν. περί ανωνύμων εταιρειών, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 2

¹⁰⁶ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 51

¹⁰⁷ βλ. *παρ. 2, άρ. 2*, των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

¹⁰⁸ αν υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό των εταιρειών που εισάγουν κινητές αξίες προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α, βλ. *εδάφιο β', παράγραφος 3, άρθρου 1 του Ν. 4706/2020*, ΝΟΜΟΣ

¹⁰⁹ Β. Μητροπούλου, (2008), Εισήγηση: «Συστήματα και διαδικασίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 53

¹¹⁰ βλ. *παρ. 1, άρθρου 3*, των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

Στη βάση αυτή, θα παρουσιαστούν στατιστικά στοιχεία για το ύψος των κεφαλαίων που έχουν αντλήσει οι εταιρείες που διαπραγματεύονται τις εκδιδόμενες εξ αυτών κινητές αξίες στην Αγορά Αξιών του ΧΑ.

2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ

2.2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών

Κατά την περίπτωση που υποβάλλεται αίτηση από μία εταιρεία για την εισαγωγή μετοχών, για πρώτη φορά, στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και συγκεκριμένα στη Γενική Κατηγορία Διαπραγματεύσεως (Κύρια Αγορά), γίνεται λόγος για πρωτογενή εισαγωγή μετοχών, υπό την έννοια ότι η αίτηση εισαγωγής μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά του ΧΑ γίνεται για πρώτη φορά¹¹¹. Αντίθετα, αν οι προς εισαγωγή μετοχές διαπραγματεύονται ήδη σε άλλη ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ γίνεται λόγος για δευτερογενή εισαγωγή μετοχών. Για την πρωτογενή εισαγωγή των μετοχών μίας εταιρείας στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και συγκεκριμένα στη Γενική Κατηγορία Διαπραγματεύσεως (Κύρια Αγορά), πρέπει να πληρούνται σωρευτικά κάποιες προϋποθέσεις που αφορούν τόσο την εκδότη των μετοχών εταιρεία, όσο και το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις ίδιες τις μετοχές.¹¹²

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί η εκδότη για την πρωτογενή εισαγωγή των μετοχών της στην Αγορά Αξιών του ΧΑ είναι οι εξής:

- Η ίδρυση και η καταστατική λειτουργία της εκδότης εταιρείας πρέπει να είναι σύμφωνη με τις κείμενες διατάξεις της ελληνικής νομοθεσίας¹¹³. Αυτό σημαίνει για παράδειγμα ότι η εκδότη των μετοχών εταιρεία πρέπει να έχει συσταθεί νομίμως, το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου να είναι σύμφωνο με τις επιταγές της νομοθεσίας, να βρίσκεται σε καθεστώς παραγωγικής λειτουργίας και γενικά να πληρούνται οι προϋποθέσεις που τάσσει ο Νόμος 4548/2018 «περί ανωνύμων εταιρειών», αλλά και κάθε άλλη ειδικότερη διάταξη νόμου.

¹¹¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 26-27

¹¹²Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 382

¹¹³Νικόλαος Κ. Ρόκας, (2019), Εμπορικές Εταιρείες, 9^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 498 επ.

- Η εκδότρια πρέπει να έχει κατά την υποβολή της αίτησης ύψος ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ σε ενοποιημένη βάση και σε περίπτωση που δεν ενοποιούνται άλλες εταιρείες σε ατομική βάση. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει κατά την περίπτωση εισαγωγής συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες¹¹⁴.

- Πρέπει επίσης να έχουν δημοσιευθεί ή να κατατεθούν από την εκδότρια προς δημοσίευση, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τριών (3) τουλάχιστον οικονομικών χρήσεων που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Σε περίπτωση που η εκδότρια είναι αλλοδαπή εταιρεία, τότε η δημοσίευση πρέπει να διενεργηθεί σύμφωνα με τα ΔΛΠ/ΔΠΧΠ και προκειμένου για εκδότρια εταιρεία τρίτης χώρας με άλλα ισοδύναμα λογιστικά πρότυπα (όπως ενδεικτικά US GAAP). Πέραν της δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων της εκδότριας, τίθεται επίσης η προϋπόθεση να έχουν ελεγχθεί αυτές από ορκωτό ελεγκτή και αν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, ορίζεται ως προϋπόθεση ο έλεγχος να αφορά όλες τις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση. Ομοίως, διευκρινίζεται ο έλεγχος αυτός να διενεργηθεί με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης. Κατά την περίπτωση που η εκδότρια έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες των τριών οικονομικών χρήσεων, η εισαγωγή των μετοχών αυτής θα γίνει μόνο κατόπιν έγκρισης της ΕΚ¹¹⁵.

- Αντίστοιχα, η εκδότρια πρέπει να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων τριετίας ύψους δύο εκατομμυρίων (2.000.000) ευρώ και κερδοφορία προ φόρων για τις δύο τελευταίες χρήσεις ή EBITDA (κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ και θετικό EBITDA για τις δύο τελευταίες χρήσεις σε ενοποιημένη βάση ή εφόσον δεν ενοποιεί άλλες εταιρείες σε ατομική βάση¹¹⁶.

¹¹⁴βλ. άρθρο 3.1.2.1.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹¹⁵βλ. υποπ. 3.1.2.1.2, της παραγρ. 3.1.2 του άρθρου 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹¹⁶Η εν λόγω προϋπόθεση δεν εφαρμόζεται α) στους εκδότες οι οποίοι λόγω υπαγωγής τους σε ειδικό καθεστώς αδειοδότησης, εποπτείας ή λειτουργίας, οφείλουν να υποβάλλουν αίτηση εισαγωγής στο ΧΑ εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, στους εκδότες που υπάγονται σε ειδική εποπτεία ως προς την κεφαλαιακή τους επάρκεια και σε αυτούς που λαμβάνουν έγκριση από την ΕΚ σύμφωνα με την παρ. 3.1.2.1.2 (3). του Κανονισμού του ΧΑ, β) στους εκδότες με κεφαλαιοποίηση (εκτιμώμενη τιμή εισαγωγής επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή) άνω των διακοσίων εκατομμυρίων (200.000.000) ευρώ, μετά από απόφαση του ΧΑ, γ) για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες και δ) στους εκδότες με κινητές αξίες δευτερογενώς εισαγόμενες στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. μετά από απόφαση του ΧΑ, βλ. υποπ. 3.1.2.1.3 της παρ. 3.1.2 του Κανονισμού του ΧΑ

- Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλα τα φορολογικά αντικείμενα και για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, πλην της τελευταίας. Σε περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου καταλαμβάνει όλες τις εταιρείες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία, πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίηση, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Σε περίπτωση ύπαρξης χρήσεων για τις οποίες δεν έχει συντελεστεί ο φορολογικός έλεγχος ή δεν έχουν εκδοθεί φορολογικά πιστοποιητικά, θα πρέπει να βεβαιώνεται η επάρκεια των προβλέψεων που έχουν αναγνωριστεί στις τελευταίες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις για τις ανέλεγκτες χρήσεις. Πέραν των ανωτέρω, το ΧΑ έχει τη δυνατότητα να ζητά από την εκδότρια εταιρεία ή τους μετόχους της εκδότριας που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα τουλάχιστον πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου, επιπλέον διασφαλίσεις για την κάλυψη τυχόν φορολογικών υποχρεώσεων αυτής¹¹⁷.

- Επίσης, το ΧΑ, σε περίπτωση που κρίνει ότι η δραστηριότητα της εκδότριας εταιρείας που έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, δεν παρουσιάζει πληρότητα και συνοχή, με επακόλουθο να δημιουργείται κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό, δύναται να ζητήσει από την εκδότρια την εξαγορά συνδεδεμένων εταιρειών, όπως αυτές προσδιορίζονται στο Παράρτημα Α' του Ν. 4308/2014 ή και εταιρειών που έχουν την ίδια μετοχική σύνθεση με την εκδότρια. Μάλιστα, σε αυτή τη βάση, το ΧΑ νομιμοποιείται να αιτηθεί την απορρόφηση από την εκδότρια συγκεκριμένων εταιρειών ή κλάδων των συνδεδεμένων ως άνω εταιρειών με την εκδότρια. Σε κάθε περίπτωση, το ΧΑ νομιμοποιείται να ζητήσει από την εκδότρια πρόσθετες εξασφαλίσεις, που θεωρεί απαραίτητες για την προστασία του επενδυτικού κοινού.

- Αντίστοιχα, ο Κανονισμός του ΧΑ θέτει ως προϋπόθεση για την εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. τη συμμόρφωση της εκδότριας με τις διατάξεις περί εταιρικής διακυβέρνησης.

- Αξίζει να σημειωθεί ότι σε περίπτωση που εκδότρια των μετοχών είναι αλλοδαπή εταιρεία, ορίζεται ως εκ του νόμου 3371/2005 προϋπόθεση, κατά τη διάταξη του άρθρου 7 αυτού, η απούλοπηση των μετοχών της εκδότριας, ενώ ο Κανονισμός του ΧΑ, θέτει ως πρόσθετη προϋπόθεση τη γνωστοποίηση τόσο στο ΧΑ όσο και στην ΕΚ στοιχείων αντικλήτου στην Αθήνα.¹¹⁸

¹¹⁷βλ. υποπ. 3.1.2.1.5 της παρ. 3.1.2 του άρθρου 3.1 του Κανονισμού του Χ.Α

¹¹⁸βλ. υποπ. 3.1.2.7, παρ. 3.1.2, του αρ. 3.1 του Κανονισμού ΧΑ

Παράλληλα με τις ως άνω προϋποθέσεις που αφορούν την εκδότρια των μετοχών εταιρεία, τίθενται ορισμένες προϋποθέσεις που αφορούν το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις μετοχές ως εξής:

- Κατά τρόπο ανάλογο με την προϋπόθεση νομιμότητας που έχει τεθεί για την εκδότρια, προβλέπεται ότι η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται¹¹⁹. Αυτό σημαίνει σε γενικές γραμμές ότι οι μετοχές της εκδότριας πρέπει να είναι ονομαστικές, να έχουν την ονομαστική αξία που προκύπτει από το νόμο και το καταστατικό, να τηρείται από την εκδότρια βιβλίο μετόχων, να τηρείται η αρχή της ισότητας υπό την έννοια ότι κάθε μετοχή παρέχει δικαιώματα ψήφου και διασφαλίζεται από την εκδότρια η ίση μεταχείριση των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση. Γενικότερα, η ως άνω προϋπόθεση αφορά κάθε κανόνα που τίθεται εκ της κείμενης νομοθεσίας για τη νομική κατάσταση των μετοχών¹²⁰.

- Σε περίπτωση εκδόσεως μετοχών εταιρείας και προσφοράς αυτών στο ευρύ επενδυτικό κοινό με τη γνωστή διαδικασία της «δημόσιας προσφοράς» (όπως το ζήτημα αυτό θα αναλυθεί στο κεφάλαιο 4 της παρούσας), προβλέπεται βάσει του Κανονισμού του ΧΑ¹²¹, η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών να είναι τουλάχιστον δύο εκατομμύρια (2.000.000) ευρώ. Η εν λόγω πρόβλεψη δεν εφαρμόζεται σε περίπτωση δευτερογενούς ή παράλληλης εισαγωγής μετοχών.

- Αντίστοιχα, τίθεται ως προϋπόθεση η ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών. Περιορισμοί στην ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών, που συνιστούν κώλυμα εισαγωγής αυτών στην Αγορά Αξιών, αποτελούν μεταξύ άλλων εκείνοι που εξαρτούν την εγκυρότητα της μεταβίβασης από προηγούμενη έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου ή της Γενικής Συνελεύσεως της εκδότριας. Κώλυμα στην ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών αποτελούν, μεταξύ άλλων, τα δικαιώματα «προτίμησης» των παλαιών μετόχων, καθώς επίσης και οι ρήτρες γνωστές υπό τις αγγλικές φράσεις «drag alone» και «tag alone», που σύμφωνα με την πρώτη ο τρίτος στον οποίο μεταβιβάζονται οι μετοχές υποχρεούται να αγοράσει και τις μετοχές των άλλων μετόχων ή σύμφωνα με τη δεύτερη οι υπόλοιποι μέτοχοι υποχρεούνται να μεταβιβάσουν και αυτοί στον τρίτο τις μετοχές τους¹²². Ωστόσο, προκειμένου να επηρεαστεί η ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών οι ως άνω ρήτρες πρέπει

¹¹⁹βλ. παρ. 1, άρθρου 4, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ

¹²⁰Ματίνα-Κορδή Αντωνοπούλου, (2010), ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ Σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & Η ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΗΣ «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ, Β' έκδοση, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΔΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 106 επ.

¹²¹βλ. υποπ. 3.1.2.1.10, παρ. 3.1.2, αρ. 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹²²Ευάγγελος Περάκης, (2019), Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, ο νέος Νόμος 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 6^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 185

οπωσδήποτε να περιέχονται σε διατάξεις του καταστατικού της εκδότριας, ενώ αν περιέχονται σε εξωεταιρικές συμφωνίες των μετόχων, δε συνιστούν περιορισμούς στην ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, η αθέτηση των εξωεταιρικών συμφωνιών έχει μόνο ενοχικά αποτελέσματα, έναντι δηλαδή των μετόχων, και δεν επιδρά στην εγκυρότητα της μεταβίβασης των μετοχών. Για το λόγο αυτό, τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες των μετόχων που ορίζουν την απαγόρευση της μεταβίβασης των μετοχών δεν συνιστούν κώλυμα ως προς την εισαγωγή των μετοχών στην Αγορά Αξιών και δεν επηρεάζουν την ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών. Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρ. 4 του Ν. 3371/2005, διευκρινίζεται ότι η εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά μετοχών των οποίων η κτήση υπόκειται σε έγκριση, επιτρέπεται μόνο αν η εφαρμογή της σχετικής για την έγκριση ρήτρας δεν είναι τέτοιας φύσης, που να διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Συνεπώς, τυχόν ρήτρες που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της εκδότριας και δύνανται να επηρεάσουν την ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα των μετοχών, θα εξετάζονται κατά περίπτωση (ad hoc) από το ΧΑ, βάσει των πραγματικών περιστατικών και των δεδομένων της εκάστοτε υπόθεσης.

- Σε προφανή βέβαια αντίθεση με την ως άνω προϋπόθεση της ελεύθερης διαπραγματευσιμότητας των μετοχών που αποτελούν το αντικείμενο της αίτησης εισαγωγής, υπάρχουν διατάξεις που επιβάλλουν τη μερική απαγόρευση μεταβίβασης μετοχών για το αμέσως μετά την εισαγωγή χρονικό διάστημα. Ειδικώς, σύμφωνα με την παρ. 9 του άρθρου 7 του Νόμου 2843/2000, προβλέπεται ότι οι μέτοχοι νεοεισαγόμενων στο ΧΑ εταιρειών που κατά την ημέρα εισαγωγής κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του είκοσι τοις εκατό (20%) του μετοχικού κεφαλαίου, δεν νομιμοποιούνται να μεταβιβάσουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό (10%) των μετοχών τους κατά το πρώτο έτος μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών και άνω του είκοσι τοις εκατό (20%) κατά το δεύτερο έτος, προσαυξανόμενου με το τυχόν ποσοστό που απομένει από τη μη πώληση κατά το πρώτο έτος μέρους ή του συνόλου του ως άνω δέκα τοις εκατό (10%)¹²³. Ομοίως, ο Κανονισμός του ΧΑ θέτει ως προϋπόθεση για την εγκυρότητα της εισαγωγής αυτών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, την απαγόρευση μεταβίβασης από τους μετόχους ποσοστού μετοχών που υπερβαίνει το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των προς εισαγωγή μετοχών για ένα έτος από το έτος εισαγωγής στην Αγορά Αξιών. Η ως άνω προϋπόθεση έχει τεθεί για μετόχους εταιρειών με εκτιμώμενη κεφαλαιοποίηση μικρότερη των εκατό εκατομμυρίων (100.000.000) ευρώ, οι οποίοι κατά το χρόνο έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών στην Αγορά Αξιών συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρείας¹²⁴. Ωστόσο, η προϋπόθεση

¹²³Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 387

¹²⁴βλ. υποπαρ. 3.1.2.1.7, της παραγρ. 3.1.2. του άρθρου 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

αυτή δεν εφαρμόζεται σε περιπτώσεις μεταβιβάσεως μετοχών λόγω κληρονομικής ή οιονεί καθολικής διαδοχής ή κληροδοσίας, μεταβιβάσεως μεταξύ μετόχων που υπόκεινται στην απαγόρευση της εν λόγω διάταξης και αναφέρθηκαν ευθέως ανωτέρω, μεταβιβάσεως πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή που αναλαμβάνει ρητά την υποχρέωση μη μεταβιβάσεως μετοχών καθ' υπέρβαση του ως άνω αναφερόμενου ορίου του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) ή μεταβιβάσεως σε μέλος που ενεργεί ως Ειδικός Διαπραγματευτής.¹²⁵

- Μία ακόμα προϋπόθεση που τίθεται τόσο εκ του νόμου όσο και εκ του Κανονισμού του ΧΑ για την εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. είναι η επαρκής διασπορά των προς εισαγωγή μετοχών στο ευρύ κοινό¹²⁶. Ως διασπορά νοείται η κατανομή των προς εισαγωγή μετοχών της εκδότριας εταιρείας στο ευρύ κοινό, κατανομή που πρέπει να υφίσταται το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή τους¹²⁷. Ειδικώς, ως επαρκής διασπορά νοείται: α) η κατανομή των προς εισαγωγή μετοχών στο ευρύ κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και ειδικότερα η κατανομή αυτών σε τουλάχιστον τριακόσια (300) πρόσωπα εκ των οποίων κανένα δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του συνόλου των προς εισαγωγή μετοχών ή β) όταν κατανέμονται οι μετοχές κατά ποσοστό τουλάχιστον δέκα πέντε τοις εκατό (15%) του συνολικού προς εισαγωγή αριθμού μετοχών της ίδιας κατηγορίας σε τουλάχιστον τριακόσια (300) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του πέντε τοις εκατό (5%) του συνολικού προς εισαγωγή αριθμού μετοχών, εφόσον λόγω του μεγάλου, ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες αριθμού μετοχών της ίδιας κατηγορίας, που είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό διασφαλίζεται η ορθή λειτουργία της αγοράς. Για την εκτίμηση της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς δε λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας που κατέχουν: α) μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου, β) διευθυντικά στελέχη αυτής, γ) συγγενείς πρώτου βαθμού των υφιστάμενων μετόχων που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα ποσοστό τουλάχιστον πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, και των διευθυντικών στελεχών της, δ) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές ένα έτος πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής. Στην τελευταία κατηγορία δεν περιλαμβάνονται: i) οι επαγγελματίες επενδυτές και ii) μέτοχοι εκδοτών των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε ΠΜΔ ή άλλη οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος μέλος της Ε.Ε. ή τρίτη χώρα¹²⁸. Βέβαια, επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών, χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί το ως

¹²⁵βλ. περ. 2, υποπαρ. 3.1.2.1.7, παρ. 3.1.2, αρ. 3.1 του Κανονισμού του Χ.Α

¹²⁶Σ. Ψυχομάνης, (2018), Δίκαιο εμπορικών εταιριών, 3^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 462

¹²⁷βλ. περ. α', παρ. 4, αρ. 4, Ν.3371/2005, ΝΟΜΟΣ

¹²⁸βλ. υποπαρ. 3.1.2.1.4., της παραγρ. 3.1.2. του Κανονισμού του ΧΑ

άνω απαιτούμενο ποσοστό¹²⁹ κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή τους, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό τουλάχιστον πέντε τοις εκατό (5%) και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή ακολουθηθεί η διαδικασία του άρθρου 2.5 (παράγραφος 2.5.1) του Κανονισμού του ΧΑ σχετικά με την παροχή υπηρεσίας Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών και Προαγοράς. Αντίστοιχα, επιτρέπεται η εισαγωγή των μετοχών στην Αγορά Αξιών, χωρίς να απαιτείται η κατανομή του ως άνω ποσοστού σε τριακόσια (300) πρόσωπα, εφόσον η διασπορά έχει επιτευχθεί με ιδιωτική τοποθέτηση, η οποία έχει διενεργηθεί μέχρι την έγκριση του σχετικού ενημερωτικού δελτίου εισαγωγής των μετοχών και εφόσον ανάλογα με τις συνθήκες διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Στην περίπτωση βέβαια υποβολής αιτήσεως εισαγωγής συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες, το ΧΑ κρίνει το επαρκές της διασποράς των μετοχών στο κοινό σε σχέση με το σύνολο των μετοχών που έχουν εκδοθεί και όχι μόνο ως προς αυτή τη συμπληρωματική σειρά¹³⁰. Ομοίως, κατά την περίπτωση που οι μετοχές της εκδότριας τυγχάνουν διαπραγμάτευσης σε άλλες, εκτός Ελλάδος, οργανωμένες αγορές κρατών μελών της ΕΕ ή τρίτων χωρών ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση παράλληλα και σε άλλες αγορές, για την πλήρωση του κριτηρίου της διασποράς λαμβάνεται υπόψη και η υφιστάμενη στις σχετικές αγορές διασπορά ή η διασπορά που επιτυγχάνεται στις σχετικές αγορές αντίστοιχα. Αξίζει στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η υποχρέωση της επαρκούς διασποράς ανάγεται σε διαρκή υποχρέωση της εκδότριας και σε περίπτωση που το ΧΑ ή η ΕΚ κρίνουν ότι με τη διασπορά που υπάρχει δε διασφαλίζεται ομαλή λειτουργία της αγοράς, δύνανται να τάξουν στην εκδότρια προθεσμία εντός της οποίας θα εξασφαλιστεί η επαρκής διασπορά των μετοχών. Αν μετά την παρέλευση της προθεσμίας δεν έχει επιτευχθεί η απαιτούμενη διασπορά των μετοχών, μπορεί να επιβληθεί αναστολή διαπραγμάτευσης των μετοχών ή διαγραφής τους από το ΧΑ.¹³¹

- Τέλος, μία ακόμα προϋπόθεση για την εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ είναι οι μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εισαγωγής να είναι πλήρως αποπληρωμένες.¹³² Συνεπώς, δε δύναται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών μετοχές για τις οποίες έχει γίνει χρήση της δυνατότητας τμηματικής καταβολής του κεφαλαίου, όπως αυτό προβλέπεται στο άρθρο 21 του Ν. 4548/2018 και η αποπληρωμή τους δεν έχει ολοκληρωθεί μέχρι την υποβολή της αίτησης εισαγωγής.

¹²⁹όπως προσδιορίζεται στην υποπερίπτωση 3.1.2.1.4 (1), της παραγράφου 3.1.2, αρ. 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹³⁰βλ. *περ. γ', παρ. 4, αρ. 4, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ*

¹³¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 390

¹³²βλ. *εδ. α', παρ. 2 άρθρου 4, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ*

- Σε κάθε περίπτωση, το ΧΑ μπορεί να ζητά και να αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα των μετοχών της εκδότριας, όπως ενδεικτικά την οικονομική κατάστασή τους, τον κλάδο δραστηριότητας και την πορεία της εκδότριας, τη διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων, την ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης και γενικά στοιχεία από τα οποία να αποδεικνύεται η καταλληλότητα της εκδότριας. Τα στοιχεία αυτά υποβάλλονται με ερωτηματολόγιο καταλληλότητας που συμπληρώνει η εκδότρια, καθώς επίσης και το έντυπο του εταιρικού προφίλ, τα οποία υποβάλλονται κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής.¹³³

2.2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολογιών

Εκτός από μετοχές, στην Αγορά Αξιών είναι δυνατό να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση οι εκδιδόμενες εκ των εταιρειών ομολογίες.¹³⁴ Τα εταιρικά αυτά ομόλογα εισάγονται προς διαπραγμάτευση στην κατηγορία Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος.¹³⁵ Για την πρωτογενή εισαγωγή εταιρικών ομολόγων, υποβάλλεται αίτηση από την εκδότρια εταιρεία στο ΧΑ, με την παράλληλη υποβολή προς έγκριση του ενημερωτικού δελτίου στην ΕΚ. Για την έγκριση της ως άνω υποβαλλόμενης αιτήσεως πρέπει να πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται στο Νόμο 3371/2005 και ειδικότερα στο άρθρο 6 αυτού, σε συνδυασμό με τις προϋποθέσεις που τίθενται στον Κανονισμό του ΧΑ. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω για την εισαγωγή μετοχών, έτσι και για την εισαγωγή εταιρικών ομολόγων στην Αγορά Αξιών, πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις τόσο σε σχέση με την εκδότρια εταιρεία όσο και σε σχέση με το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις ομολογίες.

Αναφορικά με την εκδότρια των ομολογιών εταιρεία, ο νόμος αναφέρει ότι η ίδρυση και η καταστατική της λειτουργία πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, ενώ ο Κανονισμός του ΧΑ δε προβλέπει κάτι ειδικότερο για την εκδότρια των ομολογιών. Σε κάθε περίπτωση, τα όσα αναφέρθηκαν ανωτέρω για την εκδότρια εταιρεία της οποίας οι μετοχές αποτελούν αντικείμενο της αίτησης εισαγωγής στην Αγορά Αξιών του ΧΑ (στη Γενική Κατηγορία Διαπραγμάτευσης), ισχύουν ανάλογα¹³⁶ και για την εκδότρια

¹³³βλ. υποπαρ. 3.1.2.1.9, παρ. 3.1.2, αρ. 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹³⁴Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, (2002), ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ, 5^η έκδοση, εκδόσεις ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ, σελ. 55

¹³⁵[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-bonds>, πρόσβαση στις 28.06.2020]

¹³⁶Σ. Ψυχομάνης, (2013), Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 366 επ.

εταιρεία της οποίας οι ομολογίες αποτελούν αντικείμενο της αίτησης εισαγωγής στην ίδια ως άνω αγορά (στην κατηγορία διαπραγμάτευσης Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος).¹³⁷

Βέβαια, ως προς τις προϋποθέσεις που αφορούν το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις ομολογίες προβλέπονται τα εξής:

- Η νομική κατάσταση των ομολογιών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.
- Οι εκδιδόμενες ομολογίες πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.
- Το ελάχιστο ύψος του ομολογιακού δανείου ορίζεται στο ποσό των διακοσίων χιλιάδων (200.000) ευρώ. Το ποσό αυτό δύναται να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της ΕΚ.
- Οι ανταλλάξιμες ομολογίες, οι μετατρέψιμες ομολογίες και οι ομολογίες με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών, δύναται να εισαχθούν μόνο εφόσον οι κινητές αξίες στις οποίες αναφέρονται έχουν εισαχθεί στο ΧΑ ή σε άλλη οργανωμένη αγορά ή εισάγονται ταυτόχρονα.
- Στην υποβληθείσα αίτηση της εκδότριας εταιρείας πρέπει να αναφέρεται το σύνολο των ομολογιών της ίδιας εκδόσεως.
- Σε κάθε περίπτωση, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω για τις μετοχές, είναι δυνατό να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και ομολογίες αλλοδαπών εκδοτών, ανεξαρτήτως δικαίου έκδοσης¹³⁸, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι έχουν απούλοποιηθεί και ακινητοποιηθεί σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο ή έχουν καταχωρηθεί σύμφωνα με το δίκαιο που διέπει τον εκδότη τους σε μητρώο άυλων ή ακινητοποιημένων τίτλων και οι οποίες υπόκεινται κατά το δίκαιο που τις διέπει σε καταχώριση και παρακολούθηση σε λογιστική μορφή.¹³⁹

¹³⁷[σε περίπτωση βέβαια που υποβάλλεται αίτηση εισαγωγής ομολογιών από ήδη εισηγμένη εταιρεία, δεν ελέγχονται οι προϋποθέσεις ως προς την καταλληλότητα της εκδότριας εταιρείας, αλλά ελέγχονται οι προϋποθέσεις ως προς την καταλληλότητα των προς εισαγωγή τίτλων, δηλαδή των ομολογιών, <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-bonds>, πρόσβαση στις 11.7.2020, Ενημερωτικό Υλικό – Αγορά Ομολόγων στο Χρηματιστήριο Αθηνών – Ξέρετε ότι...;]

¹³⁸[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-bonds>, πρόσβαση στις 11.7.2020]

¹³⁹[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-bonds-regulated-market>, πρόσβαση στις 11.7.2020]

2.2.3 Διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και εταιρικών ομολόγων στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ

Η διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής σε ρυθμιζόμενη αγορά του ΧΑ ορίζεται στο αρ, 2 του Ν. 3371/2005, σε συνδυασμό με τις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού του ΧΑ¹⁴⁰. Ειδικότερα, η εταιρεία της οποίας οι κινητές αξίες αποτελούν το αντικείμενο της αίτησης εισαγωγής, υποβάλλει την αίτηση και τα προβλεπόμενα δικαιολογητικά στο ΧΑ¹⁴¹, με συνακόλουθη υποβολή αιτήσεως προς την ΕΚ για έγκριση του ενημερωτικού δελτίου¹⁴². Αρμόδιο όργανο για την έκδοση απόφασης ως προς την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ, είναι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΧΑΕ¹⁴³, αφού πρώτα συνεκτιμήσει τα εξής:

- την πλήρωση των προϋποθέσεων που τίθενται στα άρθρα 3 έως 10 του Ν. 3371/2005,
- την πλήρωση των προϋποθέσεων που τίθενται από τον Κανονισμό του ΧΑ και
- να έχει εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο από την ΕΚ.

Ειδικότερα τα στάδια εγκρίσεως της αίτησης εισαγωγής, που τίθενται εκ του νόμου, είναι τα εξής:

1. Το ΧΑ διαπιστώνει κατ' αρχήν την πλήρωση των προϋποθέσεων εισαγωγής βάσει των προσκομιζόμενων από την αιτούσα εταιρεία δικαιολογητικών και ενημερώνει σχετικά την ΕΚ, ώστε να προβεί σε έλεγχο του ενημερωτικού δελτίου.

2. Σε δεύτερο στάδιο, ελέγχεται το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου από την ΕΚ, η οποία κατόπιν του ελέγχου αυτού, κοινοποιεί την απόφασή της στο ΧΑ.

3. Στο τρίτο και τελευταίο στάδιο, το ΧΑ αποφασίζει επί της υποβληθείσας αιτήσεως.

Ο Κανονισμός ωστόσο, του ΧΑ για την περίπτωση εισαγωγής μετοχών στην Αγορά Αξιών, με ή χωρίς δημόσια προσφορά, προβλέπει τρία στάδια εισαγωγής: την αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής από το χρηματιστήριο, την έγκριση εισαγωγής (πριν και μετά τη διενέργεια της δημόσιας προσφοράς) και τέλος την έναρξη διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών μέσα σε

¹⁴⁰βλ. παρ. 3.1.8, αρ. 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹⁴¹όπως τα δικαιολογητικά αυτά προσδιορίζονται στην από 28/17.7.2008 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑ, ως τροποποιημένη ισχύει σήμερα

¹⁴²βλ. αρ. 2, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ, βλ. κεφάλαιο 4 της παρούσας εργασίας

¹⁴³Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 395

προθεσμία δέκα πέντε ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία της έγκρισης εισαγωγής από το ΧΑ¹⁴⁴.

Σε κάθε περίπτωση, παρέχεται εκ του νόμου το δικαίωμα στο ΧΑ να απορρίψει την υποβληθείσα αίτηση¹⁴⁵, ακόμα και αν πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής που τίθενται από το νόμο και τον κανονισμό του ΧΑ, αν κρίνει ότι δε διασφαλίζεται η ορθή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς ή τα συμφέροντα των επενδυτών. Το ως άνω αναφερόμενο δικαίωμα απόρριψης της αιτήσεως από το ΧΑ, που τίθεται εκ του νόμου, συμπληρώνει και ο Κανονισμός του ΧΑ, κατά τον οποίο η αίτηση απορρίπτεται αν δε πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής, όπως αυτές οριοθετούνται στον κανονισμό του ΧΑ και αναφέρθηκαν ως ανωτέρω, αλλά ακόμα και οι ad hoc προϋποθέσεις που έχουν τεθεί από το ΧΑ. Σε περίπτωση ωστόσο απόρριψης της αιτήσεως, το ΧΑ ενημερώνει σχετικά την ΕΚ, ενώ η αιτούσα εταιρεία νομιμοποιείται εντός δέκα (10) ημερών από τη γνωστοποίηση της απορριπτικής απόφασης του ΧΑ, να αιτηθεί την ανάκληση της απόφασης αυτής, εκθέτοντας τους λόγους στους οποίους θεμελιώνει το αίτημά της¹⁴⁶. Αν το αίτημα της εταιρείας γίνει δεκτό, τότε η διαδικασία εισαγωγής συνεχίζεται από το στάδιο που βρίσκεται.

Αντίστοιχα, το ΧΑ οφείλει να απορρίψει την αίτηση εισαγωγής στην περίπτωση που δεν εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο από την ΕΚ. Στην περίπτωση αυτή, το ΧΑ ενημερώνει την ΕΚ για την απόρριψη της αιτήσεως εισαγωγής και η απορριπτική απόφαση γνωστοποιείται στην αιτούσα εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο¹⁴⁷. Ωστόσο, η απορριπτική απόφαση του ΧΑ μπορεί να ανακληθεί, μόνο μετά την ακύρωση της απορριπτικής απόφασης της ΕΚ επί του υποβληθέντος ενημερωτικού δελτίου, καθώς αποτελεί τυπική και εκ του νόμου προϋπόθεση για την έγκριση της αιτήσεως εισαγωγής. Σημειωτέον ότι η τυχόν απορριπτική απόφαση της ΕΚ συνιστά εκτελεστή ατομική διοικητική πράξη και επί της πράξεως αυτής παρέχεται δικαστική προστασία με την υποβολή αιτήσεως ακυρώσεως ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, μέσα σε προθεσμία εξήντα (60) ημερών από την κοινοποίησή της. Αντίστοιχα, κατά της αποφάσεως που θα εκδοθεί επί της ασκηθείσας αιτήσεως ακυρώσεως επιτρέπεται η άσκηση εφέσεως ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας.¹⁴⁸

¹⁴⁴βλ. υποπ. 3.1.8.2.3, παρ. 3.1.8, αρ. 3.1 του Κανονισμού ΧΑ

¹⁴⁵βλ. παρ. 2, αρ. 10, Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ

¹⁴⁶βλ. υποπαρ. 3.1.8.2.3 (α), παρ. 3.1.8, αρ. 3.1. του Κανονισμού του ΧΑ

¹⁴⁷βλ. υποπαρ. 3.1.8.2.3 (β), παρ. 3.1.8, αρ. 3.1 του Κανονισμού του ΧΑ

¹⁴⁸Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 397, σε συνδυασμό με το αρ. 25 Ν. 3371/2005, ΝΟΜΟΣ

2.2.4 Πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές

Σε περίπτωση εγκρίσεως της υποβληθείσας για την εισαγωγή κινητών αξιών αιτήσεως, γίνεται λόγος για έκδοση και προσφορά κινητών αξιών στην πρωτογενή αγορά. Η πρωτογενής αγορά (γνωστή στην αγγλική και ως primary market), είναι στην ουσία η αγορά, στην οποία εισάγονται για πρώτη φορά κινητές αξίες, η αγορά δηλαδή στην οποία γίνονται οι εκδόσεις των νέων αξιογράφων.¹⁴⁹ Αντικείμενα των συναλλαγών στην πρωτογενή αγορά αποτελούν μόνο νέες εκδόσεις τέτοιων αξιογράφων¹⁵⁰, ενώ λειτουργεί κατά κανόνα εκτός χρηματιστηρίου, υπό την έννοια ότι στην αγορά αυτή δε γίνεται κατ' ουσία διαπραγμάτευση των κινητών αξιών και διαμόρφωση της τιμής τους¹⁵¹, αλλά στην πράξη προσφέρονται προς πώληση οι νεοεκδοθείσες εκ των εταιρειών κινητές αξίες.

Ειδικότερα, στην πρωτογενή αγορά διενεργείται διαπραγμάτευση κινητών αξιών μεταξύ εκδοτών και ενδιαφερόμενων επενδυτών, όταν οι κινητές αυτές αξίες εκδίδονται για πρώτη φορά, ενώ η τιμή των τίτλων δεν έχει διαμορφωθεί βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης επενδυτικών κεφαλαίων, αλλά διαμορφώνεται από τις ανάγκες της εκδότριας εταιρείας για χρηματοδότηση. Μέσω αυτής της αγοράς, προσδοκάται η άντληση νέων για τις επιχειρήσεις κεφαλαίων από την πώληση των νέων αξιογράφων, με σκοπό την πραγμάτωση ενός νέου επενδυτικού τους σχεδίου¹⁵². Για το σκοπό αυτό, οι νεοεκδοθείσες εκ των εταιρειών κινητές αξίες προσφέρονται προς πώληση μέσω των εταιρειών που τις αντιπροσωπεύουν (π.χ. επενδυτικές εταιρείες), είτε σε πρόσωπα που υποδεικνύονται από την εταιρεία (π.χ. παλαιούς μετόχους αυτής σε περίπτωση νέας έκδοσης μετοχών - rights issue), είτε σε ατομικά επιλεγμένους επενδυτές (placement), είτε στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό με τη γνωστή διαδικασία της «δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών».¹⁵³

Στον αντίποδα βέβαια της πρωτογενούς αγοράς, βρίσκεται η δευτερογενής αγορά, στην οποία δε δημιουργούνται νέα αξιόγραφα, αλλά διαπραγματεύονται αξιόγραφα παλαιότερων εκδόσεων και οι διαπραγματεύσεις γίνονται στην ουσία μεταξύ των επενδυτών. Βασικό

¹⁴⁹Γιώργος Συλλιγάρδος – Νίκος Σχοινιωτάκης, (2018), Χρήμα, Τράπεζες, Αγορές και Διαχείριση Κινδύνων, εκδόσεις ΣΙΓΜΑ, σελ. 68

¹⁵⁰Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 180 επ. / Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 403

¹⁵¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 17 επόμενη

¹⁵²Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, Γ' έκδοση, εκδόσεις Γ. ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ, σελ. 32 επόμενη

¹⁵³Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ.403, βλ. κεφάλαιο 4 της παρούσας εργασίας

πλεονέκτημα της δευτερογενούς αγοράς, αποτελεί το γεγονός ότι όσοι έχουν αποκτήσει τίτλους στην πρωτογενή αγορά, δύνανται να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους στη δευτερογενή αγορά¹⁵⁴. Ειδικότερα, η δευτερογενής αγορά βοηθά στην απορρόφηση των νέων εκδόσεων της πρωτογενούς αγοράς, αποτελώντας αναγκαίο συμπλήρωμα της τελευταίας. Η αναγκαιότητα στην ουσία της δευτερογενούς αγοράς έγκειται στο γεγονός ότι κανένας επενδυτής δε θα ήταν διατεθειμένος να προβεί σε διενέργεια συναλλαγών στην πρωτογενή αγορά και κατ' επέκταση σε αγορά αξιογράφων, αν δεν είχε τη δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσής του στη δευτερογενή αγορά. Εδώ μάλιστα, γίνεται κατ' ουσία διαπραγμάτευση κινητών αξιών παλαιότερων εκδόσεων και ουσιαστική διαμόρφωση των τιμών αυτών μέσω των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης επενδυτικών κεφαλαίων¹⁵⁵.

2.2.5 Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ

Η σπουδαιότητα της διαπραγμάτευσης στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ (αρχικώς στις πρωτογενείς και μετέπειτα στις δευτερογενείς), έγκειται στο ότι αυτές αποτελούν μέσο άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων. Μέσω της διαπραγμάτευσης στις αγορές αυτές, παρέχεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αντλούν υγιή κεφάλαια σε διαρκή βάση, καταρτίζοντας έτσι τα επενδυτικά τους σχέδια με ορθότερο τρόπο.¹⁵⁶ Για παράδειγμα, κατά την περίπτωση που μία επιχείρηση επιθυμεί να εκπονήσει ένα νέο επιχειρηματικό σχέδιο, για την πραγμάτωση του οποίου δε διαθέτει τα απαραίτητα κεφάλαια, έχει τη δυνατότητα να εξεύρει την απαιτούμενη χρηματοδότηση μέσω των κεφαλαιαγορών. Κατ' αυτό τον τρόπο, οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν, άμεσα, γρήγορα και με μικρό κόστος τα κεφάλαια που αναζητούν, αποφεύγοντας τον επισφαλή τρόπο του τραπεζικού δανεισμού. Ο άμεσος χαρακτήρας της χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών έγκειται στο ότι οι εκδότριες εταιρείες μπορούν να προσφύγουν ευθέως στις αγορές κεφαλαίου, αναζητώντας χρηματοδότηση, είτε μέσω δημόσιας προσφοράς είτε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης των εκδιδόμενων εξ αυτών κινητών αξιών, χωρίς τη διαμεσολάβηση ενός άλλου φορέα, όπως συμβαίνει στη χρηματοδότηση μέσω των τραπεζών.

¹⁵⁴Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 195 επόμενα

¹⁵⁵Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 18

¹⁵⁶Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, (2002), ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ, 5^η έκδοση, εκδόσεις ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ, ΑΘΗΝΑ, σελ. 62

Αντίστοιχα, μέσω της εισαγωγής των εκδιδόμενων εκ των εταιρειών κινητών αξιών στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ, η εκδότρια εταιρεία απολαμβάνει μεγαλύτερης δημοσιότητας.¹⁵⁷ Αυτό απορρέει από το γεγονός ότι βρίσκεται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος για τον οικονομικό τύπο και τα λοιπά μέσα μαζικής ενημέρωσης, που παρακολουθούν τις χρηματιστηριακές εξελίξεις και δημοσιοποιούν σχετικά άρθρα για τις εταιρείες με μετοχές ή άλλες κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑ και την πορεία αυτών. Το γεγονός αυτό έχει ως επακόλουθο την ενίσχυση του κύρους και της φήμης της εκδότριας των κινητών αξιών εταιρείας, αναβαθμίζοντας τη θέση της στους προμηθευτές, τους δανειστές και τους πελάτες της. Μάλιστα, λόγω της δημοσιότητας που απολαμβάνει η εκδότρια, αποκτά προβάδισμα έναντι των ανταγωνιστών της, με επακόλουθο να διευκολύνεται η συμμετοχή της στην επίτευξη επιχειρηματικών συμπράξεων, συμφωνιών και στρατηγικών συνεργασιών. Ομοίως, έχει τη δυνατότητα προσέλκυσης στο εργατικό δυναμικό αυτής, αξιόλογων στελεχών.¹⁵⁸

Ένα ακόμα βασικό πλεονέκτημα από την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των εκδιδόμενων από μία εταιρεία κινητών αξιών στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ, είναι η, σε διαρκή βάση, αποτίμηση της αξίας της εταιρείας από διεθνώς αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης.¹⁵⁹ Μέσω της εισαγωγής για παράδειγμα των μετοχών μίας εταιρείας στο ΧΑ, ο προσδιορισμός των τιμών των μετοχών γίνεται σε διαρκή βάση και καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης επενδυτικών αξιογράφων στα πλαίσια της κεφαλαιαγοράς. Συνεπώς, λόγω της διαρκούς και επίκαιρης αποτίμησης της αξίας της εταιρείας, παρέχεται επίσης στην εταιρεία η δυνατότητα να αποκτήσει προβάδισμα έναντι των ανταγωνιστών της, γεγονός που δύναται να συμβάλει στην επίτευξη στρατηγικών συμμαχιών με θεσμικούς επενδυτές, καθώς επίσης στην εν γένει ανάπτυξη αυτής.

Ακολούθως, αξίζει να σημειωθεί ότι μέσω της εισαγωγής κινητών αξιών στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ, η εκδότρια των κινητών αξιών εταιρεία υπόκειται σε διαρκή έλεγχο και εποπτεία τόσο από το ΧΑ όσο και από την ΕΚ, καθόσον μάλιστα υποχρεούται σε διαρκή δημοσιοποίηση πληροφοριακών εγγράφων και στοιχείων για τις επιχειρηματικές πρακτικές που αναλαμβάνει. Η υπαγωγή της εκδότριας σε καθεστώς αυξημένης εποπτείας, αλλά και η υποχρέωση διαρκούς δημοσιοποίησης πληροφοριών στο ευρύ κοινό, δημιουργεί για την εταιρεία ένα κλίμα

¹⁵⁷Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, Γ' έκδοση, εκδόσεις Γ. ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ, σελ. 33 και επόμενα

¹⁵⁸<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing> , πρόσβαση στις 18.07.2020]

¹⁵⁹Χ. Μερτζάνης, (2008), Εισήγηση: «Δευτερογενείς αγορές και διαδικασία συναλλαγών» στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 61 επόμενα

εμπιστοσύνης τόσο από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές, όσο και από το ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον αυτής (προμηθευτές, δανειστές, πελάτες).

Ομοίως, μέσω της εισαγωγής στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ, επιτυγχάνεται η διασπορά της μετοχικής σύνθεσης της εταιρείας. Με λίγα λόγια, το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εκδότριας εταιρείας επιμερίζεται σε επί μέρους πρόσωπα, φυσικά ή νομικά, με αποτέλεσμα να εκφεύγει η διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων από τους ιδιοκτήτες – μετόχους της εκδότριας (όπως συμβαίνει σε εταιρείες με λίγους μετόχους που αναλαμβάνουν οι ίδιοι τη διοίκηση των εταιρικών υποθέσεων) και να επιμερίζεται σε ειδικευμένα στελέχη¹⁶⁰, τα οποία πρέπει να ακολουθούν τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης. Η διασπορά της μετοχικής σύνθεσης της εταιρείας, απομακρύνει τους ιδιοκτήτες αυτής από υψηλές διοικητικές θέσεις, συμβάλλοντας κατ' αυτό τον τρόπο στη βελτίωση της εσωτερικής της οργάνωσης και στην επίτευξη ομαλότητας ως προς τη διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων.

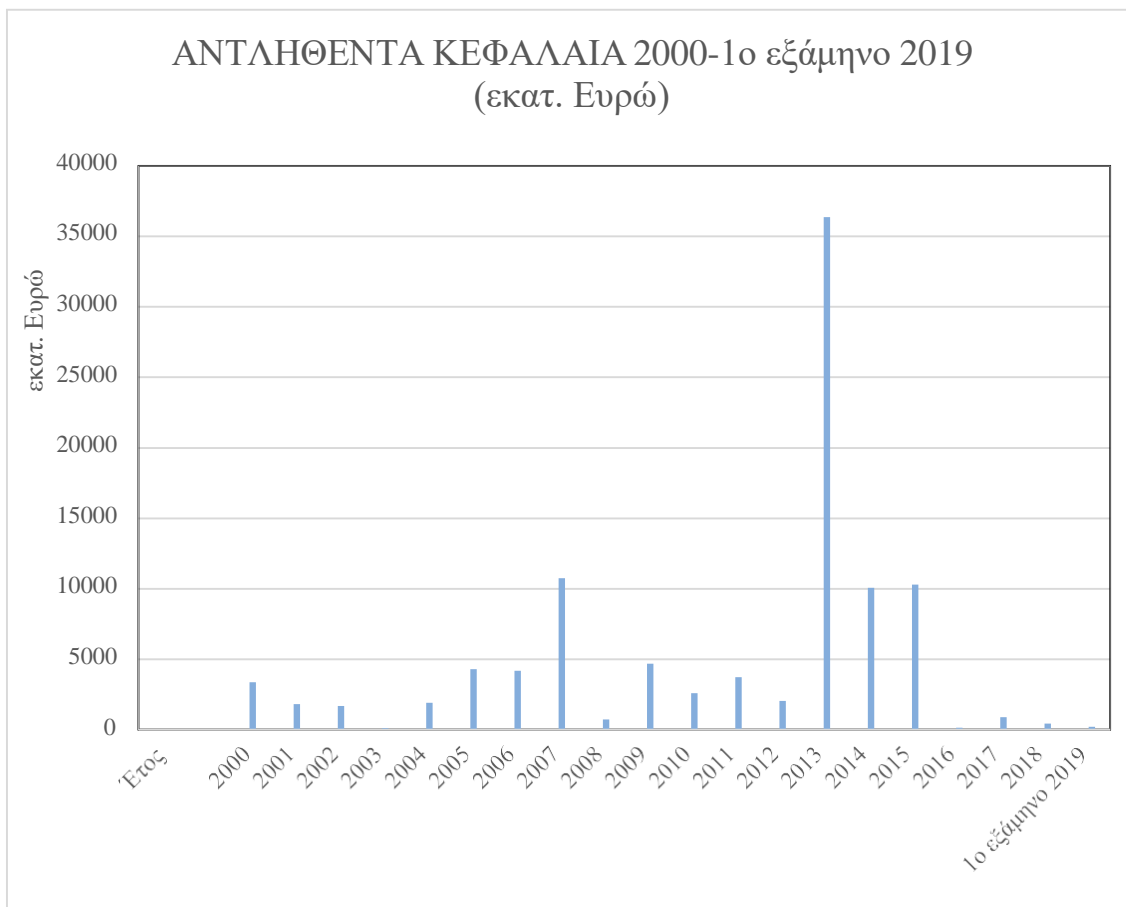
Σε κάθε περίπτωση, το γεγονός ότι οι ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ αποτελούν μέσο άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων για τις εταιρείες που εκδίδουν και εισάγουν προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες στις αγορές αυτές, διαφαίνεται και από τα ιστορικά στοιχεία, όπως παρουσιάζονται ευθέως κατωτέρω στον Πίνακα 1. Τα στοιχεία αυτά αποτυπώνουν τα κεφάλαια που έχουν αντλήσει οι εταιρείες στο πέρασμα των ετών λόγω της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των εκδιδόμενων εξ αυτών κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ¹⁶¹. Αντίστοιχα, ακολουθεί διαγραμματική απεικόνιση του συνόλου των κεφαλαίων που έχουν αποκομίσει οι εταιρείες από την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ, απεικόνιση που καταλαμβάνει το χρονικό διάστημα από το 2000 έως το πρώτο εξάμηνο του 2019.

¹⁶⁰Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, (2002), ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ, 5^η έκδοση, εκδόσεις ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ, ΑΘΗΝΑ, σελ 62-63

¹⁶¹[Πηγή σελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών, <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/info-markets-activity-publications-capital-raised-securities-market>]

Πίνακας 1 – Πηγή ΧΑ

Ιστορικά στοιχεία αντληθέντων κεφαλαίων από το 2000 έως το 1 ^ο εξάμηνο του 2019						
Έτος	Αντληθέντα κεφάλαια (σε εκατομμύρια ΕΥΡΩ) από εισηγμένες εταιρείες		Αντληθέντα κεφάλαια (σε εκατομμύρια ΕΥΡΩ) από νέες εταιρείες		Αντληθέντα κεφάλαια (σε εκατομμύρια ΕΥΡΩ) από εταιρείες μη εισηγμένες στο Χ.Α.	Σύνολο
	Νέες μετοχές	Υφιστάμενες μετοχές	Νέες μετοχές	Υφιστάμενες μετοχές	Από νέους τίτλους	
2000	159.76	356.57	2,064.10	778.78		3,359.21
2001	329.43	-	592.16	904.89		1,826.48
2002	54.64	1,538.76	93.43	7.97		1,694.81
2003	0.20	-	65.29	56.04		121.53
2004	1,816.47	-	87.13	17.44		1,921.03
2005	2,940.33	1,265.78	60.24	21.63		4,287.97
2006	3,454.46	-	113.73	611.59		4,179.77
2007	10,259.57	-	447.33	30.07		10,736.96
2008	706.76	-	23.34	-		730.10
2009	4,670.41	-	10.00	-		4,680.41
2010	2,596.56	-	-	-		2,596.56
2011	3,728.12	-	-	-		3,728.12
2012	2,053.35	-	-	-		2,053.35
2013	29,823.45		-	-		36,355.89
2014	10,029.15	-	35.13	-		10,064.28
2015	10,303.38	-	-	-		10,303.38
2016	90.25	-	14.49	-	40.00	144.74
2017	788.40			-	110.00	898.40
2018	321.15		4.16		115.00	436.15
1 ^ο εξάμηνο 2019	211.77					211.77



Διάγραμμα 1. – Πηγή ΧΑ

2.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στην EN.A

Σε αντίθεση με ό,τι ισχύει στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ, η EN.A, ως μη οργανωμένη αγορά, λειτουργεί βάσει ελαστικότερων κανόνων σε σχέση με τις ρυθμιζόμενες αγορές. Η ίδρυση στην ουσία της EN.A, το 2007, αποσκοπούσε στην ενίσχυση των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που αναζητούν χρηματοδότηση και δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ.¹⁶² Ως εκ τούτου, το ΧΑ έχει δημιουργήσει τις δύο παρακάτω διακριτές κατηγορίες για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετοχών, για τις οποίες υφίστανται ανάλογες προϋποθέσεις και διαδικασία ένταξης, όπως προσδιορίζονται στα άρθρα 3 έως 10 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι εξής:

- η EN.A ΣΤΕΠ και
- η EN.A PLUS

Αντίστοιχα, το ΧΑ έχει δημιουργήσει διακριτή κατηγορία εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των εκδιδόμενων εκ των εταιρειών ομολόγων, για την οποία υφίστανται επίσης διακεκριμένες προϋποθέσεις εισαγωγής.

2.3.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κατηγορία ENA ΣΤΕΠ της Εναλλακτικής Αγοράς του ΧΑ

Ειδικότερα, η EN.A ΣΤΕΠ, γνωστή στην αγγλική και με την ονομασία EN.A STEP, είναι η κατηγορία της Εναλλακτικής Αγοράς του ΧΑ που χαρακτηρίζεται ως «Κατηγορία Στήριξης της Επιχειρηματικότητας»¹⁶³ και αποτελεί μέσο χρηματοδότησης μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Απευθύνεται σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που εμφανίζουν καινοτόμες ιδέες στην ανάπτυξη, παραγωγή ή στη διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών τους, αλλά και σε εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο της επιχειρηματικής τους εξέλιξης¹⁶⁴. Όπως και στις ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ έχουν τεθεί ορισμένες προϋποθέσεις για την εισαγωγή των

¹⁶²Ματίνα - Κορδή Αντωνοπούλου, (2010), ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ Σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & Η ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΗΣ «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ, Β' έκδοση, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΡΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 48

¹⁶³βλ. *Ενότητα 1*, Ορισμοί των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁶⁴<https://www.athexgroup.gr/el/listing-alternative-ena-step>, πρόσβαση στις 28.08.2020]

εκδιδόμενων εκ των εταιρειών κινητών αξιών, έτσι και στην EN.A ΣΤΕΠ τίθενται προϋποθέσεις εισαγωγής αναφορικά με την εκδότρια των μετοχών εταιρεία, αλλά και αναφορικά με το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις μετοχές.

Ως προς την εκδότρια των μετοχών εταιρεία, οι Κανόνες Λειτουργίας του ΧΑ θέτουν τις κάτωθι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών στην EN.A ΣΤΕΠ:

- Η νομική κατάσταση της εταιρείας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, αναφορικά με την ίδρυση και την καταστατική της λειτουργία¹⁶⁵.

- Δεν υφίσταται υποχρέωση δημοσίευσης οικονομικών καταστάσεων. Ωστόσο, σε περίπτωση που η εκδότρια έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης οικονομικής χρήσης, πρέπει αυτές να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή και να έχουν δημοσιευτεί σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α ή άλλα ισοδύναμα λογιστικά πρότυπα. Η ως άνω προϋπόθεση ισχύει και κατά την περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.¹⁶⁶

- Ομοίως, τίθεται ως προϋπόθεση για την εισαγωγή μετοχών στην EN.A ΣΤΕΠ εταιρείας χωρίς διετή προηγούμενη δραστηριότητα στον κλάδο οικονομίας και στο επιχειρηματικό αντικείμενο αυτής, η σύνταξη Επιχειρηματικού Σχεδίου (business plan), το οποίο περιγράφει στην ουσία τους επιχειρηματικούς στόχους της εταιρείας, τον τρόπο και το χρονοδιάγραμμα υλοποίησής τους.¹⁶⁷

- Προβλέπεται επίσης ως προϋπόθεση ο ορισμός Συμβούλου EN.A από την εκδότρια των μετοχών εταιρεία, καθ' όλη τη διάρκεια παραμονής αυτής στην EN.A ΣΤΕΠ¹⁶⁸. Ως Σύμβουλος EN.A ορίζεται η εταιρεία που πληροί τις προϋποθέσεις που έχουν τεθεί με την από 29-03-2019 απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών του ΧΑ. Ειδικώς, πιστωτικά ιδρύματα ή επιχειρήσεις επενδύσεων, Εταιρείες Παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών/Εταιρείες Συμβούλων, ελεγκτικές εταιρείες, καθώς και αλλοδαπά νομικά πρόσωπα, εφόσον έχουν αποδεδειγμένη εμπειρία σε ζητήματα κεφαλαιαγοράς και δύνανται να παράσχουν τις επενδυτικές υπηρεσίες του σημείου 6 ή και 7 του Παραρτήματος Ι του Ν. 4514/2018, έχουν

¹⁶⁵βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 2, άρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁶⁶βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφοι 2 και 3, άρ. 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A, σε συνδυασμό με την Ενότητα 1 – Γενικό Πλαίσιο Λειτουργίας (Ορισμοί)

¹⁶⁷βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 4, άρ. 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A, σε συνδυασμό με την Ενότητα 1 – Γενικό Πλαίσιο Λειτουργίας (Ορισμοί)

¹⁶⁸βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α, παράγραφος 2, άρ. 7 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

τη δυνατότητα να αποκτήσουν την ιδιότητα Συμβούλου¹⁶⁹ και να ενταχθούν στη λίστα Συμβούλων EN.A¹⁷⁰. Έργο του Συμβούλου EN.A αποτελεί στην ουσία η υποβοήθηση της εκδότριας να ενταχθεί ομαλά στο χρηματιστηριακό περιβάλλον, καθώς επίσης η εκπλήρωση των υποχρεώσεών της, όπως αυτές απορρέουν βάσει του θεσμικού πλαισίου της EN.A.¹⁷¹

- Παράλληλα με τον ορισμό Συμβούλου EN.A, τίθεται ως προϋπόθεση η δήλωση του Συμβούλου σχετικά με την επάρκεια των προβλέψεων που έχουν αναγνωρισθεί στις οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας και τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις των ανέλεγκτων χρήσεων (για την εταιρεία και τις θυγατρικές της που περιλαμβάνονται στις τελευταίες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις).¹⁷²

- Η εκδότρια των μετοχών εταιρεία πρέπει επίσης να ακολουθεί τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, εφόσον υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στο καταστατικό αυτής.¹⁷³ Σε κάθε περίπτωση, η εκδότρια εταιρεία θα πρέπει να αναφερθεί στις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης ή στον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που ακολουθεί¹⁷⁴.

- Στην περίπτωση που η εκδότρια των μετοχών είναι αλλοδαπή εταιρεία, πέραν των άνω προϋποθέσεων, ορίζεται ως απαιτούμενο για την αποδοχή της αίτησης εισαγωγής, η γνωστοποίηση στο ΧΑ, στοιχείων αντικλήτου που εδρεύει στην Ελλάδα.¹⁷⁵

- Αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι για την εισαγωγή μετοχών στην EN.A ΣΤΕΠ, δεν υφίσταται περιορισμός ως προς το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας εταιρείας και ως προς την εν γένει κεφαλαιακή της επάρκεια και κερδοφορία αυτής.¹⁷⁶

Σε ακολουθία με τις ως άνω προϋποθέσεις που αφορούν την εκδότρια των μετοχών εταιρεία, τίθενται οι κάτωθι προϋποθέσεις που αφορούν το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις μετοχές:

- Ανάλογα με την προϋπόθεση νομιμότητας που προβλέπεται για την εκδότρια εταιρεία, ορίζεται ότι η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.¹⁷⁷

¹⁶⁹βλ. Ενότητα 4, αρ. 32 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A, σε συνδυασμό με την από 29-03-2019 απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών του ΧΑ

¹⁷⁰[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/nominated-advisers-outsourcing>, εδώ παρουσιάζονται αναλυτικώς οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στη λίστα Συμβούλων EN.A, πρόσβαση στις 06.09.2020]

¹⁷¹βλ. Ενότητα 4, αρ. 31 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁷²[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-step>, πρόσβαση στις 02.09.2020, σε συνδυασμό με την απόφαση 2 της Εναλλακτικής Αγοράς]

¹⁷³βλ. άρθρο 1 Ν. 4706/2020, ΝΟΜΟΣ

¹⁷⁴[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-step>, πρόσβαση στις 21.11.2021]

¹⁷⁵βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', άρθρο 9 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁷⁶[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-step>, πρόσβαση στις 06.09.2020]

¹⁷⁷βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 3, αρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

- Αντίστοιχα, τίθεται ως προϋπόθεση, οι μετοχές να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες. Αν η κτήση των μετοχών υπόκειται σε έγκριση, επιτρέπεται η εισαγωγή αυτών προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α ΣΤΕΠ, αν η εφαρμογή της σχετικής για την έγκριση ρήτρας δε διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς.¹⁷⁸

- Στην περίπτωση που απαιτείται η σύνταξη από την εκδότρια επιχειρηματικού σχεδίου για την ένταξη στην ΕΝ.Α, προβλέπεται ότι οι μέτοχοι που, κατά το χρονικό σημείο της ένταξης προς διαπραγμάτευση, κατέχουν έκαστος ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, νομιμοποιούνται να μεταβιβάσουν - κατ' ανώτατο όριο - το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των μετοχών που κατέχουν κατά την ημερομηνία ένταξης, για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου. Επίσης, στην περίπτωση που η εκδότρια εμφανίζει ζημιές για τις δύο (2) προηγούμενες της υποβολής της αίτησης οικονομικές χρήσεις, ορίζεται ότι οι μέτοχοι που, κατά το χρονικό σημείο της ένταξης προς διαπραγμάτευση, κατέχουν έκαστος ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, δε νομιμοποιούνται να μεταβιβάσουν το σύνολο των μετοχών τους για ένα (1) έτος μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης¹⁷⁹. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η μεταβίβαση των μετοχών μπορεί να επιτραπεί με απόφαση του ΧΑ, εφόσον: α) προταθεί από το Σύμβουλο ΕΝ.Α πλήρως αιτιολογημένος λόγος (όπως ενδεικτικά σε περιπτώσεις καθολικής διαδοχής, συμφωνίας με στρατηγικό επενδυτή, μεταβίβασης σε ειδικό διαπραγματευτή) και β) οι μετοχές παραμένουν δεσμευμένες για το υπόλοιπο του χρόνου δέσμευσης. Η εν λόγω προϋπόθεση περί δέσμευσης μετοχών δεν εφαρμόζεται στις Ε.Κ.Ε.Σ, τις μεταβιβάσεις από ή προς θεσμικούς επενδυτές και προς ειδικούς διαπραγματευτές.¹⁸⁰

- Αντίστοιχα, ορίζεται ότι κατά το χρόνο έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών και για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η διαπραγμάτευση αυτών, οι μετοχές πρέπει να τηρούνται σε λογιστική μορφή ύστερα από αποϋλοποίηση ή ακινητοποίηση.¹⁸¹

¹⁷⁸βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 4, αρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

¹⁷⁹βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', άρθρο 5, των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

¹⁸⁰βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφοι 3 και 4, άρθρου 5 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

¹⁸¹βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παρ. 5, άρθρου 3 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

2.3.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κατηγορία EN.A PLUS της Εναλλακτικής Αγοράς του ΧΑ

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, παράλληλα με την EN.A ΣΤΕΠ, το ΧΑ δημιούργησε και την Κατηγορία Διαπραγμάτευσης με την ονομασία EN.A PLUS, που αποτελεί τη Γενική Κατηγορία Διαπραγμάτευσης της Εναλλακτικής Αγοράς¹⁸². Η EN.A PLUS απευθύνεται κατά κύριο λόγο σε εταιρείες με επιχειρηματική πορεία τουλάχιστον δύο (2) ετών στον κλάδο οικονομίας που δραστηριοποιούνται. Ωστόσο, το ΧΑ δύναται να εγκρίνει την εισαγωγή μετοχών εταιρειών που δεν έχουν αναπτύξει έντονη επιχειρηματική δραστηριότητα (δηλαδή εμφανίζουν δραστηριότητα μικρότερη των δύο οικονομικών χρήσεων), εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις,¹⁸³ όπως θα αναλυθούν ευθέως κατωτέρω.

Αντίστοιχα με την EN.A ΣΤΕΠ, για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση μετοχών εταιρείας στην Κατηγορία EN.A PLUS, πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις τόσο σε σχέση με την εκδότρια των μετοχών εταιρεία όσο και σε σχέση με το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις μετοχές.

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί η εκδότρια των μετοχών εταιρεία είναι οι εξής:

- Η νομική κατάσταση της εκδότριας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, αναφορικά με την ίδρυση και την καταστατική της λειτουργία¹⁸⁴.
- Ως προϋπόθεση εισαγωγής αποτελεί επίσης ο διορισμός από την εκδότρια Συμβούλου EN.A τόσο για την έγκριση διαπραγμάτευσης μετοχών στην EN.A PLUS, όσο και για τα δύο (2) πρώτα έτη από την έναρξη διαπραγμάτευσης.¹⁸⁵
- Παράλληλα με τον ορισμό Συμβούλου EN.A, τίθεται ως προϋπόθεση η δήλωση του Συμβούλου σχετικά με την επάρκεια των προβλέψεων που έχουν αναγνωρισθεί στις οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας και τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις των ανέλεγκτων χρήσεων (για την εταιρεία και τις θυγατρικές της που περιλαμβάνονται στις τελευταίες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις).¹⁸⁶

¹⁸²βλ. Ενότητα 1 Γενικό Πλαίσιο Λειτουργίας - Ορισμοί

¹⁸³[\[https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-plus\]](https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-plus), πρόσβαση στις 28.08.2020]

¹⁸⁴βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 2, αρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁸⁵βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', άρθρο 7 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁸⁶[\[https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-plus\]](https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-plus), πρόσβαση στις 02.09.2020, σε συνδυασμό με την απόφαση 2 της Εναλλακτικής Αγοράς]

- Ακολούθως, η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή συντάξει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις και να παρουσιάζει διετή δραστηριότητα στον κλάδο οικονομίας και στο επιχειρηματικό αντικείμενο, στο οποίο θα δραστηριοποιηθεί, μετά την ένταξη των μετοχών της στην EN.A PLUS.¹⁸⁷

- Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή και να έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α ή άλλα ισοδύναμα λογιστικά πρότυπα. Η προϋπόθεση αυτή εφαρμόζεται και κατά την περίπτωση που η εκδότρια συντάσσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.¹⁸⁸

- Σε κάθε περίπτωση, είναι δυνατή η έγκριση από το ΧΑ εισαγωγής προς διαπραγμάτευση μετοχών εταιρείας με λιγότερη των δύο (2) ετών επιχειρηματική δραστηριότητα, κατόπιν ειδικής τεκμηρίωσης του Συμβούλου EN.A.¹⁸⁹

- Πέραν της ως άνω αναφερόμενης ειδικής τεκμηρίωσης του Συμβούλου EN.A, απαιτείται η σύνταξη από την εταιρεία επιχειρηματικού σχεδίου (business plan), το οποίο αποτελεί απεικόνιση των επιχειρηματικών στόχων της εταιρείας, του τρόπου και του χρονοδιαγράμματος υλοποίησης αυτών.¹⁹⁰

- Η εκδότρια των μετοχών εταιρεία πρέπει επίσης να ακολουθεί τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, εφόσον υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στο καταστατικό της.¹⁹¹ Σε κάθε περίπτωση, συνιστάται η εκδότρια να αναφερθεί στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ή στον Κώδικα Διακυβέρνησης που ακολουθεί.

- Στην περίπτωση που η εκδότρια των μετοχών είναι αλλοδαπή εταιρεία, πέραν των άνω προϋποθέσεων, ορίζεται ως προαπαιτούμενο για την αποδοχή της αίτησης εισαγωγής, η γνωστοποίηση στο ΧΑ, στοιχείων αντικλήτου που εδρεύει στην Ελλάδα.¹⁹²

- Είναι άξιο επισημάνσεως στο σημείο αυτό ότι για την εισαγωγή μετοχών στην EN.A PLUS, δεν υφίσταται περιορισμός ως προς το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας εταιρείας και ως προς την εν γένει κεφαλαιακή της επάρκεια και κερδοφορία αυτής.¹⁹³

¹⁸⁷βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 1, άρθρου 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁸⁸βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 3, άρθρου 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A, σε συνδυασμό με την Ενότητα 1 Γενικό Πλαίσιο Λειτουργίας - Ορισμοί

¹⁸⁹βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 1, άρθρου 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹⁰βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 4, άρθρου 4 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹¹βλ. άρθρο 1 Ν. 4706/2020, ΝΟΜΟΣ

¹⁹²βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', άρθρο 9 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹³[\[https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-step\]](https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/listing-alternative-ena-step), πρόσβαση στις 06.09.2020]

Περαιτέρω, οι προϋποθέσεις που έχουν τεθεί βάσει των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση μετοχών στην κατηγορία EN.A PLUS και αφορούν το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις μετοχές, είναι οι εξής:

- Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.¹⁹⁴

- Οι μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες. Αν η κτήση των μετοχών υπόκειται σε έγκριση, επιτρέπεται η εισαγωγή αυτών προς διαπραγμάτευση στην EN.A PLUS, αν η εφαρμογή της σχετικής για την έγκριση ρήτρας δεν είναι τέτοιας φύσεως, ώστε να διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς.¹⁹⁵

- Στην περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία συντάσσει επιχειρηματικό σχέδιο, ορίζεται ότι οι μέτοχοι που, κατά το χρονικό σημείο της ένταξης προς διαπραγμάτευση, κατέχουν έκαστος ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, νομιμοποιούνται να μεταβιβάσουν - κατ' ανώτατο όριο – το είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) των μετοχών που κατέχουν κατά την ημερομηνία ένταξης, για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου. Αντίστοιχα, στην περίπτωση που η εκδότρια παρουσιάζει ζημίες για τις δύο (2) προηγούμενες της υποβολής της αίτησης οικονομικές χρήσεις, προβλέπεται ότι οι μέτοχοι που, κατά το χρονικό σημείο της ένταξης προς διαπραγμάτευση, κατέχουν έκαστος ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, δεν επιτρέπεται να μεταβιβάσουν το σύνολο των μετοχών τους για ένα (1) έτος μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης¹⁹⁶. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η μεταβίβαση των μετοχών μπορεί κατ' εξαίρεση να επιτραπεί με απόφαση του ΧΑ, εφόσον: α) προταθεί από το Σύμβουλο EN.A πλήρως αιτιολογημένος λόγος, όπως ενδεικτικά σε περιπτώσεις καθολικής διαδοχής, συμφωνίας με στρατηγικό επενδυτή, μεταβίβασης σε ειδικό διαπραγματευτή και β) οι μετοχές παραμένουν δεσμευμένες για το υπόλοιπο του χρόνου δέσμευσης. Η εν λόγω προϋπόθεση περί δέσμευσης μετοχών δεν εφαρμόζεται στις Ε.Κ.Ε.Σ., τις μεταβιβάσεις από ή προς θεσμικούς επενδυτές και προς ειδικούς διαπραγματευτές.¹⁹⁷

- Ακολούθως, για την ένταξη προς διαπραγμάτευση μετοχών εταιρείας στην EN.A PLUS, η εκδότρια των μετοχών πρέπει να έχει διασπορά των μετοχών της στο κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον δέκα πέντε τοις εκατό (15%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε τουλάχιστον πενήντα (50) πρόσωπα, κανένα από τα οποία δεν κατέχει άμεσα ή έμμεσα ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του συνόλου των προς διαπραγμάτευση

¹⁹⁴βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 3, αρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹⁵βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 4, αρ. 3 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹⁶βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', άρθρο 5, των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

¹⁹⁷βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφοι 3 και 4, άρθρου 5 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

μετοχών. Η διασπορά αυτή θα πρέπει να έχει επιτευχθεί το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης του ΧΑ. Για τον υπολογισμό της διασποράς, δε λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας που κατέχουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και διευθυντικά στελέχη της εκδότριας, οι συγγενείς α΄ βαθμού αυτών, καθώς και οι συγγενείς πρώτου βαθμού των υφιστάμενων μετόχων που κατέχουν άμεσα ή έμμεσα ποσοστό τουλάχιστον πέντε τοις εκατό (5%) του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Σε περίπτωση που οι μετοχές της εκδότριας εισάγονται προς διαπραγμάτευση ή διαπραγματεύονται σε άλλες ρυθμιζόμενες αγορές ή ΠΜΔ, για τον υπολογισμό της διασποράς λαμβάνεται υπόψη και η διασπορά που επιτυγχάνεται στις σχετικές αγορές ή ΠΜΔ αντίστοιχα. Η διασπορά υπολογίζεται σύμφωνα με τους κανόνες υπολογισμού της πρωτογενούς ή κύριας αγοράς, στην οποία οι μετοχές είναι εισηγμένες.¹⁹⁸

- Αντίστοιχα, ορίζεται ότι κατά το χρόνο έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών και για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η διαπραγμάτευση αυτών, οι μετοχές πρέπει να τηρούνται σε λογιστική μορφή ύστερα από αποϋλοποίηση ή ακινητοποίηση.¹⁹⁹

2.3.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολόγων στην ΕΝ.Α

Εκτός από μετοχές στην Εναλλακτική Αγορά, είναι δυνατό να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση οι εκδιδόμενες εκ των εταιρειών ομολογίες. Τα εταιρικά αυτά ομόλογα εισάγονται προς διαπραγμάτευση στην Κατηγορία Ομολογιών, εφόσον πληρούνται σωρευτικά οι κάτωθι προϋποθέσεις, που αφορούν τόσο την εκδότρια των ομολογιών εταιρεία, όσο και το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις ομολογίες.

Ως προς την εκδότρια των ομολογιών εταιρεία το άρθρο 23 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α θέτει τις εξής προϋποθέσεις:

- Η νομική κατάσταση της εκδότριας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται.
- Απαιτείται από την εκδότρια ο ορισμός Συμβούλου ΕΝ.Α.²⁰⁰

¹⁹⁸βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α΄, άρθρο 6 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

¹⁹⁹βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α΄, παρ. 5, άρθρου 3 των Κανόνων Λειτουργίας της ΕΝ.Α

²⁰⁰όπως η έννοια του Συμβούλου ΕΝ.Α έχει προσδιοριστεί ανωτέρω στο σημείο 2.3.1 της παρούσας διπλωματικής εργασίας

- Οι οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας πρέπει να έχουν δημοσιευτεί ή συνταχθεί σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ ή άλλα ισοδύναμα λογιστικά πρότυπα και να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

- Η εκδότρια των μετοχών εταιρεία πρέπει επίσης να ακολουθεί τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, εφόσον υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στο καταστατικό αυτής.²⁰¹

- Σε κάθε περίπτωση, το ΧΑ δύναται να ζητά και να αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα της εκδότριας των ομολογιών εταιρείας και ειδικώς στοιχεία που αφορούν την οικονομική της κατάσταση.

Ως προς το αντικείμενο εισαγωγής, δηλαδή τις ομολογίες, η ως άνω αναφερόμενη διάταξη θέτει τις εξής προϋποθέσεις:

- Η νομική κατάσταση των ομολογιών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

- Οι ομολογίες πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

- Οι ανταλλάξιμες ομολογίες και ομολογίες με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών δύνανται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α, μόνο αν οι κινητές αξίες στις οποίες αναφέρονται έχουν εισαχθεί ή διαπραγματεύονται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή εντάσσονται προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α ή σε άλλον ΠΜΔ αντίστοιχα. Αναλόγως, η εκδότρια μπορεί να εντάξει προς διαπραγμάτευση μετατρέψιμες ομολογίες μόνο αν οι μετοχές της έχουν εισαχθεί και διαπραγματεύονται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ ή εντάσσονται προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α ή σε άλλο ΠΜΔ ταυτόχρονα.

- Είναι δυνατή επίσης η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση αλλοδαπών ομολογιών, εφόσον έχουν αποϋλοποιηθεί η ακινητοποιηθεί.²⁰²

- Αξίζει βέβαια να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι δεν προβλέπεται ελάχιστο ύψος έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

²⁰¹βλ. άρθρο 1 Ν. 4706/2020, ΝΟΜΟΣ

²⁰²[\[https://www.athexgroup.gr/el/listing-bonds\]](https://www.athexgroup.gr/el/listing-bonds), πρόσβαση στις 28.08.2020]

2.3.4 Διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και ομολογιών στην EN.A

Η διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών και ομολογιών στις αντίστοιχες κατηγορίες διαπραγμάτευσης της EN.A, προσδιορίζεται στο άρθρο 10 των Κανόνων Λειτουργίας, σε συνδυασμό με την απόφαση 2 της EN.A²⁰³. Η διαδικασία και τα στάδια εισαγωγής έχουν ως εξής:

Στάδιο 1: Αξιολόγηση της υποβληθείσας αίτησης/καταλληλότητας της εκδότριας εταιρείας

- Σε πρώτη φάση, επιλέγεται από την εκδότρια εταιρεία ο Σύμβουλος EN.A από τη λίστα Συμβούλων EN.A και ακολουθεί η προετοιμασία του φακέλου από κοινού με το Σύμβουλο με τα κατάλληλα δικαιολογητικά, όπως αυτά προσδιορίζονται στους Πίνακες 1 έως 3 της απόφασης 2 της EN.A.²⁰⁴

- Υποβολή στη συνέχεια της αίτησης με τα αντίστοιχα δικαιολογητικά στο ΧΑ. Ακολούθως, το ΧΑ ενημερώνει την ΕΚ για την κατάθεση της αίτησης.

- Στη συνέχεια, ο Σύμβουλος EN.A παρουσιάζει την εταιρεία ενώπιον της Ειδικής Επιτροπής Αξιολόγησης, της Επιτροπής δηλαδή που συστήνεται με απόφαση του ΧΑ και στην οποία συμμετέχουν μέλη και στελέχη της αγοράς με κύρος και ειδικευση σε ειδικά ζητήματα κεφαλαιαγοράς²⁰⁵. Ωστόσο, το ΧΑ δύναται να εγκρίνει την αίτηση εισαγωγής χωρίς να έχει προηγηθεί η αξιολόγηση της εκδότριας από την Ειδική ως άνω Επιτροπή Αξιολόγησης, εφόσον οι προς εισαγωγή στην EN.A κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ.

- Ακολούθως υποβάλλεται από την εκδότρια εταιρεία από κοινού με τον Σύμβουλο EN.A προς έγκριση στο ΧΑ το Πληροφοριακό Έγγραφο Εισαγωγής, όπως αυτό προσδιορίζεται στο άρθρο 8 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A. Το έγγραφο αυτό δημοσιοποιείται αντίστοιχα στην ιστοσελίδα του ΧΑ, κατόπιν εγκρίσεως της υποβληθείσας από την εκδότρια αιτήσεως. Στην περίπτωση ωστόσο που απαιτείται, βάσει της κείμενης νομοθεσίας²⁰⁶, η δημοσίευση Ενημερωτικού ή Πληροφοριακού Δελτίου²⁰⁷, δεν προβλέπεται υποχρέωση κατάρτισης Πληροφοριακού Εγγράφου Εισαγωγής.²⁰⁸

²⁰³[<https://www.athexgroup.gr/el/ena-resolutions>, πρόσβαση στις 28.08.2020]

²⁰⁴[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/ena-resolutions>, πρόσβαση τις 28.08.2020]

²⁰⁵βλ. Ενότητα 2, Μέρος Α', παράγραφος 4, άρθρου 10 των Κανόνων Λειτουργίας της EN.A

²⁰⁶βλ. Νόμος 4706/2020, άρθρα 57 έως 68 αυτού, σε συνδυασμό με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129, ΝΟΜΟΣ

²⁰⁷όπως το ζήτημα αυτό θα αναλυθεί στο κεφάλαιο 4 της παρούσας

²⁰⁸[απόφαση 3 της EN.A, <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/ena-resolutions>, πρόσβαση τις 28.08.2020]

- Κατόπιν των ανωτέρω, το ΧΑ αξιολογεί κατά τη διακριτική του ευχέρεια την υποβληθείσα από την εταιρεία αίτηση ένταξης προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών στην ΕΝ.Α και αποφαινεται επί της αιτήσεως εισαγωγής, αλλά και επί του Πληροφοριακού Εγγράφου Εισαγωγής. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αίτηση εισαγωγής δύναται να απορριφθεί: α) αν δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής ή τυχόν ειδικές προϋποθέσεις ένταξης, όπως έχουν τεθεί από το ΧΑ ή β) αν δεν έχει εγκριθεί το Ενημερωτικό Δελτίο από την ΕΚ ή το Πληροφοριακό Δελτίο Εισαγωγής της απόφασης της ΕΚ, όπου αυτό απαιτείται. Η απορριπτική απόφαση εισαγωγής του ΧΑ κοινοποιείται στην ΕΚ (όπου αυτό προβλέπεται), καθώς και στον Σύμβουλο ΕΝ.Α. Επί της αποφάσεως αυτής, η εκδότρια εταιρεία νομιμοποιείται εντός δέκα (10) ημερολογιακών ημερών να ζητήσει την ανάκληση της απορριπτικής αποφάσεως, εκθέτοντας τους λόγους στους οποίους θεμελιώνει το αίτημά της. Αν το αίτημά της γίνει δεκτό η διαδικασία ένταξης συνεχίζεται από το στάδιο που βρίσκεται.²⁰⁹

Στάδιο 2: Έγκριση της υποβληθείσας αιτήσεως για ένταξη των κινητών αξιών στην ΕΝ.Α

Αφότου το ΧΑ διαπιστώσει ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής και αποδεχτεί την αίτηση εισαγωγής, η εκδότρια προβαίνει στη διάθεση των κινητών αξιών στο επενδυτικό κοινό:

- είτε με ιδιωτική τοποθέτηση, δηλαδή με προσφορά των εκδιδόμενων κινητών αξιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων,
- είτε με δημόσια προσφορά, δηλαδή με προσφορά των εκδιδόμενων κινητών αξιών στο ευρύ επενδυτικό κοινό,
- είτε με συνδυασμό των ανωτέρω.

Στο στάδιο αυτό, το ΧΑ αξιολογεί την αίτηση ένταξης στην ΕΝ.Α, λαμβάνοντας υπόψη την έκβαση της ιδιωτικής τοποθέτησης ή της δημόσιας προσφοράς των κινητών αξιών αντίστοιχα, σε συνδυασμό με τη συνεκτίμηση των αντίστοιχων προσκομιζόμενων δικαιολογητικών, όπως αυτά προβλέπονται αναλυτικά στην απόφαση 2 της Εναλλακτικής Αγοράς²¹⁰. Βάσει των ανωτέρω, το ΧΑ εκδίδει σχετική απόφαση ως προς την ένταξη των κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση και ενημερώνει σχετικά για την απόφασή του την ΕΚ.

Στάδιο 3: Έναρξη Διαπραγμάτευσης

Στο τελευταίο αυτό στάδιο, η εκδότρια των κινητών αξιών εταιρεία, υποβάλλει στο ΧΑ από κοινού με τον Σύμβουλο τα απαραίτητα δικαιολογητικά. Ακολούθως με την αξιολόγηση των προσκομιζόμενων από την εκδότρια εταιρεία δικαιολογητικών, ερευνάται αν έχει ολοκληρωθεί

²⁰⁹[απόφαση 2 της ΕΝ.Α, <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/ena-resolutions>, πρόσβαση τις 28.08.2020]

²¹⁰[<https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/ena-resolutions>, πρόσβαση στις 02.09.2020]

νομοτύπως η καταχώριση και ο διακανονισμός των κινητών αξιών της εκδότριας στο Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων. Σε περίπτωση που οι ως άνω διαδικασίες έχουν ολοκληρωθεί επιτυχώς, αρχίζει η διαπραγμάτευση των κινητών αξιών στις αντίστοιχες κατηγορίες διαπραγμάτευσης της Εναλλακτικής Αγοράς.

2.3.5 Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή κινητών αξιών στην EN.A

Κατ' αρχήν το βασικότερο πλεονέκτημα από την εισαγωγή κινητών αξιών στις αντίστοιχες κατηγορίες διαπραγμάτευσης της EN.A, είναι η δυνατότητα που παρέχεται στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους βάση και την ταμειακή τους ρευστότητα. Σε μία εποχή που τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θέτουν ως προϋπόθεση για τη χορήγηση δανείων αυξημένες εξασφαλίσεις από τις start-ups ή αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, η δυνατότητα άντλησης ρευστότητας μέσω των κεφαλαιαγορών, και ειδικώς μέσω της EN.A, αποτελεί τρόπο προώθησης της επιχειρηματικής δράσης των εταιρειών και της επίτευξης των επενδυτικών τους σχεδίων. Στην ουσία, μέσω της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών στην EN.A, οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να αντλήσουν αναπτυξιακά κεφάλαια σε διαρκή βάση και να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους εικόνα.

Αντίστοιχα, με την εισαγωγή στην EN.A, προωθείται η αναγνωρισιμότητα των εταιρειών, καθώς βρίσκονται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος για τον οικονομικό τύπο και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης που παρακολουθούν τις χρηματιστηριακές εξελίξεις. Αυτό έχει ως επακόλουθο την ενίσχυση της φήμης των εταιρειών και κατ' επέκταση τη θέση αυτών στον κλάδο οικονομίας που δραστηριοποιούνται. Συνεπώς, οι εκδότριες των κινητών αξιών εταιρείες δύνανται να αποκτήσουν πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών τους και να ενισχύσουν τη διαπραγματευτική τους δύναμη έναντι των προμηθευτών τους, καθώς επίσης να διευρύνουν το πελατολόγιό τους. Σε αυτή τη βάση, έχουν μεγαλύτερες ευκαιρίες να επεκταθούν και σε άλλες αγορές, μέσω υλοποίησης στρατηγικών συμμαχιών και συμπράξεων.

Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι μέσω της εισαγωγής των εκδιδόμενων εκ των εταιρειών κινητών αξιών στην EN.A, οι εκδότριες εταιρείες βρίσκονται αντιμέτωπες με νέες υποχρεώσεις τακτικής και έκτακτης ενημέρωσης των Χρηματιστηριακών Αρχών. Αντίστοιχα, η αξία των εταιρειών αποτιμάται σε συνεχή βάση από αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης και οικονομικούς αναλυτές. Βάσει των ανωτέρω, τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για τη διοίκηση των εταιρικών υποθέσεων των εκδοτριών, επιδεικνύουν, στο μετά την εισαγωγή χρονικό διάστημα, αυξημένη επιμέλεια για τη διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και των μελλοντικών επενδυτικών σχεδίων των εταιρειών. Τα ως άνω αναφερόμενα, έχουν ως επακόλουθο την

υιοθέτηση οργανωτικών και διαρθρωτικών αλλαγών στην εσωτερική οργάνωση και δομή των εκδοτριών, αλλά και στην εν γένει διαχείριση των εταιρικών τους υποθέσεων.

Συμπερασματικά, η δημιουργία της ΕΝ.Α, το 2007, αποτέλεσε μοχλό ανάπτυξης για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, καθώς δόθηκε σε αυτές η δυνατότητα να αναζητήσουν πιο εύκολα και με μικρότερο κόστος αναπτυξιακά κεφάλαια. Μέσω της ΕΝ.Α, οι ως άνω εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να αντλούν υγιή κεφάλαια σε διαρκή βάση, αποφεύγοντας τη γραφειοκρατική, αλλά και επιβαρυντική διαδικασία του τραπεζικού δανεισμού (λαμβάνομένου μάλιστα υπόψη των υψηλών επιτοκίων των τραπεζικών προϊόντων). Συνεπώς, η ΕΝ.Α αποτελεί διέξοδο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων να εξεύρουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης για την υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων, αλλά και για την εν γένει ανάπτυξη των εταιρειών αυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΤΕΛΟΥΝ ΥΠΟ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΧΑ

3.1 Πρόσβαση στις Αγορές του ΧΑ

Στο σημείο αυτό, η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών στις ρυθμιζόμενες και μη ρυθμιζόμενες αγορές του ΧΑ (εφεξής «αγορές του ΧΑ»), θα πρέπει να διακριθεί από την πρόσβαση²¹¹ στις αγορές αυτές για διενέργεια συναλλαγών. Όπως έχουμε αναφέρει στο εισαγωγικό κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, η κεφαλαιαγορά δεν αποτελεί μορφή ελεύθερης αγοράς, στην οποία η επιλογή των αντικειμένων και τύπων συναλλαγών επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια των συμβαλλομένων μερών. Αντιθέτως, η κεφαλαιαγορά, αποτελεί μορφή οργανωμένης αγοράς, όπου η κατάρτιση των συναλλαγών δε γίνεται άμεσα μεταξύ του επενδυτικού κοινού, αλλά είναι δυνατή μόνο με τη διαμεσολάβηση συγκεκριμένων προσώπων²¹². Οι εν γένει δηλαδή χρηματιστηριακές συναλλαγές (αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών μέσων),

²¹¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 48

²¹²Niamh Moloney, (2014), EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford University Press, σελ.321 και επ.

πραγματοποιούνται χωρίς να υπάρχει απευθείας επαφή και διαπραγμάτευση μεταξύ των υποψηφίων προσώπων που αναζητούν επενδυτικά κεφάλαια, αλλά διενεργούνται μόνο από τα μέλη των αγορών του ΧΑ.²¹³

Για την ακρίβεια, μία χρηματιστηριακή συναλλαγή δύναται να καταρτιστεί με δήλωση προσφοράς από το ένα μέλος και αποδοχή της προσφοράς αυτής από το άλλο, ενεργώντας μεν στο όνομά τους, για λογαριασμό δε των πελατών τους (υποψηφίων επενδυτών) ή και για ίδιο βέβαια λογαριασμό. Αναγνωρίζεται δηλαδή ένα είδος νομικού μονοπωλίου στα μέλη του ΧΑ για την πραγματοποίηση συναλλαγών²¹⁴. Η διαμεσολάβηση βέβαια αυτή για λογαριασμό των υποψηφίων επενδυτών, εντάσσεται στο ευρύτερο φάσμα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών,²¹⁵ όπως οι υπηρεσίες αυτές θα αναλυθούν εκτενώς κατωτέρω στο παρόν (περ. 3.3, κεφαλαίου 3), ενώ τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν για λογαριασμό των υποψηφίων επενδυτών, εμπίπτουν στην ευρύτερη έννοια του «φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών».

Κατά κύριο λόγο τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις επενδύσεων δύνανται να αποκτήσουν την ιδιότητα του φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και κατ' επέκταση την ιδιότητα Μέλους Αγοράς ΧΑ, εφόσον διαθέτουν επαρκώς καλή φήμη, επαρκές επίπεδο συναλλακτικής ικανότητας, γνώσεων και πείρας, επαρκείς οργανωτικές ρυθμίσεις και επαρκή μέσα για το ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν²¹⁶. Ως επιχείρηση επενδύσεων, σύμφωνα με τον ορισμό που δίνεται στο Νόμο²¹⁷, νοείται «κάθε νομικό πρόσωπο, του οποίου η συνήθης επιχειρηματική δραστηριότητα είναι η παροχή μίας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή και η άσκηση μίας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση. Ως επιχείρηση επενδύσεων νοείται και κάθε φυσικό πρόσωπο στο οποίο έχει χορηγηθεί σχετική άδεια από άλλο κράτος – μέλος, σύμφωνα με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ». Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, στις οποίες αναγνωρίζεται η δυνατότητα να παρέχουν κατ' επάγγελμα επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες, είναι αποκλειστικά οι Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), τα πιστωτικά ιδρύματα του Νόμου 4261/2014²¹⁸, τα υποκαταστήματα επιχειρήσεων τρίτων χωρών, οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδυτικής

²¹³υπό την προϋπόθεση ότι έχουν αποκτήσει την ιδιότητα Μέλους Αγοράς ΧΑ, βλ. υποπαράγραφο 1.1.1, παράγραφος 1.1, άρθρο 1 του Κανονισμού του ΧΑ, σε συνδυασμό με την αιτιολογική σκέψη 16 Προοιμίου Οδηγίας 2014/65/ΕΕ

²¹⁴Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 195

²¹⁵Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2001), Ο αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, Αριθμός Τεύχους 2, σελ. 287 επ.

²¹⁶βλ. παράγραφο 3, άρθρον 53, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²¹⁷βλ. άρθρο 4, παράγραφος 1^α του Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²¹⁸που λειτουργούν σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού

Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ), οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΑΕΔΟΕΕ)²¹⁹.

Σε κάθε περίπτωση, σημειώνεται ότι το ερευνητικό κομμάτι του παρόντος κεφαλαίου θα περιοριστεί στις προϋποθέσεις αδειοδότησης των ΑΕΠΕΥ (εφεξής «ΑΕΠΕΥ» ή «επιχειρήσεις επενδύσεων»/«διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις»), στις παρεχόμενες υπηρεσίες και δραστηριότητες από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, καθώς επίσης στον προσδιορισμό του προσώπου που αποτελεί αποδέκτης των παρεχόμενων από τις επιχειρήσεις επενδύσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Αντίστοιχα, θα παρουσιαστούν οι κανόνες οργανωτικής διάρθρωσης, συμπεριφοράς και δεοντολογίας που οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις αυτές κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών στους πελάτες τους, αλλά και οι ενδεχόμενες κυρώσεις που δύνανται να επιβληθούν σε αυτές λόγω παράβασης των υποχρεώσεών τους, όπως απορρέουν από την εγχώρια και κοινοτική νομοθεσία.

3.2 Προϋποθέσεις αδειοδότησης ΑΕΠΕΥ

Ένας από τους βασικότερους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, είναι η Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), που είναι ευρέως γνωστή και ως ΕΠΕΥ. Για να παράσχει μία ΑΕΠΕΥ επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η εκ των προτέρων χορήγηση άδειας λειτουργίας από την ΕΚ²²⁰. Στη βάση αυτή, η ΕΚ χορηγεί άδεια λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ, αφού προηγουμένως συνεκτιμήσει την πλήρωση των γενικών προϋποθέσεων αδειοδότησης, όπως αυτές προσδιορίζονται στο Νόμο 4514/2018.

Ειδικότερα, βασική προϋπόθεση για την αδειοδότηση ΑΕΠΕΥ είναι η σύσταση και η λειτουργία αυτής σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 4548/2018 «περί ανωνύμων εταιρειών»²²¹. Παράλληλα προβλέπεται ότι το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΠΕΥ πρέπει να έχει καταβληθεί ολοσχερώς²²² και να διαιρείται σε ονομαστικές μετοχές, ενώ το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου διαμορφώνεται ανάλογα με τις επενδυτικές υπηρεσίες που δύνανται να παρέχει. Κατά το βασικό κανόνα, το μετοχικό κεφάλαιο ΑΕΠΕΥ ανέρχεται τουλάχιστον σε εκατόν είκοσι πέντε

²¹⁹βλ. παράγραφος 6, άρθρου 69, Νόμου 4514/2018, σε συνδυασμό με την παράγραφο 2^α, άρθρου 2 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²²⁰βλ. εδ. β', παρ. 1, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²²¹βλ. παρ. 4, αρ. 5 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²²²Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 125, σε συνδυασμό με την παρ. 7, αρ. 5 του Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

χιλιάδες (125.000,00) ευρώ. Σε περίπτωση βέβαια που η ΑΕΠΕΥ λάβει άδεια για την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό, της αναδοχής χρηματοπιστωτικών μέσων ή τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης ή λειτουργίας ΠΜΔ, οφείλει να διαθέτει μετοχικό κεφάλαιο ανερχόμενο σε εκατόσιες τριάντα χιλιάδες (730.000,00) ευρώ. Ωστόσο, αν αδειοδοτηθεί μόνο για την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών της λήψης και διαβίβασης εντολών, εκτέλεσης εντολών, παροχής συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, χωρίς να κατέχει σε κάθε περίπτωση κεφάλαια ή χρηματοπιστωτικά μέσα πελατών, οφείλει να διαθέτει μετοχικό κεφάλαιο ανερχόμενο σε πενήντα χιλιάδες (50.000,00) ευρώ.

Περαιτέρω, προβλέπεται ότι τα ίδια κεφάλαια της ΑΕΠΕΥ δε δύναται να υπολείπονται του ελάχιστου μετοχικού της κεφαλαίου καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της, ενώ σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 575/2013 και το Ν. 4261/2014²²³ έχουν θεσπιστεί συγκεκριμένες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που πρέπει να πληρούν οι ΑΕΠΕΥ. Οι ως άνω ρυθμίσεις αποσκοπούν στην αντιμετώπιση μιας σειράς κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι ΑΕΠΕΥ, όπως για παράδειγμα του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου. Για το λόγο αυτό, η ΕΚ χορηγεί άδεια λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ, εφόσον πεισθεί ότι υπάρχει επαρκές αρχικό κεφάλαιο²²⁴, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι ο έλεγχος κεφαλαιακής επάρκειας εφαρμόζεται τόσο κατά το χρονικό σημείο υποβολής από την ΑΕΠΕΥ αίτησης αδειοδότησης όσο και καθ' όλο το διάστημα λειτουργίας της²²⁵.

Αντίστοιχα, σημειώνεται ότι για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας ΑΕΠΕΥ, απαιτείται η εκ των προτέρων γνωστοποίηση στην ΕΚ της ταυτότητας των άμεσων ή έμμεσων μετόχων με ειδική συμμετοχή²²⁶, φυσικών ή νομικών προσώπων και το ύψος των εν λόγω συμμετοχών. Η ΕΚ νομιμοποιείται βέβαια να αρνηθεί τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ αν δεν πεισθεί για την καταλληλότητα των μετόχων με ειδικές συμμετοχές²²⁷. Ο έλεγχος μάλιστα αυτός για την καταλληλότητα των μετόχων είναι διαρκής, καθ' όλο το διάστημα λειτουργίας της ΑΕΠΕΥ. Αυτό απορρέει από το γεγονός ότι μέχρι τις 31 Ιανουαρίου κάθε έτους η ΑΕΠΕΥ οφείλει να

²²³ειδικές βέβαια ρυθμίσεις προληπτικές εποπτείας για τις ΑΕΠΕΥ που ισχύουν από 26.6.2021, έχει εισαγάγει ο Κανονισμός ΕΕ 2019/2033

²²⁴βλ. σχετικά αρ. 15, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²²⁵βλ. σχετικά Απ. 24/693/22.9.2014 ΕΚ

²²⁶ως ειδική συμμετοχή σύμφωνα με την παρ. 31 του αρ. 4 του Ν. 4514/2018, ορίζεται η: *άμεση ή έμμεση συμμετοχή σε επιχείρηση επενδύσεων που αντιπροσωπεύει το 10% τουλάχιστον του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου, κατά τα οριζόμενα στα άρθρα 9 και 10 του ν. 3556/2007 (Α' 91),λαμβανομένων υπόψη των όρων για την άθροισή τους που προβλέπονται στις παραγράφους 2, 3, 4 και 5 του άρθρου 13 του ως άνω νόμου, ή που επιτρέπει την άσκηση σημαντικής επιρροής στη διαχείριση της επιχείρησης επενδύσεων στην οποία υφίσταται η εν λόγω συμμετοχή.*

²²⁷βλ. σχετ. παρ. 1, αρ. 10, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

γνωστοποιεί στην ΕΚ τα ονόματα των μετόχων που κατέχουν ειδικές συμμετοχές, όπως επίσης και τα ποσοστά αυτών κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους²²⁸.

Μία ακόμα προϋπόθεση για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας ΑΕΠΕΥ, αποτελεί η εξασφάλιση από την ΑΕΠΕΥ ότι το διοικητικό συμβούλιο αυτής απαρτίζεται από πρόσωπα με πείρα, δεξιότητες, ικανότητα και φήμη. Για το λόγο αυτό, τίθεται ως απαραίτητη προϋπόθεση δύο τουλάχιστον μέλη του διοικητικού συμβουλίου να διαθέτουν το πιστοποιητικό καταλληλότητας, το οποίο χορηγείται από την ΕΚ, κατόπιν διενέργειας ειδικών εξετάσεων.²²⁹ Αν ωστόσο η ΕΚ διαπιστώσει ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της ΑΕΠΕΥ δε διαθέτουν επαρκείς γνώσεις, πείρα και δεξιότητες στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, νομιμοποιείται να αρνηθεί τη χορήγηση άδειας λειτουργίας στην ΑΕΠΕΥ²³⁰.

Επί τη βάση των ανωτέρω, η ΕΚ χορηγεί άδεια λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ, εφόσον πεισθεί ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις, όπως αυτές οριοθετούνται στις κείμενες νομοθετικές διατάξεις²³¹. Η άδεια λειτουργίας της ΑΕΠΕΥ θα περιλαμβάνει μία τουλάχιστον κύρια επενδυτική υπηρεσία, ενώ δε δύναται να χορηγηθεί άδεια λειτουργίας μόνο για παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες²³². Συγκεκριμένα, η ΑΕΠΕΥ νομιμοποιείται να παρέχει μόνο τις επενδυτικές υπηρεσίες, οι οποίες προσδιορίζονται στην άδεια λειτουργίας της, ενώ δε δύναται να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες για τις οποίες δεν έχει αδειοδοτηθεί σχετικά από την ΕΚ.²³³ Κατόπιν συστάσεώς της, η ΑΕΠΕΥ οφείλει να αναγράφει σε κάθε έντυπο, δημοσίευση, ανακοίνωση, διαφήμιση, καθώς και στην ιστοσελίδα της τον αριθμό της άδειας λειτουργίας της και ότι εποπτεύεται από την ΕΚ. Η τελευταία μάλιστα, οφείλει να τηρεί μητρώο προσβάσιμο στο κοινό με όλες τις ΑΕΠΕΥ που έχουν αδειοδοτηθεί και λειτουργούν στην Ελλάδα, σε συνδυασμό με τις υπηρεσίες που δύνανται να παρέχουν.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η ΕΚ εξετάζει σε διαρκή βάση αν οι ΑΕΠΕΥ συμμορφώνονται με τους ως άνω αναφερόμενους όρους που έχουν τεθεί για τη χορήγηση σε αυτές άδειας λειτουργίας²³⁴. Για το λόγο αυτό, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να γνωστοποιούν στην ΕΚ

²²⁸βλ. *σχετ. παρ. 3, αρ. 11 Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ*

²²⁹όπως αυτό προσδιορίζεται στο άρθρο 93 του Νόμου 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²³⁰Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 105

²³¹κατεξοχήν στις διατάξεις του Νόμου 4514/2018

²³²όπως οι κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες θα παρουσιαστούν εκτενώς στο σημείο 3. 3 του παρόντος

²³³ωστόσο κάθε ΑΕΠΕΥ δύναται να υποβάλει μεταγενέστερα αίτηση στην ΕΚ, προκειμένου να επεκτείνει την άδεια λειτουργίας της, ώστε να καλύπτει πρόσθετες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες ή παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες που δεν είχαν προβλεφθεί κατά το χρόνο χορήγησης της αρχικής άδειας λειτουργίας.

²³⁴βλ. *σχετικά αρ. 21, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ*

τυχόν μεταβολές στους όρους χορήγησης της αρχικής άδειας, ενώ παράλληλα η ΕΚ δύναται να έχει πρόσβαση σε οποιοδήποτε έγγραφο ή στοιχείο απαιτείται, ώστε να εξακριβώσει τη συμμόρφωση των ΑΕΠΕΥ με τις γενικές προϋποθέσεις αδειοδότησης²³⁵.

3.3 Οι κατ' ιδίαν επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες

Οι επενδυτικές υπηρεσίες, που αποτελούν στην ουσία το αντικείμενο της επιχειρηματικής δραστηριότητας των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, χαρακτηρίζονται ως το μέσο σύνδεσης²³⁶ των άνω φορέων με τους συμμετέχοντες στις αγορές κεφαλαίου (εκδότριες κινητών αξιών, υποψήφιους επενδυτές) και τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Αυτό απορρέει από τις ιδιάζον καθεστώς λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου και από τη μονοπωλιακή θέση που κατέχουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων για την πραγματοποίηση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτικές υπηρεσίες που δύνανται να παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ, προσδιορίζονται κατά τρόπο αποκλειστικό στο Νόμο 4514/2018²³⁷, βάσει του οποίου γίνεται διάκριση σε κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες.

Ως κύριες επενδυτικές υπηρεσίες, νοούνται οι εξής: α) η λήψη και διαβίβαση εντολών, β) η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, γ) η διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, δ) η διαχείριση χαρτοφυλακίου, ε) η παροχή επενδυτικών συμβουλών, ζ) η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης ή η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης, η) η λειτουργία ΠΜΔ και η λειτουργία ΜΟΔ. Αντίστοιχα, ως παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες²³⁸ νοούνται οι εξής: α) η φύλαξη και η διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και συναφών υπηρεσιών, όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων/παρεχόμενων ασφαλειών, β) η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτές για την πραγματοποίηση μίας συναλλαγής σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η επιχείρηση που παρέχει την πίστωση ή το δάνειο, γ) η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, δ) η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος, εφόσον συνδέονται με την παροχή

²³⁵βλ. σχετικά *αρ. 22, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ*

²³⁶Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 373

²³⁷βλ. σχετικά Παράρτημα Ι, Τμήμα Α', Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²³⁸βλ. σχετικά Παράρτημα Ι, Τμήμα Β', Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

επενδυτικών υπηρεσιών, ε) η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, ζ) υπηρεσίες σχετιζόμενες με την αναδοχή και η) παρεπόμενες υπηρεσίες σχετικά με υποκείμενα μέσα των παραγώγων.

I. Κύριες επενδυτικές υπηρεσίες

Καταρχήν, κάθε κύρια επενδυτική δραστηριότητα συνίσταται στην εξασφάλιση διαφορετικής υπηρεσίας στον εκάστοτε πελάτη/επενδυτή μίας επιχείρησης επενδύσεων. Στη βάση αυτή, το περιεχόμενο και η έκταση των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών, παρατίθεται ως εξής:

A. Λήψη και διαβίβαση εντολών

Η εν λόγω επενδυτική υπηρεσία, δεν προσδιορίζεται στο Νόμο 4514/2018, που όπως αναφέρθηκε ρυθμίζει κατ' αποκλειστικό τρόπο τις παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, αλλά προσδιορίζεται στο προϊσχύον κανονιστικό πλαίσιο²³⁹ ως την υπηρεσία που συνίσταται σε λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών προς κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Η υπηρεσία της κατηγορίας αυτής παρέχεται σε δύο διακριτά στάδια, η χρονική απόσταση των οποίων τείνει με την εξέλιξη της τεχνολογίας να εκμηδενισθεί²⁴⁰. Σε πρώτο στάδιο, η παρέχουσα την υπηρεσία επιχείρηση επενδύσεων λαμβάνει την εντολή του πελάτη/επενδυτή για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικού μέσου σε ρυθμιζόμενη ή μη ρυθμιζόμενη αγορά και σε δεύτερο στάδιο διαβιβάζει περαιτέρω την εντολή σε άλλη επιχείρηση επενδύσεων για εκτέλεση. Πρόκειται στην ουσία για επενδυτική υπηρεσία που παρουσιάζει ομοιότητες με την υπηρεσία εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών, αλλά στην πράξη αποτελεί χρονικά προγενέστερο και λειτουργικά προπαρασκευαστικό της στάδιο. Η υπηρεσία δηλαδή αυτή, περιορίζεται στη λήψη της παραγγελίας του πελάτη/επενδυτή για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικού μέσου και διαβίβαση περαιτέρω της παραγγελίας αυτής, ενώ η συναλλαγή δεν εκτελείται επί της ουσίας στο σημείο αυτό. Δεν αποκλείεται βέβαια η επιχείρηση επενδύσεων ως λήπτης της εντολής να είναι και αυτή που θα την εκτελέσει, με την επιφύλαξη ότι η άδεια λειτουργίας της περιλαμβάνει και την επενδυτική υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών. Σημειώνεται ωστόσο ότι η εν λόγω επενδυτική υπηρεσία δεν έχει αυτοτέλεια, καθώς για την ολοκλήρωσή της αναγκαία προϋπόθεση αποτελεί η διαμεσολάβηση προσώπου, δηλαδή άλλης επιχείρησης επενδύσεων, που νομιμοποιείται προς τούτο για την εκτέλεση της εντολής.

²³⁹βλ. σχετικά *αρ. 4, παρ. 1 (α), Ν. 3606/2007, ΝΟΜΟΣ*

²⁴⁰Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 378

Β. Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών

Περαιτέρω, η επενδυτική υπηρεσία της παρούσας, χαρακτηρίζεται ως θεμελιώδους σημασίας επενδυτική υπηρεσία. Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνεται στο νόμο²⁴¹, ως εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, νοείται η διαμεσολάβηση στη σύναψη συμφωνιών αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών και περιλαμβάνει τη σύναψη συμφωνιών πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων που εκδίδονται από επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα κατά τη στιγμή της έκδοσής τους. Πρόκειται για επενδυτική υπηρεσία, βάσει της οποίας πραγματοποιείται μία χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή μία αγορά ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου. Με λίγα λόγια, με την επενδυτική υπηρεσία του παρόντος, ο υποψήφιος επενδυτής έχει τη δυνατότητα αφενός να αγοράσει (ή να πουλήσει) χρηματοπιστωτικά μέσα από (ή σε άλλους) επενδυτές και αφετέρου να αποκτήσει πρωτογενώς τα μέσα αυτά από τους εκδότες τους²⁴².

Γ. Διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό

Στη συνέχεια, ως διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό²⁴³ (που στο αγγλικό κείμενο της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ αποδίδεται ως «dealing on own account»), νοείται η διαπραγμάτευση έναντι ιδίων κεφαλαίων, η οποία οδηγεί στην κατάρτιση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Στην έννοια της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό, περιλαμβάνεται η δραστηριότητα της επιχείρησης επενδύσεων, η οποία συναλλάσσεται όχι ως άμεσος ή έμμεσος αντιπρόσωπος άλλου προσώπου, αλλά συμβάλλεται στο δικό της όνομα και για δικό της λογαριασμό²⁴⁴. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση επενδύσεων συμμετέχει σε μία χρηματιστηριακή σύμβαση αγοράς ή πώλησης χρηματοπιστωτικού μέσου με την ιδιότητα του αγοραστή ή πωλητή, εκφράζοντας ίδια βούληση για κατάρτιση συναλλαγής και όχι βούληση τρίτου προσώπου – υποψηφίου επενδυτή. Το γεγονός βέβαια αυτό έρχεται σε αντίφαση με την έννοια της επενδυτικής υπηρεσίας, η οποία κατά την πάγια αστυνομολογική αντίληψη προϋποθέτει τη διεξαγωγή εν όλω ή εν μέρει ξένης υπόθεσης ή εν πάσει περιπτώσει την εξυπηρέτηση και ξένων συμφερόντων. Για το λόγο αυτό, κρίνεται νομικά ακριβέστερο να αποδίδεται ο όρος της επενδυτικής δραστηριότητας για τον προσδιορισμό της διενέργειας συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό και όχι της επενδυτικής υπηρεσίας που συνίσταται στην παροχή μίας υπηρεσίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Σε κάθε περίπτωση, προκειμένου η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό να εκληφθεί ως επενδυτική υπηρεσία, προϋποτίθεται μία εν ευρεία έννοια «πρόκληση» της

²⁴¹βλ. σχετικά παρ. 5, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁴²Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 102

²⁴³βλ. σχετικά παρ. 6, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁴⁴Απόστολος Καραγκουνίδης, (2007), Προστασία του επενδυτή, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 104 επ.

οικείας συναλλαγής από την πλευρά του επενδυτή, ο οποίος είτε ζητεί με πρωτοβουλία του από την επιχείρηση επενδύσεων να εκτελέσει αυτή την εντολή του έναντι ίδιων θέσεών της, είτε ανταποκρίνεται στην προσφορά της επιχείρησης προς το επενδυτικό κοινό να καταρτίσει σύμβαση αγοραπωλησίας τίτλων.

Δ. Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Μία πολύ σημαντική επίσης επενδυτική υπηρεσία είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου, γνωστή στην αγγλική και με τον όρο «portfolio management». Πρόκειται για την επενδυτική υπηρεσία²⁴⁵ που συνίσταται στη διαχείριση με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Πιο συγκεκριμένα, η επενδυτική υπηρεσία του παρόντος παρουσιάζει τα εξής βασικά χαρακτηριστικά: α) η επιχείρηση επενδύσεων αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο ενός μεμονωμένου επενδυτή/πελάτη, β) η διαχειρίστρια του χαρτοφυλακίου επιχείρηση επενδύσεων διαθέτει περιθώριο διακριτικής ευχέρειας ως προς τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, το οποίο μπορεί να αποτελείται από ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα (όπως αυτά θα παρουσιαστούν στο κεφάλαιο 5 της παρούσας), ενώ παράλληλα γ) διαθέτει διακριτική ευχέρεια για τη διενέργεια συναλλαγών επί των κατ' ιδίαν χρηματοπιστωτικών μέσων που συγκροτούν το χαρτοφυλάκιο του πελάτη/επενδυτή, έχοντας βέβαια ως γνώμονα την εξυπηρέτηση του οικονομικού του συμφέροντος²⁴⁶. Πρόκειται με λίγα λόγια για μία σύνθετη επενδυτική υπηρεσία, η οποία καλύπτει τόσο τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου επενδυτή όσο και τη διαμόρφωση συναλλακτικής δραστηριότητας επί του χαρτοφυλακίου αυτού. Αυτό σημαίνει πως η διαχειρίστρια του χαρτοφυλακίου επιχείρηση επενδύσεων, πραγματοποιεί, κατά την απόλυτη κρίση της, συναλλαγές επί των χρηματοπιστωτικών μέσων, από τα οποία απαρτίζεται το χαρτοφυλάκιο του πελάτη/επενδυτή. Για το λόγο αυτό, διαφοροποιείται από την υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών, στην οποία την απόφαση κατάρτισης συναλλαγής τη λαμβάνει ο ίδιος ο πελάτης/επενδυτής, σε αντίθεση με την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου που την απόφαση κατάρτισης συναλλαγής τη λαμβάνει η ίδια η επιχείρηση επενδύσεων. Εν προκειμένω, σημειώνεται ότι η υπηρεσία του παρόντος, αποτελεί υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου μεμονωμένου επενδυτή/πελάτη, σε ατομική δηλαδή βάση. Κατά συνέπεια πρέπει να διακριθεί από τη συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου²⁴⁷, η οποία δε συγκαταλέγεται στις επενδυτικές

²⁴⁵βλ. σχετικά παρ. 8, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁴⁶Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 106

²⁴⁷ως συλλογική διαχείριση νοείται η διαχείριση χαρτοφυλακίου πολλών δικαιούχων από τους λεγόμενους ΟΣΕΚΑ (οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες) και για το ζήτημα αυτό βλ. σχετικά Ν. 4099/2012

υπηρεσίες του Νόμου 4514/2018, αλλά αποτελεί ειδική μορφή διαχείρισης, που λόγω της ιδιάζουσας φύσης της υπόκειται σε ειδικότερες ρυθμίσεις και δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Ε. Παροχή επενδυτικών συμβουλών

Ακολούθως, μία εξίσου σημαντική επενδυτική υπηρεσία, αποτελεί η παροχή επενδυτικών συμβουλών, η οποία ορίζεται ως την παροχή προσωπικών συστάσεων σε πελάτη, είτε κατόπιν αίτησής του, είτε με πρωτοβουλία της επιχείρησης επενδύσεων σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα²⁴⁸. Ως επενδυτική συμβουλή²⁴⁹ χαρακτηρίζεται η προσωπική σύσταση προς ένα πρόσωπο υπό την ιδιότητά του ως επενδυτή ή δυνητικού επενδυτή, η οποία: α) παρουσιάζεται ως κατάλληλη για το πρόσωπο αυτό, λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση του προσώπου αυτού και β) αποτελεί σύσταση για: βα) την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή, εξαγορά, διακράτηση ή αναδοχή συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, ββ) άσκηση ή μη οποιουδήποτε δικαιώματος που παρέχει δεδομένο χρηματοπιστωτικό μέσο για την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή ή εξαγορά χρηματοπιστωτικού μέσου. Πρόκειται στην ουσία για μία εξατομικευμένη σύσταση προς ένα επενδυτή, η οποία πρέπει να παρουσιάζεται κατάλληλη για το πρόσωπο αυτό, λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση του προσώπου, αφού προηγουμένως λάβει χώρα από την επιχείρηση επενδύσεων ο προβλεπόμενος από το νόμο έλεγχος καταλληλότητας της σύστασης (όπως ο έλεγχος αυτός θα παρουσιαστεί εκτενώς στο σημείο 3.6.2 του παρόντος κεφαλαίου). Σε κάθε περίπτωση, αξίζει να σημειωθεί ότι η υπηρεσία της κατηγορίας αυτής βασίζεται σε πληροφορίες που λαμβάνει η επιχείρηση επενδύσεων από τον πελάτη της, οι οποίες κρίνονται απαραίτητες, προκειμένου να σχηματιστεί από την επιχείρηση επενδύσεων η πεποίθηση ότι οι συμβουλές που προτείνει στο συγκεκριμένο πελάτη εξυπηρετούν τους επενδυτικούς του στόχους. Η επενδυτική δηλαδή συμβουλή αποτελεί το αποτέλεσμα της αξιολόγησης των πληροφοριών που η επιχείρηση επενδύσεων λαμβάνει από τον επενδυτή/πελάτη της και συνίσταται στην εκδήλωση προς αυτόν πρότασης για τη διαμόρφωση συγκεκριμένης επενδυτικής συμπεριφοράς. Αποτελεί μάλιστα μία από τις σημαντικότερες επενδυτικές υπηρεσίες, λαμβάνοντας υπόψη την πολυπλοκότητα των συναλλαγών στα πλαίσια της κεφαλαιαγοράς και την ποικιλία των υπηρεσιών και μέσων που προσφέρονται στους επενδυτές, για τα οποία οι τελευταίοι δε διαθέτουν συνήθως τις εξειδικευμένες γνώσεις που απαιτούνται για τη διαμόρφωση της συναλλακτικής τους κρίσης και τη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων.

²⁴⁸βλ. σχετικά παρ. 4, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁴⁹βλ. σχετικά αρ. 9 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

Z. Αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων/τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης ή χωρίς δέσμευση ανάληψης

Στη συνέχεια, κατά την περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων αναλάβει κατ' εντολή του πελάτη την εκτέλεση της επενδυτικής υπηρεσίας της κατηγορίας αυτής, καλείται «ανάδοχος εταιρεία», διαδραματίζοντας διαμεσολαβητικό ρόλο μεταξύ του πελάτη και του ευρύεπενδυτικού κοινού. Στην ουσία, η επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής, συνίσταται στη διαμεσολάβηση από την ανάδοχο εταιρεία για λογαριασμό του πελάτη, με σκοπό την τοποθέτηση (διάθεση) χρηματοπιστωτικών μέσων έναντι του ευρύ επενδυτικού κοινού (που στην αγγλική η υπηρεσία αυτή αποδίδεται με τον όρο «placement»). Η διαμεσολάβηση αυτή μπορεί να λάβει χώρα, αφενός μεταξύ της εκδότριας των κινητών αξιών εταιρείας και του ευρύ επενδυτικού κοινού, κατά το στάδιο της δημόσιας προσφοράς²⁵⁰ των κινητών αξιών, αφετέρου μεταξύ του κατόχου των κινητών αξιών και του ευρύ επενδυτικού κοινού, κατά το στάδιο της πώλησής τους. Εν προκειμένω, η ανάδοχος εταιρεία απευθύνει πρόσκληση σε αόριστο αριθμό προσώπων για την απόκτηση των κινητών αξιών του πελάτη, είτε πρόκειται για διάθεση αυτών στην πρωτογενή ή δευτερογενή αγορά. Σημειώνεται βέβαια ότι η επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής διακρίνεται σε τρεις κατηγορίες και συγκεκριμένα σε: α) αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων (σταθερή αναδοχή), β) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης («εγγυητική αναδοχή») και γ) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης («απλή αναδοχή»), που αναλύονται ως εξής:

- Ως σταθερή αναδοχή, χαρακτηρίζεται η υπηρεσία, κατά την οποία η ανάδοχος εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει από τον εκδότη ή τον κάτοχο/διαθέτη τα χρηματοπιστωτικά μέσα, προκειμένου να τα μεταπωλήσει περαιτέρω στο ευρύ επενδυτικό κοινό ή σε άλλους διαμεσολαβητές, οι οποίοι με τη σειρά τους θα τα διαθέσουν στο κοινό. Στο είδος αυτό της αναδοχής, τον οικονομικό κίνδυνο της μη ολοσχερούς ανάληψης/απόκτησης από το κοινό των προσφερόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων, τον φέρει πλήρως η ανάδοχος εταιρεία.

- Αντίστοιχα, ως αναδοχή χρηματοπιστωτικού μέσου με δέσμευση ανάληψης («εγγυητική αναδοχή»), νοείται η υπηρεσία, κατά την οποία η ανάδοχος εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση να ανεύρει για λογαριασμό του πελάτη (εκδότη ή πωλητή χρηματοπιστωτικών μέσων), τα πρόσωπα που θα αναλάβουν ή θα αποκτήσουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα και συγχρόνως εγγυάται ότι σε περίπτωση μη ολοσχερούς κάλυψης των χρηματοπιστωτικών μέσων από το ευρύ επενδυτικό κοινό, θα αναλάβει η ίδια την υποχρέωση για ολοσχερή κάλυψη αυτών. Η ανάδοχος δηλαδή εταιρεία, αναλαμβάνει να καλύψει το τίμημα εκείνο των

²⁵⁰όπως το ζήτημα της δημόσιας προσφοράς θα αναλυθεί στο κεφάλαιο 4 της παρούσας

χρηματοπιστωτικών μέσων που δεν θα καλυφθούν από το κοινό ή τους ειδικούς επενδυτές, στους οποίους θα προσφερθούν, χωρίς βέβαια να αναλάβει την υποχρέωση περαιτέρω μεταπώλησης των τίτλων στο ευρύ κοινό. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι στην αναδοχή της κατηγορίας αυτής, η ανάδοχος εταιρεία επωμίζεται τον οικονομικό κίνδυνο της μη ολοσχερούς κάλυψης από το κοινό των προσφερόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων και σε ενδεχόμενο επέλευσης του κινδύνου αυτού, δεσμεύεται να καλύψει το τίμημα των χρηματοπιστωτικών μέσων που έμειναν αδιάθετα.

- Στη συνέχεια, ως αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης («απλή αναδοχή»), νοείται η υπηρεσία, κατά την οποία η υποχρέωση της αναδόχου εταιρείας εξαντλείται απλώς στη διοχέτευση των χρηματοπιστωτικών μέσων στο ευρύ επενδυτικό κοινό ή σε συγκεκριμένο κύκλο προσώπων. Επομένως, στην αναδοχή της κατηγορίας αυτής, είναι προφανές ότι η ανάδοχος εταιρεία δε λαμβάνει η ίδια τον οικονομικό κίνδυνο της επένδυσης (της μη ανάληψης δηλαδή από το κοινό των προσφερόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων), αλλά η συνδρομή της περιορίζεται απλώς στη διάθεση μέσω του δικτύου της, των κινητών αξιών για λογαριασμό του πελάτη, ενεργώντας ως άμεσος αντιπρόσωπός του.

Σε κάθε περίπτωση, όλες οι μορφές αναδοχής έχουν τα εξής δύο βασικά κοινά χαρακτηριστικά: α) ύπαρξη συμβατικής σχέσης μεταξύ του παρέχοντος την υπηρεσία και του εκδότη/κατόχου των κινητών αξιών και β) υποχρέωση του παρέχοντος την υπηρεσία να ανεύρει τα πρόσωπα που θα αναλάβουν ή θα αγοράσουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα²⁵¹. Με λίγα λόγια, η υποχρέωση ανεύρεσης των προσώπων που θα αναλάβουν ή θα αγοράσουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα, είναι η βασική συμβατική υποχρέωση, που απορρέει από τη συνομολόγηση της σύμβασης αναδοχής, ενώ δύναται να περιλαμβάνει και πρόσθετες υποχρεώσεις, όπως τη σύμπραξη της αναδόχου εταιρείας κατά την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου²⁵².

Η. Λειτουργία ΠΜΔ ή ΜΟΔ

Στα πλαίσια των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών που δύνανται να παρέχουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων, εντάσσεται και η λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Ως Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης, για τον οποίο έγινε λόγος παραπάνω (στο κεφάλαιο 2 της παρούσας), είναι το πολυμερές σύστημα, το οποίο τελεί υπό την διαχείριση, εν προκειμένω, επιχείρησης επενδύσεων, και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, εντός του συστήματος, και σύμφωνα με κανόνες, που δεν παρέχουν

²⁵¹Βασιλίας Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 398

²⁵²όπως το ζήτημα αυτό θα αναλυθεί εκτενώς στο κεφάλαιο 4 της παρούσας

διακριτική ευχέρεια, κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης²⁵³. Για τη λειτουργία ΠΜΔ, απαιτείται προηγούμενη άδεια από την αρμόδια εποπτική αρχή (δηλαδή από την ΕΚ), υπό την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι όροι που τάσσει ο Νόμος 4514/2018 για τη λειτουργία του πολυμερούς αυτού συστήματος.

Σε αντιστοιχία με την ανωτέρω δυνατότητα λειτουργίας ΠΜΔ, αναγνωρίζεται στις επιχειρήσεις επενδύσεων η λειτουργία Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Πρόκειται για το πολυμερές επίσης σύστημα, που δεν είναι ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, με διαχειριστή, εν προκειμένω, επιχείρηση επενδύσεων, στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων, μπορούν να συσχετίζονται στο εσωτερικό του, κατά τρόπο, που να συνάπτεται, τελικά, η σύμβαση²⁵⁴.

II. Παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες

Από την άλλη πλευρά, οι παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες έχουν δευτερεύοντα χαρακτήρα, καθώς όπως αναφέρθηκε, μία επιχείρηση επενδύσεων δε δύναται να αδειοδοτηθεί μόνο για την εκτέλεση παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, αλλά αναγκαία προϋπόθεση για την άσκηση αυτών είναι η αδειοδότησή της για την παροχή μίας τουλάχιστον κύριας επενδυτικής υπηρεσίας.

Σε ό,τι αφορά το περιεχόμενο και την έκταση των βασικότερων παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, σημειώνονται εξής:

A. Φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών

Το αντικείμενο της επενδυτικής υπηρεσίας της κατηγορίας αυτής, συνίσταται στη φύλαξη από την επιχείρηση επενδύσεων και για λογαριασμό πελατών, κάθε είδους χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως για παράδειγμα η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή ασφαλειών. Πρόκειται δηλαδή, για τη γνωστή στο αστικό δίκαιο σύμβαση παρακαταθήκης, βάσει της οποίας η επιχείρηση επενδύσεων, αναλαμβάνει την υποχρέωση φύλαξης των τίτλων και απόδοσης αυτών κατά το χρονικό σημείο που θα απαιτηθεί από τον επενδυτή²⁵⁵. Σημειώνεται βέβαια ότι η φύλαξη των τίτλων συνδέεται κατά κανόνα με την εκτέλεση εντολών επ' αυτών.

²⁵³Σ. Ψυχομάνης, (2018), Εμπορικό Δίκαιο, 3^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 420 επ, σε συνδυασμό με παρ. 22, αρ. 4, 18επ. και 34επ. Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ.

²⁵⁴βλ. σχετικά παρ. 23, αρ. 4, Ν. 4514/2018, αρ. 18 επ. και 34 επ. Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁵⁵Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 402 επ.

B. Παροχή πιστώσεων ή δανείων

Στη συνέχεια, η υπηρεσία της κατηγορίας αυτής, χαρακτηρίζεται ως μία από τις σημαντικότερες παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Πρόκειται στην ουσία για τη χορήγηση από την επιχείρηση επενδύσεων δανείου ή πιστώσεως στον επενδυτή/πελάτη για τη διενέργεια μίας συναλλαγής σε χρηματοπιστωτικά μέσα, για την εκτέλεση της οποίας διαμεσολαβεί η επιχείρηση επενδύσεων.

Γ. Παροχή συμβουλών

Περαιτέρω, η υπηρεσία της παρούσας, παρουσιάζει κοινά στοιχεία με την κύρια επενδυτική υπηρεσία της παροχής επενδυτικών συμβουλών, διαφοροποιείται βέβαια από αυτήν ως προς το αντικείμενο των συμβουλών. Στην υπό κρίση περίπτωση οι συμβουλές έχουν ως αντικείμενο τη διάρθρωση κεφαλαίων επιχειρήσεων, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων. Η παροχή συμβουλών για τη διάρθρωση του κεφαλαίου των επιχειρήσεων αφορά κατά κύριο λόγο συμβουλές ως προς τη μέθοδο χρηματοδότησης της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα τη χρηματοδότηση αυτής βάσει ιδίων ή ξένων κεφαλαίων, τη σχέση μεταξύ αυτών, όπως επίσης τη χρήση υβριδικών μορφών χρηματοδότησης²⁵⁶ (έκδοση για παράδειγμα ομολογιακών δανείων με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη). Έπειτα, οι συμβουλές κλαδικής στρατηγικής αφορούν ζητήματα σε σχέση με την στρατηγική που εφαρμόζει μία επιχείρηση, τη διάρθρωση των μονάδων παραγωγής και γενικότερα την οργάνωση της επιχείρησης, ενώ μπορεί να εντάσσονται στις συμβουλές της κατηγορίας αυτής προτάσεις για την υλοποίηση της προτεινόμενης στρατηγικής βάσει επεκτατικής πολιτικής (μέσω πραγματοποίησης δηλαδή συγχωνεύσεων και εξαγορών).

Δ. Παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος

Στη συνέχεια, η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος κρίνεται συνήθως απαραίτητη όταν συνδέεται με συναλλαγές που παρουσιάζουν στοιχεία αλλοδαπότητας, όταν δηλαδή οι συναλλαγές λαμβάνουν χώρα εκτός ευρωζώνης. Απαραίτητη βέβαια προϋπόθεση για τον χαρακτηρισμό της υπηρεσίας αυτής ως παρεπόμενης επενδυτικής υπηρεσίας, αποτελεί η παροχή από την επιχείρηση επενδύσεων μίας κύριας επενδυτικής υπηρεσίας και η επακόλουθη παροχή της υπηρεσίας ξένου συναλλάγματος, που είναι άμεσα σχετιζόμενη με την κύρια επενδυτική

²⁵⁶ με τον όρο υβριδικές μορφές χρηματοδότησης εννοούνται εκείνα τα χρηματοδοτικά εργαλεία τα οποία συνδυάζουν στοιχεία τόσο των ιδίων όσο και των ξένων κεφαλαίων με αποτέλεσμα η κλασική διάκριση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων, όπως αυτή αποτυπώνεται στις αρχετυπικές μορφές αυτών, ήτοι μετοχή και δάνειο (equity-debt) να μην ανταποκρίνεται πλέον απολύτως στην πραγματικότητα,

υπηρεσία. Εντούτοις, η υπηρεσία του παρόντος πρέπει να διακριθεί από τις προθεσμιακές συμβάσεις επί συναλλάγματος, που αποτελούν χρηματοπιστωτικό μέσο²⁵⁷.

Ε. Έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση

Τέλος, η παρεπόμενη υπηρεσία της κατηγορίας αυτής, καταλαμβάνει κάθε μορφή σύστασης ή ανάλυσης που σχετίζεται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Πρόκειται για συστάσεις που έχουν γενικό χαρακτήρα και αποτελούν αποτέλεσμα τεχνικών αναλύσεων μέσω προσφυγής σε μαθηματικές μεθόδους και οικονομετρικά μοντέλα. Έπειτα, οι συστάσεις αυτές γνωστοποιούνται υπό τη μορφή προφορικού ή γραπτού, ακόμα και με ηλεκτρονική μορφή, συμπεράσματος.

3.4 Αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών

Χαρακτηριστικό στοιχείο των αγορών κεφαλαίου είναι η λειτουργία αυτών ως μέσο μεταφοράς κεφαλαίων από τις μονάδες που διαθέτουν οικονομικά πλεονάσματα (π.χ. νοικοκυριά) στις μονάδες που εμφανίζουν έλλειμμα κεφαλαίων (π.χ. επιχειρήσεις)²⁵⁸. Με άλλα λόγια, φυσικά ή νομικά πρόσωπα που διαθέτουν πλεόνασμα κεφαλαίων, τοποθετούν τα κεφάλαια αυτά μέσω των κεφαλαιαγορών, αγοράζοντας χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η ως άνω αναφερόμενη συναλλαγή, βάσει της οποίας τοποθετείται ρευστό χρήμα για την αγορά ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, εμπίπτει στην ευρύτερη έννοια του όρου «επένδυση»²⁵⁹, ενώ το πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) που προβαίνει σε αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων, εμπίπτει στην ευρύτερη έννοια του όρου «επενδυτής» ή ορθότερα του όρου «αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών».

Τόσο στη θεωρία²⁶⁰, όσο και σε νομοθετικά κείμενα,²⁶¹ χρησιμοποιείται ο όρος «επενδυτής» για τον προσδιορισμό των προσώπων που συναλλάσσονται στις κεφαλαιαγορές και αποτελούν αποδέκτες των παρεχόμενων από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, επενδυτικών υπηρεσιών. Ωστόσο,

²⁵⁷επί των οποίων θα γίνει αναφορά στο κεφάλαιο 5 της παρούσας

²⁵⁸Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, Γ' έκδοση, εκδόσεις Γ. ΜΠΕΝΟΥ, σελ. 17

²⁵⁹Ματίνα-Κορδή Αντωνοπούλου, (2010), ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ Σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & Η ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΗΣ «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ, Β' έκδοση, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΑ ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 15

²⁶⁰Ε. Νισυραίος, (2008), Εισήγηση: Εποπτεία της κεφαλαιαγοράς, στόχοι, θεσμικό πλαίσιο, στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 84 επ.

²⁶¹βλ. σχετ. περιπτώσεις 3,4,13,42,51,58,72,86,164 του προομίου της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ

λόγω του γεγονότος ότι η έννοια του όρου «επενδυτής» είναι ιδιαίτερος ευρεία, καθώς στην έννοια αυτή περιλαμβάνονται και πρόσωπα που δεν επενδύουν σε χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως λόγω χάρη πρόσωπα που επενδύουν σε ακίνητα, τόσο στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ όσο και στο Νόμο 4514/2018 παρατηρείται η χρήση του όρου «πελάτης» αντί του όρου επενδυτής. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων²⁶², ως πελάτης ορίζεται «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, στο οποίο μία επιχείρηση επενδύσεων παρέχει επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες». Επομένως, στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, η έννοια του όρου πελάτης χρησιμοποιείται για να υποδηλώσει τους επενδυτές, τα πρόσωπα δηλαδή εκείνα που αποτελούν αποδέκτες των παρεχόμενων από τις επιχειρήσεις επενδύσεων επενδυτικών υπηρεσιών.

Λόγω βέβαια του γεγονότος ότι κάθε συναλλασσόμενος επενδυτής/πελάτης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, διαθέτει διαφορετική συναλλακτική εμπειρία και θέτει διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους, το εν ευρεία επενδυτικό κοινό δεν αντιμετωπίζεται από το νομοθέτη κατά τον ίδιο τρόπο, αλλά κατηγοριοποιείται με βάση ορισμένα κριτήρια σε: α) επαγγελματίες πελάτες, β) ιδιώτες πελάτες και γ) επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Βάσει της κατηγοριοποίησης αυτής, οι πελάτες απολαμβάνουν διαφορετικό επίπεδο προστασίας²⁶³ από το νόμο. Στη βάση αυτή, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να υιοθετήσουν συγκεκριμένους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στους πελάτες τους, κανόνες²⁶⁴ που διαφοροποιούνται βέβαια ανάλογα με την ως άνω αναφερόμενη κατηγοριοποίηση των πελατών, αλλά και από το είδος της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας.

Ειδικότερα, ως επαγγελματίας πελάτης ορίζεται το πρόσωπο που διαθέτει την εμπειρία, τις γνώσεις και την εξειδίκευση να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Τα κριτήρια για το χαρακτηρισμό ενός πελάτη ως επαγγελματία είναι κυρίως η φύση της δραστηριότητάς του και το μέγεθός του.

Συγκεκριμένα, επαγγελματίες πελάτες λόγω της φύσης της δραστηριότητάς τους είναι οι εξής:

α) Οι επιχειρήσεις που υποχρεούνται να λαμβάνουν άδεια λειτουργίας ή να υπόκεινται σε ρυθμίσεις για να ασκήσουν δραστηριότητες σε χρηματοπιστωτικές αγορές, ανεξάρτητα από το αν έχουν λάβει άδεια από ένα κράτος μέλος κατ' εφαρμογή κοινοτικής νομοθεσίας ή έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται στους εποπτικούς κανόνες κράτους μέλους χωρίς αναφορά σε οδηγία ή είναι επιχειρήσεις που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται σε εποπτικούς κανόνες τρίτης χώρας. Οι

²⁶²βλ. *σχετικά παρ. 9, αρ. 4, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ*

²⁶³Christos Gortsos, (2018), *Stricto sensu investor protection under the 'MIFID II'*, A systematic overview of Articles 24-30, study prepared for a conference organized by the Academy of European Law (ERA), second updated version, σελ. 52, διαθέσιμο στη σελίδα SSRN

²⁶⁴όπως θα αναλυθεί εκτενώς στο σημείο 3. του παρόντος

επιχειρήσεις αυτές είναι: αα) πιστωτικά ιδρύματα, ββ) επιχειρήσεις επενδύσεων, γγ) άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις, δδ) ασφαλιστικές εταιρείες, εε) οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και οι εταιρείες διαχείρισής τους, στστ) συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρείες διαχείρισής τους, ζζ) διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων, ηη) τοπικές επιχειρήσεις, θθ) άλλοι θεσμικοί επενδυτές.

β) εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος σε εθνικό ή περιφερειακό επίπεδο, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το ΔΝΤ, η ΕΚΤ, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

γ) άλλοι θεσμικοί επενδυτές, των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση απαιτήσεων.

Αντίστοιχα, επαγγελματίες πελάτες λόγω του μεγέθους τους είναι επιχειρήσεις που πληρούν, τουλάχιστον σε ατομική βάση, δύο από τα ακόλουθα κριτήρια μεγέθους: α) σύνολο ισολογισμού είκοσι εκατομμυρίων (20.000.000) ευρώ, β) καθαρό κύκλο εργασιών σαράντα εκατομμύρια (40.000.000) ευρώ και γ) ίδια κεφάλαια δύο εκατομμύρια (2.000.000) ευρώ.

Σημειώνεται βέβαια ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων, πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, αξιολογούν αν ο πελάτης κατατάσσεται στην κατηγορία του επαγγελματία πελάτη. Στη βάση αυτή, τον ενημερώνουν ότι θα κατηγοριοποιηθεί ως επαγγελματίας πελάτης, επισημαίνοντας τις συνέπειες της κατηγοριοποίησης αυτής ως προς το επίπεδο της παρεχόμενης από την επιχείρηση επενδύσεων προστασίας (κατά πόσο δηλαδή τυγχάνουν εφαρμογής στην περίπτωση του οι κανόνες δεοντολογικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων που θα παρουσιαστούν κατωτέρω). Παράλληλα, γνωστοποιούν στον πελάτη το εκ του νόμου δικαίωμα αυτού να αντιμετωπιστεί ως ιδιώτης πελάτης, απολαμβάνοντας υψηλότερο επίπεδο προστασίας. Αν λοιπόν ο επαγγελματίας πελάτης θεωρήσει ότι δεν είναι σε θέση να εκτιμήσει ή να διαχειριστεί σωστά τους επενδυτικούς κινδύνους που αναλαμβάνει, νομιμοποιείται να ζητήσει να αντιμετωπιστεί ως ιδιώτης πελάτης και για το σκοπό αυτό συνάπτεται έγγραφη σύμβαση με την επιχείρηση επενδύσεων, στην οποία θα προσδιορίζεται σε ποιες επενδυτικές υπηρεσίες θα αντιμετωπιστεί ως μη επαγγελματίας πελάτης.

Από την άλλη πλευρά, ως ιδιώτης πελάτης, ορίζεται κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας, δηλαδή δεν εμπίπτει σε μία από τις κατηγορίες, όπως παρουσιάστηκαν ανωτέρω. Οι ιδιώτες πελάτες απολαμβάνουν υψηλότερο επίπεδο προστασίας σε σχέση με τους επαγγελματίες πελάτες. Αυτό σημαίνει πως οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν αυξημένες υποχρεώσεις ενημέρωσης των ιδιωτών πελατών για το είδος και τη μορφή της παρεχόμενης

επενδυτικής υπηρεσίας, ενώ παράλληλα οφείλουν να τηρούν συγκεκριμένους κανόνες δεοντολογικής συμπεριφοράς, όπως οι κανόνες αυτοί θα παρουσιαστούν στο σημείο 3.6 του παρόντος. Σε κάθε περίπτωση, αξίζει να σημειωθεί ότι οι ιδιώτες πελάτες δύνανται να παραιτηθούν από την προστασία των κανόνων δεοντολογίας/συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων και να αντιμετωπισθούν ως επαγγελματίες πελάτες, εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις²⁶⁵.

Περαιτέρω, ως επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι νοούνται οι ΑΕΠΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι ΟΣΕΚΑ και οι εταιρείες διαχείρισής τους, άλλοι οργανισμοί του χρηματοπιστωτικού τομέα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις ευρωπαϊκού δικαίου ή του δικαίου κρατών μελών, οι εθνικές κυβερνήσεις και οι αντίστοιχες υπηρεσίες τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος σε εθνικό επίπεδο, οι κεντρικές τράπεζες και οι υπερεθνικοί οργανισμοί.

Πρόκειται στην ουσία για μία ειδική κατηγορία επαγγελματιών πελατών, οι οποίοι δεν απολαμβάνουν καμία προστασία με βάση τους κανόνες συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων σε συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτικών υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, κατά την παροχή στους πελάτες της κατηγορίας αυτής από τις επιχειρήσεις επενδύσεων των υπηρεσιών λήψης και διαβίβασης εντολών, εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών ή διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό, οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν υποχρεούνται να συμμορφώνονται με τις υποχρεώσεις δεοντολογικής συμπεριφοράς όπως αυτές προβλέπονται στο νόμο και θα παρουσιαστούν στο σημείο 3.6 του παρόντος. Πάντως, και οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να ζητήσουν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να αντιμετωπιστούν ως πελάτες, στους οποίους εφαρμόζονται οι κανόνες δεοντολογικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων.

Σε κάθε περίπτωση, σημειώνεται στο σημείο αυτό ότι στόχος τόσο της κοινοτικής όσο και της ελληνικής νομοθεσίας είναι η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών, ανεξαρτήτως του επενδυτικού τους προφίλ και της πείρας αυτών ως προς τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό, τίθεται ως προϋπόθεση, οι επιχειρήσεις επενδύσεων να ενεργούν με δίκαιο, έντιμο και επαγγελματικό τρόπο και να είναι δίκαιες, σαφείς και μη παραπλανητικές κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους, είτε συναλλάσσονται με ιδιώτες πελάτες, είτε με επαγγελματίες ή επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους²⁶⁶.

²⁶⁵εφόσον ακολουθηθεί η διαδικασία που προβλέπεται στο Παράρτημα II, Τμήμα II, Νόμου 4514/2018

²⁶⁶Christos Gortsos, (2018), *Stricto sensu investor protection under the 'MIFID II'*, A systematic overview of Articles 24-30, study prepared for a conference organized by the Academy of European Law (ERA), second updated version, σελ 77, διαθέσιμο στη σελίδα SSRN

3.5 Υποχρεώσεις οργανωτικής διάρθρωσης των ΑΕΠΕΥ

Πέρα από τις γενικές προϋποθέσεις αδειοδότησης, όπως αυτές παρουσιάστηκαν ευθέως ανωτέρω, τίθεται ως πρόσθετη προϋπόθεση η υποχρέωση τήρησης από τις ΑΕΠΕΥ ορισμένων οργανωτικών απαιτήσεων καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας τους. Οι απαιτήσεις αυτές έχουν υιοθετηθεί, προκειμένου να εξασφαλιστεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και η διαφύλαξη υψηλής ποιότητας κατά την εκτέλεση των συναλλαγών των πελατών και η προστασία των συμφερόντων αυτών.

Προβλέπεται στην ουσία η υιοθέτηση από την ΑΕΠΕΥ αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικής οργάνωσης, βάσει του οποίου να εξασφαλίζεται: α) η συμμόρφωση της ίδιας, των στελεχών, των υπαλλήλων και συνδεδεμένων αντιπροσώπων²⁶⁷ της με τις υποχρεώσεις που προβλέπουν οι κείμενες διατάξεις, β) η προστασία των συμφερόντων των πελατών της από φαινόμενα συγκρούσεως συμφερόντων, γ) η συνεχής και τακτική εκτέλεση των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων, δ) η παροχή συνεχούς και ικανοποιητικής υπηρεσίας στους πελάτες όταν η ΑΕΠΕΥ αναθέτει σε τρίτους την εκτέλεση επιχειρηματικών λειτουργιών ουσιώδους σημασίας, ε) η τήρηση αρχείων για την καταγραφή όλων των υπηρεσιών που παρέχει, προκειμένου να καθίσταται δυνατός ο έλεγχός της από την αρμόδια εποπτική αρχή, στ) η προστασία των δικαιωμάτων κυριότητας των πελατών επί χρηματοπιστωτικών μέσων που κατέχει η ίδια (εφόσον τα κατέχει), ιδίως σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας της επιχείρησης και η αποτροπή χρησιμοποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων για ίδιο λογαριασμό, ζ) η προστασία των κεφαλαίων των πελατών σε περιπτώσεις που κατέχονται από αυτήν και η αποτροπή χρησιμοποίησης τους για λογαριασμό της επιχείρησης. Οι ως άνω οργανωτικές απαιτήσεις προβλέπονται στο άρθρο 16 του Νόμου 4514/2018 και εξειδικεύονται στις διατάξεις του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

Για την ακρίβεια, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συμμόρφωση της ΑΕΠΕΥ με τις ως άνω γενικές αρχές, προβλέπεται²⁶⁸ η θέσπιση μόνιμης, αποτελεσματικής και ανεξάρτητης υπηρεσίας κανονιστικής συμμόρφωσης²⁶⁹, με κύριες αρμοδιότητες: α) την παρακολούθηση και αξιολόγηση

²⁶⁷ως συνδεδεμένος αντιπρόσωπος σύμφωνα με την παρ. 29, του αρ. 4, Ν. 4514/2018, ορίζεται το: « φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο, ενεργώντας υπό την πλήρη και άνευ όρων ευθύνη μίας και μόνον επιχείρησης επενδύσεων για λογαριασμό της οποίας ενεργεί, προωθεί τις επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες σε πελάτες ή δυνητικούς πελάτες, λαμβάνει και διαβιβάζει οδηγίες ή εντολές πελατών σχετικά με επενδυτικές υπηρεσίες ή χρηματοπιστωτικά μέσα, τοποθετεί χρηματοπιστωτικά μέσα ή παρέχει συμβουλές σε πελάτες ή δυνητικούς πελάτες σχετικά με τα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα ή υπηρεσίες»

²⁶⁸βλ. σχετικά παρ. 2, αρ. 16, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁶⁹Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 107, σε συνδυασμό το αρ. 22 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

σε μόνιμη βάση της καταλληλότητας και αποτελεσματικότητας των μέτρων και των διαδικασιών που έχει θεσπίσει η ΑΕΠΕΥ για την τήρηση των υποχρεώσεών της από την κείμενη νομοθεσία, β) την παροχή συμβουλών στα πρόσωπα που εμπλέκονται στην παροχή και άσκηση των παρεχόμενων από την ΑΕΠΕΥ επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων και γ) την υποβολή έκθεσης στο διοικητικό συμβούλιο της ΑΕΠΕΥ, τουλάχιστον σε ετήσια βάση, στην οποία θα συμπεραίνεται αν η ΑΕΠΕΥ συμμορφώνεται με της υποχρεώσεις της που τίθενται από τις κείμενες διατάξεις. Παράλληλα με την ως άνω αναφερόμενη υπηρεσία κανονιστικής συμμόρφωσης, η ΑΕΠΕΥ πρέπει να διαθέτει κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων²⁷⁰, που να επιτρέπουν τον εντοπισμό των κινδύνων και τη διαχείρισή τους σε σχέση με τις δραστηριότητες και τα συστήματά της. Για το σκοπό αυτό, η ΑΕΠΕΥ υποχρεούται να διατηρεί ανεξάρτητη υπηρεσία διαχείρισης κινδύνων με κύριες αρμοδιότητες την εφαρμογή της πολιτικής διαχείρισης κινδύνων, καθώς επίσης την υποβολή εκθέσεων και προτάσεων στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της ΑΕΠΕΥ.

Συμπληρωματικά, προβλέπεται η θέσπιση ανεξάρτητης υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, εφόσον αυτό δικαιολογείται από τη φύση, την πολυπλοκότητα και το φάσμα των παρεχόμενων από την ίδια επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων. Κύριες αρμοδιότητες της υπηρεσίας αυτής είναι: α) η θέσπιση και η λειτουργία προγράμματος εσωτερικού ελέγχου, β) η διατύπωση συστάσεων με βάση τα αποτελέσματα του ελέγχου, γ) η εξακρίβωση της συμμόρφωσης της ΑΕΠΕΥ με τις συστάσεις αυτές και δ) η υποβολή γραπτών εκθέσεων στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της ΑΕΠΕΥ επί ζητημάτων εσωτερικού ελέγχου.

Αναφορικά με τα παραπάνω σημειώνεται ότι η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των πολιτικών και διαδικασιών που έχει υιοθετήσει η ΑΕΠΕΥ για τη συμμόρφωσή της με τις κείμενες διατάξεις, όπως επίσης η αξιολόγηση των υπηρεσιών διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου, ανατίθεται στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της ΑΕΠΕΥ. Με λίγα λόγια, τα διευθυντικά στελέχη της ΑΕΠΕΥ επιφορτίζονται με αυξημένες εποπτικές αρμοδιότητες ως προς τη συνολική στρατηγική της ΑΕΠΕΥ και την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικής της διάρθρωσης. Για το λόγο αυτό, προβλέπεται η λήψη από τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γραπτών εκθέσεων από τις υπηρεσίες κανονιστικής συμμόρφωσης, διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου και η επακόλουθη προβολή προτάσεων για λήψη διαρθρωτικών μέτρων, εφόσον διαπιστωθούν αδυναμίες στα συστήματα εσωτερικής οργάνωσης της ΑΕΠΕΥ.

Περαιτέρω, στις οργανωτικές απαιτήσεις της ΑΕΠΕΥ, περιλαμβάνεται και η υποχρέωση αυτής να λαμβάνει αποτελεσματικές οργανωτικές ρυθμίσεις για τον εντοπισμό και την

²⁷⁰βλ. σχετικά εδάφιο β', παράγραφος 5, αρ. 16, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

αντιμετώπιση τυχόν καταστάσεων συγκρούσεων συμφερόντων, που ενδέχεται να ανακύψουν κατά την παροχή από αυτή επενδυτικών υπηρεσιών. Τέτοιες καταστάσεις δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων είναι οι εξής:

- Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της ΑΕΠΕΥ και των πελατών της. Τέτοια σύγκρουση μπορεί για παράδειγμα να προκύψει, όταν η ΑΕΠΕΥ προτείνει σε έναν πελάτη μία υπηρεσία από την οποία προσδοκά υψηλά οφέλη.

- Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ συνδεδεμένων αντιπροσώπων, υπαλλήλων της ΑΕΠΕΥ και των πελατών αυτής. Τέτοια περίπτωση, αποτελεί για παράδειγμα η διενέργεια από τους υπαλλήλους, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή τους συνδεδεμένους αντιπροσώπους της ΑΕΠΕΥ συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, χρησιμοποιώντας εμπιστευτικές πληροφορίες σε σχέση με έναν πελάτη.

- Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των πελατών της ΑΕΠΕΥ. Τέτοια σύγκρουση μπορεί να προκύψει όταν η ΑΕΠΕΥ προσφέρει υπηρεσίες σε δύο πελάτες και δίνει προτεραιότητα στις συναλλαγές του ενός έναντι του άλλου.

Για το λόγο αυτό, η ΑΕΠΕΥ υποχρεούται να υιοθετήσει αποτελεσματική πολιτική συγκρούσεως συμφερόντων για τον εντοπισμό, την πρόληψη και τη διαχείριση τέτοιων καταστάσεων, καθώς επίσης για τον περιορισμό κατά μέγιστο βαθμό των πιθανών επιζήμιων συνεπειών των συγκρούσεων αυτών στα συμφέροντα των επενδυτών. Η πολιτική συγκρούσεως συμφερόντων πρέπει να καταρτίζεται εγγράφως και να είναι κατάλληλη για το μέγεθος και την οργάνωση της ΑΕΠΕΥ, καθώς και για τη φύση και την πολυπλοκότητα των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η θέσπιση οργανωτικών απαιτήσεων στα πλαίσια λειτουργίας των ΑΕΠΕΥ, αποσκοπεί στην εξασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Επισημαίνεται ωστόσο ότι οι ανωτέρω οργανωτικές υποχρεώσεις, δεν αποτελούν εξαντλητική παρουσίαση των κανόνων και συστημάτων οργανωτικής διάρθρωσης που πρέπει να εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις αυτές κατά την επιχειρηματική τους λειτουργία, αλλά αποτελούν ενδεικτική παρουσίαση των κανόνων αυτών.

3.6 Κανόνες επαγγελματικής (δεοντολογικής) συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων

Η καθημερινή πρακτική έχει καταδείξει ότι η συμμετοχή στις αγορές κεφαλαίου εγκυμονεί για τους επενδυτές μία σειρά κινδύνων, οι σημαντικότεροι εκ των οποίων συνδέονται με τη δράση

των διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων (επιχειρήσεις επενδύσεων), που αποτελεί εγγενές στοιχείο των αγορών αυτών²⁷¹. Συγκεκριμένα, το νομικό μονοπώλιο που αναγνωρίζεται στις επιχειρήσεις επενδύσεων για πρόσβαση στις αγορές αυτές προς διενέργεια συναλλαγών, έχει στην πράξη αποδειχθεί, τόσο με αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς²⁷² όσο και με δικαστικές αποφάσεις,²⁷³ πως έχει επιφέρει αρνητικές επιπτώσεις στα συμφέροντα των επενδυτών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων που έχουν επιφέρει ζημιές στην περιουσιακή σφαίρα των επενδυτών, είναι η πλημμελής πληροφόρηση αυτών για τη λήψη μίας επενδυτικής απόφασης, η παροχή ακατάλληλων για το συγκεκριμένο επενδυτή συμβουλών, η εκτέλεση εντολών με δυσμενείς όρους, η διαρκής έκθεση του επενδυτή σε καταστάσεις συγκρούσεων συμφερόντων, η ιδιοποίηση από επιχειρήσεις επενδύσεων χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών²⁷⁴.

Με βάση τα παραπάνω και έχοντας ως γνώμονα την εξασφάλιση υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών, αλλά και την καθιέρωση ενός ελκυστικού σε νέους επενδυτές περιβάλλοντος κεφαλαιαγορών, έχει υιοθετηθεί από τις έννομες τάξεις των κρατών μελών ένα ιδιαίτερο πλέγμα νομικών κανόνων, σύμφωνα με το οποίο εισάγονται υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς κατά την παροχή από τις επιχειρήσεις επενδύσεων σε πελάτες επενδυτικών υπηρεσιών.²⁷⁵ Υπό αυτό το πρίσμα προστασίας των επενδυτών, έχει εισαχθεί μία γενική υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων, η οποία συνίσταται στο γενικότερο καθήκον αυτών να δρουν με εντιμότητα, αμεροληψία και επαγγελματισμό κατά την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες, ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών²⁷⁶. Η εν λόγω υποχρέωση, εφαρμόζεται, όπως αναφέρθηκε στο σημείο 3.4 του παρόντος, σε όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες (κύριες και παρεπόμενες) και καταλαμβάνει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε όλες ανεξαιρέτως τις κατηγορίες πελατών²⁷⁷.

²⁷¹ Απόστολος Καραγκουνίδης, (2007), Προστασία του επενδυτή, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 222 και επόμενα

²⁷² βλ. σχετικά την υπ' αριθμ.12/507/28.4.2009 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

²⁷³ βλ. σχετικά ΣτΕ 1299/2013, ΔΕφΑθ. 1791/2010, ΔεφΑθ 1981/2010, ΝΟΜΟΣ

²⁷⁴ βλ. σχετικά Εφ. Αθ. 6308/2012, ΝΟΜΟΣ

²⁷⁵ Α. Καραγκουνίδης, (2015), Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημιές επενδυτών από τη διάθεση σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων (από την MIFID στην MIFID II), Αρμενόπουλος, αριθμός τεύχους 10, σελ. 1651 και επόμενα

²⁷⁶ βλ. σχετικά παρ. 1, αρ. 24, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁷⁷ Christos Gortsos, (2018), *Stricto sensu investor protection under the 'MIFID II'*, A systematic overview of Articles 24-30, study prepared for a conference organized by the Academy of European Law (ERA), second updated version, σελ 72, διαθέσιμο στη σελίδα SSRN, σε συνδυασμό με το προοίμιο (86) της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ

3.6.1 Υποχρεώσεις πληροφόρησης από τις ΑΕΠΕΥ

Σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των οργανωμένων κεφαλαιαγορών, είναι προφανές ότι η λειτουργία αυτών παρουσιάζει ιδιαιτερότητα σε σύγκριση με άλλες αγορές, όπως για παράδειγμα η αγορά των ακινήτων. Ο σύγχρονος δηλαδή επενδυτής, προκειμένου να προωθήσει τις επενδυτικές του αποφάσεις, εξαρτάται ολοένα και περισσότερο από τις υπηρεσίες των επιχειρήσεων επενδύσεων που έχουν πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές για την πραγματοποίηση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Η ιδιαιτερότητα βέβαια αυτή των κεφαλαιαγορών και η μη απευθείας συμμετοχή του επενδυτικού κοινού στις συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων, φέρνει στην επιφάνεια μία από τις σημαντικότερες ατέλειες των αγορών αυτών και συγκεκριμένα της ατέλειας της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να είναι σε μειονεκτική θέση ο επενδυτής/πελάτης των επιχειρήσεων επενδύσεων, ο οποίος πρέπει να αναζητήσει μόνος του την απαιτούμενη πληροφορία για τη διαμόρφωση της επενδυτικής του απόφασης, στοιχείο ιδιαίτερος δύσκολο λόγω της ιδιάζουσας αυτής λειτουργίας των κεφαλαιαγορών. Προκύπτει συνεπώς ανάγκη μετριασμού της ασυμμετρίας πληροφόρησης με νομικούς κανόνες, βάσει των οποίων θα κατευθύνεται η συμπεριφορά των επιχειρήσεων επενδύσεων κατά την παροχή από αυτές σε πελάτες επενδυτικών υπηρεσιών.

Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται²⁷⁸ να παρέχουν ακριβή, σαφή και μη παραπλανητική πληροφόρηση στους πελάτες, έτσι ώστε οι τελευταίοι να είναι σε θέση να εκτιμήσουν την προτεινόμενη σε αυτούς επενδυτική υπηρεσία, αλλά και τον κίνδυνο που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν από την επενδυτική τους απόφαση. Η ως άνω γενική υποχρέωση πληροφόρησης, που διακρίνεται σε πληροφόρηση που παρέχεται πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και πληροφόρηση μετά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, εφαρμόζεται σε όλες ανεξαιρέτως τις κατηγορίες πελατών (ιδιώτες – επαγγελματίες – επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους) και καταλαμβάνει όλες τις παρεχόμενες από τις διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες.

Υποχρέωση πληροφόρησης πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών

Όπως αναφέραμε παραπάνω, εισάγεται γενική υποχρέωση πληροφόρησης από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, πληροφόρηση που πρέπει να είναι σαφής, ακριβής και μη παραπλανητική. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να διασφαλίζει ότι οι πληροφορίες, συμπεριλαμβανομένων των διαφημιστικών ανακοινώσεων που απευθύνουν σε

²⁷⁸βλ. σχετικά παράγραφο 3, άρθρου 24, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες, να είναι ακριβείς και να περιλαμβάνουν σαφή ένδειξη των σχετικών κινδύνων που ενέχει η συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία.

Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να είναι σε θέση να παρέχουν κατάλληλη πληροφόρηση²⁷⁹ σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες, σχετικά με τα εξής: α) πληροφόρηση για την ίδια την επιχείρηση επενδύσεων, β) για τις υπηρεσίες που παρέχει, γ) για τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, δ) τους τόπους εκτέλεσης, ε) το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις. Το περιεχόμενο των πληροφοριών αυτών παρουσιάζεται ενδεικτικά κατωτέρω:

α) πληροφόρηση σχετικά με την επιχείρηση επενδύσεων

Καταρχάς οι επιχειρήσεις επενδύσεων πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, πρέπει να ενημερώνουν τον πελάτη για: i) την επωνυμία και την έδρα της επιχείρησης επενδύσεων, ii) τις γλώσσες στις οποίες ο πελάτης μπορεί να επικοινωνεί με την επιχείρηση επενδύσεων και να λαμβάνει έγγραφα ή άλλες πληροφορίες από αυτήν, iii) τις μεθόδους επικοινωνίας του πελάτη με την επιχείρηση επενδύσεων, iv) τη δήλωση κατά την οποία αποδεικνύεται ότι η επιχείρηση επενδύσεων έχει λάβει άδεια να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, όπως επίσης το όνομα και τη διεύθυνση της αρμόδιας αρχής που τη χορήγησε.

β) πληροφόρηση σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχει

Κατά την περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων παρέχει την υπηρεσία της παροχής επενδυτικών συμβουλών, οφείλει να ενημερώσει τον πελάτη πριν από την παροχή οποιασδήποτε συμβουλής: i) για το αν οι συμβουλές παρέχονται σε ανεξάρτητη βάση ή όχι, ii) για το αν βασίζονται σε ευρεία ή πιο περιορισμένη ανάλυση των διαφόρων ειδών χρηματοπιστωτικών μέσων και ιδίως αν το εύρος αυτό περιορίζεται στα χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται ή διατίθενται από οντότητες που έχουν στενούς δεσμούς ή οποιοσδήποτε άλλες νομικές ή οικονομικές σχέσεις, όπως συμβατικές σχέσεις που είναι τόσο στενές, ώστε να θέτουν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία των παρεχόμενων συμβουλών και iii) αν η επιχείρηση επενδύσεων διαθέτει στον πελάτη περιοδική αξιολόγηση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων που του προτείνει.

γ) πληροφόρηση για τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις παρεχόμενες επενδυτικές στρατηγικές

Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων πριν από την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες, υποχρεούνται να παρέχουν στους πελάτες τις

²⁷⁹βλ. σχετικά παράγραφο 4, άρ. 24, Ν. 451/2018, ΝΟΜΟΣ

απαιτούμενες πληροφορίες²⁸⁰ για τη φύση και τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Η πληροφόρηση αυτή περιλαμβάνει μία περιγραφή του σχετικού είδους του χρηματοπιστωτικού μέσου, τη λειτουργία και τις επιδόσεις αυτού σε διαφορετικές συνθήκες αγοράς, θετικές και αρνητικές, αλλά και τους ειδικούς κινδύνους που ενέχει, με επαρκείς λεπτομέρειες, ώστε να μπορεί ο πελάτης να λαμβάνει ενημερωμένος επενδυτικές αποφάσεις. Σε κάθε περίπτωση, η επιχείρηση επενδύσεων θα λαμβάνει υπόψη την κατηγοριοποίηση του πελάτη ως ιδιώτη, επαγγελματία ή επιλέξιμου αντισυμβαλλόμενου, πριν από την παροχή σε αυτόν πληροφοριών για τα χρηματοπιστωτικά μέσα πάνω στα οποία εξετάζει να επενδύσει.

δ) πληροφόρηση σχετικά με το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να ενημερώνουν τους υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες για τα κόστη και τις συναφείς επιβαρύνσεις που σχετίζονται με τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Οφείλουν δηλαδή να ενημερώσουν τους πελάτες τόσο για το κόστος των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, όσο και για το κόστος που θα προκύψει από το χρηματοπιστωτικό μέσο που προτείνεται στον πελάτη. Σκοπός της πληροφόρησης αυτής είναι ο πελάτης να είναι ενήμερος για τη συνολική οικονομική επιβάρυνση που θα προκύψει από το επενδυτικό εγχείρημα που εξετάζει να εφαρμόσει.

Πληροφόρηση επενδυτών μετά την ολοκλήρωση των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών

Από την άλλη πλευρά, προβλέπονται πρόσθετες υποχρεώσεις ενημέρωσης των πελατών από τις επιχειρήσεις επενδύσεων κατά το στάδιο ολοκλήρωσης της εντολής του πελάτη.²⁸¹ Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις αυτές μετά την ολοκλήρωση της εντολής του πελάτη, οφείλουν να τον ενημερώσουν για την ημέρα και το χρόνο της διαπραγμάτευσης, τον τόπο διαπραγμάτευσης και το χρόνο εκτέλεσης, την ποσότητα και την τιμή ανά μονάδα, το σύνολο των προμηθειών (τεμάχια αγοράς και πώλησης) και των εξόδων που χρεώθηκαν.

3.6.2 Έλεγχος καταλληλότητας από τις επιχειρήσεις επενδύσεων

Παράλληλα με την ως άνω αναφερόμενη υποχρέωση πληροφόρησης των πελατών σε χρονικό σημείο πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, εισάγεται για τις επιχειρήσεις

²⁸⁰Αριστέα Σινανιώτη Μαυρούδη, (2015), Το νέο Ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων (ΕΠΕΥ) και των ρυθμιζόμενων αγορών, Τιμητικός τόμος για τον καθηγητή Παναγιώτη Ι. Κανελλόπουλο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 805

²⁸¹βλ. σχετικά αρ. 59 του Κανονισμού (ΕΕ) 565/2017

επενδύσεων μία πρόσθετη υποχρέωση κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίων πελατών. Η υποχρέωση αυτή συνίσταται στη διερεύνηση του προφίλ του εκάστοτε πελάτη, που στο ομοσπονδιακό δίκαιο κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ χαρακτηρίζεται ως «know your customer». Για να εξασφαλιστεί δηλαδή υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών όταν είναι αποδέκτες της υπηρεσίας παροχής επενδυτικών συμβουλών ή της υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να συγκεντρώνουν τις απαραίτητες πληροφορίες για τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τους επενδυτικούς στόχους και το επίπεδο εμπειρίας του εκάστοτε πελάτη.

Για την ακρίβεια, για να συστήσουν σε ένα πελάτη επενδυτικές υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα κατάλληλα για την περίπτωση του συγκεκριμένου πελάτη, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να συλλέξουν τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με:

- τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη στον επενδυτικό τομέα σε σχέση με το συγκεκριμένο τύπο προϊόντος ή υπηρεσίας,
- τη χρηματοοικονομική του κατάσταση, περιλαμβανομένης της δυνατότητάς του να υποστεί ζημιές και
- τους επενδυτικούς του στόχους, περιλαμβανομένου του επιπέδου ανοχής κινδύνου.

Αναγκαίο δηλαδή προστάδιο για την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή για τη διαχείριση χαρτοφυλακίων πελατών, είναι η συλλογή από τις επιχειρήσεις επενδύσεων των απαιτούμενων πληροφοριών για τη συγκρότηση του επενδυτικού προφίλ ενός πελάτη και η επακόλουθη αξιολόγησή τους, προκειμένου να εκτιμηθεί αν οι προτεινόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα ανταποκρίνονται στους επενδυτικούς στόχους του πελάτη. Στην ουσία, η συγκέντρωση των σχετικών πληροφοριών από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, είναι προαπαιτούμενο για να συστήσουν σε έναν πελάτη επενδυτικές υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα κατάλληλα για την περίπτωσή του, διαδικασία που χαρακτηρίζεται κοινώς ως «έλεγχος καταλληλότητας (και στην αγγλική ως «suitability assessment» ή «suitability test»)²⁸². Ο έλεγχος αυτός αφορά αφενός την αξιολόγηση της καταλληλότητας της αγοράς, της διατήρησης ή της πώλησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου για το συγκεκριμένο πελάτη και αφετέρου της καταλληλότητας της παρεχόμενης στον πελάτη επενδυτικής υπηρεσίας²⁸³.

Ο έλεγχος καταλληλότητας εξειδικεύεται περαιτέρω στο άρθρο 54 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565, σύμφωνα με το οποίο προβλέπεται ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων, προκειμένου να

²⁸²Βασιλίδης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 431 επ.

²⁸³Εγκύκλιος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 50/2012

κατανοήσουν τα βασικά δεδομένα του πελάτη και να σχηματίσουν εύλογα την πεποίθηση ότι η συγκεκριμένη συναλλαγή που προτείνουν στο πλαίσιο παροχής επενδυτικών συμβουλών ή που διενεργείται στο πλαίσιο της υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου, είναι κατάλληλη για το συγκεκριμένο πελάτη, πρέπει να πληροί τα ακόλουθα κριτήρια:

α) να είναι σύμφωνη με τους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου πελάτη,

β) ο πελάτης έχει την οικονομική δυνατότητα να αναλάβει το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων, σύμφωνα με τους επενδυτικούς του στόχους και

γ) διαθέτει την αναγκαία πείρα και γνώση, ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσει τους κινδύνους που ενέχει η προτεινόμενη συναλλαγή.

Η πληροφόρηση που πρέπει να συγκεντρώσουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων για την εκτίμηση των επενδυτικών στόχων του εκάστοτε πελάτη, περιλαμβάνει μεταξύ άλλων στοιχεία σχετικά με το χρονικό διάστημα κατά το οποίο ο πελάτης επιθυμεί να διακρατήσει την επένδυση, τις προτιμήσεις του πελάτη ως προς την ανάληψη κινδύνου, πληροφορίες για το επενδυτικό του προφίλ και τους σκοπούς της επένδυσης. Αντίστοιχα, η πληροφόρηση που πρέπει να συγκεντρώσουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης του πελάτη, περιλαμβάνει στοιχεία για την προέλευση και το ύψος των τακτικών εισοδημάτων του, τα περιουσιακά του στοιχεία (ρευστά διαθέσιμα, επενδύσεις και ακίνητα) και τις τακτικές οικονομικές του υποχρεώσεις, όπως λόγου χάρη για το συνολικό ύψος δανεισμού του πελάτη. Ομοίως, για την εκτίμηση της πείρας και των γνώσεων του πελάτη, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να αναζητήσουν στοιχεία για τα είδη των συναλλαγών και των χρηματοπιστωτικών μέσων με τα οποία είναι εξοικειωμένος ο πελάτης, για τη φύση, τον όγκο και τη συχνότητα των συναλλαγών του πελάτη σε χρηματοπιστωτικά μέσα, αλλά κυρίως στοιχεία για το μορφωτικό επίπεδο του πελάτη και την επαγγελματική του ενασχόληση.

Κατόπιν συγκέντρωσης των σχετικών πληροφοριών, όπως παρουσιάστηκαν ευθέως ανωτέρω, οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα είναι σε θέση να εκτιμήσουν τα επενδυτικά κίνητρα του πελάτη, που μπορεί για παράδειγμα να συνίστανται στην επαύξηση της περιουσίας ή των τακτικών εισοδημάτων σε περιπτώσεις ιδιωτών πελατών ή στην καθαρή κερδοσκοπία στις περιπτώσεις επαγγελματιών πελατών ή επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων. Οι επενδυτικοί στόχοι του εκάστοτε πελάτη υποδηλώνουν το ποσοστό επενδυτικού ρίσκου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει, στοιχείο που συμπληρώνεται επίσης και από την οικονομική κατάσταση του πελάτη και την ανοχή του τελευταίου σε περίπτωση ζημίας που ενδέχεται να υποστεί από μία συγκεκριμένη επενδυτική απόφαση. Για την εξατομίκευση βέβαια του επενδυτικού προφίλ του πελάτη, συμπληρωματικοί παράγοντες θα αποτελέσουν πληροφορίες σχετικά με την προσωπική του κατάσταση και τη δυνατότητά του για παράδειγμα να δεσμεύσει περιουσιακά στοιχεία που

ανήκουν στον/ην σύντροφό του, την οικογενειακή του κατάσταση (όπως η επικείμενη απόκτηση ενός παιδιού ή η εισαγωγή και η φοίτηση ενός παιδιού σε πανεπιστημιακό ίδρυμα), την επαγγελματική κατάσταση του πελάτη (αν για παράδειγμα παύσει να εργάζεται ή πρόκειται να συνταξιοδοτηθεί) και την ηλικία του²⁸⁴.

Σε κάθε περίπτωση, η συγκέντρωση των σχετικών πληροφοριών και η επακόλουθη αξιολόγησή τους από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, θα οδηγήσει τις τελευταίες στην εκφορά κρίσης σχετικά με την καταλληλότητα των επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων που επιθυμεί ο πελάτης. Ο έλεγχος αυτός καταλληλότητας των προτεινόμενων επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων, εφαρμόζεται τόσο σε ιδιώτες πελάτες όσο και σε επαγγελματίες πελάτες και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Στην περίπτωση βέβαια των δύο τελευταίων κατηγοριών, ο έλεγχος καταλληλότητας είναι περιορισμένος. Αυτό συμβαίνει, καθώς εκτιμάται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων ότι οι συγκεκριμένοι πελάτες είναι σε θέση από οικονομική άποψη να αναλάβουν το σχετικό επενδυτικό κίνδυνο και διαθέτουν την πείρα να εκτιμήσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που συνεπάγεται η προτεινόμενη επενδυτική συμβουλή ή η διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους.

3.6.3 Έλεγχος συμβατότητας από τις επιχειρήσεις επενδύσεων

Στην περίπτωση βέβαια που οι επιχειρήσεις επενδύσεων παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες, πλην της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και της παροχής επενδυτικών συμβουλών, η έκταση διερεύνησης της καταλληλότητας μίας επενδυτικής υπηρεσίας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου για ένα συγκεκριμένο πελάτη είναι περιορισμένη. Στην ουσία, οι επιχειρήσεις επενδύσεων όταν παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε πελάτες (πλην της υπηρεσίας παροχής επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου), οφείλουν να συγκεντρώνουν πληροφορίες μόνο για τις γνώσεις και την εμπειρία του εκάστοτε πελάτη στον επενδυτικό τομέα, ενώ δεν υποχρεούνται να συγκεντρώσουν πληροφορίες για τους επενδυτικούς στόχους και την οικονομική κατάσταση του πελάτη²⁸⁵.

Η πληροφόρηση κατά συνέπεια που πρέπει να συγκεντρώσουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων για την εκτίμηση της εμπειρίας του πελάτη, αφορά την εξοικείωση αυτού με τον επενδυτικό τομέα και καταλαμβάνει τις ίδιες πληροφορίες που αναφέρθηκαν για το ζήτημα αυτό στο σημείο 3.6.2 του παρόντος. Με τις πληροφορίες αυτές η επιχείρηση επενδύσεων θα είναι σε

²⁸⁴ESMA Guidelines, 6.11.2018, 35-43-1163, παρ. 27

²⁸⁵βλ. σχετικά παράγραφος 3, άρθρον 25, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

θέση να εκτιμήσει τη συμβατότητα της επενδυτικής υπηρεσίας ή του χρηματοπιστωτικού μέσου με την περίπτωση του συγκεκριμένου πελάτη, διαδικασία κοινώς γνωστή ως «έλεγχος συμβατότητας» (και στην αγγλική ως «appropriateness assessment» ή «appropriateness test»). Ο έλεγχος αυτός εφαρμόζεται τόσο σε ιδιώτες όσο και σε επαγγελματίες πελάτες²⁸⁶. Στην περίπτωση βέβαια των επαγγελματιών πελάτων²⁸⁷, η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να εκλάβει ως δεδομένο πως οι πελάτες αυτοί διαθέτουν την αναγκαία πείρα και γνώση για να κατανοήσουν τους κινδύνους που ενέχουν οι συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες.

Εφόσον μετά την ολοκλήρωση του ελέγχου συμβατότητας, η επιχείρηση επενδύσεων κρίνει ότι το προϊόν ή η υπηρεσία δεν είναι κατάλληλα για το συγκεκριμένο πελάτη, απευθύνει σε αυτόν σχετική αναφορά υπό τη μορφή προειδοποίησης σχετικά με την ακαταλληλότητα της σκοπούμενης επένδυσης.

3.6.4 Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών

Συμπληρωματικά, μία ακόμα υποχρέωση επαγγελματικής συμπεριφοράς που πρέπει να εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, είναι η εκτέλεση των εντολών των πελατών με τους πλέον ευνοϊκούς γι' αυτούς όρους (υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης, γνωστή διεθνώς και με τον αγγλοσαξονικό όρο «best execution obligation»). Η υποχρέωση αυτή συνυπάρχει με το γενικότερο καθήκον των επιχειρήσεων επενδύσεων να δρουν κατά τρόπο που να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των πελατών τους και έλκει την καταγωγή της από το ομοσπονδιακό δίκαιο κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ²⁸⁸. Προβλέπεται δηλαδή ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων κατά την εκτέλεση εντολών πελατών, οφείλουν να λαμβάνουν όλα τα επαρκή και αναγκαία μέτρα (όχι τα απλώς απαραίτητα²⁸⁹), προκειμένου να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τον πελάτη τους και να καταρτίσουν σύμβαση με τους πλέον ευνοϊκούς γι' αυτόν όρους.

²⁸⁶δεν εφαρμόζεται βέβαια στους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 30, Ν. 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁸⁷Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την παράγραφο 1, του άρθρου 30, Νόμου 4514/2018, ο έλεγχος συμβατότητας δεν εφαρμόζεται στις περιπτώσεις των επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων

²⁸⁸A. Καραγκουνίδης, (2009), Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, αρ. τεύχους 2, σελ. 321 επ.

²⁸⁹Christos Gortsos, (2018), *Stricto sensu investor protection under the 'MIFID II'*, A systematic overview of Articles 24-30, study prepared for a conference organized by the Academy of European Law (ERA), second updated version, σελ 153, διαθέσιμο στη σελίδα SSRN

Πιο συγκεκριμένα, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εφαρμόζεται σε επενδυτικές υπηρεσίες με αντικείμενο την εκτέλεση εντολών. Τέτοια επενδυτική υπηρεσία που περιέχει το στοιχείο της εκτέλεσης εντολών είναι καταρχάς η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, που συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών. Υποστηρίζεται ωστόσο ότι η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών εφαρμόζεται και στην περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων προβαίνει σε διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι είτε ο πελάτης ζητεί ίδια πρωτοβουλία από την επιχείρηση επενδύσεων να εκτελέσει εντολή του έναντι ιδίων θέσεων της είτε ανταποκρίνεται στην «προσφορά» της επιχείρησης προς το επενδυτικό κοινό να καταρτίσει σύμβαση αγοραπωλησίας τίτλων²⁹⁰. Προαπαιτούμενο δηλαδή για την εφαρμογή της αρχής της βέλτιστης εκτέλεσης εντολής, είναι η συνδρομή του στοιχείου της δράσης «για λογαριασμό πελάτη», ενώ δεν εφαρμόζεται η εν λόγω υποχρέωση όταν οι επιχειρήσεις επενδύσεων αναπτύσσουν ίδια συναλλακτική δραστηριότητα, καθώς στην τελευταία περίπτωση δε δρουν υπό την ιδιότητα του φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης καταλαμβάνει όλες τις μορφές και τα είδη χρηματοπιστωτικών μέσων, ανεξαρτήτως του αν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης ή εξωχρηματιστηριακά (Over the Counter – OTC)²⁹¹. Η υποχρέωση μάλιστα αυτή, εφαρμόζεται κατά την εκτέλεση εντολών τόσο ιδιωτών όσο και επαγγελματιών πελατών, ενώ δεν τυγχάνει εφαρμογής όταν οι επιχειρήσεις επενδύσεων εκτελούν εντολές για λογαριασμό επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων.

Σε κάθε περίπτωση η βέλτιστη εκτέλεση των εντολών πελατών έχει σχετικό περιεχόμενο, καθώς αποτελεί τη συνισταμένη μίας σειράς παραγόντων, όπως ενδεικτικά η τιμή, το κόστος, η ταχύτητα και η πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, ο όγκος ή η φύση της εντολής και κάθε άλλου παράγοντα που σχετίζεται με την εκτέλεση της εντολής. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος που ο νόμος αναγνωρίζει στον επενδυτή το δικαίωμα να προσδιορίζει τους ειδικότερους όρους εκτέλεσης των εντολών του, δίνοντας σχετικές οδηγίες στην επιχείρηση επενδύσεων. Θεωρείται λοιπόν ότι η επιχείρηση επενδύσεων εκπληρώνει την άνω υποχρέωση όταν εκτελεί την εντολή σύμφωνα με τις οδηγίες του πελάτη²⁹². Παρ' όλα αυτά, στην περίπτωση που δε δίνονται συγκεκριμένες οδηγίες στην επιχείρηση επενδύσεων από τον επενδυτή για την εκτέλεση της εντολής του, αναγνωρίζεται στην τελευταία το δικαίωμα να σταθμίσει μόνη της τη βαρύτητα των

²⁹⁰ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 145

²⁹¹ βλ. σχετικά προοίμιο, περίπτωση 104 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

²⁹² βλ. σχετικά *εδ. α'*, *παρ. 1, αρ. 27, Ν. 4514/2018*, ΝΟΜΟΣ

επί μέρους παραγόντων και να καταλήξει σε δική της εκτίμηση για τη σύνθεσή τους, στο πλαίσιο εκτέλεσης μίας συγκεκριμένης εντολής. Για το σκοπό αυτό, η επιχείρηση επενδύσεων προκειμένου να επιτύχει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβάνει υπόψη τα ακόλουθα κριτήρια:

α) τα χαρακτηριστικά του πελάτη, συμπεριλαμβανομένης της κατηγοριοποίησής του ως ιδιώτη ή επαγγελματία πελάτη,

β) τα χαρακτηριστικά της εντολής του πελάτη,

γ) τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού μέσου που αποτελούν το αντικείμενο της εντολής,

δ) τα χαρακτηριστικά των τόπων εκτέλεσης, στους οποίους θα σταλεί η εντολή προς εκτέλεση.²⁹³

Σε περίπτωση εκτέλεσης από την επιχείρηση επενδύσεων εντολής για λογαριασμό ιδιώτη πελάτη, το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα προσδιορίζεται με βάση το συνολικό τίμημα, το οποίο αντιπροσωπεύει την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου και τις χρεώσεις που σχετίζονται με την εκτέλεση, οι οποίες περιλαμβάνουν όλα τα έξοδα που βαρύνουν τον πελάτη και τα οποία συνδέονται με την εκτέλεση της εντολής, περιλαμβανομένων των τελών του τόπου εκτέλεσης, των τελών εκκαθάρισης και διακανονισμού και όλων των λοιπών αμοιβών που καταβάλλονται σε τρίτους οι οποίοι συμμετέχουν στην εκτέλεση της εντολής αυτής. Άλλοι παράγοντες δεν φαίνεται να είναι σημαντικοί, παρά μόνο στο μέτρο που επιδρούν στο συνολικό τίμημα.

3.6.5 Συνέπειες μη τήρησης από τις επιχειρήσεις επενδύσεων των κανόνων οργανωτικής διάρθρωσης και επαγγελματικής συμπεριφοράς

I. Διοικητικές κυρώσεις

Κατά την περίπτωση που οι επιχειρήσεις επενδύσεων δε συμμορφώνονται με τις οργανωτικές υποχρεώσεις ή τις υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς, όπως παρουσιάστηκαν ευθέως ανωτέρω, αναγνωρίζεται στην ΕΚ το δικαίωμα να επιβάλλει στους

²⁹³ Λαμβανομένου υπόψη του γεγονότος ότι διατίθεται σήμερα ένα ευρύτερο φάσμα τόπων εκτέλεσης, για τους σκοπούς του παρόντος ως «τόπος εκτέλεσης» μπορεί να επιλεγεί μία ρυθμιζόμενη αγορά, ένας πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), ένας μηχανισμός οργανωμένης διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ), ένας συστηματικός εσωτερικοποιητής, ένας ειδικός διαπραγματευτής ή άλλος πάροχος ρευστότητας ή μία οντότητα που επιτελεί σε Τρίτη χώρα λειτουργία όμοια με τις λειτουργίες οποιουδήποτε από τους προηγούμενους, βλ. σχετικά παράγραφος 1, άρθρο 64 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

παραβάτες διοικητικής φύσεως κυρώσεις²⁹⁴. Συγκεκριμένα, η ΕΚ νομιμοποιείται να επιβάλλει στις επιχειρήσεις επενδύσεων πρόστιμο ύψους μέχρι πέντε εκατομμύρια (5.000.000,00) ευρώ ή ίσο με το διπλάσιο του τυχόν οφέλους που αποκομίστηκε από την παράβαση. Παράλληλα, μπορεί να προβεί σε δημόσια ανακοίνωση της κύρωσης που έχει επιβληθεί στην επιχείρηση επενδύσεων, ενώ μάλιστα έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει αναστολή ή ανάκληση της άδειας λειτουργίας της.

II. Αστικής φύσεως αξιώσεις

Αντίστοιχα, σύμφωνα με την κρατούσα στη θεωρία²⁹⁵ και τη νομολογία άποψη,²⁹⁶ η παράβαση των κανόνων οργανωτικής διάρθρωσης ή δεοντολογικής συμπεριφοράς από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, δεν επιφέρει μόνο τις ανωτέρω διοικητικές κυρώσεις, αλλά δύναται να εγερθούν και αστικής φύσεως αξιώσεις από πλευράς επενδυτή για τη ζημία που υπέστη λόγω πλημμελούς εκτέλεσης της παρεχόμενης σε αυτόν επενδυτικής υπηρεσίας.

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις κατά τις οποίες οι χρηματιστηριακοί διαμεσολαβητές εκτελούν κατά προτεραιότητα εντολές άλλων πελατών λόγω λήψης από τους συγκεκριμένους πελάτες οικονομικού αντιτίμου για άμεση εκτέλεση των εντολών τους, με επακόλουθο να παραμερίζεται και να μην εκτελείται η εντολή ενός συγκεκριμένου πελάτη κατά τη σειρά λήψης της. Έχουν επίσης υπάρξει καταστάσεις που οι επιχειρήσεις επενδύσεων παρουσιάζουν ως κατάλληλο για το συγκεκριμένο επενδυτή ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, με σκοπό να προωθήσουν επενδυτικά προϊόντα που διοχετεύονται στην αγορά από άλλους σημαντικούς πελάτες τους, χωρίς τα συγκεκριμένα προϊόντα να είναι κατάλληλα για το συγκεκριμένο επενδυτή. Ομοίως, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις επενδύσεων ή οι υπάλληλοι αυτών, ιδιοποιούνται χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια πελατών που έχουν καταβληθεί από τους πελάτες/επενδυτές για την εκτέλεση μίας συναλλαγής²⁹⁷.

Σημαντική περίπτωση μη δεοντολογικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων ήταν η παροχή επενδυτικών συμβουλών σε πελάτες να τοποθετήσουν κεφάλαια σε επενδυτικά προϊόντα της εδρεύουσας στην Ολλανδία Lehman Brothers Treasury Co BV, τα οποία τελούσαν υπό την εγγύηση της αμερικανικής τράπεζας Lehman Brothers Holdings Inc., καθότι οι επιχειρήσεις αυτές γνώριζαν την επισφαλή οικονομική της κατάσταση και το ενδεχόμενο

²⁹⁴βλ. σχετικά άρθρο 69 Νόμου 4514/2018, ΝΟΜΟΣ

²⁹⁵Α. Καραγκουνίδης, (2015), Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημίες επενδυτών από τη διάθεση σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων (από τη MIFID στη MIFID II), Αρμενόπουλος, αριθμός τεύχους 10, σελ. 1651 και επόμενα

²⁹⁶ΑΠ 1486/2008, Εφ.Αθ. 5565/2006, ΝΟΜΟΣ

²⁹⁷υπ' αριθ. Απόφαση 6308/2012, Εφ. Αθ., Αρμενόπουλος, (2015), αριθμός τεύχους 5, σελ. 799-807

πτώχευσής της, γεγονός που συνέβη²⁹⁸ την 15^η Σεπτεμβρίου 2008. Αυτό είχε ως επακόλουθο, οι πελάτες τους να απωλέσουν ολικώς την επένδυσή τους και να αξιώσουν αποζημιώσεις κατά των επιχειρήσεων επενδύσεων για την περιουσιακή ζημία που υπέστησαν. Οι δικαστικές αποφάσεις²⁹⁹ που εκδόθηκαν υπό το πρίσμα των άνω πραγματικών περιστατικών, έκριναν ότι υφίσταται παράνομη συμπεριφορά των επιχειρήσεων επενδύσεων λόγω του γεγονότος ότι παρέλειψαν να ενημερώσουν τον πελάτη για τα ειδικά χαρακτηριστικά της επένδυσης, με αποτέλεσμα ο συγκεκριμένος πελάτης να μην κατανοήσει το ενδεχόμενο απώλειας του κεφαλαίου του. Κατά συνέπεια, η επιχείρηση επενδύσεων υποχρεώθηκε σε καταβολή αποζημίωσης στο συγκεκριμένο πελάτη λόγω εκδήλωσης παράνομης συμπεριφοράς (πλημμελή ενημέρωση του επενδυτή για τους κινδύνους της επένδυσης που αναλαμβάνει), η οποία συνδέεται αιτιωδώς με την επελθούσα στην περιουσία του επενδυτή/πελάτη ζημία.

Σε κάθε περίπτωση, κατά την κρατούσα στη νομολογία³⁰⁰ και τη θεωρία³⁰¹ άποψη, αναγνωρίζεται στον επενδυτή/πελάτη των επιχειρήσεων επενδύσεων το δικαίωμα να αξιώσει αποζημίωση από τις τελευταίες λόγω προσβολής των ατομικών του συμφερόντων ως συνέπεια μη τήρησης από τις επιχειρήσεις αυτές των κανόνων δεοντολογικής συμπεριφοράς. Αυτό στοιχειοθετείται στο γεγονός ότι σκοπός του ενωσιακού νομοθέτη δεν αποτελεί μόνο η εξασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, αλλά και η προστασία των ατομικών συμφερόντων των επενδυτών, καθώς οι κεφαλαιαγορές δεν μπορούν να υπάρξουν ούτε να λειτουργήσουν χωρίς της συμμετοχή σε αυτές του επενδυτικού κοινού.

²⁹⁸Γεώργιος Παυλίδης, (2010), Ανασκόπηση της τραπεζικής κρίσης στις ΗΠΑ (2007-2010) και των νομοθετικών πρωτοβουλιών αντιμετώπισής της, Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου αριθμός τεύχους 1, σελ. 62-75, υπ' αριθμ. Απόφαση 134/138 Δ' Τμήμα Πενταμελές

²⁹⁹βλ. σχετικά ΠΠρ. Θεσσαλονίκης 19932/2009, Πολ.Πρ. Αθ. 77169/2010, ΕφΑθ 484/2014, ΜΠρ.Αθ 6915/2014, ΝΟΜΟΣ

³⁰⁰ΑΠ 974/2018, ΝΟΜΟΣ

³⁰¹Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 458-464

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΖΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

4.1 Ροή των πληροφοριών στην κεφαλαιαγορά

Η εξασφάλιση συνθηκών διαφάνειας στα πλαίσια των χρηματιστηριακών αγορών αποτελεί ίσως το σημαντικότερο προληπτικό μέτρο για την ομαλή λειτουργία των αγορών αυτών. Και ο λόγος είναι προφανής³⁰². Οι τιμές στην αγορά διαμορφώνονται με βάση τον κανόνα της προσφοράς και της ζήτησης, το δε σημείο ισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης (συγ)καθορίζεται από πληροφορίες που αφορούν την αγορά, την εκδότρια εταιρεία και την εν γένει δραστηριότητά της. Με άλλα λόγια οι πληροφορίες συγκαθορίζουν την τιμή³⁰³. Αυτό απορρέει από το αν αναλογιστεί κανείς το γεγονός ότι η προσφορά ή η ζήτηση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου εξαρτάται από πληροφορίες που είναι γνωστές στην αγορά μία δεδομένη χρονική στιγμή και αφορούν για παράδειγμα την οικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας, τις προσδοκίες και γενικότερα τις προβλέψεις για την εταιρεία αυτή. Οι πληροφορίες αυτές θα καθορίσουν την προσφορά και τη ζήτηση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου και κατ' επέκταση την τιμή του μέσου αυτού.

Αντίστοιχα, είναι γεγονός ότι η διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών, αγοραπωλησιών δηλαδή χρηματοπιστωτικών μέσων, εξαρτάται από την τιμή των μέσων αυτών μία δεδομένη χρονική στιγμή. Ένας υποψήφιος δηλαδή επενδυτής θα προβεί για παράδειγμα σε αγορά ή πώληση μίας μετοχής με βάση την τιμή της μετοχής μία δεδομένη χρονική στιγμή, η οποία θα αντικατροπτίζει στην ουσία την οικονομική θέση της εταιρείας στο υπό εξέταση χρονικό διάστημα. Για το λόγο αυτό, κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικό να εξασφαλισθεί ότι η τιμή της μετοχής αποτελεί προϊόν ελεύθερης διαμόρφωσης με βάση τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, και ότι, επομένως η πληροφόρηση που παρέχει υπό αυτή την έννοια η τιμή της μετοχής είναι αντικειμενική και ακριβής³⁰⁴. Αυτό κρίνεται αναγκαίο για την ορθή πληροφόρηση του

³⁰²Ξ. Αυλωνίτης, (2008), Εισήγηση: Πρωτογενείς αγορές – Αποκάλυψη εταιρικών πληροφοριών, στο 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ, σελ. 71 επ.

³⁰³Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 259

³⁰⁴Βασίλης Α. Δουβλής-Άγγελος Π. Μπώλος, (2008), Δίκαιο προστασίας καταναλωτών, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 1244 επ.

επενδυτικού κοινού και τη στάθμιση από τους υποψήφιους επενδυτές τις ευκαιρίες και τους κινδύνους της επικείμενης επένδυσης.

Η συνεχής ροή των πληροφοριών και η εξασφάλιση της ακρίβειας των πληροφοριών αυτών είναι ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει τόσο τον εθνικό όσο και τον κοινοτικό νομοθέτη. Για το λόγο αυτό έχει υιοθετηθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης μία σειρά νομοθετημάτων (Κανονισμών και Οδηγιών) που έχουν ενσωματωθεί στις έννομες τάξεις των κρατών μελών, προκειμένου να επιτευχθεί πληροφοριακή αποτελεσματικότητα στο πλαίσιο των κεφαλαιαγορών και να εξασφαλιστεί η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών. Τα βασικότερα ευρωπαϊκά νομοθετήματα είναι τα εξής: α) ο Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά» για την εφαρμογή του οποίου εκδόθηκε στην ελληνική έννομη τάξη ο Νόμος 4706/2020, β) ο Κανονισμός (ΕΕ) 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την κατάχρηση της αγοράς (γνωστός στην αγγλική ως «Market Abuse Regulation») και η Οδηγία 2014/57/ΕΕ (γνωστή στην αγγλική ως «Market Abuse Directive», «MAD II») που ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 4443/2016 και γ) η Οδηγία 2004/109 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά» που ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Νόμο 3556/2007.

Ο σκοπός των παραπάνω νομοθετημάτων είναι διττός. Αφενός να εξασφαλιστεί η ανεμπόδιστη ροή των πληροφοριών στα πλαίσια των οργανωμένων αγορών και αφετέρου η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών. Ως εκ τούτου, εισάγονται υποχρεώσεις πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού, πληροφόρηση που εκτείνεται σε δύο στάδια. Το πρώτο στάδιο είναι το στάδιο της έκδοσης και διάθεσης των χρηματοπιστωτικών μέσων στο ευρύ επενδυτικό κοινό ή εισαγωγής τους σε ρυθμιζόμενη αγορά και το δεύτερο στάδιο είναι αυτό μετά την εισαγωγή των χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά³⁰⁵.

³⁰⁵ Ανθούλα Παπαδοπούλου, (2007), Το επιχειρηματικό απόρρητο, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 320 επ.

4.2 Υποχρεώσεις πληροφόρησης πριν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά

4.2.1 Υποχρέωση έκδοσης και δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου στην πρωτογενή αγορά

Προκειμένου να εξασφαλιστεί κατάλληλη, ακριβής και αντικειμενική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, έχει δημιουργηθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο βάσει του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, σύμφωνα με τον οποίο έχουν θεσπιστεί αρχές και κανόνες με ενιαία εφαρμογή³⁰⁶ σε όλες τις έννομες τάξεις των κρατών μελών της Ένωσης σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Με λίγα λόγια, ο κοινοτικός νομοθέτης καθιστά υποχρεωτική τη δημοσίευση ενός πληροφοριακού εγγράφου ως απόρροια ενός εταιρικού γεγονότος που κατατείνει είτε στην εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά είτε στην προσφορά τους στο επενδυτικό κοινό.

Κατ' αρχάς είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι ο όρος της δημόσιας προσφοράς και ο όρος της εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά δεν είναι έννοιες ταυτόσημες ούτε η μία προϋποθέτει την ύπαρξη της άλλης. Με τον όρο «δημόσια προσφορά κινητών αξιών» νοείται³⁰⁷ η ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά των εν λόγω κινητών αξιών. Για την ακρίβεια, γίνεται λόγος για δημόσια προσφορά κινητών αξιών όταν ο εκδότης (σε περιπτώσεις προσφοράς νέων κινητών αξιών) ή ο κάτοχος/προσφέρων (σε περιπτώσεις προσφοράς υφιστάμενων κινητών αξιών) αποφασίζουν να προβούν σε δημόσια ανακοίνωση προς το ευρύ επενδυτικό κοινό που περιλαμβάνει πρόσκληση για την κάλυψη των προσφερόμενων κινητών αξιών. Κατά συνέπεια, το βασικό εννοιολογικό στοιχείο της δημόσιας προσφοράς αποτελεί η «δημόσια ανακοίνωση» που απευθύνεται στο κοινό.

³⁰⁶Ο Κανονισμός έχει άμεση εφαρμογή στις έννομες τάξεις των κρατών μελών της Ένωσης, Christos V. Gkortsos and Marialena E. Terzi (2020, no 79), The Prospectus Regulation (Regulation (EU) 2017/1129) and the recent Proposal for an EU Recovery Prospectus: Elements of continuity and change with the past and the way forward, διαθέσιμο στη σελίδα SSRN

³⁰⁷εδ. δ', άρθρο 2, Κανονισμός (ΕΕ) 1129/2017

Προκειμένου να κατανοηθεί καλύτερα ο θεσμός της δημόσιας προφοράς ακολουθεί το παρακάτω παράδειγμα. Μία ανώνυμη εταιρεία για την κάλυψη του μετοχικού της κεφαλαίου είτε του αρχικού κατά τη σύστασή της είτε του προερχόμενου από μεταγενέστερη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, μπορεί να επιλέξει να αντλήσει τα αναγκαία κεφάλαια είτε από τους ιδρυτές/υφιστάμενους μετόχους, είτε από το ευρύ επενδυτικό κοινό είτε με συνδυασμό και των δύο παραπάνω τρόπων. Στην πρώτη περίπτωση, όπου το μετοχικό κεφάλαιο καλύπτεται από τους ιδρυτές ή από συγκεκριμένα πρόσωπα, γίνεται λόγος για κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου με ιδιωτική τοποθέτηση (και στην αγγλική με την ορολογία «private placement»)³⁰⁸. Στη δεύτερη περίπτωση που γίνεται πρόσκληση σε αόριστο αριθμό προσώπων να συμμετάσχουν στην κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου, γίνεται λόγος για κάλυψη με δημόσια προσφορά (και στην αγγλική με την ορολογία «public offer for subscription»)³⁰⁹.

Σημειώνεται βέβαια ότι σε κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια προσφορά μπορεί να προβεί είτε εισηγμένη³¹⁰ είτε μη εισηγμένη ανώνυμη εταιρεία, ενώ δεν υφίσταται υποχρέωση εισαγωγής των μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας προσφοράς. Η εισαγωγή δηλαδή προς διαπραγμάτευση των μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια της ανώνυμης εταιρείας και δεν προβλέπεται υποχρεωτική εισαγωγή μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά σε περίπτωση που οι μετοχές καλυφθούν από το ευρύ επενδυτικό κοινό στα πλαίσια της δημόσιας προσφοράς³¹¹. Ωστόσο, η ανώνυμη εταιρεία δύναται να απευθύνει πρόκληση στο ευρύ επενδυτικό κοινό για την κάλυψη των μετοχών της στα πλαίσια της δημόσιας προσφοράς και κατ' επέκταση να εισαγάγει τις μετοχές της για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά³¹².

Κατά συνέπεια, με βάση τα παραπάνω, έχει κριθεί αναγκαία η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού με τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου στις εξής περιπτώσεις:

- 1) Σε δημόσιες προσφορές κινητών αξιών στο ευρύ επενδυτικό κοινό, είτε οι κινητές αξίες πρόκειται να εισαχθούν μεταγενέστερα σε ρυθμιζόμενη αγορά είτε όχι.

³⁰⁸Β. Αντωνόπουλος/Σ. Μούζουλας, (2013), Ανώνυμες Εταιρείες, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, том. 1, σελ. 623 επ.

³⁰⁹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 263

³¹⁰δηλαδή εταιρεία με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά

³¹¹Β. Αντωνόπουλος/Σ. Μούζουλας, (2013), Ανώνυμες Εταιρείες, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, том. 1, σελ. 623 επ.

³¹²σε αυτή την περίπτωση πρέπει να πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής που τάσσει ο Νόμος 3371/2005 και ο Κανονισμός του ΧΑ όπως έχουν αναλυθεί αναλυτικά στο κεφάλαιο 2 του παρόντος, καθόσον μάλιστα η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον 2.000.000 Ευρώ, βλέπε σχετικά αρ. 3.1.2.1 του Κανονισμού του ΧΑ

2) Σε περιπτώσεις εισαγωγής κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

Σκοπός της πληροφόρησης αυτής είναι η έγκαιρη και εμπειριστατωμένη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για τις κινητές αξίες που προσφέρονται στο κοινό ή που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτές και ως προς τους εκδότες τους, την περιουσιακή τους κατάσταση, το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς και την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Αντίστοιχα, σκοπός της πληροφόρησης αυτής είναι να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για τη λήψη από τον επενδυτή ορθούς επενδυτικής απόφασης εν επιγνώσει και την κατ' επέκταση τοποθέτηση των χρημάτων του σε κινητές αξίες με βάση έγκυρες, αληθείς και πλήρεις πληροφορίες. Για το λόγο αυτό, η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου εφαρμόζεται τόσο σε μετοχικές όσο και σε μη μετοχικές κινητές αξίες³¹³ που προσφέρονται στο κοινό ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, υπό την προϋπόθεση ότι οι ως άνω εταιρικές πράξεις εμπίπτουν στις διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129³¹⁴.

4.2.2 Περιεχόμενο και μορφή ενημερωτικού δελτίου

Οι πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να είναι επαρκείς και αντικειμενικές, ενώ θα πρέπει να συντάσσεται κατά τρόπο ευκόλως αναλύσιμο, συνοπτικό και κατανοητό. Σε κάθε περίπτωση, το ενημερωτικό δελτίο δε θα πρέπει να περιέχει πληροφορίες που δεν είναι ουσιώδεις ή θα μπορούσαν να επισκιάσουν πληροφορίες σχετικές με τη λήψη της επενδυτικής απόφασης και, συνεπώς, να υπονομεύσουν την προστασία των επενδυτών.

Για την ακρίβεια, το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να περιέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες³¹⁵ για να προβεί ο επενδυτής σε εμπειριστατωμένη αξιολόγηση σχετικά με τα εξής:

α) τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, τα κέρδη και τις απώλειες, τη χρηματοοικονομική θέση και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή,

β) τα δικαιώματα που συνδέονται με τις κινητές αξίες και

³¹³προοίμιο 10 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

³¹⁴για παράδειγμα σύμφωνα με την παράγραφο 2, του άρθρου 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 προβλέπεται ότι ο Κανονισμός δεν εφαρμόζεται σε κάποιες κατηγορίες κινητών αξιών όπως ενδεικτικά για παράδειγμα στα μερίδια που εκδίδουν οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων πλην των οργανισμών κλειστού τύπου, στις μη μετοχικές κινητές αξίες που εκδίδονται από κράτος μέλος ή από περιφερειακή ή τοπική αρχή κράτους μέλους, κτλ.

³¹⁵άρθρο 6 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

γ) τους λόγους της έκδοσης και τον αντίκτυπό της στον εκδότη.

Οι παραπάνω πληροφορίες ενδέχεται να ποικίλουν ανάλογα με τα ακόλουθα:

- α) το είδος του εκδότη,
- β) τον τύπο των κινητών αξιών,
- γ) την κατάσταση του εκδότη,

δ) κατά περίπτωση, το αν οι μετοχικές κινητές αξίες έχουν ονομαστική αξία ανά μονάδα τουλάχιστον εκατό χιλιάδων (100.000) Ευρώ ή όχι ή αν αυτές πρόκειται να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μόνο σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ειδικό τμήμα αυτής, στο οποίο μπορούν να έχουν πρόσβαση μόνο ειδικοί επενδυτές για σκοπούς της διαπραγμάτευσης τέτοιων κινητών αξιών.

Το ενημερωτικό δελτίο δύναται να συντάσσεται ως ενιαίο έγγραφο ή υπό τη μορφή χωριστών εγγράφων κατ' επιλογή του εκδότη, του προσφέροντος ή του προσώπου που ζητά την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά³¹⁶. Περιλαμβάνει επίσης περιληπτικό σημείωμα που περιέχει τις βασικές πληροφορίες που χρειάζονται οι επενδυτές προκειμένου να κατανοήσουν τον τύπο και τους κινδύνους του εκδότη, του εγγυητή και των κινητών αξιών που προσφέρονται ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Το περιληπτικό αυτό σημείωμα πρέπει να συντάσσεται σε γλώσσα και ύφος που διευκολύνουν την κατανόηση των βασικών πληροφοριών που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο για τις κινητές αξίες και τα ουσιώδη στοιχεία των σχετικών κινητών αξιών, με σκοπό την παροχή βοήθειας στους επενδυτές όταν αυτοί εξετάζουν εάν θα επενδύσουν στις αξίες αυτές³¹⁷. Σημειώνεται βέβαια ότι το ενημερωτικό δελτίο είτε αποτελεί ενιαίο έγγραφο είτε απαρτίζεται από χωριστά έγγραφα, ισχύει για διάστημα δώδεκα (12) μηνών μετά την έγκρισή του³¹⁸.

4.2.3 Έγκριση και δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου

Αρμόδια αρχή για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου σε δημόσιες προσφορές που λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα ή σε εισαγωγές προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών σε

³¹⁶παράγραφος 3, άρθρου 6 του Κανονισμού 2017/1129 (ΕΕ), Το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου καθορίζεται ειδικότερα στον Κανονισμό (ΕΕ) 2019/980 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στα άρθρα 2 έως 34 αυτού που έχει εκδοθεί κατ' εξουσιοδότηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

³¹⁷Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 264

³¹⁸βλ. παράγραφος 1, άρθρου 12 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η δημοσίευση συνεπώς του ενημερωτικού δελτίου λαμβάνει χώρα μόνο μετά την έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για το λόγο αυτό, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποχρεούται εντός δέκα (10) εργάσιμων ημερών από την υποβολή του σχεδίου του ενημερωτικού δελτίου να κοινοποιήσει την απόφασή της³¹⁹ στην εκδότρια εταιρεία ή στην εταιρεία που ζητά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Σε περίπτωση έγκρισης από την ΕΚ του υποβληθέντος σχεδίου ενημερωτικού δελτίου, ο εκδότης των κινητών αξιών, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητά την εισαγωγή κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά υποχρεούται να καθιστά διαθέσιμο το ενημερωτικό δελτίο στο κοινό το συντομότερο δυνατό μετά την έγκρισή του³²⁰. Ειδικώς, το ενημερωτικό δελτίο διατίθεται στο κοινό με δημοσίευση που γίνεται:

α) στο διαδικτυακό τόπο του εκδότη, του προσφέροντα και του προσώπου που ζητά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά,

β) στο διαδικτυακό τόπο των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών που τοποθετούν ή πωλούν τις κινητές αξίες, συμπεριλαμβανομένων των οργανισμών πληρωμής,

γ) στο διαδικτυακό τόπο της ρυθμιζόμενης αγοράς όπου ζητείται η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση ή, εφόσον δε ζητείται εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, στο διαδικτυακό τόπο του διαχειριστή του ΠΜΔ.

4.2.4 Πρόσωπα υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο και σχετικές κυρώσεις

Προκειμένου βέβαια να διασφαλιστεί η ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου, προβλέπεται βάσει νόμου³²¹ ότι το ενημερωτικό δελτίο που εκδίδεται για την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά για πρώτη φορά ή για τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών χωρίς εισαγωγή σε ρυθμιζόμενη αγορά, υπογράφεται υποχρεωτικά από πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που διαθέτει άδεια για την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της αναδοχής χρηματοπιστωτικών μέσω, όπως η υπηρεσία αυτή παρατέθηκε αναλυτικά στο σημείο 3.3 του Κεφαλαίου 3 της παρούσας.

³¹⁹βλ. παράγραφος 2, άρθρου 20 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

³²⁰Βασιλίας Δ. Τουντόπουλος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 282, σε συνδυασμό με την παράγραφο 1 του άρθρου 21 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

³²¹βλ. παράγραφο 3, άρθρου 60, Νόμου 4706/2020

Παράλληλα, ορίζεται ρητώς ότι τα πρόσωπα που φέρουν την ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο και σε κάθε συμπλήρωμά του είναι: α) ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητά την εισαγωγή κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ο εγγυητής ή και οι δύο, ανάλογα με την περίπτωση, β) τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των παραπάνω προσώπων, καθώς και γ) το πιστωτικό ίδρυμα ή η ΕΠΕΥ που αναφέρεται στο ενημερωτικό δελτίο ότι παρέχει την επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής, καθώς και το πρόσωπο που αναφέρεται στο ενημερωτικό δελτίο με την ιδιότητα του Συμβούλου. Άλλα πρόσωπα πέραν των άνω αναφερόμενων που φέρουν ευθύνη για πληροφορίες που περιέχονται σε επί μέρους διακριτά τμήματα του ενημερωτικού δελτίου είναι για παράδειγμα οικονομικός ή νομικός σύμβουλος της εταιρείας, εφόσον προσδιορίζεται ρητά στο ενημερωτικό δελτίο για ποια επί μέρους τμήματά του ευθύνονται τα πρόσωπα αυτά.

Η εκ του νόμου θεμελίωση ευθύνης στα παραπάνω πρόσωπα υποκαθιστά αφενός την αδυναμία των επενδυτών να έχουν πρόσβαση στην πληροφόρηση που περιλαμβάνεται στο ενημερωτικό δελτίο και αφετέρου την πραγματική αδυναμία επαλήθευσής της³²². Με την εισαγωγή της ευθύνης στα παραπάνω πρόσωπα, εξασφαλίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών ως προς την ακρίβεια και την εγκυρότητα του ενημερωτικού δελτίου και ότι βάσει των πληροφοριών αυτών μπορούν να προβούν στη λήψη ορθούς επενδυτικής απόφασης.

I. Αστικές κυρώσεις

Με βάση τα παραπάνω, έχει εισαχθεί βάσει του Κανονισμού³²³ και κατ' επέκταση βάσει του εσωτερικού μας δικαίου,³²⁴ ρύθμιση με την οποία καθιερώνεται ειδικό καθεστώς αστικής ευθύνης των παραπάνω προσώπων λόγω παράβασης των διατάξεων σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο. Ειδικότερα, βάσει των νομοθετικών αυτών ρυθμίσεων αναγνωρίζεται στον επενδυτή το δικαίωμα να αξιώσει αποζημίωση από τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο, εφόσον πληρούνται σωρευτικά οι παρακάτω προϋποθέσεις:

α) Πρωταρχική προϋπόθεση θεμελίωσης της ευθύνης των υπεύθυνων για το ενημερωτικό δελτίο προσώπων είναι η έκδοση και η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

β) Ακολούθως, το ενημερωτικό δελτίο που έχει δημοσιευτεί πρέπει να είναι είτε ανακριβές είτε να έχει ελλิปές περιεχόμενο. Ανακριβές είναι ένα ενημερωτικό δελτίο όταν περιέχει στοιχεία που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα, ενώ ελλิปές είναι ένα ενημερωτικό

³²²Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 277 επ.

³²³βλ. άρθρο 11 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

³²⁴βλ. άρθρο 61 του Νόμου 4706/2020, ΝΟΜΟΣ

δελτίο όταν δεν περιέχονται σε αυτό σημαντικές πληροφορίες για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης³²⁵.

γ) Τα πρόσωπα που απέκτησαν κινητές αξίες βασιζόμενα στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει να έχουν υποστεί βλάβη στα οικονομικά τους συμφέροντα. Για την ακρίβεια, οι επενδυτές δύνανται να αξιολογήσουν αποζημίωση για τη θετική ζημία που υπέστησαν (όχι για τα διαφυγόντα κέρδη), εφόσον αποδείξουν ότι βάσει ενός πλημμελούς ενημερωτικού δελτίου προέβησαν στη λήψη εσφαλμένης επενδυτικής απόφασης και για το λόγο αυτό έχει απομειωθεί η υπάρχουσα περιουσία τους. Με λίγα λόγια, ο ζημιωθείς επενδυτής πρέπει να αποδείξει την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας, ότι δηλαδή η ζημία που υπέστη κατόπιν απόκτησης των τίτλων ήταν απόρροια της πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου.

δ) Η ευθύνη των παραπάνω προσώπων υφίσταται έναντι των επενδυτών που απέκτησαν κινητές αξίες στους πρώτους δώδεκα (12) μήνες από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου.

ε) Η ευθύνη των παραπάνω προσώπων προϋποθέτει υπαιτιότητα. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι η διάταξη δε κάνει διακρίσεις, αρκεί και ελαφρά αμέλεια για τη θεμελίωση της υπαιτιότητας. Ως ελαφρά αμέλεια θεωρείται στην περίπτωση αυτή, η γνώση από τα υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο πρόσωπα επί της πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου ή η υπαίτια άγνοια επί της πλημμέλειας αυτής.

II. Διοικητικές κυρώσεις

Αντίστοιχα, η παράβαση των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και του εφαρμοστικού νόμου 4706/2020, είναι δυνατό να επιφέρει διοικητικές κυρώσεις. Ως παράβαση νοείται ιδίως: α) η μη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, καθώς και β) η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου κατά παράβαση των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και του εφαρμοστικού νόμου 4706/2020. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η ΕΚ μπορεί να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις και μέτρα ως ακολούθως:

α) δημόσια ανακοίνωση, η οποία αναφέρει το υπαίτιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο, καθώς και τη φύση της παράβασης,

β) εντολή για παύση της παράβασης και μη επανάληψής της στο μέλλον,

γ) αναστολή ή ανάκληση της άδειας λειτουργίας,

³²⁵Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2021), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 286 επ.

δ) προσωρινή ή οριστική απαγόρευση συμμετοχής σε διοικητικό συμβούλιο σε συγκεκριμένες οντότητες,

ε) επιβολή προστίμου, το ύψος του οποίου ανέρχεται τουλάχιστον στο διπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, εφόσον το ποσό αυτό μπορεί να προσδιορισθεί,

στ) επιβολή προστίμου ύψους έως 5 εκατομμυρίων ευρώ ή 3% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών σε περίπτωση νομικού προσώπου, σύμφωνα με τις τελικές οικονομικές καταστάσεις που έχουν εγκριθεί από το διοικητικό συμβούλιο.

ζ) επιβολή προστίμου ύψους έως ένα εκατομμύριο ευρώ (1.000.000) σε φυσικά πρόσωπα.

4.2.5 Εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου

Ο Κοινοτικός νομοθέτης αναγνωρίζει βέβαια ότι η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου είναι σε ορισμένες περιπτώσεις ιδιαίτερα επαχθής για την εκδότρια εταιρεία ή τον προσφέροντα ή για το πρόσωπο που αιτείται την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Για το λόγο αυτό έχουν εισαχθεί βάσει του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 ορισμένες εξαιρέσεις τόσο σε περιπτώσεις δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών όσο και σε περιπτώσεις εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Οι θεσπιζόμενες αυτές εξαιρέσεις, διακρίνονται αφενός μεν σε εξαιρέσεις που οδηγούν σε πλήρη απαλλαγή από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, αφετέρου δε σε εξαιρέσεις που οδηγούν σε περιορισμό της υποχρέωσης αυτής.

I. Εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου σε περιπτώσεις δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου δεν απαιτείται ενδεικτικά στις εξής αναφερόμενες περιπτώσεις:

- Όταν η δημόσια προσφορά απευθύνεται σε ειδικούς επενδυτές. Ως ειδικοί επενδυτές χαρακτηρίζονται οι επαγγελματίες πελάτες του Παραρτήματος II του Νόμου 4514/2018 (όπως η κατηγορία των επαγγελματιών πελατών έχει παρουσιαστεί αναλυτικά στην υποενότητα 3.4 του κεφαλαίου 3 της παρούσας), καθώς επίσης και οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι που αποτελούν ειδική κατηγορία των επαγγελματιών πελατών. Ομοίως, ως ειδικοί επενδυτές θεωρούνται και τα πρόσωπα που έχουν ζητήσει να αντιμετωπίζονται ως επαγγελματίες πελάτες.

- Όταν η δημόσια προσφορά απευθύνεται σε λιγότερα από εκατόν πενήντα (150) φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές.
- Επί προσφοράς κινητών αξιών, η ονομαστική αξία των οποίων ανά μονάδα ανέρχεται τουλάχιστον σε εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ.
- Επί προσφοράς κινητών αξιών, η οποία απευθύνεται σε επενδυτές, οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες με συνολική ανταλλακτική αξία τουλάχιστον εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ ανά επενδυτή για κάθε επί μέρους προσφορά.
- Επί προσφοράς μετοχών που εκδίδονται προς αντικατάσταση μετοχών της ίδιας κατηγορίας, εφόσον η έκδοση των νέων αυτών μετοχών δε συνεπάγεται αύξηση του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.
- Επί προσφοράς κινητών αξιών που προσφέρονται, διανέμονται ή πρόκειται να διανεμηθούν λόγω συγχώνευσης ή διάσπασης.
- Επί προσφοράς κινητών αξιών που προσφέρονται, διανέμονται ή πρόκειται να διανεμηθούν από εργοδότη ή από θυγατρική του εταιρεία σε νυν ή πρώην μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή υπαλλήλους, υπό την προϋπόθεση ότι καθίσταται διαθέσιμο έγγραφο με πληροφορίες για τον αριθμό και τη φύση των κινητών αξιών καθώς και για τους λόγους και τις λεπτομέρειες της προσφοράς ή της διανομής.

Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 προβλέπεται απαλλαγή από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών με συνολική ανταλλακτική αξία στην Ένωση μικρότερη του ενός εκατομμυρίου (1.000.000) ευρώ που υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα μηνών. Ωστόσο, σε αυτή την περίπτωση, παρέχεται με την ίδια ως άνω αναφερόμενη διάταξη η ευχέρεια στα κράτη μέλη της Ένωσης να θεσπίσουν πρόσθετες υποχρεώσεις ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού. Σε εθνικό επίπεδο, εισήχθη βάσει Νόμου 4706/2020³²⁶, η υποχρέωση δημοσιοποίησης ενός πληροφοριακού εγγράφου σε περιπτώσεις δημόσιων προσφορών κινητών αξιών με συνολική ανταλλακτική αξία μεγαλύτερη των πεντακοσίων χιλιάδων (500.000) ευρώ και έως πέντε εκατομμύρια (5.000.000) ευρώ. Το περιεχόμενο του πληροφοριακού αυτού εγγράφου προβλέπεται αναλυτικά στην υπ' αριθμ. 1/893/2020 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία είναι επίσης αρμόδια για την έγκριση του περιεχομένου αυτού του εγγράφου. Σε περίπτωση βέβαια που παράλληλα με τη δημόσια προσφορά των κινητών αξιών η εκδότρια εταιρεία αιτείται την εισαγωγή αυτών σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ που λειτουργεί στην Ελλάδα, αρμόδιο

³²⁶βλ. άρθρο 58 Νόμου 4706/2020, σε συνδυασμό με την υπ' αριθμ. 1/893/2020 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

πρόσωπο για την έγκριση του περιεχομένου του πληροφοριακού αυτού δελτίου είναι ο διαχειριστής των αγορών αυτών³²⁷ και συγκεκριμένα το Χρηματιστήριο Αθηνών.

II. Εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου σε περιπτώσεις εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά

Αντίστοιχα, σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129³²⁸, προβλέπεται ότι δεν εφαρμόζεται η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου στις εξής ενδεικτικά αναφερόμενες περιπτώσεις εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά:

- Ανταλλάξιμες κινητές αξίες με κινητές αξίες που έχουν ήδη εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στην ίδια ρυθμιζόμενη αγορά, υπό την προϋπόθεση ότι αντιπροσωπεύουν, σε περίοδο δώδεκα μηνών, ποσοστό μικρότερο του είκοσι τοις εκατό (20%) του αριθμού των κινητών αξιών που εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην ίδια ρυθμιζόμενη αγορά.

- Μετοχές που προκύπτουν από τη μετατροπή ή την ανταλλαγή άλλων κινητών αξιών ή από την άσκηση δικαιωμάτων που παρέχουν άλλες κινητές αξίες, εφόσον οι προκύπτουσες μετοχές είναι της ίδιας κατηγορίας με εκείνες που έχουν ήδη εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στην ίδια ρυθμιζόμενη αγορά, υπό την προϋπόθεση ότι οι προκύπτουσες μετοχές αντιπροσωπεύουν, σε περίοδο δώδεκα μηνών, ποσοστό μικρότερο του 20% του αριθμού των μετοχών της ίδιας κατηγορίας που έχουν ήδη εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στην ίδια ρυθμιζόμενη αγορά.

- Κινητές αξίες που προκύπτουν από τη μετατροπή ή την ανταλλαγή άλλων κινητών αξιών, ιδίων κεφαλαίων ή επιλέξιμων υποχρεώσεων, από αρχή εξυγίανσης.

- Μετοχές που εκδίδονται προς αντικατάσταση μετοχών της ίδιας κατηγορίας, οι οποίες είναι ήδη εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην ίδια ρυθμιζόμενη αγορά, εφόσον η έκδοση αυτών των μετοχών δε συνεπάγεται αύξηση του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

³²⁷βλ. παράγραφο 2, άρθρου 59 Νόμου 4706/2020, σε συνδυασμό με την παράγραφο 2, του άρθρου 2 της υπ' αριθμ. 1/893/2020 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

³²⁸βλ. παράγραφο 5, άρθρου 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129

4.3 Υποχρεώσεις πληροφόρησης λόγω της εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά

Οι εκδότες κινητών αξιών, των οποίων το κράτος μέλος καταγωγής είναι η Ελλάδα και οι οποίοι έχουν εισαγάγει προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες σε ρυθμιζόμενη αγορά του ΧΑ, υπέχουν υποχρεώσεις πρόσθετης πληροφόρησης σε διαρκή βάση τόσο έναντι των αρμόδιων αρχών όσο και έναντι του επενδυτικού κοινού. Οι πληροφορίες που χρήζουν δημοσιοποίησης διακρίνονται ανάλογα με την πηγή προέλευσής τους σε εκείνες που εκπορεύονται από τον ίδιο τον εκδότη και αφορούν στοιχεία και εξελίξεις σχετικά με αυτόν και σε εκείνες που προέρχονται από μετόχους ή στελέχη του εκδότη και αφορούν επενδυτικές τους κινήσεις ή άλλες πρωτοβουλίες κρίσιμες για το ευρύτερο επενδυτικό κοινό³²⁹.

Η πληροφόρηση αυτή διακρίνεται ανάλογα με την περιοδικότητά της σε α) τακτική (περιοδική) πληροφόρηση, β) έκτακτη ή ad hoc πληροφόρηση και γ) διαρκή πληροφόρηση³³⁰. Για σκοπούς πληρότητας, σημειώνεται βέβαια ότι αντικείμενο της παρούσας ανάλυσης θα αποτελέσουν οι υποχρεώσεις ενημέρωσης που υπέχουν οι ανώνυμες εταιρείες με καταστατική έδρα στην Ελλάδα, λόγω της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των εκδιδόμενων εξ αυτών μετοχών και ομολογιών στις αγορές του ΧΑ.

4.3.1 Υποχρεώσεις τακτικής (περιοδικής) πληροφόρησης

Κατ' αρχήν, η βασική πληροφόρηση που οφείλουν να παρέχουν οι εκδότριες εταιρείες περιλαμβάνει πληροφορίες χρηματοοικονομικής φύσεως, οι οποίες έχουν αποφασιστική σημασία για τον επενδυτή κατά τη λήψη της απόφασης απόκτησης ή εκποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων. Η εξασφάλιση έγκαιρης, έγκυρης και πλήρους πληροφόρησης/ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού ως προς την περιουσιακή και χρηματοοικονομική κατάσταση της εκδότριας, αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την εκτίμηση από τον επενδυτή των κινδύνων της επικείμενης σε χρηματοπιστωτικά μέσα επένδυσης. Για την ακρίβεια, με βάση την πληροφόρηση αυτή, ο εκάστοτε επενδυτής θα είναι σε θέση να εκτιμήσει εάν και πότε θα αγοράσει, θα διατηρήσει ή θα πουλήσει μία κεφαλαιουχική επένδυση, καθώς επίσης να προσδιορίσει τα

³²⁹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 225

³³⁰Σ. Ψυχομάνης, (2020), Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, 4^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 490-494

φορολογητέα έσοδά της, τα διανεμητέα κέρδη, αλλά και τους κινδύνους από την κεφαλαιοδότησή της³³¹.

Το νομικό πλαίσιο που ρυθμίζει τις υποχρεώσεις τακτικής (περιοδικής) πληροφόρησης που υπέχουν οι εκδότριες εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά του ΧΑ, περιλαμβάνεται στα άρθρα 4 έως 8 του Κεφαλαίου Β του Νόμου 3556/2007, ως τροποποιημένος ισχύει σήμερα και συμπληρώνεται από τις διατάξεις του Κανονισμού του ΧΑ, αλλά και με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ και του ΧΑ. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 3556/2007, η περιοδική πληροφόρηση περιλαμβάνει i) την ετήσια οικονομική έκθεση και ii) τις εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις, ενώ προβλέπεται επιπλέον η δημοσιοποίηση τριμηνιαίας οικονομικής έκθεσης στις περιπτώσεις που η εκδότρια των κινητών αξιών εταιρεία είναι πιστωτικό ίδρυμα³³².

I. Ετήσια Οικονομική Έκθεση

Οι εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά του ΧΑ, έχουν υποχρέωση δημοσιοποίησης της ετήσιας οικονομικής έκθεσης εντός τεσσάρων (4) μηνών μετά τη λήξη κάθε οικονομικής χρήσης³³³ (ως αφετηρία της προθεσμίας αυτής θεωρείται η τελευταία ημέρα της οικονομικής χρήσης). Η ετήσια οικονομική έκθεση πρέπει να είναι διαθέσιμη στο επενδυτικό κοινό για χρονικό διάστημα τουλάχιστον δέκα (10) ετών και πρέπει να περιλαμβάνει: α) τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, β) την έκθεση του διοικητικού συμβουλίου, γ) τις δηλώσεις του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου της εκδότριας, του διευθύνοντος ή εντεταλμένου συμβούλου και ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου.

α. Ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις

Το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων εξαρτάται από το αν η εταιρεία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Σε καταφατική περίπτωση οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν: α) τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και β) τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της μητρικής που έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με το εθνικό δίκαιο του κράτους μέλους στο οποίο η μητρική έχει την καταστατική της έδρα. Στην περίπτωση βέβαια που η εκδότρια δεν υποχρεούται σε κατάρτιση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν τις οικονομικές καταστάσεις που έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με το εθνικό δίκαιο του κράτους μέλους, στο οποίο η εταιρεία έχει την καταστατική της έδρα. Σε κάθε περίπτωση σημειώνεται ότι τόσο οι ετήσιες ατομικές όσο και οι

³³¹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 227

³³²βλ. άρθρο 5β του Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

³³³βλ. παράγραφο 1, άρθρου 4, Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις συντάσσονται³³⁴ σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ βάσει του Κανονισμού (ΕΕ) 1606/2002³³⁵. Αντίστοιχα, τόσο οι ετήσιες ατομικές όσο και οι ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή λογιστή ή ελεγκτική εταιρεία³³⁶, η έκθεση των οποίων δημοσιοποιείται μαζί με την ετήσια έκθεση.

β) Έκθεση του διοικητικού συμβουλίου

Η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου που περιλαμβάνεται στην ετήσια οικονομική έκθεση καταρτίζεται σύμφωνα με τις παραγράφους 3 και 4 του άρθρου 150 του Ν. 4548/2018 και πρέπει να περιλαμβάνει αναλυτικές πληροφορίες: α) για τη διάρθρωση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, β) τους περιορισμούς στη μεταβίβαση μετοχών της εκδότριας, γ) τις σημαντικές άμεσες ή έμμεσες συμμετοχές, δ) τους κατόχους κάθε είδους μετοχών που παρέχουν ειδικά δικαιώματα ελέγχου, ε) τους περιορισμούς στα δικαιώματα ψήφου, στ) τις συμφωνίες μεταξύ μετόχων οι οποίες είναι γνωστές στην εκδότρια εταιρεία και συνεπάγονται περιορισμούς στη μεταβίβαση των μετοχών ή την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου, ζ) τους κανόνες για το διορισμό ή την αντικατάσταση μελών του διοικητικού συμβουλίου, η) την αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου ή ορισμένων μελών του διοικητικού συμβουλίου για την έκδοση νέων μετοχών ή την αγορά ιδίων μετοχών, θ) κάθε σημαντική συμφωνία που έχει συνάψει η εκδότρια και η οποία τίθεται σε ισχύ, τροποποιείται ή λήγει σε περίπτωση αλλαγής στον έλεγχο της εκδότριας κατόπιν δημόσιας πρότασης και τα αποτελέσματα της συμφωνίας αυτής, εκτός αν, εξαιτίας της φύσεώς της, η δημοσιοποίηση της συμφωνίας θα προκαλούσε σοβαρή ζημία στην εκδότρια, και ι) κάθε συμφωνία που έχει συνάψει με μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή με το προσωπικό του και η οποία προβλέπει αποζημίωση σε περίπτωση παραίτησης ή απόλυσης χωρίς βάσιμο λόγο ή τερματισμού της θητείας ή της απασχόλησής του εξαιτίας της δημόσιας πρότασης.

γ) Δηλώσεις

Οι περιλαμβανόμενες στην ετήσια οικονομική έκθεση δηλώσεις προέρχονται από³³⁷: α) τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου ή τον αναπληρωτή του, β) το διευθύνονται ή εντεταλμένο σύμβουλο ή σε περίπτωση που δεν υπάρχει από ένα μέλος του διοικητικού συμβουλίου και από γ) ένα ακόμα μέλος του διοικητικού συμβουλίου της εκδότριας εταιρείας. Τα ως άνω αναφερόμενα πρόσωπα περιλαμβάνουν στις δηλώσεις τους αναφορές εξ όσων γνωρίζουν, ότι: α)

³³⁴Νικόλαος Κ. Ρόκας, (2019), Εμπορικές Εταιρείες, 9^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 460-461, σε συνδυασμό με το εδ. α', της παραγράφου 3, άρθρου 1 του Ν. 4308/2014 και παράγραφος 3 άρθρου 3 του Ν. 4308/2014 και το Παράρτημα Α' αυτού, σε συνδυασμό με το άρθρο 4 του Κανονισμού (ΕΕ) 1606/2002

³³⁵για τις εταιρείες που διέπονται από το δίκαιο ενός κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης

³³⁶βλ. περ. γ'. παραγράφου 1, άρθρου 149 Νόμου 4548/2018, σε συνδυασμό με την περίπτωση 1 της υποπαραγράφου Α1 της παραγράφου Α' του άρθρου 2 του Νόμου 4336/2015

³³⁷βλ. παράγραφος 2, άρθρου 4 του Ν. 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίστηκαν σύμφωνα με τα ισχύοντα λογιστικά πρότυπα, απεικονίζουν κατά τρόπο αληθή τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού, την καθαρή θέση και τα αποτελέσματα χρήσεως της εκδότριας εταιρείας και των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση εκλαμβανομένων ως σύνολο και β) η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου απεικονίζει κατά τρόπο αληθή την εξέλιξη, τις επιδόσεις και τη θέση της εκδότριας εταιρείας, καθώς και των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση εκλαμβανομένων ως σύνολο, συμπεριλαμβανομένης της περιγραφής των κυριότερων κινδύνων και αβεβαιοτήτων που αντιμετωπίζουν.

II. Εξαμηνιαία οικονομική έκθεση

Αντίστοιχα με την υποχρέωση δημοσιοποίησης της ετήσιας οικονομικής έκθεσης, προβλέπεται επίσης υποχρέωση δημοσιοποίησης εξαμηνιαίας οικονομικής έκθεσης που αφορά το πρώτο εξάμηνο της οικονομικής χρήσης. Η εξαμηνιαία οικονομική έκθεση πρέπει να δημοσιοποιείται εντός τριών (3) μηνών από τη λήξη της περιόδου αναφοράς και πρέπει να παραμένει στη διάθεση του επενδυτικού κοινού για διάστημα τουλάχιστον δέκα (10) ετών. Η εξαμηνιαία οικονομική έκθεση περιλαμβάνει: α) τις εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, β) την εξαμηνιαία έκθεση του διοικητικού συμβουλίου και γ) τις δηλώσεις του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου, του διευθύνοντος ή εντεταλμένου συμβούλου και ενός ακόμα μέλους του διοικητικού συμβουλίου.

α) Εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις

Καταρχήν, σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται σε κατάρτιση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, οι εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται βάσει των διεθνών λογιστικών προτύπων που εφαρμόζονται στην ενδιάμεση οικονομική έκθεση. Σε περίπτωση βέβαια που η εκδότρια εταιρεία δεν υποχρεούται σε κατάρτιση ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, τότε οι εξαμηνιαίες (απλές) οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται βάσει των διεθνών λογιστικών προτύπων που εφαρμόζονται στην ενδιάμεση οικονομική έκθεση.

β) Εξαμηνιαία έκθεση διοικητικού συμβουλίου

Η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου στην εξαμηνιαία οικονομική έκθεση έχει περιορισμένο περιεχόμενο³³⁸ σε σχέση με την ετήσια έκθεση και περιλαμβάνει τουλάχιστον: α) αναφορά των σημαντικών γεγονότων που έλαβαν χώρα κατά το πρώτο εξάμηνο της οικονομικής χρήσης και την επίδρασή τους στις εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, β) περιγραφή των κυριότερων κινδύνων και αβεβαιοτήτων για το δεύτερο εξάμηνο της οικονομικής χρήσης και γ) προκειμένου για εκδότριες μετοχών, παράθεση των σημαντικών συναλλαγών που καταρτίστηκαν

³³⁸βλ. παράγραφο 6, άρθρου 5 του Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

μεταξύ της εκδότριας και των συνδεδεμένων προσώπων. Η εξαμηνιαία οικονομική έκθεση υποβάλλεται σε επισκόπηση από ορκωτούς ελεγκτές λογιστές και η έκθεση επισκόπησης δημοσιοποιείται μαζί με την εξαμηνιαία οικονομική έκθεση.

Σημειώνεται στο σημείο αυτό ότι σύμφωνα με το άρθρο 5^A του Νόμου 3556/2007, παρέχεται η δυνατότητα στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚ να εκδίδει αποφάσεις βάσει των οποίων θα ορίζονται πρόσθετα στοιχεία και πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνει η ετήσια και εξαμηνιαία οικονομική έκθεση. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 8/754/14.4.2016 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ ως τροποποιημένη ισχύει, έχουν εισαχθεί πρόσθετες πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνει η ετήσια και η εξαμηνιαία οικονομική έκθεση, ενώ σύμφωνα με την ίδια ως άνω απόφαση ορίζεται ρητά ότι τόσο η ετήσια όσο και η εξαμηνιαία οικονομική έκθεση πρέπει να υποβάλλονται ηλεκτρονικά στην ΕΚ και να αναρτώνται στο διαδικτυακό τόπο της εκδότριας.

Υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης σύμφωνα με τον Κανονισμό του ΧΑ

Πέρα από τις ως άνω υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης που εισάγονται βάσει νόμου για τις εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα, ο Κανονισμός του ΧΑ περιλαμβάνει ενότητα που αναφέρεται στις υποχρεώσεις τακτικής ενημέρωσης των εταιρειών αυτών. Στις υποχρεώσεις αυτές, ο Κανονισμός περιλαμβάνει την αποστολή των εξής στοιχείων και πληροφοριών στο ΧΑ:

- Τα στοιχεία που αφορούν την περιοδική πληροφόρηση, όπως προβλέπονται στο Νόμο 3556/2007 και στις αποφάσεις της ΕΚ που εκδίδονται σε εφαρμογή του. Επίσης, πρέπει να δημοσιοποιείται το ελάχιστο περιεχόμενο των περιλαμβανομένων στα παραπάνω στοιχεία εκθέσεων για τη διάθεση των κεφαλαίων της οικονομικής χρήσης την οποία αφορούν, το οποίο καθορίζεται με απόφαση του ΧΑ³³⁹.

- Το Οικονομικό Ημερολόγιο, το οποίο αποστέλλεται στο ΧΑ πριν την ανακοίνωση ή την αποστολή των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και σε κάθε περίπτωση εντός της περιόδου που προβλέπεται για τη δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

4.3.2 Υποχρεώσεις έκτακτης (ad hoc) πληροφόρησης

Αναγκαίο συμπλήρωμα της τακτικής πληροφόρησης και πλέον σημαντικό μέτρο για την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, είναι η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών που αποτελεί υποχρέωση έκτακτης (ad hoc) πληροφόρησης από τις

³³⁹βλ. σχετικά υπ' αριθμ. 25/17.7.2008 απόφαση του ΔΣ του ΧΑ

εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Η υποχρέωση αυτή εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο δημοσιοποίησης πρόσθετων πληροφοριών που υπέχουν οι ανώνυμες εταιρείες λόγω της εισαγωγής κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και αποτελεί μέσο πρόληψης κατάχρησης αγοράς³⁴⁰. Νομικό έρεισμα της υποχρέωσης αυτής είναι οι διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 (ευρέως γνωστός στην αγγλική με την ονομασία «Market Abuse Regulation») και της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ (ευρέως γνωστή στην αγγλική με την ονομασία ως «Market Abuse Directive», «MAD II»), η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 4443/2016.

Οι ως άνω νομοθετικές ρυθμίσεις έχουν ως στόχο τον αποκλεισμό του ενδεχομένου ένας επενδυτής, ο οποίος είναι κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας, και ως εξ αυτού βρίσκεται σε πλεονεκτική θέση σε σχέση με τους λοιπούς επενδυτές, να αποκομίσει (περιουσιακό) όφελος σε βάρος των επενδυτών που αγνοούν την πληροφορία αυτή. Σκοπός δηλαδή των άνω ρυθμίσεων είναι να αποτραπούν περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς και να εξασφαλιστεί η αρχή της ισότιμης πρόσβασης των επενδυτών στην πληροφορία³⁴¹. Για το λόγο αυτό, εισάγεται υποχρέωση³⁴² για τις εκδότριες εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες διαπραγματεύονται σε ρυθμιζόμενη αγορά κράτους μέλους ή ΠΜΔ ή ΟΜΔ ή έχουν αιτηθεί την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση στις αγορές αυτές, να δημοσιοποιούν όσο το δυνατό συντομότερα, προνομιακές πληροφορίες που τις αφορούν άμεσα.

Προνομιακή πληροφορία³⁴³ είναι εκείνη, η οποία είναι συγκεκριμένη, δεν έχει δημοσιευτεί, αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και η δημοσιοποίησή της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά. Πρέπει δηλαδή να πρόκειται για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων³⁴⁴. Κρίσιμη επομένως για την υποχρέωση του άρθρου 17 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 και της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών είναι η οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας. Η υπ' αριθμ. 3/347/12.7.2005 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚ, που

³⁴⁰έννοια η οποία καλύπτει τόσο πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες για την κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα εντός της αγοράς, όσο και πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς όπως είναι η διάδοση ψευδών πληροφοριών ή φημών και η εκτέλεση συναλλαγών με τις οποίες διαμορφώνονται οι τιμές σε μη κανονικά επίπεδα

³⁴¹Εφη Ι. Κινινή, (2019), Η υποχρέωση προς δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών κατά τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς, περιοδικό Ελληνική Δικαιοσύνη, αριθμός τεύχους 1, σελ. 14 έως 47

³⁴²βάσει του άρθρου 17 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014

³⁴³βλ. άρθρο 7 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014, σε συνδυασμό με Ν. Ρόκας, (2019), Εμπορικές Εταιρείες, 9^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 504-506

³⁴⁴βλ. παράγραφος 8, άρθρου 27, Ν. 4443/2016, σε συνδυασμό με την παράγραφο 4, άρθρου 7 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014

είχε εκδοθεί υπό το προγενέστερο καθεστώς του Ν. 3340/2005, περιλαμβάνει ενδεικτικό κατάλογο γεγονότων ή καταστάσεων που πρέπει να δημοσιοποιούνται αμελλητί από την εκδότρια εταιρεία. Στον ενδεικτικό αυτό κατάλογο της ανωτέρω απόφασης περιλαμβάνονται τα εξής γεγονότα που χρήζουν άμεσης δημοσιοποίησης:

αα) κάθε σημαντική μεταβολή της επιχειρηματικής δράσης της εκδότριας ή εταιρείας που περιλαμβάνεται στις οικονομικές της καταστάσεις,

ββ) κάθε σύναξη ή λύση σημαντικών συνεργασιών ή επιχειρηματικών συμμαχιών στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, καθώς και απόκτηση αδειών ευρεσιτεχνίας και πατεντών,

γγ) κάθε υποβολή δημόσιας πρότασης αγοράς σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις,

δδ) κάθε συμμετοχή σε διαδικασία συγχώνευσης, διάσπασης, καθώς και σημαντικής απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών, εξαιρουμένων των εταιρικών μετασχηματισμών που αφορούν 100% θυγατρικές εταιρείες,

εε) κάθε αλλαγή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και κάθε αλλαγή των γενικών διευθυντών, των ελεγκτών, του υπεύθυνου οικονομικών υπηρεσιών ή ανώτατων διευθυντικών στελεχών της εταιρείας,

στστ) κάθε διανομή και καταβολή μερισμάτων, καθώς και κάθε πράξη έκδοσης νέων μετοχών, διανομής, εγγραφής, παραιτήσεως και μετατροπής,

ζζ) κάθε αναδιοργάνωση λειτουργίας ή δραστηριοτήτων που αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στην οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της εταιρείας,

ηη) προγράμματα αγορά ιδίων μετοχών,

θθ) αιτήσεις πτώχευσης και δικαστικές αποφάσεις σχετικές με την πτώχευση, καθώς και άλλες νομικές διαδικασίες και δικαστικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν ουσιωδώς την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της εκδότριας,

ιβιβ) κάθε αλλαγή ουσιωδών στοιχείων που περιέχονται πλέον πρόσφατο ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας ή στο ετήσιο δελτίο, συμπεριλαμβανομένων και των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί για τη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων,

ιγγ) κάθε ουσιώδης μεταβολή στην περιουσιακή κατάσταση και στη μετοχική και κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας, ιδίως στη δανειακή της επιβάρυνση,

ιδιδ) εφόσον πρόκειται για εταιρεία που καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οποιαδήποτε μεταβολή που επιδρά ουσιωδώς στη διάρθρωση ή στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη του ομίλου,

ιειε) σημαντικές μεταβολές σε εκτιμώμενα ή προβλεπόμενα αποτελέσματα που έχουν ανακοινωθεί.

Βέβαια, ελλείπει ειδικότερων κριτηρίων στις διατάξεις του Κανονισμού, η αξιολόγηση του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας θα γίνεται από την εκδότρια εταιρεία μέσω διερεύνησης των δεδομένων εκάστης περίπτωσης. Σημαντικό βέβαια στοιχείο που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από την εκδότρια είναι κατά πόσο η πληροφορία αυτή θα επηρέαζε τη συναλλακτική συμπεριφορά ενός μέσου επενδυτή. Κατά πόσο δηλαδή, οι επενδυτικές αποφάσεις ενός επενδυτή για αγορά, διακράτηση ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, θα επηρεάζοντουσαν αν ο επενδυτής ήταν γνώστης της πληροφορίας αυτής³⁴⁵.

Σε κάθε περίπτωση, μία πληροφορία προκειμένου να χαρακτηριστεί ως προνομιακή, πρέπει να μην έχει δημοσιοποιηθεί. Για το λόγο αυτό, η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται σε δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών «όσο το δυνατό συντομότερα». Η υποχρέωση δημοσιοποίησης δε γεννάται βέβαια αμέσως μόλις αντικειμενικά υπάρξει η προνομιακή πληροφορία, αλλά κάθε εκδότρια εταιρεία διαθέτει μία εύλογη προθεσμία, προκειμένου να διαγνώσει το γεγονός ή την κατάσταση και να επιβεβαιώσει την υποχρέωση δημοσιοποίησης. Κατά την περίπτωση που αξιολογήσει ότι αποτελεί κάτοχος προνομιακής πληροφορίας, τότε υποχρεούται σε ανάρτηση της πληροφορίας αυτής στον επίσημο διαδικτυακό της τόπο για περίοδο τουλάχιστον πέντε (5) ετών³⁴⁶.

Υποχρεώσεις έκτακτης πληροφόρησης σύμφωνα με τον Κανονισμό του ΧΑ

Περαιτέρω, ο Κανονισμός του ΧΑ επιχειρεί μία κωδικοποίηση των ελάχιστων υποχρεώσεων έκτακτης πληροφόρησης που υπέχουν οι εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί υπό τη διαχείρισή του. Στην κωδικοποίηση αυτή περιλαμβάνονται ελάχιστες υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης σε περίπτωση επέλευσης των παρακάτω γεγονότων:

- α) Ενημέρωση για σύγκληση Γενικής Συνέλευσης.
- β) Ενημέρωση για αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης.
- γ) Ενημέρωση για καταβολή μερίσματος ή προμερίσματος.
- δ) Ενημέρωση για εταιρικές πράξεις.
- ε) Ενημέρωση για προνομιακές πληροφορίες και σχετικά δημοσιεύματα.

³⁴⁵ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 236

³⁴⁶ βλ. παράγραφο 2, άρθρου 17 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014

- στ) Ενημέρωση για αλλαγή χρήσης αντληθέντων κεφαλαίων.
- ζ) Ενημέρωση για στοιχεία διαρκούς πληροφόρησης του Ν. 3556/2007.
- η) Ενημέρωση για γνωστοποίηση συναλλαγών υπόχρεων προσώπων.
- θ) Απάντηση σε ερωτήματα του ΧΑ.
- ι) Ενημέρωση προς αναλυτές.
- ια) Έκδοση πληροφοριακών σημειωμάτων για εταιρικά γεγονότα.
- ιβ) Ενημέρωση σχετικά με τα αποτελέσματα τυχόν διενεργηθέντος φορολογικού ελέγχου ή έκδοσης φορολογικού πιστοποιητικού.
- ιγ) Ενημέρωση για έμμεση εισαγωγή σύμφωνα με την παράγραφο 3.17.3 του Κανονισμού του ΧΑ.

Οι παραπάνω πληροφορίες υποβάλλονται ηλεκτρονικά μέσω του συστήματος επικοινωνίας του ΧΑ με την ονομασία «ΕΡΜΗΣ». Στη συνέχεια δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα του ΧΑ, όπου δύναται να έχει πρόσβαση κάθε ενδιαφερόμενος επενδυτής³⁴⁷.

4.3.3 Υποχρεώσεις διαρκούς πληροφόρησης

Ενόψει της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα, έχουν παράλληλα εισαχθεί υποχρεώσεις διαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Αντικείμενο της διαρκούς πληροφόρησης, που προβλέπεται στο Νόμο 3556/2007, είναι η ενημέρωση των υφιστάμενων ή υποψήφιων επενδυτών σχετικά με την απόκτηση ή διάθεση σημαντικής συμμετοχής στο κεφάλαιο ή γενικότερα στον έλεγχο της εκδότριας εταιρείας, οι μετοχές της οποίας αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά³⁴⁸.

Δικαιολογητική βάση των ρυθμίσεων διαρκούς πληροφόρησης είναι η προστασία των επενδυτών και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Αυτό απορρέει από το αν αναλογιστεί κανείς ότι είναι πολύ σημαντικό για έναν υποψήφιο ή υφιστάμενο επενδυτή να έχει γνώση επί των προσώπων που κατέχουν σημαντικές συμμετοχές στο κεφάλαιο της εκδότριας

³⁴⁷ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 253

³⁴⁸ Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2021), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 336-337

εταιρείας, στο οποίο έχουν επενδύσει ή επιθυμούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους³⁴⁹. Και ο λόγος είναι προφανής, Τα πρόσωπα αυτά ασκούν κατά κανόνα σημαντική επιρροή στη δραστηριότητα και τις επιχειρηματικές αποφάσεις της εκδότριας, επηρεάζοντας έτσι έμμεσα και την αξία της επένδυσης σε αυτή.

Για το λόγο αυτό, εισήχθησαν υποχρεώσεις γνωστοποίησης συναλλαγών σε διαρκή βάση, στις εξής περιπτώσεις:

- α) απόκτησης ή διάθεσης μετοχών με δικαίωμα ψήφου που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα,
- β) απόκτησης, διάθεσης ή άσκησης σημαντικών ποσοστών δικαιωμάτων ψήφου,
- γ) απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων.

A. Υποχρεώσεις ενημέρωσης σε περίπτωση απόκτησης ή διάθεσης μετοχών με δικαίωμα ψήφου

Αρχικά, προβλέπεται ότι κάθε μέτοχος εταιρείας, ο οποίος αποκτά ή διαθέτει μετοχές με δικαίωμα ψήφου που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, και του οποίου λόγω αυτής της απόκτησης ή διάθεσης το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει φθάνει ή υπερβαίνει ή κατέρχεται των ορίων 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% και 2/3, υποχρεούται να ενημερώνει την εκδότρια, αλλά και την ΕΚ³⁵⁰ σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ως αποτέλεσμα αυτής της απόκτησης ή διάθεσης.

Αντίστοιχα, μέτοχος που κατέχει ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου μεγαλύτερο από 10%, υποχρεούται να προβαίνει στην προβλεπόμενη ενημέρωση και σε κάθε περίπτωση που επέρχεται μεταβολή στο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ίση προς ή μεγαλύτερη από 3% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της εκδότριας, ως αποτέλεσμα απόκτησης ή διάθεσης μετοχών με δικαίωμα ψήφου.

Κρίσιμο στοιχείο για την ενεργοποίηση της υποχρέωσης ενημέρωσης είναι η μεταβολή του ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου του μετόχου, ως συνέπεια της απόκτησης ή διάθεσης από τον ίδιο μετοχών με δικαίωμα ψήφου. Σε περίπτωση δηλαδή που υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, όπως προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, η μεταβολή του ποσοστού των μετοχών αυτών δε συνεπάγεται υποχρέωση γνωστοποίησης. Σημειώνεται βέβαια στο σημείο αυτό ότι στη ρύθμιση δεν ορίζεται ρητά η έννοια της απόκτησης και της διάθεσης. Σύμφωνα βέβαια με την υπ' αριθμ. 33/3.7.2007 ερμηνευτική εγκύκλιο της ΕΚ ορίζεται ως ημερομηνία

³⁴⁹Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 242

³⁵⁰βλ. παράγραφο 4, άρθρου 19, Ν. 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

απόκτησης ή διάθεσης η ημερομηνία που έλαβε χώρα η ενοχική δικαιοπραξία, ενώ σε περίπτωση θανάτου η ημερομηνία αποδοχής της κληρονομιάς.

Η υποχρέωση ενημέρωσης υφίσταται επίσης και α) για τα πρόσωπα που αποκτούν για πρώτη φορά συμμετοχή στην εκδότρια, β) σε περίπτωση που τα δικαιώματα ψήφου έχουν ανασταλεί και γ) σε περίπτωση που το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου φθάνει ή κατέρχεται των ως άνω αναφερόμενων ορίων, συνεπεία εταιρικών γεγονότων, όπως για παράδειγμα περιπτώσεις αύξησης ή μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου, συγχώνευσης με απορρόφηση άλλης εταιρείας.

B. Υποχρεώσεις ενημέρωσης σε περίπτωση απόκτησης ή διάθεσης ή άσκησης σημαντικών ποσοστών δικαιωμάτων ψήφου

Η υποχρέωση διαρκούς ενημέρωσης ισχύει και σε περίπτωση που ένα πρόσωπο δεν κατέχει το ίδιο δικαιώματα ψήφου στην εκδότρια εταιρεία, αλλά έχει το δικαίωμα να αποκτά, διαθέτει ή να ασκεί τέτοια δικαιώματα ψήφου. Η απόκτηση ή διάθεση ή άσκηση δικαιωμάτων ψήφου μπορεί να γίνει στο πλαίσιο ενοχικής ή εμπράγματης δικαιοπραξίας³⁵¹. Τυχόν κατάρτιση τέτοιων συμφωνιών μπορεί να θεμελιώσει υποχρέωση γνωστοποίησης είτε για ένα εκ των συμβαλλομένων μερών είτε για όλα τα συμβαλλόμενα μέρη. Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 10 του Ν. 3556/2007, περιπτώσεις που πυροδοτούν την υποχρέωση γνωστοποίησης της παρούσας είναι οι εξής:

α) η σύναψη συμφωνίας με τρίτο που κατέχει δικαιώματα ψήφου της εκδότριας, με αντικείμενο τη συντονισμένη άσκηση δικαιωμάτων ψήφου και την άσκηση κοινής πολιτικής ως προς τη διοίκηση της εκδότριας,

β) η σύναψη συμφωνίας με αντικείμενο τη με αντάλλαγμα μεταβίβαση δικαιωμάτων ψήφου,

γ) η παροχή εμπράγματης ασφάλειας με την προϋπόθεση ότι ο εμπραγμάτως ασφαλισμένος ελέγχει τα δικαιώματα ψήφου και έχει δηλώσει την πρόθεσή του να τα ασκήσει,

δ) η ισόβια επικαρπία μετοχών της εκδότριας που ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου,

ε) περίπτωση όπου το υπόχρεο πρόσωπο ασκεί έλεγχο σε επιχείρηση που κατέχει ή μπορεί να ασκήσει με βάση τα παραπάνω δικαιώματα ψήφου στην εκδότρια,

³⁵¹Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, (2021), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 340 επ.

στ) πρόσωπο στο οποίο έχουν κατατεθεί δικαιώματα ψήφου που ενσωματώνονται σε μετοχές και μπορεί να τα ασκήσει κατά την κρίση του, εφόσον δεν υπάρχουν ειδικότερες συμφωνίες των μετόχων,

ζ) περιπτώσεις όπου τα δικαιώματα ψήφου τα κατέχει τρίτος, αλλά για λογαριασμό του υπόχρεου προσώπου,

η) περιπτώσεις δικαιωμάτων ψήφου που μπορεί να ασκήσει κατά την κρίση του ένα πρόσωπο ως πληρεξούσιος, χωρίς συγκεκριμένες οδηγίες των μετόχων,

θ) περιπτώσεις εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων για τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει, αποκτά ή διαθέτει το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Γ. Υποχρεώσεις ενημέρωσης σε περίπτωση απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων

Αντίστοιχη υποχρέωση διαρκούς ενημέρωσης συντρέχει αι σε περίπτωση απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων που δε συνδέονται με την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου, παρέχουν όμως στους επενδυτές οικονομική θέση στις εν λόγω εταιρείες. Η υποχρέωση της περίπτωσης αυτής γεννάται με την απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων εφόσον:

α) κατά τη σχετική συμφωνία, τα χρηματοπιστωτικά μέσα παρέχουν κατά τη λήξη τους δικαίωμα απόκτησης μετοχών ή τη διακριτική ευχέρεια ως προς το δικαίωμα απόκτησης μετοχών που ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου και έχουν ήδη εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή

β) τα χρηματοπιστωτικά μέσα δεν περιλαμβάνονται στο στοιχείο α', αλλά αναφέρονται σε μετοχές για τις οποίες γίνεται λόγος σε αυτό το στοιχείο και έχουν οικονομική επίπτωση.

Ως χρηματοπιστωτικά μέσα της παρούσας νοούνται α) οι κινητές αξίες, β) τα δικαιώματα προαίρεσης, γ) τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δ) οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), ε) οι προθεσμιακές συμβάσεις, στ) οι συμβάσεις επί διαφορών και ζ) άλλες συμβάσεις ή συμφωνίες με παρόμοια οικονομική επίπτωση για τις οποίες μπορεί να υπάρξει φυσικός διακανονισμός ή διευθέτηση τοις μετρητοίς. Ως χρηματοπιστωτικά μέσα για την εφαρμογή της ως άνω ρύθμισης νοούνται κατά την ΕΚ και οι τίτλοι κτήσης μετοχών (warrants).

Χρόνος και τρόπος δημοσιοποίησης των σχετικών πληροφοριών

Τα υπόχρεα με βάση τα παραπάνω πρόσωπα, οφείλουν να ενημερώσουν την εκδότρια εταιρεία, αλλά και την ΕΚ³⁵² εντός τριών (3) ημερών διαπραγμάτευσης. Η προθεσμία αυτή

³⁵²βλ. παράγραφο 4, άρθρου 19, Ν. 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

εκκινεί από: α) την ημέρα κατά την οποία το υπόχρεο πρόσωπο πληροφορείται για την απόκτηση, τη διάθεση ή τη δυνατότητα άσκησης δικαιωμάτων ψήφου ή β) την ημέρα, λαμβάνοντας υπόψη τις εκάστοτε συνθήκες, όφειλε να έχει πληροφορηθεί την απόκτηση ή τη διάθεση ή τη δυνατότητα άσκησης δικαιωμάτων ψήφου, ανεξάρτητα από την ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιείται η απόκτηση ή διάθεση ή καθίσταται δυνατή η άσκηση δικαιωμάτων ψήφου ή γ) την ημέρα κατά την οποία ενημερώνεται σχετικά με εταιρική πράξη στο πλαίσιο της οποίας επήλθε μεταβολή των δικαιωμάτων ψήφου³⁵³.

Αντίστοιχα, η εκδότρια εταιρεία οφείλει να δημοσιοποιήσει άμεσα όλες τις πληροφορίες που περιέχει η παραπάνω από το υπόχρεο πρόσωπο ενημέρωση, και σε κάθε περίπτωση το αργότερο εντός δύο (2) ημερών διαπραγμάτευσης από την ημερομηνία της παραπάνω παραλαβής³⁵⁴. Οι πληροφορίες δημοσιοποιούνται από την εκδότρια εταιρεία ταυτόχρονα α) σε ηλεκτρονικά και έντυπα μέσα ενημέρωσης με εθνική και πανευρωπαϊκή εμβέλεια κατά τρόπο που επιτρέπει την ταχεία και χωρίς διακρίσεις πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές από το επενδυτικό κοινό, β) στο διαδικτυακό τόπο της εκδότριας ο οποίος πρέπει να διατηρείται και στην αγγλική για τουλάχιστον πέντε (5) έτη, γ) στην εταιρεία «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε» που διαχειρίζεται τον επίσημα καθορισμένο μηχανισμό αποθήκευσης ρυθμιζόμενων πληροφοριών και δ) στην ΕΚ³⁵⁵.

4.3.4. Κυρώσεις σε περιπτώσεις παράβασης των υποχρεώσεων πληροφόρησης

Διοικητικές κυρώσεις

Η παράβαση των υποχρεώσεων πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού (τακτική, έκτακτη και διαρκής) παρέχει στην αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους μέλους³⁵⁶ να επιβάλλει στους παραβάτες σχετικές διοικητικές κυρώσεις. Ως παράβαση νοείται καταρχήν: α) η παράλειψη πληροφόρησης (η πληροφόρηση δηλαδή δε λαμβάνει χώρα), β) η εκπρόθεσμη πληροφόρηση (η πληροφόρηση λαμβάνει χώρα, αλλά όχι εντός της προβλεπόμενης εκ του νόμου προθεσμίας), γ) η εσφαλμένη πληροφόρηση (η πληροφόρηση λαμβάνει χώρα, αλλά τα αναγραφόμενα σε αυτή

³⁵³βλ. παράγραφο 2, άρθρου 14, Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

³⁵⁴βλ. παράγραφο 3, άρθρου 14, Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

³⁵⁵βλ. άρθρο 2.3. της υπ' αριθμ. 33/3. 7.2007 Εγκυκλίου της ΕΚ, άρθρο 21 Νόμου 3556/2007, Δημήτριος Κ. Αυγητίδης (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 246

³⁵⁶για την ελληνική έννομη τάξη αρμόδια εποπτική αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

στοιχεία είναι αναληθή) και δ) η ελλιπής πληροφόρηση (η πληροφόρηση λαμβάνει χώρα, αλλά τα αναγραφόμενα σε αυτή στοιχεία δεν είναι πλήρη)³⁵⁷.

Σημειώνεται βέβαια ότι προβλέπονται διαφορετικές διοικητικές κυρώσεις με βάση τη φύση της παράβασης, δηλαδή με βάση του αν πρόκειται για παράβαση των υποχρεώσεων τακτικής και διαρκούς πληροφόρησης του Νόμου 3556/2007 ή αν πρόκειται για παράβαση των υποχρεώσεων έκτακτης πληροφόρησης του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 και του Νόμου 4443/2016. Ειδικότερα:

- Σε περίπτωση παράβασης των υποχρεώσεων τακτικής και διαρκούς πληροφόρησης που θεσπίζονται με τις διατάξεις του Ν. 3556/2007, καθώς και των αποφάσεων που έχουν εκδοθεί κατ' εξουσιοδότησή του, παρέχεται το δικαίωμα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να επιβάλλει επίπληξη ή πρόστιμο ύψους μέχρι ενός εκατομμυρίου (1.000.000) ευρώ. Ειδικά για τις παραβάσεις που αφορούν τις κύριες υποχρεώσεις που απορρέουν από τον ως άνω αναφερόμενο νόμο, και δη αυτές που αφορούν τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων και τη δημοσίευση απόκτησης ή διάθεσης σημαντικής συμμετοχής, προβλέπονται αυστηρότερες κυρώσεις. Για την ακρίβεια, η ΕΚ δύναται να επιβάλλει τα εξής πρόστιμα/διοικητικές κυρώσεις: α) δημόσια δήλωση η οποία αναφέρει το υπαίτιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο και τη φύση της παράβασης, β) εντολή με την οποία απαιτείται από το υπαίτιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο να παύσει και να μην επαναλάβει τη συμπεριφορά που αποτελεί την παράβαση, γ) πρόστιμα, το ύψος των οποίων διαμορφώνεται με το αν η παράβαση έχει διενεργηθεί από φυσικό ή νομικό πρόσωπο. Προκειμένου για νομικά πρόσωπα, το ύψος του προστίμου δύναται να ανέλθει σε ποσό έως δέκα εκατομμυρίων (10.000.000) ευρώ ή έως το 5% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατα δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενώ για φυσικό πρόσωπο έως δύο εκατομμυρίων (2.000.000) ευρώ. Ωστόσο, τόσο για νομικά όσο και για φυσικά πρόσωπα, προβλέπεται εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού του προστίμου, το οποίο ορίζεται έως το διπλάσιο των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, όπου αυτά δύναται να προσδιοριστούνε³⁵⁸. Σε περίπτωση βέβαια μη εμπρόθεσμης ενημέρωσης για την απόκτηση ή διάθεση σημαντικής συμμετοχής, η ΕΚ δύναται να επιβάλλει και αναστολή άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου. Οι σχετικές κυρώσεις δύναται να επιβάλλονται αυτοτελώς στην εκδότρια εταιρεία, στα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου, στα διευθυντικά στελέχη της εκδότριας, στον εσωτερικό ελεγκτή και στους εξωτερικούς ελεγκτές ή στα πρόσωπα που αποκτούν ή εκχωρούν σημαντικές συμμετοχές. Πέραν βέβαια των ανωτέρω κυρώσεων, η ΕΚ δύναται να επιβάλλει ως κύρωση

³⁵⁷ Βασιλείος Δ. Τουντόπουλος, (2021), ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 348 επ.

³⁵⁸βλ. παράγραφο 1 και 2, άρθρου 26, Νόμου 3556/2007, ΝΟΜΟΣ

και τη διαγραφή των σχετικών κινητών αξιών κατά τα ειδικώς οριζόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 17 του Νόμου 3371/2005.

- Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης γνωστοποίησης προνομιακών πληροφοριών από φυσικό πρόσωπο, προβλέπεται η επιβολή από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επίπληξης ή προστίμου ύψους από τρεις χιλιάδες (3.000,00) μέχρι ενός εκατομμυρίου (1.000.000,00) ευρώ ή πρόστιμο έως και το τριπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, εάν το ποσό αυτό μπορεί να προσδιοριστεί. Αντίστοιχα, σε περίπτωση παράβασης προνομιακών πληροφοριών από νομικό πρόσωπο, προβλέπεται η επιβολή από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επίπληξης ή προστίμου ύψους έγγραφη επίπληξη ή πρόστιμο ύψους από τρεις χιλιάδες (3.000) μέχρι δύο εκατομμύρια πεντακόσιες χιλιάδες (2.500.000) ευρώ ή μέχρι του ποσού που αντιστοιχεί στο 2% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών του νομικού προσώπου σύμφωνα με τους τελευταίες διαθέσιμες οικονομικές καταστάσεις που έχουν εγκριθεί από το διοικητικό συμβούλιο, ή έως και το τριπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, εάν το ποσό αυτό μπορεί να προσδιοριστεί³⁵⁹.

Αστικές κυρώσεις

Σε κάθε περίπτωση, η πληροφόρηση που παρέχεται στον επενδυτή στα πλαίσια της τακτικής, έκτακτης και διαρκούς ενημέρωσης, αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη λήψη από τον ίδιο ορθών επενδυτικών αποφάσεων. Όπως έχει αναφερθεί παραπάνω (στο σημείο 4.1 της παρούσας), κάθε επενδυτής προβαίνει στην τοποθέτηση των χρημάτων του σε κινητές αξίες με βάση τις διαθέσιμες σε αυτόν πληροφορίες μία δεδομένη χρονική στιγμή και κατόπιν αξιολόγησης των πληροφοριών αυτών. Συνεπώς, η όποια παράβαση των διατάξεων περί τακτικής, έκτακτης και διαρκούς πληροφόρησης είναι πολύ πιθανό να προκαλέσει βλάβη στα περιουσιακά συμφέροντα ενός μέσου συνετού επενδυτή.

Σε αντίθεση βέβαια με τις διατάξεις για το ενημερωτικό και πληροφοριακό δελτίο, όπου προβλέπεται ειδική αστική ευθύνη των υπεύθυνων προσώπων για την ακρίβεια και πληρότητα της παρεχόμενης με το ενημερωτικό δελτίο πληροφόρησης, τέτοιου είδους ειδική ευθύνη δε προβλέπεται στις διατάξεις περί τακτικής, έκτακτης και διαρκούς πληροφόρησης. Ωστόσο, σύμφωνα με τη θεωρία³⁶⁰ τέτοια ευθύνη θα μπορούσε να θεμελιωθεί στις γενικές περί αδικοπραξίας διατάξεις των άρθρων 914 και επόμενα του Αστικού Κώδικα, σύμφωνα με τις οποίες ο εκάστοτε ζημιωθείς επενδυτής θα μπορούσε να αξιώσει αποζημίωση για τη βλάβη των

³⁵⁹βλ. περίπτωση β', παράγραφος 1, άρθρου 37, Ν. 4443/2016, ΝΟΜΟΣ

³⁶⁰Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 258, Βασίλειος Δ. Τουντόπουλος, (2021), ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 353-354

ατομικών του συμφερόντων από τη παράβαση των υποχρεώσεων πληροφόρησης στη δευτερογενή αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΣΤΙΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΤΟΥ ΧΑ

5.1 Το ΧΑ ως τόπος άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και άμεσης επένδυσης υποψήφιων επενδυτών

Καταρχάς, η χρηματοδότηση μίας επιχείρησης αποτελεί τη βασικότερη παράμετρο για την επιχειρηματική της ανάπτυξη και λειτουργία. Ως χρηματοδότηση νοείται η εύρεση κεφαλαίων με όσο το δυνατό ευνοϊκότερους όρους και η αποδοτική επένδυση των κεφαλαίων αυτών για την επίτευξη επιχειρηματικών σκοπών. Τα τελευταία χρόνια, ενόψει της εξέλιξης και της παγκοσμιοποίησης των αγορών, έχουν αναπτυχθεί πολλές μορφές χρηματοοικονομικών εργαλείων, η γνώση των οποίων είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αναπτυξιακή πορεία μίας επιχείρησης.

Οι κυριότερες πηγές χρηματοδότησης για μία επιχείρηση είναι οι εξής³⁶¹:

α) τα ίδια/εσωτερικά κεφάλαια,

β) ο τραπεζικός δανεισμός,

γ) οι κρατικές επιχορηγήσεις,

δ) η έκδοση και διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές.

³⁶¹Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, Γ' έκδοση, εκδόσεις Γ. ΜΠΕΝΟΥ, σελ. 32

Τμήμα των εσωτερικών/ιδίων κεφαλαίων είναι τα αποθεματικά, που αποτελούν στην ουσία συσσωρευμένα κέρδη της επιχείρησης που δεν έχουν διανεμηθεί στους μετόχους αυτής και είναι μία μορφή εσωτερικής χρηματοδότησης των επενδυτικών της σχεδίων. Πολλές φορές βέβαια στην πράξη η χρηματοδότηση των επικείμενων επενδύσεων πραγματοποιείται βάσει ενός συνδυασμού ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Ως ξένα κεφάλαια νοούνται τα χρηματικά ποσά που λαμβάνει η επιχείρηση από τρίτους. Η έκφραση αυτή χρησιμοποιείται συχνά ως προσδιορισμός της άντλησης κεφαλαίων βάσει εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Τέτοιες πηγές χρηματοδότησης είναι για παράδειγμα ο δανεισμός στα πλαίσια του τραπεζικού συστήματος, όπως επίσης η έκδοση και πώληση αξιογράφων στα πλαίσια των οργανωμένων κεφαλαιαγορών.

Όσον αφορά τον τραπεζικό δανεισμό, που είναι μία από τις προαναφερόμενες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, αξίζει να σημειωθεί ότι τα τραπεζικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα, λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 και της κατ' επέκταση δημοσιονομικής ανισορροπίας της ελληνικής οικονομίας, έχουν θέσει εμπόδια στην πρόσβαση των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό. Τα κριτήρια δηλαδή χρηματοδότησης που έχουν θέσει τα τελευταία χρόνια τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τη χορήγηση δανείων και πιστώσεων στις επιχειρήσεις είναι αρκετά αυστηρά, ενώ το κόστος δανεισμού είναι αρκετά υψηλό λόγω των αυξημένων επιτοκίων των τραπεζικών δανείων. Τα παραπάνω έχουν ως αποτέλεσμα να καταστήσουν τη μορφή αυτή χρηματοδότησης όχι τόσο συμφέρουσα και ελκυστική για μία υποψήφια επιχείρηση. Η ως άνω αναφερόμενη δυσκαμψία στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και στη σύναψη δανειακών συμβάσεων, όπως επίσης το υψηλό κόστος δανεισμού, έχουν οδηγήσει τις επιχειρήσεις στην εύρεση άλλων διαθέσιμων πηγών χρηματοδότησης για την κάλυψη των κεφαλαιακών τους αναγκών. Για το λόγο αυτό, παρατηρείται μία στροφή από τον τραπεζικό δανεισμό στην άντληση κεφαλαίων μέσω εκδόσεων και διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων στα πλαίσια των χρηματιστηριακών αγορών³⁶².

Οι οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, όπως για παράδειγμα το Χρηματιστήριο Αθηνών, προσφέρουν πράγματι λύσεις στη χρηματοδότηση της υφιστάμενης επιχειρηματικότητας, καθώς βασικό χαρακτηριστικό αυτών είναι η λειτουργία τους ως μοχλός άντλησης αναπτυξιακών κεφαλαίων. Οι υποψήφιες δηλαδή επιχειρήσεις για την κάλυψη των κεφαλαιακών τους αναγκών προσφεύγουν στο ΧΑ διαθέτοντας τίτλους στο ευρύ επενδυτικό κοινό και επιτυγχάνοντας με τον τρόπο αυτό τη λεγόμενη πρωτογενή και άμεση χρηματοδότηση³⁶³. Γίνεται λόγος για άμεση χρηματοδότηση, διότι τα αναγκαία κεφάλαια αντλούνται απευθείας από το ευρύ επενδυτικό κοινό χωρίς τη μεσολάβηση κάποιου οργανισμού,

³⁶²Έρευνα IOBE, (2018), Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς

³⁶³Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, (2002), Χρηματιστήριο Αξιών & Χρηματιστήριο Παραγώγων, 5^η έκδοση, εκδόσεις ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ, σελ. 14

όπως συμβαίνει στην περίπτωση της χρηματοδότησης μέσω των τραπεζικών αγορών. Ο ρόλος δηλαδή του ΧΑ είναι να φέρνει σε άμεση επαφή τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν έλλειμμα κεφαλαίων με τα πρόσωπα εκείνα που έχουν πλεόνασμα κεφαλαίων. Με λίγα λόγια, το ΧΑ διευκολύνει τη διοχέτευση χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες, οι οποίες συναλλάσσονται απευθείας μεταξύ τους χωρίς την μεσολάβηση τρίτων προσώπων, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της άντλησης κεφαλαίων μέσω των τραπεζών.

Αντικείμενο των χρηματιστηριακών συναλλαγών στο ΧΑ είναι η αγορά ή η πώληση (διαπραγμάτευση) χρηματοπιστωτικών μέσων³⁶⁴. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν στην ουσία τη δικαιολογητική βάση για τη λειτουργία των ρυθμιζόμενων κεφαλαιαγορών, και δη του ΧΑ, καθώς επίσης είναι το μέσο για την εύρεση της αναγκαίας χρηματοδότησης από πλευράς επιχειρήσεων, όπως επίσης το μέσο για την επίτευξη κερδοσκοπίας από πλευράς επενδυτών. Με λίγα λόγια, από οικονομική άποψη τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν τη βάση για την διεκπεραίωση της άμεσης μορφής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στα πλαίσια των κεφαλαιαγορών, καθώς επίσης και το μέσο για τη μεγιστοποίηση του κέρδους των αποταμιευτών/επενδυτών³⁶⁵.

5.2 Κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων

Για την αξιοποίηση των επενδυτικών επιλογών που προσφέρει το ΧΑ και την κατάρτιση μίας χρηματιστηριακής συναλλαγής, κάθε επιχείρηση και υποψήφιοι γενικά επενδυτές πρέπει να έχουν επαρκή πληροφόρηση επί των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις οργανωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Για την ακρίβεια, προτού προβούν σε επενδυτικές κινήσεις πρέπει να έχουν γνώση επί των διαθέσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο μίας χρηματιστηριακής συναλλαγής, καθώς επίσης να έχουν γνώση και επί των νομικών και οικονομικών χαρακτηριστικών των μέσων αυτών.

Τα βασικότερα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο επένδυσης και κατ' επέκταση τη βάση μίας χρηματιστηριακής συναλλαγής είναι τα ακόλουθα:

³⁶⁴Σ. Ψυχομάνης, (2007), Εμπορικό Δίκαιο, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 99-100

³⁶⁵Ένας ιδιώτης ή θεσμικός επενδυτής σε περίπτωση που έχει πλεόνασμα κεφαλαίων μπορεί να επιλέξει να επενδύσει τα κεφάλαια αυτά σε μία οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, αγοράζοντας ένα χρηματοπιστωτικό μέσο και αναμένοντας κάποιο οικονομικό όφελος από την αγορά αυτή

α) οι κινητές αξίες: Αποτελούν στην ουσία την πιο διαδεδομένη κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων. Ως κινητές αξίες ορίζονται εκείνα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, με εξαίρεση των μέσων πληρωμής³⁶⁶. Ως ενδεικτικές κατηγορίες κινητών αξιών αναφέρονται στο νόμο i) οι μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιριών και άλλων οντοτήτων, καθώς και αποθετήρια έγγραφα για μετοχές, ii) τα ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και αποθετήρια έγγραφα για τέτοιες κινητές αξίες και iii) κάθε άλλη μορφή που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμό με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενο κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλου είδους δείκτες ή μεγέθη³⁶⁷.

β) τα μέσα χρηματαγοράς: Στην οικονομική θεωρία και επιστήμη ως χρηματαγορά ορίζεται η αγορά που γίνεται διαπραγμάτευση μέσων με βραχυπρόθεσμη διάρκεια, συνήθως μικρότερη του έτους, τα οποία παρουσιάζουν μεγάλη εμπορευσιμότητα και είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος³⁶⁸. Ως μέσα χρηματαγοράς νοούνται μεταξύ άλλων i) τα έντοκα γραμμάτια, ii) τα αποδεικτικά κατάθεσης και τα εμπορικά γραμμάτια, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής. Έντοκα γραμμάτια είναι οι τίτλοι που εκδίδονται από το ελληνικό δημόσιο και ενσωματώνουν υπόσχεση του δημοσίου να καταβάλει σε ορισμένο χρόνο συγκεκριμένο ποσό. Αποδεικτικά κατάθεσης είναι οι τίτλοι που εκδίδει πιστωτικό ίδρυμα σε καταθέτη χρηματικού ποσού έναντι της κατάθεσής του κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 9 α.ν. 148/1967, ενώ τα εμπορικά γραμμάτια αποτελούν τίτλους που εκδίδονται συνήθως στον κομιστή και έχουν ορισμένη σύντομη λήξη.

γ) τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων: Το καθεστώς των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ρυθμίζεται στο Ν. 4099/2012. Πρόκειται στην ουσία για σύνολο περιουσιακών στοιχείων αποτελούμενο από μετοχές, ομολογίες, τραπεζικές καταθέσεις, μετρητά, το οποίο συγκροτεί μία αδιάσπαστη ομάδα περιουσίας πολλών δικαιούχων υπό τη διαχείριση τρίτου. Μερίδια συλλογικών επενδύσεων αποτελούν τα ισάξια τμήματα στα οποία διαιρείται αυτή η ομάδα περιουσίας και εκφράζουν τη σχέση συγκυριότητας στα κατ' ιδίαν στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού μεταξύ των περισσότερων μεριδιούχων. Οι πιο σημαντικοί οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων είναι τα αμοιβαία κεφάλαια.

³⁶⁶ παράγραφος 44, άρθρου 4 του Ν. 4514/2018

³⁶⁷ στην κατηγορία αυτή εντάσσονται για παράδειγμα οι τίτλοι κτήσεις μετοχών του άρθρου 56 του Ν. 4548/2018, όπου ορίζεται ρητά ότι μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αγορά, Βασίλειος Δ. Τουντόπουλος, (2021), ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, σελ. 49 επ.

³⁶⁸ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 92

Οι τρεις κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων που παρουσιάστηκαν παραπάνω, ονομάζονται πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα. Ωστόσο, πέρα από τα πρωτογενή υπάρχουν και τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα (ευρέως γνωστά στην αγγλική με την ονομασία «derivatives»), η λειτουργία των οποίων στηρίζεται στην ύπαρξη ήδη υφιστάμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Πιο συγκεκριμένα, τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι συμβόλαια, τα οποία βασίζονται ή των οποίων η αξία προκύπτει από ένα υποκείμενο τίτλο και καλύπτουν μία μελλοντική συναλλαγή (αγοραπωλησία) του τίτλου αυτού³⁶⁹. Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα μπορούν να διακριθούν σε συμβάσεις προθεσμίας («futures») και συμβάσεις με εξουσιαστική αίρεση ή διαφορετικά συμβάσεις προαίρεσης («options»), όπου και στις δύο ενυπάρχει το στοιχείο της μελλοντικής εκτέλεσης. Ωστόσο, το στοιχείο που διακρίνει τις συμβάσεις μελλοντικής εκπλήρωσης με τις συμβάσεις προαίρεσης είναι ότι στη δεύτερη κατηγορία συμβάσεων η κατάρτιση της σύμβασης εναπόκειται στη βούληση του συμβαλλομένου μέρους που είναι δικαιούχος του δικαιώματος προαίρεσης.

Συστηματικά οι συμβάσεις παραγώγων διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

α) Στις συμβάσεις προαίρεσης («options»), οι οποίες παρέχουν στον αγοραστή τους το δικαίωμα αγοράς («call option») ή πώλησης («put option») με μονομερή του δήλωση, της υποκείμενης αξίας σε μία προκαθορισμένη τιμή ή εντός μίας προκαθορισμένης προθεσμίας.

β) Στις συμβάσεις προθεσμίας («futures»), με τις οποίες ο μεν πωλητής αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει και να παραδώσει, ο δε αγοραστής αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει και να αποδεχθεί παράδοση της υποκείμενης αξίας έναντι προκαθορισμένου τιμήματος και σε προκαθορισμένη ημερομηνία.

γ) Στις συμβάσεις ανταλλαγής («swaps»), περιεχόμενο των οποίων αποτελεί η συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής (επιτοκίου ή συναλλάγματος) σε προκαθορισμένες χρονικές περιόδους³⁷⁰.

Οι συμβάσεις παραγώγων διακρίνονται επίσης ανάλογα με το πρωτογενή μέσο επένδυσης που αποτελεί την υποκείμενή τους αξία. Μπορούν να διακριθούν για παράδειγμα σε παράγωγα συναλλάγματος (συμβάσεις προαίρεσης ή προθεσμίας ή ανταλλαγής σε συνάλλαγμα), σε παράγωγα μετοχών ή ομολογιών (συμβάσεις προαίρεσης ή προθεσμίας ή ανταλλαγής σε μετοχές ή ομόλογα), καθώς και σε παράγωγα εμπορευμάτων που αποτελούν ιδιαίτερη κατηγορία παραγώγων.

³⁶⁹ Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, (2011), ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ, 3^η έκδοση, εκδόσεις ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, σελ. 36

³⁷⁰ Δημήτριος Κ. Αυγητίδης, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, σελ. 97

Σε περίπτωση βέβαια που μία επιχείρηση επιλέξει να αντλήσει την απαιτούμενη χρηματοδότηση από τις χρηματιστηριακές αγορές, είναι αναγκαίο να γνωρίζει όχι μόνο τα διαθέσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα και τα νομικά χαρακτηριστικά των μέσων αυτών, αλλά και την οικονομική τους λειτουργία. Προαπαιτούμενο δηλαδή είναι να έχει γνώση για το τρόπο με τον οποίο θα επιτευχθεί η άμεση χρηματοδότηση μέσω της εκδόσεως ενός χρηματοπιστωτικού μέσου στα πλαίσια του ΧΑ, καθώς επίσης να έχει γνώση και επί τυχόν δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που συνεπάγεται η έκδοση αυτή³⁷¹.

Αντίστοιχα, στην περίπτωση που ένας επενδυτής επιλέξει να προσφύγει και να επενδύσει (τοποθετώντας αποταμιευτικά ποσά) σε χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται στο ΧΑ, με σκοπό να αποκομίσει μεγαλύτερο οικονομικό όφελος, πρέπει να επιλέξει εκείνο το χρηματοπιστωτικό μέσο που φαίνεται ότι θα ανταποκριθεί καλύτερα για την επίτευξη των επενδυτικών του στόχων. Δηλαδή, στην τελευταία αυτή περίπτωση, η επενδυτική διαδικασία και η λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων, προϋποθέτει τη διεξαγωγή μίας ανάλυσης κινδύνου-απόδοσης που ενέχει η επένδυση σε ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο³⁷². Για την ακρίβεια, προαπαιτούμενο για την επένδυση σε ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν είναι η διεξαγωγή μίας ανάλυσης του αναμενόμενου οικονομικού οφέλους (απόδοσης) που θα αποκομίσει ο επενδυτής από την επένδυση σε αυτό το προϊόν, σε συνδυασμό με την ανάλυση του κινδύνου, της πιθανότητας δηλαδή ο επενδυτής να μην αντλήσει το οικονομικό όφελος που αναμένει.

Ο παράγοντας του κινδύνου περιέχεται σε κάθε είδους επένδυση. Αυτό συμβαίνει γιατί η τοποθέτηση χρημάτων στο παρόν σε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, δε διασφαλίζει ότι στο μέλλον η τοποθέτηση αυτή θα έχει απόδοση, δηλαδή κέρδος για τον υποψήφιο επενδυτή. Η πραγματική απόδοση της επένδυσης θα εκτιμηθεί σε μία μελλοντική χρονική στιγμή και μέχρι την επέλευση της στιγμής αυτής μπορεί να μεσολαβήσουν πολλά γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν το βαθμό και το μέγεθος της απόδοσης κάθε επένδυσης. Τέτοια γεγονότα είναι για παράδειγμα η μεταβολή στις τιμές των επιτοκίων της αγοράς, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως επίσης πιθανές μεταβολές στις χρηματιστηριακές αγορές που μπορούν να επηρεάσουν την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης.

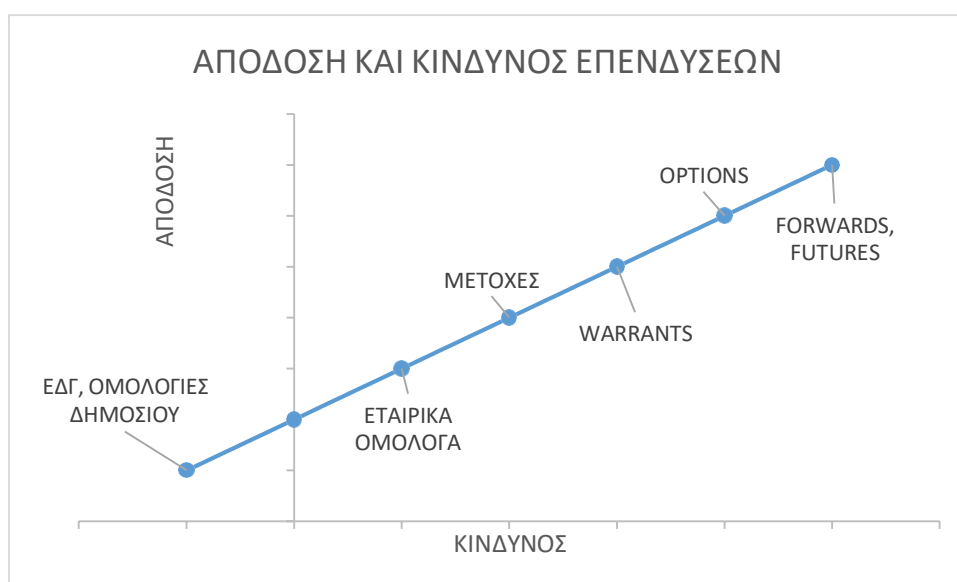
Βασική αρχή στα χρηματοοικονομικά βάσει εμπειρικών και θεωρητικών μελετών είναι ότι όσο αυξάνεται ο κίνδυνος μίας επένδυσης τόσο μεγαλύτερο είναι το μέσο κέρδος που αναμένεται να προσφέρει³⁷³. Κατά συνέπεια, οι επενδύσεις που παρουσιάζουν υψηλό κίνδυνο (ή

³⁷¹βλ. κεφάλαιο 2 και 4 της παρούσας

³⁷²Bodie, Kone, Marcus, (2015), Επενδύσεις, 10^η Αμερικανική Έκδοση, 1^η Ελληνική Έκδοση, εκδόσεις Υτορία, σελ. 166 επ.

³⁷³Γιώργος Συλλιγάρδος-Νίκος Σχοινιωτάκης, (2018), Χρήμα, Τράπεζες, Αγορές και Διαχείριση Κινδύνου, εκδόσεις ΔίΣΙΓΜΑ, σελ. 76

ρίσκο), θα πρέπει να προσφέρουν τη δυνατότητα πραγματοποίησης υψηλότερου κέρδους για τους επενδυτές. Αν απεικονίσουμε διαγραμματικά τη σχέση κινδύνου και απόδοσης των βασικότερων επενδυτικών στοιχείων, τοποθετώντας στο κάθετο άξονα την απόδοση και στον οριζόντιο τον κίνδυνο, παρατηρούμε ότι επενδυτικά στοιχεία με χαμηλό κίνδυνο είναι προϊόντα που συναντάμε στις αγορές χρήματος, όπως για παράδειγμα τα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, και προϊόντα που συναντάμε στις αγορές κεφαλαίου, όπως για παράδειγμα οι ομολογίες του Ελληνικού Δημοσίου. Στη συνέχεια, ακολουθούν τα εταιρικά ομόλογα γιατί ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο από τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά έχουν χαρακτηριστεί ως λιγότερο ριψοκίνδυνη επένδυση από τις μετοχές. Τέλος, τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που ενέχουν το μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο είναι τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα.



Διάγραμμα 2, Πηγή Σπύρος Ι. Σπύρου (2013)

Η λήψη επενδυτικών αποφάσεων, με την κατ' επέκταση τοποθέτηση χρημάτων σε ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν, εξαρτάται από την κρίση και την προσωπικότητα κάθε επενδυτή. Για παράδειγμα, ένας ριψοκίνδυνος επενδυτής θα προτιμήσει να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε επενδύσεις που θα προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας βέβαια με τον τρόπο αυτό μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο. Αντιθέτως, ένας συντηρητικός επενδυτής θα προτιμήσει να επενδύσει σε ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν που ενέχει χαμηλότερο επενδυτικό ρίσκο, ωστόσο με μικρότερες και σχετικά βέβαιες αποδόσεις. Σε κάθε περίπτωση η επενδυτική διαδικασία εξαρτάται από δύο παράγοντες: α) από τον τελικό στόχο που θέλει ο επενδυτής να πετύχει και β) από το είδος της επένδυσης που καλύπτει τις ανάγκες του.

Στις επόμενες βέβαια υποενότητες του παρόντος κεφαλαίου θα γίνει μία ανάλυση των πιο διαδεδομένων επενδυτικών επιλογών που έχουν οι επιχειρήσεις και οι υποψήφιοι επενδυτές στα πλαίσια του ΧΑ. Συγκεκριμένα, θα γίνει μία παρουσίαση των μετοχών και των εταιρικών ομολόγων ως μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ως μορφή επένδυσης στα πλαίσια του ΧΑ, καθώς επίσης θα γίνει μία συγκριτική παράθεση της φύσης και των χαρακτηριστικών τους.

5.2.1 Οι μετοχές ως μέσο άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και μορφή επένδυσης των υποψήφιων επενδυτών

Ένας από τους τρόπους άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω του ΧΑ είναι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η ως άνω αναφερόμενη αύξηση μπορεί να λάβει χώρα με δύο τρόπους, είτε μέσω εκδόσεως νέων μετοχών από εταιρείες προς εισαγωγή στο ΧΑ, είτε μέσω εκδόσεως νέων μετοχών από ήδη εισηγμένες³⁷⁴ στο ΧΑ εταιρείες. Μέσω της αύξησεως του μετοχικού κεφαλαίου, η εταιρεία εκδίδει νέες μετοχές³⁷⁵ και τις διαθέτει σε υφιστάμενους ή νέους επενδυτές ή στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Αντίστοιχα, τα πρόσωπα στα οποία διατίθενται οι μετοχές προβαίνουν στην καταβολή μετρητών για την ανάληψη των μετοχών. Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση βρίσκει την αναγκαία χρηματοδότηση, καθώς από αυτή την έκδοση και διάθεση νέων μετοχών συγκεντρώνει τα απαιτούμενα κεφάλαια³⁷⁶ για την πραγματοποίηση των επενδυτικών της επιλογών.

Οι μετοχές, πέρα από μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αποτελούν και μορφή επένδυσης των υποψήφιων επενδυτών. Στην ουσία, ένας επενδυτής μπορεί να αξιοποιήσει τις αποταμιεύσεις του, συμμετέχοντας στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχείρησης και καταβάλλοντας με τον τρόπο αυτό χρηματικά ποσά για την κάλυψη του προς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Με τον τρόπο αυτό, ο επενδυτής αποκτά ένα μέρος των μετοχών της εταιρείας, συμμετέχοντας στην ιδιοκτησιακή δομή αυτής³⁷⁷. Οι μετοχές δηλαδή είναι αξιόγραφα που εκφράζουν κυριότητα ενός μέρους μίας εταιρείας και συνεπώς ο κάτοχος μίας μετοχής γίνεται εν

³⁷⁴δηλαδή εταιρεία με μετοχές ήδη εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στις οργανωμένες αγορές του ΧΑ

³⁷⁵που αποτελεί την περίπτωση της πραγματικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιείται με έκδοση νέων μετοχών σε αντιδιαστολή με την ονομαστική/λογιστική αύξηση που γίνεται μέσω αναπροσαρμογής της ονομαστικής αξίας των μετοχών

³⁷⁶βλ. υποενότητα 2.2.4, κεφαλαίου 2 της παρούσας μελέτης για τα κεφάλαια που έχουν αντλήσει οι εταιρείες την περίοδο 2000-2019 από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τόσο μέσω εκδόσεως και διάθεσης μετοχών στην κύρια αγορά του ΧΑ από ήδη εισηγμένες εταιρείες, όσο μέσω εκδόσεως και διάθεσης μετοχών από εταιρείες προς εισαγωγή

³⁷⁷καθώς το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας διαιρείται σε ισότιμα μερίδια, τις μετοχές, βλ. Νικόλαος Κ. Ρόκας, (2019), ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ, 9^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 399-400

μέρει και ιδιοκτήτης της εταιρείας³⁷⁸. Επίσης, χαρακτηριστικό στοιχείο των μετοχών είναι ότι αποτελούν μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά προϊόντα, επειδή δεν έχουν ημερομηνία λήξης και περιοδικά οι επιχειρήσεις διανέμουν κέρδη στους μετόχους αυτών υπό τη μορφή μερίσματος³⁷⁹. Σημειώνεται ωστόσο ότι εκδίδονται πλέον μόνο ονομαστικές μετοχές υπέρ ορισμένου προσώπου, το όνομα του οποίου αναγράφεται στον τίτλο.

Διακρίσεις μετοχών

Η ανάληψη μετοχών και η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας από πλευράς επενδυτών, συνεπάγεται ορισμένα διοικητικής και περιουσιακής φύσεως δικαιώματα των τελευταίων στην εταιρεία, τα οποία διαφέρουν ανάλογα με το είδος των μετοχών που θα αναλάβει ο εκάστοτε επενδυτής. Οι μετοχές δηλαδή κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες. Η κυριότερη βέβαια διάκριση είναι μεταξύ κοινών και προνομιούχων μετοχών, τα χαρακτηριστικά των οποίων αναλύονται ως εξής:

- Κοινές μετοχές: Οι κοινές μετοχές είναι η πιο διαδεδομένη στην πράξη κατηγορία μετοχών³⁸⁰. Οι κοινές μετοχές παρέχουν όλα τα δικαιώματα που προβλέπονται στο νόμο των ανωνύμων εταιρειών, εκτός εκείνων που προβλέπονται για ορισμένες κατηγορίες μετοχών (δικαιώματα που προβλέπονται για παράδειγμα στις προνομιούχες μετοχές). Συγκεκριμένα, οι κοινές μετοχές παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της εταιρείας και δικαίωμα απόληψης του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσης της εταιρείας. Αντίστοιχα, παρέχουν στον κάτοχό τους δικαίωμα συμμετοχής στη γενική συνέλευση με δυνατότητα ψήφου κατά τη λήψη των εταιρικών αποφάσεων. Πέραν των ανωτέρω, οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν δικαίωμα προτίμησης σε περιπτώσεις μεταβολών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Για παράδειγμα, σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, που δε γίνεται με εισφορά σε είδος, οι παλαιοί μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να αναλάβουν τόσες νέες εκδιδόμενες μετοχές όσες ποσοστιαία αντιστοιχούν στην ήδη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο.

- Προνομιούχες μετοχές: Πρόκειται για κατηγορία μετοχών που παρέχουν στον κάτοχό τους περισσότερα περιουσιακά δικαιώματα. Διακρίνονται σε προνομιούχες μετοχές που παρέχουν δικαίωμα ψήφου και σε προνομιούχες μετοχές που δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου. Τα βασικότερα προνόμια που διακρίνουν αυτή την κατηγορία μετοχών είναι: α) η δυνατότητα απόληψης κερδών από τους κατόχους τους κατά προτεραιότητα από τις κοινές μετοχές, β) η

³⁷⁸Γιώργος Συλλιγάρδος-Νίκος Σχοινιωτάκης, (2018), Χρήμα, Τράπεζες, Αγορές και Διαχείριση Κινδύνων, εκδόσεις ΔιΣΠΓΜΑ, σελ. 79

³⁷⁹Ιωάννης Β. Κοσκοσάς, (2012), Διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 180-190

³⁸⁰Σπυρίδων Ψυχομάνης, (2020), ΔΙΚΑΙΟ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, 4^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 255-256

προνομιακή απόδοση της εισφοράς στους κατόχους τους από το προϊόν μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου ή το προϊόν της εκκαθαρίσεως και γ) η καταβολή σωρευτικού μερίσματος, ήτοι μερίσματος και για τις χρήσεις που δεν έγιναν καταβολές.

Αξίες μετοχών

Πέρα από την παραπάνω διάκριση σε κοινές και προνομιούχες μετοχές, γίνεται επίσης η εξής διάκριση ως προς την αξία των μετοχών που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από πλευράς επενδυτών:

- Ονομαστική αξία της μετοχής: Η ονομαστική αξία της μετοχής είναι η χρηματική αξία που αντιστοιχεί σε τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου, καθορίζεται στο καταστατικό υποχρεωτικά μεταξύ των 0,04 και 100,00 ευρώ και αναγράφεται στον προς έκδοση μετοχικό τίτλο. Η ονομαστική αξία της μετοχής προκύπτει διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν αρχικά. Η ονομαστική αξία κάθε μετοχής πρέπει να είναι ίδια. Διαφοροποίηση μπορεί να υπάρξει σε περίπτωση μελλοντικής αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου, όπου οι νέας σειράς ή κατηγορίας μετοχές που θα εκδοθούν θα έχουν διαφορετική ονομαστική αξία³⁸¹.

- Τιμή έκδοσης της μετοχής: Η τιμή έκδοσης της μετοχής διαφέρει από την ονομαστική της αξία, καθώς αφορά τη τιμή διάθεσης της μετοχής την οποία καλείται ο υποψήφιος επενδυτής να καταβάλει για την απόκτηση των μετοχών σε περίπτωση αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας (η τιμή έκδοσης δηλαδή είναι η τιμή στην οποία διατίθεται η μετοχή κατά την αρχική έκδοση και διάθεση αυτής στην πρωτογενή αγορά). Αυτό σημαίνει ότι μπορεί να είναι ίση ή μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία. Όταν μία μετοχή εκδίδεται στο άρτιο, η τιμή έκδοσης είναι ίση με την ονομαστική της αξία, ενώ όταν εκδίδεται υπέρ του αρτίου, η τιμή έκδοσης είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία. Σε κάθε περίπτωση, δεν επιτρέπεται η έκδοση μετοχών υπό του αρτίου, δηλαδή σε τιμή κατώτερη από την προβλεπόμενη στο νόμο ονομαστική αξία της μετοχής.

- Εσωτερική ή πραγματική αξία της μετοχής: Καταρχάς για να βρεθεί η πραγματική αξία της μετοχής, θα πρέπει η εταιρεία να αποτιμήσει τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού αυτής στις τρέχουσες αξίες, εκ των οποίων θα προκύψει η καθαρή θέση της εταιρείας. Αντιστοιχεί στην αξία που προκύπτει από το αληθές μέγεθος της μειωμένης από ζημίες ή αυξημένης από κέρδη εταιρικής περιουσίας.

³⁸¹Σπυρίδων Ψυχομάνης, (2020), ΔΙΚΑΙΟ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, 4^η έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, σελ. 269

- Λογιστική αξία της μετοχής: Η λογιστική αξία της μετοχής προκύπτει από το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων με τον αριθμό των μετοχών.

- Χρηματιστηριακή αξία της μετοχής: Διαμορφώνεται στη ρυθμιζόμενη αγορά στην οποία αυτή είναι εισηγμένη βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης. Δε συμπίπτει πάντοτε με την εσωτερική της αξία, υπό την έννοια ότι μπορεί να είναι μικρότερη ή μεγαλύτερη της εσωτερικής. Με βάση αυτή τη τιμή μπορούμε να βρούμε τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας μία δεδομένη χρονική στιγμή πολλαπλασιάζοντας την τρέχουσα τιμή με τον αριθμό των μετοχών. Πρακτικά, η χρηματιστηριακή αξία αντιστοιχεί στο ποσό που θα καλούνταν ένας υποψήφιος επενδυτής να καταβάλλει, προκειμένου να αποκτήσει τις μετοχές αυτές της εταιρείας στη δευτερογενή αγορά.

Κίνδυνος μετοχών

Η επένδυση σε μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές ενέχει μεγάλο επενδυτικό ρίσκο, καθώς η (χρηματιστηριακή) τιμή μίας μετοχής υπόκειται σε απρόβλεπτες διακυμάνσεις. Υφίσταται δηλαδή κίνδυνος απώλειας μέρους ή και του συνόλου του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί. Αξίζει να σημειωθεί πως υπάρχουν πολλά είδη επενδυτικού κινδύνου από τα οποία εξαρτάται η επένδυση σε μετοχές, τα οποία κατηγοριοποιούνται στις παρακάτω δύο βασικές κατηγορίες:

- Συστημικός και
- Μη συστημικός κίνδυνος.

Ο συστημικός κίνδυνος ή κατ' άλλους κίνδυνος της αγοράς, ονομάζεται στην ουσία ο κίνδυνος που απορρέει από τη λειτουργία της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς³⁸². Ο κίνδυνος αυτός αποτελεί με λίγα λόγια αποτέλεσμα εξωτερικών και απρόβλεπτων μεταβλητών, που δύνανται να επηρεάσουν ολόκληρη τη χρηματιστηριακή αγορά. Με τον όρο «συστημικός κίνδυνος» νοείται η διακύμανση των αποδόσεων των χρεογράφων που οφείλονται σε μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα κοινωνικοί, πολιτικοί ή οικονομικοί παράγοντες. Ο κίνδυνος αυτός οφείλεται σε αλλαγές που μπορεί να επέλθουν στην κυβερνητική πολιτική, σε μεταβολές στην οικονομία της χώρας ή σε οικονομικές μεταβολές σε διεθνές επίπεδο. Υποκατηγορίες του συστημικού κινδύνου είναι ενδεικτικά: i) ο κίνδυνος των επιτοκίων που προέρχεται από την πιθανή μεταβλητότητα των αποδόσεων μίας επένδυσης λόγω μεταβολής των επιτοκίου, ii) ο κίνδυνος της αγοράς που αντιστοιχεί σε πιθανή μεταβλητότητα μίας επένδυσης λόγω διακυμάνσεων (πτωτικών ή ανοδικών) στην ίδια τη χρηματιστηριακή αγορά, iii)

³⁸²Γιώργος Συλλιγάρδος-Νίκος Σχοινιωτάκης, (2018), Χρήμα, Τράπεζες, Αγορές και Διαχείριση Κινδύνων, εκδόσεις ΔιΣΙΓΜΑ, σελ. 89

ο κίνδυνος ρευστότητας, που αποτελεί στην ουσία τον κίνδυνο από τη μη δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης στη δευτερογενή αγορά (προέρχεται για παράδειγμα από τη μειωμένη ζήτηση και τη μη εμπορευσιμότητα ενός συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου μία δεδομένη χρονική στιγμή στην αγορά).

Από την άλλη πλευρά, ο μη συστημικός κίνδυνος προκύπτει από διακυμάνσεις μικροοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν μία εταιρεία. Τέτοιοι παράγοντες είναι για παράδειγμα οι αλλαγές στη διοίκηση ή στην ιδιοκτησιακή δομή μίας εταιρείας, όπως επίσης μεταβολές στον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία ή μεταβολές στη κεφαλαιακή διάρθρωση αυτής, οι οποίες μπορεί κατά συνέπεια να επηρεάσουν την αξία της επένδυσης.

Με βάση τα παραπάνω, σημειώνεται ότι η επένδυση σε μετοχές επηρεάζεται τόσο από μακροοικονομικούς παράγοντες της ίδιας της αγοράς, οι οποίοι μπορεί κατά συνέπεια να οδηγήσουν σε ανοδική ή πτωτική πορεία της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, όσο και από μικροοικονομικούς παράγοντες που προκύπτουν από την ίδια την εταιρεία. Τέτοιοι παράγοντες είναι για παράδειγμα περιπτώσεις που η εταιρεία έχει ζημιές, με αποτέλεσμα να μη διανείμει μερίσματα στους μετόχους ή με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε πτώχευση και κατά συνέπεια οι μέτοχοι να χάσουν μερικώς ή ολικώς το κεφάλαιο που είχαν αρχικά επενδύσει.

5.2.2. Τα εταιρικά ομόλογα ως μέσο άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και μορφή επένδυσης των υποψήφιων επενδυτών

Από την άλλη πλευρά, τα εταιρικά ομόλογα είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, το οποίο αποτελεί επίσης μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Εκδίδονται αποκλειστικά από ανώνυμες εταιρείες που εδρεύουν στην Ελλάδα ή αλλοδαπές εταιρείες με νομική μορφή αντίστοιχη της ανώνυμης εταιρείας. Αποτελούν μέσο δανεισμού της εκδότριας εταιρείας, καθώς με τον τρόπο αυτό η εκδότρια δανείζεται κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Η έκδοση δηλαδή ομολόγου συνεπάγεται δανεισμό χρημάτων στην εταιρεία που το εκδίδει (δανειζόμενη/οφειλέτης), η οποία με τη σειρά της αναλαμβάνει την υποχρέωση στη λήξη του ομολόγου να καταβάλλει το κεφάλαιο που επενδύθηκε από τους αγοραστές/επενδυτές (κάτοχοι ομολόγου/δανειστές).

Για την ακρίβεια, η εταιρεία εκδίδει ομολογίες όταν συνάπτει ομολογιακό δάνειο³⁸³. Το ομολογιακό δάνειο διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες διατίθενται συνήθως προς κάλυψη από το

³⁸³Νικόλαος Κ. Ρόκας, (2019), ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ, 9^η Έκδοση, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑΣ, σελ. 420-421

ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι ομολογίες αυτές μπορούν να καλυφθούν από έναν ή περισσότερους επενδυτές, οι οποίοι με τη σειρά τους καθίστανται ομολογιούχοι δανειστές της εταιρείας που έχει εκδώσει το ομολογιακό δάνειο. Χαρακτηριστικό στοιχείο των ομολογιών είναι ότι αντιπροσωπεύουν απαίτηση ενός ή πολλών ομολογιούχων έναντι της εκδότριας εταιρείας σύμφωνα με τους όρους του δανείου³⁸⁴. Επομένως, οι ομολογιούχοι αποτελούν ειδική κατηγορία εταιρικών δανειστών.

Στους όρους του ομολογιακού δανείου ρυθμίζονται επί μέρους ζητήματα, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι μεταξύ άλλων τα εξής:

- το ύψος του ομολογιακού δανείου,
- η μορφή του δανείου,
- η ονομαστική αξία ή ο αριθμός των ομολογιών,
- η τιμή έκδοσης των ομολογιών,
- ο τρόπος καταβολής του ομολογιακού δανείου,
- το επιτόκιο (στην περίπτωση που εκδίδεται έντοκο ομολογιακό δάνειο) και ο τρόπος προσδιορισμού αυτού,
- η ημερομηνία λήξης του ομολογιακού δανείου.

Ύψος ομολογιακού δανείου

Το ύψος του ομολογιακού δανείου, το οποίο διαιρείται στην ουσία σε ομολογίες, είναι το ποσό που αναμένει να συγκεντρώσει η εκδότρια εταιρεία από την έκδοση του ομολογιακού δανείου και το οποίο θα κληθεί η ίδια να καταβάλλει κατά το χρόνο λήξης του δανείου.

Ονομαστική αξία ομολογίας

Η ονομαστική αξία ενός ομολόγου (face value/nominal value στην αγγλική) είναι η αξία που αναγράφεται στον τίτλο όταν εκδίδεται (το ποσό ανά χρεόγραφο) και αντιστοιχεί στην τιμή εξόφλησης, δηλαδή στο χρηματικό ποσό που θα αποδοθεί από την εκδότρια εταιρεία στον επενδυτή κατά τη λήξη του ομολόγου. Με λίγα λόγια, η ονομαστική αξία αντιστοιχεί στο ποσό που δανείζεται η εκδότρια εταιρεία και αναλαμβάνει την υποχρέωση να επιστρέψει στη λήξη του ομολογιακού δανείου³⁸⁵.

³⁸⁴βλ. παρ. 1, άρθρου 59, Ν. 4548/2018

³⁸⁵Σπύρος Ι. Σπύρος, (2013), Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, Γ΄ Έκδοση, εκδόσεις Γ. Μπένου, σελ. 124

Η τιμή έκδοσης

Είναι η τιμή που διατίθενται στην ουσία οι ομολογίες κατά την έκδοσή τους στην πρωτογενή αγορά και καλείται να καταβάλλει ο επενδυτής για την απόκτηση των ομολογιών. Η τιμή έκδοσης των ομολογιών μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία, οπότε γίνεται λόγος για έκδοση ομολογιών υπέρ του αρτίου. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής καταβάλλει μεγαλύτερο χρηματικό ποσό για την αγορά των ομολογιών σε σχέση με την ονομαστική τους αξία. Βέβαια, η τιμή έκδοσης μπορεί να είναι μικρότερη από την ονομαστική τους αξία, οπότε γίνεται λόγος για έκδοση των ομολογιών υπό του αρτίου. Σε αυτή τη περίπτωση, ο επενδυτής καταβάλλει μικρότερο ποσό για την αγορά των ομολογιών από την ονομαστική τους αξία. Γίνεται βέβαια και η τιμή έκδοσης να είναι ίση με την ονομαστική τους αξίας, οπότε γίνεται λόγος για έκδοση στο άρτιο. Σε αυτή την περίπτωση το ποσό αγοράς των ομολογιών ισούται με την ονομαστική τους αξία.

Επιτόκιο έκδοσης ή τοκομερίδιο ή κουπόνι (coupon)

Προκειμένου οι ομολογίες να είναι ελκυστικό μέσο επένδυσης στο ευρύ επενδυτικό κοινό, οι εκδότριες εταιρείες πέρα από την ονομαστική αξία του ομολόγου, ορίζουν στους όρους του ομολογιακού δανείου και αντίστοιχο επιτόκιο έκδοσης. Πρόκειται στην ουσία για το επιτόκιο του δανείου, βάσει του οποίου οι κάτοχοι των ομολογιών θα λαμβάνουν απολήψεις, δηλαδή τοκομερίδια ή κατ' άλλους κουπόνια, σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα (συνήθως στη λήξη κάθε έτους) πριν από την ημερομηνία λήξης του ομολογιακού δανείου. Σημειώνεται βέβαια πως μπορεί να προβλεφθεί στους όρους του ομολογιακού δανείου η έκδοση ομολογιών με σταθερό επιτόκιο (fixed rate bond στην αγγλική), ομολογιών δηλαδή που αποδίδουν το ίδιο τοκομερίδιο μέχρι τη λήξη της ομολογίας ή ομολογίες μεταβλητού/κυμαινόμενου επιτοκίου (adjustable, variable rate bond στην αγγλική), δηλαδή ομολογίες των οποίων το επιτόκιο μεταβάλλεται μέχρι τη λήξη του ομολογιακού δανείου. Σε κάθε περίπτωση, σημειώνεται πως η συχνότητα καταβολής τοκομεριδίων (δηλαδή ετήσια, εξαμηνιαία ή μηνιαία) εξαρτάται από τους όρους εκάστου ομολογιακού δανείου και είναι αντικείμενο συμφωνίας των συμβαλλομένων μερών (εκδότριας-ομολογιούχου δανειστή). Είναι βέβαια δυνατή, αν και δε συναντάται τόσο συχνά στη πράξη, η έκδοση ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon bond στην αγγλική), στα οποία δεν καταβάλλεται τοκομερίδιο στον κάτοχό τους.

Ημερομηνία λήξης του ομολογιακού δανείου (ή αλλιώς χρόνος ωρίμανσης/maturity date)

Ο χρόνος λήξης του ομολόγου είναι η ημερομηνία στην οποία θα εξοφληθεί ένα ομόλογο, δηλαδή η ημερομηνία στην οποία ο κάτοχός του θα εισπράξει την ονομαστική αξία του ομολόγου. Όλα τα ομόλογα έχουν συνήθως συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης. Σημειώνεται βέβαια ότι εκδίδονται ομολογιακά δάνεια με ρήτρες ανάκλησης, σύμφωνα με τις οποίες η

εκδότρια εταιρεία έχει δικαίωμα να ανακαλέσει την ομολογία για εξόφληση πριν τη λήξη της. Δηλαδή, με βάση τη ρήτρα αυτή, η εκδότρια εταιρεία έχει δικαίωμα να αποπληρώσει το κεφάλαιο ή μέρος αυτού, σε χρονικό σημείο πριν τη λήξη του ομολογιακού δανείου.

Κατηγορίες ομολογιακών δανείων

Τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Κοινό ομολογιακό δάνειο: Το κοινό ομολογιακό δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους δικαίωμα προς απόληψη τόκου, είτε κατά τη διάρκεια του δανείου είτε στη λήξη του.
- Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες: Με το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες χορηγείται στους ομολογιούχους το δικαίωμα με δήλωσή τους να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων τίτλων της εκδότριας εταιρείας ή άλλων εκδοτών.
- Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες: Με το δάνειο της κατηγορίας αυτής χορηγείται στους ομολογιούχους το δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών τους σε μετοχές της εκδότριας εταιρείας.
- Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη: Η κατηγορία του δανείου αυτού δίνει το δικαίωμα στους ομολογιούχους προς λήψη πέραν ή αντί του τόκου, ορισμένου ποσοστού επί των κερδών της εκδότριας εταιρείας.

Ένα ομολογιακό δάνειο εκδίδεται από εταιρεία εισηγμένη ή μη εισηγμένη σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι ομολογίες που εκδίδονται μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης τόσο σε ρυθμιζόμενη αγορά, όσο και σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης ή Μηχανισμό Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Ειδικά στην περίπτωση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, οι ομολογίες δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης είτε στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και συγκεκριμένα στην κατηγορία «Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος», είτε στην Εναλλακτική Αγορά που αποτελεί όπως αναφέρθηκε παραπάνω³⁸⁶ τον Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης που λειτουργεί στην Ελλάδα υπό τη διαχείριση του ΧΑ.

Μετά την αρχική έκδοση των ομολογιών και εισαγωγή αυτών προς διαπραγμάτευση στις ως άνω αναφερόμενες αγορές που τελούν υπό τη διαχείριση του ΧΑ, γίνεται λόγος για διαπραγμάτευση των ομολογιών στη δευτερογενή αγορά. Με λίγα λόγια, ο κάτοχος των ομολογιών που απέκτησε τις ομολογίες κατά την αρχική έκδοσή τους στην πρωτογενή αγορά,

³⁸⁶βλ. κεφάλαιο 2 της παρούσας εργασίας

μπορεί να ρευστοποιήσει την επένδυσή του, πουλώντας τις ομολογίες αυτές στη δευτερογενή αγορά με βάση τη τιμή διαπραγμάτευσης. Ωστόσο, η τιμή διαπραγμάτευσης των ομολογιών (market price στην αγγλική) μπορεί να είναι μικρότερη και η ομολογία να διαπραγματεύεται υπό του αρτίου ή μεγαλύτερη (και η ομολογία να διαπραγματεύεται υπέρ του αρτίου) από την ονομαστική τους αξία. Οι διακυμάνσεις αυτές στις τιμές διαπραγμάτευσης των ομολογιών είναι αποτέλεσμα των μεταβολών των επιτοκίων.

Κίνδυνος ομολογιών

Και στην περίπτωση των ομολογιών, εφαρμόζονται κατ' αντιστοιχία όσα αναφέραμε παραπάνω για το συστημικό κίνδυνο από τον οποίο είναι δυνατό να επηρεαστούν οι αποδόσεις των μετοχών. Σημειώνεται βέβαια πως οι ομολογίες αποτελούν λιγότερο ριψοκίνδυνη επένδυση σε σχέση με τις μετοχές, χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι δεν εγκυμονούν κινδύνους για τους επενδυτές που επενδύουν σε αυτές. Έτσι, στην περίπτωση των ομολογιών οι πιο σημαντικοί κίνδυνοι από τους οποίους εξαρτάται η επένδυση σε ομολογίες είναι οι εξής:

Πιστωτικός κίνδυνος ή κίνδυνος αθέτησης

Πρόκειται για το πιο σημαντικό κίνδυνο, με τον οποίο έρχεται αντιμέτωπος ο επενδυτής λόγω της ανάληψης των ομολογιών, καθώς συνίσταται στο ενδεχόμενο η εκδότρια εταιρεία να μην αποπληρώσει τόσο τη συμφωνηθείσα ονομαστική αξία κατά την ημερομηνία λήξης των ομολογιών, όσο και τους τόκους (εφόσον έχει εκδοθεί έντοκο ομολογιακό δάνειο) κατά το συμφωνηθέν χρονικό σημείο καταβολής αυτών. Κατά συνέπεια, ο επενδυτής προτού προβεί σε επενδυτικές κινήσεις με την τοποθέτηση χρημάτων σε εκδοθείσες ομολογίες εταιρειών, κρίνεται σκόπιμο να προβαίνει σε αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ή του βαθμού φερεγγυότητας της εκδότριας εταιρείας. Προς διευκόλυνση των επενδυτών, λειτουργούν Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικής Αξιολόγησης³⁸⁷ (Credit Rating Agencies στην αγγλική), οι οποίοι εκτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο (κίνδυνο πτώχευσης) των εταιρειών που εκδίδουν ομολογιακά δάνεια.

Κίνδυνος ρευστότητας

Πρόκειται για τον κίνδυνο που μπορεί να εμφανιστεί στον κάτοχο ενός ομολόγου, ο οποίος συνίσταται στη δυσκολία του κατόχου να ρευστοποιήσει την επένδυσή του στη δευτερογενή αγορά, που μπορεί για παράδειγμα να οφείλεται λόγω της μειωμένης ζήτησης ομολόγων στη δευτερογενή αγορά μία δεδομένη χρονική στιγμή.

³⁸⁷παράδειγμα τέτοιου οίκου είναι η ICAP, η οποία είναι πιστοποιημένος Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας τόσο από την ΕΚ όσο και από την ESMA

Επιτοκιακός κίνδυνος

Πρόκειται για τον κίνδυνο βάσει του οποίου δύναται να επηρεαστεί η τιμή των ομολόγων στη δευτερογενή αγορά λόγω των διακυμάνσεων των επιτοκίων. Με λίγα λόγια, όταν τα επιτόκια αυξάνονται οι τιμές των ομολόγων πέφτουν, ενώ όταν τα επιτόκια μειώνονται οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται. Αυτό συμβαίνει αν αναλογιστεί κανείς ότι σε περίοδο χαμηλών επιτοκίων οι νέες εκδόσεις ομολόγων θα πραγματοποιηθούν σύμφωνα με τα νέα - χαμηλότερα επιτόκια. Το γεγονός αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να αναζητήσουν ομολογίες που είχαν εκδοθεί στο παρελθόν με υψηλότερα επιτόκια, προκειμένου να έχουν υψηλότερες αποδόσεις τοκομεριδίων. Η αύξηση της ζήτησης ομολογίων παλαιότερων εκδόσεων με υψηλότερα επιτόκια, θα έχει κατά συνέπεια την αύξηση της τιμής των ομολογίων αυτών.

5.2.3 Συγκριτική παράθεση των βασικότερων χαρακτηριστικών των μετοχών και των εταιρικών ομολόγων

Παρακάτω ακολουθεί μία παράθεση των βασικότερων χαρακτηριστικών των μετοχών και των εταιρικών ομολόγων, προκειμένου μία εταιρεία και ένας υποψήφιος επενδυτής να εκτιμήσουν τις λειτουργίες και τα χαρακτηριστικά αυτών τόσο ως μέσα χρηματοδότησης όσο και ως μορφές επένδυσης.

Πίνακας 2

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	
ΜΕΤΟΧΕΣ	ΟΜΟΛΟΓΑ
Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσω εκδόσεως νέων μετοχών αποτελεί μέσο χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων των εταιρειών.	Η σύναψη ομολογιακού δανείου με την έκδοση ομολογίων αποτελεί μέσο χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων των εταιρειών.
Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπόκειται σε 0.5% Φόρο Συγκέντρωσης Κεφαλαίου (πλέον 0.1% τέλος υπέρ της Επιτροπής Ανταγωνισμού).	Η έκδοση ομολογιακού δανείου απαλλάσσεται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο υπέρ του Δημοσίου κατά τα ειδικώς οριζόμενα στο άρθρο 14 του Ν. 3156/2003.
Οι μετοχές αντιπροσωπεύουν το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.	Τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν χρέος της εταιρείας.

Οι μετοχές δεν έχουν ημερομηνία λήξης.	Τα ομόλογα έχουν συνήθως ημερομηνία λήξης.
Ο κάτοχος μετοχών είναι γνωστός ως μέτοχος.	Ο κάτοχος ομολογιών είναι γνωστός ως κάτοχος ομολογιακού δανείου και χαρακτηρίζεται ως ομολογιούχος δανειστής.
Οι μέτοχοι αποτελούν στην ουσία ιδιοκτήτες της εταιρείας	Οι κάτοχοι ομολογιών αποτελούν δανειστές της εταιρείας
Οι μέτοχοι συμμετέχουν στα κέρδη της εταιρείας λαμβάνοντας ποσοστό επί των κερδών υπό τη μορφή μερισμάτων. Η διανομή μερισμάτων είναι δυνατή μόνο εφόσον η εταιρεία έχει κέρδη και υπό ορισμένες άλλες προϋποθέσεις που τίθενται στο νόμο Ν. 4548/2018 περί ανωνύμων εταιρειών. Συνεπώς, είναι πολύ πιθανό να μη διανεμηθούν κέρδη στους μετόχους σε μία δεδομένη οικονομική χρήση.	Οι κάτοχοι ομολογιών λαμβάνουν τοκομερίδια (εφόσον το ομολογιακό δάνειο είναι έντοκο). Τα τοκομερίδια καταβάλλονται σε τακτά χρονικά διαστήματα, συνήθως κάθε εξάμηνο ή στο τέλος κάθε έτους, ανάλογα με τους όρους του ομολογιακού δανείου. Τα τοκομερίδια καταβάλλονται ανεξάρτητα από το αν η εταιρεία έχει πραγματοποιήσει κέρδη ή όχι.
Η διανομή μερισμάτων δεν αποτελεί εκπιπτόμενη δαπάνη για σκοπούς εταιρικού φόρου εισοδήματος στο επίπεδο της εταιρείας που διανέμει τα μερίσματα.	Αντιθέτως, η καταβολή τόκων, αποτελεί καταρχήν εκπιπτόμενη δαπάνη για σκοπούς εταιρικού φόρου εισοδήματος, με την επιφύλαξη βέβαια ορισμένων προϋποθέσεων που τίθενται στο κώδικα φορολογίας εισοδήματος.
Σε περίπτωση διανομής κερδών (μερισμάτων), για τα οποία δεν έχει καταβληθεί φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων, το ποσό που διανέμεται φορολογείται στο επίπεδο του διανεμόντος νομικού προσώπου με τον ισχύοντα κάθε φορά φορολογικό συντελεστή (πλέον 22% για τα φορολογικά έτη 2021 και εφεξής)	Η καταβολή τόκων αποτελεί δαπάνη για την εταιρεία και δεν οφείλεται φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων κατά την καταβολή.
Το νομικό πρόσωπο που προβαίνει στην διανομή μερισμάτων υποχρεούται καταρχήν ³⁸⁸ να παρακρατήσει φόρο εισοδήματος 5% επί του διανεμόμενου ποσού.	Το νομικό πρόσωπο που προβαίνει στην καταβολή των τόκων, υποχρεούται καταρχήν ³⁸⁹ να παρακρατήσει φόρο εισοδήματος 15% επί τους καταβαλλόμενου ποσού τόκων.

³⁸⁸ πρόκειται για βασική αρχή. Ωστόσο, υπάρχουν εξαιρέσεις στον κώδικα φορολογίας εισοδήματος, βάσει των οποίων προβλέπονται απαλλαγές από την παρακράτηση φόρου εισοδήματος

³⁸⁹ πρόκειται για βασική αρχή. Ωστόσο, υπάρχουν εξαιρέσεις στον κώδικα φορολογίας εισοδήματος, βάσει των οποίων προβλέπονται απαλλαγές από την παρακράτηση φόρου εισοδήματος

Οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα ψήφου, συμμετέχοντας με το τρόπο αυτό στη λήψη των εταιρικών αποφάσεων.	Οι κάτοχοι ομολογιών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου και δε συμμετέχουν στη λήψη των εταιρικών αποφάσεων.
Σε περίπτωση λύσης και εκκαθάρισης της εταιρείας ή πτώχευσης αυτής, το καταβληθέν από τους μετόχους κεφάλαιο επιστρέφεται μετά την αποπληρωμή των πιστωτών και των υποχρεώσεων γενικά της εταιρείας. Υφίσταται συνεπώς μεγάλος κίνδυνος οι μέτοχοι να μη λάβουν ολόκληρο το ποσό που είχαν αρχικά καταβάλλει για την ανάληψη των μετοχών.	Σε περίπτωση λύσης και εκκαθάρισης της εταιρείας ή πτώχευσης αυτής, οι ομολογιούχοι δανειστές ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα από τους μετόχους της εταιρείας.

Με βάση τα παραπάνω, σημειώνεται ότι ο τρόπος χρηματοδότησης μίας επιχείρησης και η επιλογή μεταξύ αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου και εκδόσεως ομολογιακού δανείου, αποτελεί σε κάθε περίπτωση επιχειρηματική απόφαση. Η απόφαση αυτή, λαμβάνεται από τα αρμόδια όργανα της εταιρείας, κατόπιν συνεκτίμησης τόσο των νομικών πτυχών των μορφών αυτών χρηματοδότησης όσο και των οικονομικών συνεπειών αυτών. Ως νομικές πτυχές λογίζονται για παράδειγμα η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί βάσει νόμου τόσο για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όσο και για την έκδοση ομολογιακού δανείου καθώς και τυχόν υποχρεώσεις που συνεπάγεται η έκδοση αυτή, ενώ ως οικονομικές συνέπειες λογίζονται για παράδειγμα τυχόν κόστη και φορολογικές υποχρεώσεις που ενδέχεται να ανακύψουν σε κάθε μία από τις ως άνω αναφερόμενες μορφές χρηματοδότησης.

Αντίστοιχα, η επιλογή ανάμεσα σε μετοχές και εταιρικά ομόλογα ως μέσο επένδυσης εξαρτάται από τις προσδοκίες και την προσωπικότητα κάθε επενδυτή. Ένας ριψοκίνδυνος δηλαδή επενδυτής θα προτιμήσει να επενδύσει τα κεφάλαιά του σε μετοχές, αναμένοντας με τον τρόπο αυτό μεγαλύτερες αποδόσεις. Αντιθέτως, ένας συντηρητικός επενδυτής θα επιλέξει να επενδύσει σε ομόλογα, τα οποία έχουν σχετικά συγκεκριμένες και βέβαιες αποδόσεις και από τα οποία θα λαμβάνει σταθερό εισόδημα (τόκους).

Συμπεράσματα – Επίλογος

Από την ανωτέρω ανάλυση, καθίσταται σαφές ότι η παγκοσμιοποίηση του οικονομικού συστήματος και η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δημιούργησαν νέα δεδομένα στην άντληση κεφαλαίων στα πλαίσια της ελληνικής επικράτειας. Βάσει μάλιστα επιστημονικών ερευνών, έχει καταδειχθεί ότι οι αγορές κεφαλαίου διαδραματίζουν πλέον σημαίνοντα ρόλο στο οικονομικό γίγνεσθαι, καθώς ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις, αλλά και το ίδιο το κράτος στρέφονται προς εύρεση χρηματικών πόρων στις κεφαλαιαγορές.

Το ΧΑ αποτελεί αδιαμφισβήτητα ένα από τα κυριότερα μέσα εύρεσης παραγωγικών κεφαλαίων για τις ελληνικές επιχειρήσεις, ενώ μάλιστα προσφέρει λύσεις χρηματοδότησης ακόμα και σε μικρομεσαίους και δυναμικά αναπτυσσόμενους οργανισμούς. Μέσα από το ΧΑ, οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν τα απαιτούμενα για την καθημερινή τους λειτουργία κεφάλαια, που με την κατάλληλη διαχείρισή τους μπορούν να πραγματοποιήσουν βιώσιμες και παραγωγικές επενδύσεις.

Είναι μάλιστα αδιαπραγμάτευτο το γεγονός ότι η άντληση κεφαλαίων μέσω του ΧΑ από τις επιχειρήσεις, αλλά και από το ίδιο το κράτος, συμβάλλει σε μέγιστο βαθμό στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς της. Μέσω της αποτελεσματικής και ορθής λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου που λειτουργούν στην Ελλάδα, επιτυγχάνεται: i) η χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ii) ενισχύεται η ευρύτερη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας λόγω της διενέργειας επενδύσεων, iii) δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας, iv) καθώς επίσης αυξάνεται η οικονομική δυναμική των επιχειρήσεων και οι αποταμιεύσεις γεγονός που έχει ως επακόλουθο την αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης.

Για το λόγο αυτό, είναι πασιφανές ότι η σωστή θωράκιση των ρυθμιζόμενων αγορών κεφαλαίου που λειτουργούν στην Ελλάδα από φαινόμενα που θέτουν σε κίνδυνο την αξιοπιστία των αγορών αυτών, όπως επίσης η αξιόπιστη οργάνωσή τους, θα καταστήσουν τις αγορές αυτές πιο ελκυστικές για επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια και στοχεύουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητά τους, αλλά και για επενδυτές που στοχεύουν στην εξασφάλιση αποδόσεων. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα όλο και περισσότερες επιχειρήσεις και επενδυτές να προσφεύγουν στο ΧΑ για εύρεση χρηματικών πόρων και μεγιστοποίηση του κέρδους τους, γεγονός που θα αντικατοπτριστεί κατ' επέκταση στην ανάπτυξη και την πρόοδο της ελληνικής οικονομίας.

Συνεπώς, η κρατική παρέμβαση για την προώθηση των κεφαλαιαγορών είναι προαπαιτούμενο για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών αυτών, ενώ μάλιστα η λήψη θεσμικών

μέτρων για τη βελτίωση της λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς της κρίνεται αναγκαία.

Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

Ελληνόγλωσση

Αγγελίδης Τιμόθεος – Διαμάντης Παναγιώτης – Δράκος Αναστάσιος – Καινούριος Δημήτριος – Κουσενίδης Δημήτριος – Σάμιτας Αριστείδης – Συριόπουλος Κωνσταντίνος, (2015), επιστημονική επιμέλεια του βιβλίου των Bodie – Kane – Marcus, Επενδύσεις, 10^η Αμερικανική έκδοση, 1^η ελληνική έκδοση, εκδόσεις Υπορία

Αγγελόπουλος Χρ. Παναγιώτης, (2011), Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, 3^η έκδοση, εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Αντωνόπουλος Β. / Μούζουλας Σ., (2013), Ανώνυμες Εταιρείες, εκδόσεις Σάκκουλα, 1^{ος} τόμος

Αυγητίδης Κ. Δημήτριος, (2001), Ο αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, αριθμός τεύχους 2

Αυγητίδης Κ. Δημήτριος, (2013), Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Αυγητίδης Κ. Δημήτριος, (2014), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 1^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Αυγητίδης Κ. Δημήτριος, (2019), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Βούλγαρη Ε. – Παπαγεωργίου, (2002), Χρηματιστήριο Αξιών & Χρηματιστήριο Παραγώγων, 5^η έκδοση, εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική

Γεωργακόπουλος Α. Ν. – Σωτηρόπουλος Γ. Δ., (2001), ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Δουβλής Α. Βασίλης – Μπόλος Π. Άγγελος, (2008), Δίκαιο προστασίας καταναλωτών, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη

Καραγκουνίδης Απόστολος, (2007), Προστασία του επενδυτή, εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη

Καραγκουνίδης Απόστολος, (2009), Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, αριθμός τεύχους 2

Καραγκουνίδης Απόστολος, (2015), Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημίες επενδυτών από τη διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων (από τη MIFID στη MIFID II), Αρμενόπουλος, αριθμός τεύχους 10

Κορδή Ματίνα Αντωνοπούλου, (2010), Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων σύμφωνα με το Ν. 3606/2007 όπως ισχύει σήμερα & η αγορά αξιών της «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.» σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του Κανονισμού Χ.Α., Β' έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη

Κοσκοσάς Β. Ιωάννης, (2012), Διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, εκδόσεις Σάκκουλα

Κοτίτσας Αθ. Γεώργιος, (1979), Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έκδοση Χρηματιστηρίου Αθηνών, 1979

Μούζουλας Α. Σπήλιος, (2008), Νόμος 3604/2007 για την αναμόρφωση και την τροποποίηση του ΚΝ περί ανωνύμων εταιρειών, εκδόσεις Σάκκουλα

Παπαδοπούλου Ανθούλα, (2007), Το επιχειρηματικό απόρρητο, εκδόσεις Σάκκουλα

Παυλίδης Γεώργιος, (2010), Ανασκόπηση της τραπεζικής κρίσης στις ΗΠΑ (2007- 2010) και των νομοθετικών πρωτοβουλιών αντιμετώπισής της, Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, αριθμός τεύχους 1

Πρακτικά από το 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς με θέμα «Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, 16 έως 18 Νοεμβρίου 2007, εκδόσεις Ευρασία

Περάκης Ευάγγελος, (2019), Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, ο νέος Νόμος 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 6^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Ρόκας Κ. Νικόλαος, (2019), Εμπορικές Εταιρείες, 9^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα

Σινανιώτη Μαυρούδη Αριστέα, (2015), Το νέο Ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο των επιχειρήσεων (ΕΠΕΥ) και των ρυθμιζόμενων αγορών, Τιμητικός τόμος για τον καθηγητή Παναγιώτη Ι. Κανελλόπουλο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ

Σπύρος Ι. Σπύρου, (2013), Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, Γ' έκδοση, εκδόσεις Γ. Μπένου

Συλλιγάρδος Γεώργιος – Σχοινιωτάκης Νίκος, (2018), Χρήμα, Τράπεζες, Αγορές και Διαχείριση Κινδύνων, εκδόσεις Σίγμα

Τουντόπουλος Δ. Βασίλειος, (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 1^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα

Τουντόπουλος Δ. Βασίλειος, (2021), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα

Τριανταφυλλάκης Δ. Γεώργιος, (2014), *Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού*, 3^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη

Ψυχομάνης Σ., (2007), *Εμπορικό Δίκαιο*, 2^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα

Ψυχομάνης Σ., (2013), *Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών*, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη

Ψυχομάνης Σ., (2018), *Εμπορικό Δίκαιο*, 3^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη

Ψυχομάνης Σ., (2020), *Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών*, 4^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη

Χατζηδημητρίου Ιωάννης – Μπουρλάκης Κωνσταντίνος (2010), επιμέλεια του βιβλίου των συγγραφέων *Bade Robin – Parkin Micahel*, *Μικροοικονομική Θεωρία και Πρακτική*, Α' έκδοση, εκδόσεις Rosili

Χρηστίδης Ι. Γεώργιος – Τσαλίκη Περσεφόνη, (2010), επιστημονική επιμέλεια και μετάφραση στην ελληνική του βιβλίου των συγγραφέων *Heilbronner L. Robert – Mildberg Wiliam.*, *Η γένεση της Οικονομικής Κοινωνίας*, 1^η έκδοση, εκδόσεις Κριτική

Ξενόγλωσση

Bummer Chris, (2010), *How International Financial Law Works (and How it Doesn't)*, SSRN

Bush Danny - Guido Ferrarini, (2016), *Regulation of the EU financial markets Mifid II and MiFIR*, First Edition, Oxford University Press

Gkorstos V. Christos, (2018), *Stricto sensu investor protection under the “Mifid II”*, A systematic overview of Articles 24 – 30, study prepared for a conference organized by the Academy of European Law, second updated version, SSRN

Gkortsos V. Christs and Marialena E. Terzi, (2020 no 79), *The prospectus regulation (Regulation (EU) 2017/1129) and the recent proposal for an EU recovery prospectus – Elements for continuity and change with the past and the way forward*, SSRN

Moloney Niamh, (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, Oxford University Press

Quaglia Lucia, (2014), *The European Union and Global Financial Regulation*, First Edition, Oxford University Press

Smith Adam, (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*

Ιστοσελίδες

<https://www.athexgroup.gr/el/>

<http://www.hcmc.gr/>

<http://iobe.gr/>

<https://www.iosco.org/>

<https://www.esma.europa.eu/>

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

<https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>