

2014

Χειραγώγηση Μετοχών

Διερεύνηση στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



Περιεχόμενα

Πρόλογος.....	3
1. Εισαγωγή	4
2. Η Λειτουργία των Χρηματοπιστωτικών Αγορών.....	4
2.1 Εισαγωγή.....	4
2.2 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και τα Χρηματοπιστωτικά Μέσα.....	8
3. Η Έννοια της Αποτελεσματικότητας των Αγορών.....	11
3.1 Οι Μορφές Αποτελεσματικότητας των Αγορών.....	11
3.2 Ο Μηχανισμός Προσδιορισμού των Τιμών των Αξιογράφων.....	16
4. Το Θεσμικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση.....	22
4.1 Εισαγωγή.....	22
4.2 Η Διαδικασία Lamfalussy	24
4.3 Η Έννοια της “Κατάχρησης Αγοράς” στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο.....	30
4.3.1 Εισαγωγή	30
4.3.2 Ενδείξεις ή σήματα κατάχρησης προνομιακής πληροφόρησης.....	31
4.3.3 Χαρακτήρας διαδικασιών εντοπισμού κατάχρησης αγοράς	32
5. Το Θεσμικό Πλαίσιο της Χειραγώγησης Αγοράς στην Ελλάδα.....	35
5.1 Προνομιακή Πληροφόρηση	35
6. Η έννοια της Χειραγώγησης Αγοράς και Αποδεκτές Πρακτικές Αγοράς.....	40
6.1 Εισαγωγή.....	40
6.2 Η Έννοια της Χειραγώγησης Αγοράς στην Ελληνική Νομοθεσία.....	41
6.3 Τύποι και μέθοδοι χειραγώγησης αγοράς.....	43
7. Πράξεις Τροποποίησης και Συναφείς Πράξεις Οδηγίας 2003/6/ΕΚ	46
8. Στοιχεία Δικαστικών Αποφάσεων, Ερμηνεία και Περιπτώσεις Χειραγώγησης Αγοράς. 50	
8.1 Η υπόθεση χειραγώγησης της μετοχής της Λαυρεωτικής.....	50
8.2 Ειδικότερα, ως προς το ζήτημα επιβολής διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Η ερμηνεία του ΣτΕ ως προς την έννοια της χειραγώγησης, υπό το πρίσμα του Ν. 3340/2005.....	52
Συμπεράσματα	58
Βιβλιογραφία.....	60
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	65
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	74

Πρόλογος

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια συνεκτική και εμπειριστατωμένη εργασία, που διερευνά το θεσμικό πλαίσιο της κατάχρησης και χειραγώγησης της αγοράς. Σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της Ευρωπαϊκής Νομοθεσίας και η υιοθέτηση της στο Ελληνικό Δίκαιο. Στην παρούσα εργασία περιγράφεται και αναλύεται η νομοθεσία και το ισχύον πλαίσιο στην Ε.Ε. και την Ελλάδα, μέσα από τη μελέτη των σχετικών Οδηγιών και Νόμων σχετικά με το ζήτημα της κατάχρησης αγοράς. Επιπροσθέτως, εξετάζεται η μεθοδολογική προσέγγιση του νομοθέτη και οι προκλήσεις που αντιμετωπίζονται.

Ο στόχος της εργασίας, πέραν της ολοκλήρωσης των απαιτήσεων για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου, είναι η διερεύνηση του Ευρωπαϊκού Θεσμικού Πλαισίου κατάχρησης των κεφαλαιαγορών, και της συνεισφοράς του στη θεσμική θωράκιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την προστασία των επενδυτών, από πράξεις χειραγώγησης και κατάχρησης. Για το λόγο αυτό γίνεται εκτενής αναφορά στο υπάρχον θεσμικό πλαίσιο.

Η εργασία επιχειρεί ακόμα να διερευνήσει, τη σχέση μεταξύ της εσωτερικής πληροφόρησης και φαινομένων κατάχρησης ή χειραγώγησης αγοράς, την επιβολή προστίμων και κυρώσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε περιπτώσεις χειραγώγησης και εσωτερικής πληροφόρησης, καθώς και τις νέες προκλήσεις που αντιμετωπίζει ο νομοθέτης.

Βασικοί άξονες και στόχοι της νομοθεσίας είναι η σταδιακή δημιουργία μιας ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, μέσω του εκσυγχρονισμού και της υγιούς ανάπτυξης του ανταγωνισμού καθώς και η προστασία των επενδυτών.

Στο σημείο αυτό, θέλω να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον Καθηγητή κ. Νικόλαο Φίλιππα, του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την επίβλεψη της διπλωματικής εργασίας και τα μέλη της τριμελούς επιτροπής για τις πολύτιμες παρατηρήσεις τους.

1. Εισαγωγή

Οι Χρηματοοικονομικές Αγορές είναι οι αγορές, που διευκολύνουν τη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες, οδηγώντας έτσι, σε αποτελεσματικότερη χρήση των οικονομικών πόρων και σε αύξηση του παραγόμενου προϊόντος. Η σπουδαιότητα της ύπαρξης των χρηματοοικονομικών αγορών είναι αναμφισβήτητη για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της οικονομίας της αγοράς.

Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και ιδρύματα, και κυρίως τα πιστωτικά ιδρύματα, διαμεσολαβούν μεταξύ των πλεονασματικών οικονομικών οντοτήτων και των ελλειμματικών οικονομικών οντοτήτων, ώστε τα πλεονασματικά κεφάλαια να κατανέμονται, αποτελεσματικότερα και δικαιότερα, στις παραγωγικότερες μονάδες της οικονομίας. Οι χρηματοοικονομικές αγορές, κυρίως οι κεφαλαιαγορές, συμβάλλουν ακριβώς στο ίδιο αποτέλεσμα, χωρίς την ύπαρξη διαμεσολαβητών (άμεσα).

Εάν η ροή των λειτουργιών γίνεται με τρόπο αποτελεσματικό, τότε οι οργανωμένες αγορές μπορούν να επιτύχουν την ομαλή κυκλοφορία κεφαλαίων μεταξύ των μονάδων της οικονομίας, ώστε να μπορούν να αντλούν κεφάλαια οι αποτελεσματικότερες επενδυτικές επιλογές. Συνεπώς, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές και αγορές μπορούν να ενισχύσουν την οικονομική ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου οι κεφαλαιαγορές και οι διαμεσολαβούντες δεν λειτουργούν αποτελεσματικά, τότε δημιουργούνται στρεβλώσεις στις αγορές και την πραγματική οικονομία.

2. Η Λειτουργία των Χρηματοπιστωτικών Αγορών

2.1 Εισαγωγή

Οι Εποπτικές Αρχές κάθε χώρας δίνουν μεγάλη έμφαση στην έγκαιρη, έγκυρη και ισότιμη πληροφόρηση και διαχείριση του επενδυτικού κοινού, επιδιώκοντας συνεχώς τον εκσυγχρονισμό του Θεσμικού/Νομοθετικού πλαισίου και την υιοθέτηση σύγχρονων δομών λειτουργίας και ελέγχου. Σαφής στόχος είναι η ομαλή λειτουργία και ανάπτυξη των εγχώριων κεφαλαιαγορών. Η ομαλή λειτουργία των

αγορών χρηματοοικονομικών μέσων, η ύπαρξη πλήρους διαφάνειας στην αγορά και ισχυρών θεσμών προστασίας των επενδυτών, καθώς και η διατήρηση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού (τόσο για τους εγχώριους, όσο και για τους ξένους θεσμικούς ή ιδιώτες επενδυτές), αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για την ανάπτυξη των αγορών και κατ' επέκταση των ενδιαφερομένων μερών.

Η Ε.Ε. δίνει ιδιαίτερη έμφαση και προτεραιότητα στην αναγκαιότητα εκσυγχρονισμού και ανάπτυξης του τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, μέσω της εφαρμογής του Financial Services Action Plan. Η ολοκλήρωση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών και Διάθεσης χρηματοοικονομικών Μέσων, αποτελεί βασικό παράγοντα ενίσχυσης της αγοράς και ισχυροποίησης του ρόλου της, αλλά και της υποστήριξης της απασχόλησης στις χώρες της Ε.Ε. Επιπλέον, το πλαίσιο εποπτείας και νομοθέτησης της Ε.Ε. αποτελεί τη βασική δικλείδα ασφαλείας για την προστασία των επενδυτών, αλλά και τη διασφάλιση της σταθερότητας των αγορών, από κινδύνους (όχι μόνο χρηματοοικονομικούς, αλλά και ηθικούς) και την αντιμετώπιση της αστάθειας των τιμών.

Τα βασικότερα μέτρα Δράσης που το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο είχε ζητηθεί να εγκριθούν από το Κοινοβούλιο είναι: Η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IFRS) για τη διαφάνεια στις οικονομικές καταστάσεις, οι οδηγίες περί Αντισυμβαλλομένου και Διαφήμισης και Προώθησης χρηματοοικονομικών μέσων, η Κατάχρηση και Χειραγώγησης Αγοράς, το θεσμικό πλαίσιο των Φορέων Παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και των Χρηματοοικονομικών Ομίλων, την υιοθέτηση της MiFID κ.α.

Παράλληλα, οι οδηγίες αυτές συνοδεύτηκαν από τις οδηγίες για την Εσωτερική Πληροφόρηση (IDD) και την Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών (ISD), επιφέροντας σημαντικές αλλαγές στις οργανωμένες αγορές και στην δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος διενέργειας συναλλαγών. Στόχος αυτών είναι η ενίσχυση της διαφάνειας στις διασυνοριακές-διακοινοτικές συναλλαγές και η προαγωγή της προστασίας των επενδυτών, με έμφαση στους ιδιώτες που δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση, συγκριτικά με τους θεσμικούς επενδυτές.

Συνεπώς, στην πραγματικότητα, οι αγορές χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση, με αποτέλεσμα οι τιμές των τίτλων να διαμορφώνονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Η ύπαρξη μη-πληροφορημένων

επενδυτών (noise traders¹) αναφορικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με τις αδυναμίες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς (π.χ. έλλειψη ρευστότητας – thin-trading, χαμηλή συμμετοχή θεσμικών επενδυτών κ.λπ.) μπορεί να οδηγήσει σε διαστρεβλώσεις στη διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται σημαντικές αποκλίσεις από τις αντίστοιχες εσωτερικές αξίες. Εντούτοις, σε μια αγορά ενδέχεται να υπάρχει πληροφόρηση την οποία μπορεί να γνωρίζουν στελέχη ενός εκδότη και ενδέχεται επίσης, να την εκμεταλλευτούν για την επίτευξη μη-κανονικών κερδών/αποδόσεων. Το θεσμικό πλαίσιο κατάχρησης και χειραγώγησης αγοράς έρχεται να επιλύσει από το ζήτημα, εφόσον υπάρξει τέτοια περίπτωση.

Στην προσπάθεια διαμόρφωσης ενός ενιαίου και ολοκληρωμένου θεσμικού πλαισίου των κεφαλαιαγορών, σημαντικός είναι ο ρόλος της επιτροπής C.E.S.R. (Committee of European Securities Regulators), ως ανεξάρτητη επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών. Η ύπαρξη της C.E.S.R. βελτίωσε τις διαδικασίες για την αναγκαιότητα της ύπαρξης κεντρικού συντονισμού, δεδομένου ότι οι Κεφαλαιαγορές των χωρών μελών λειτουργούν με δική τους κανονιστική θεσμική εποπτεία και νομοθεσία, χρησιμοποιούν διαφορετικά συστήματα συναλλαγών και εκκαθάρισης συναλλαγών, κουλτούρας και αντιλήψεων. Η αποτελεσματική λειτουργία και η ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών κρίνεται καίρια για τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας και της σταθερότητας.

Οι Οδηγίες για την Εσωτερική Πληροφόρηση (inside information) και την Κατάχρηση-Χειραγώγηση Αγοράς (Market Abuse), εφαρμόζονται σε όλα τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. Οι πρακτικές κατάχρησης των αγορών και χειραγώγησης πλήττουν καίρια την ακεραιότητα των αγορών, πρωτίστως ως θεσμών και την εμπιστοσύνη. Η εμπιστοσύνη, αποτελεί τη βασικότερη προϋπόθεση, για την ανάπτυξη των αγορών και την ομαλή λειτουργία τους.

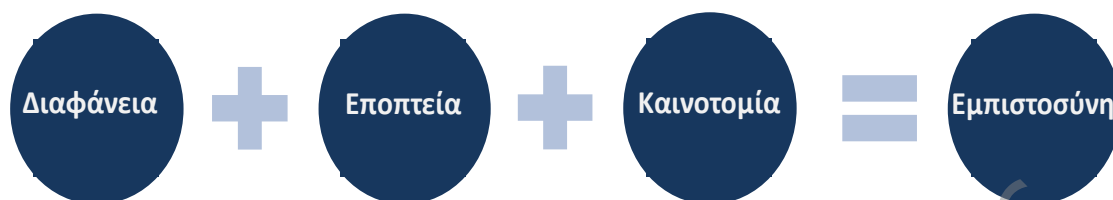
Η Κοινοτική Οδηγία 2003/6/EC7 (Market Abuse Directive - MAD), αναδεικνύει ότι μεταξύ των κρατών-μελών υπήρχαν σημαντικές αποκλίσεις στην προσέγγιση του ζητήματος της κατάχρησης και της χειραγώγησης της αγοράς.

Για το ρόλο αυτό η θεσμοθέτηση ενός ισχυρού, διαφανούς, ευέλικτου, αποτελεσματικού, αλλά και καινοτόμου (ώστε να μπορεί να προλαμβάνει «μαύρους

¹ Black, F. (1986), DeLong, J. et al. (1987), DeLong, J. et al. (1988), DeLong, J. et al. (1990), Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990).

κύκλους» στις χρηματοπιστωτικές αγορές – π.χ. περίπτωση χειραγώγησης Libor) συστήματος εποπτείας είναι απαραίτητο για την ύπαρξη της εμπιστοσύνης.

Διάγραμμα 1 – Το Θεσμικό Πλαίσιο και η Εμπιστοσύνη στις Αγορές



Το ευρωπαϊκό δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς επιδιώκει τη διασφάλιση της σταθερότητας των κεφαλαιαγορών στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, η οποία μπορεί να διαταραχτεί λόγω ενδογενών και εξωγενών παραγόντων, όπως ο συστημικός κίνδυνος, ο πιστωτικός κίνδυνος και το ενδεχόμενο χρεοκοπίας ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, η εμφάνιση κακών πρακτικών (χειραγώγηση και κατάχρηση αγοράς), η εκμετάλλευση εσωτερικής πληροφόρησης, οι λειτουργικοί κίνδυνοι. Επιδιώκει λοιπόν την διασφάλιση της ορθής λειτουργίας των αγορών και των μηχανισμών διαπραγμάτευσης συναλλαγών που διενεργούνται σε αυτές, την πρόληψη στη λειτουργία των διαμεσολαβούντων οργανισμών κ.λπ. Επίσης, το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, εισήγαγε τις αρχές της ελευθερίας εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών από χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οργανισμούς, που παρέχουν εξατομικευμένες ή συλλογικές υπηρεσίες.

Επιμέρους στόχους αποτελούν, η αποτελεσματικότητα στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε., δηλαδή η επίτευξη της βέλτιστης κατανομής δανειακών κεφαλαίων, η ύπαρξη ενός ενιαίου πλαισίου που θωρακίζει την προστασία των επενδυτών, η ροή πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό, η ύπαρξη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να εξασφαλίζεται, ο έλεγχος και η διαφάνεια στις συναλλαγές.

Η Ευρωπαϊκή Οδηγία MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) καθορίζει ένα νέο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων. Στόχος της είναι η βελτίωση και εναρμόνιση της προστασίας των επενδυτών, καθώς και η ενίσχυση της

διαφάνειας και του ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές των χωρών μελών της Ευρώπης.

Η Ευρωπαϊκή Οδηγία MiFID καθιερώνει ένα ενιαίο ρυθμιστικό-κανονιστικό πλαίσιο εντός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (Ε.Ο.Χ), αλλάζοντας τον τρόπο, με τον οποίο λειτουργούν οι αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων σε όλη την Ευρώπη. Η Οδηγία εισαγάγει νέες και πιο εκτεταμένες υποχρεώσεις με τις οποίες οι Οργανισμοί Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών οφείλουν να συμμορφωθούν.

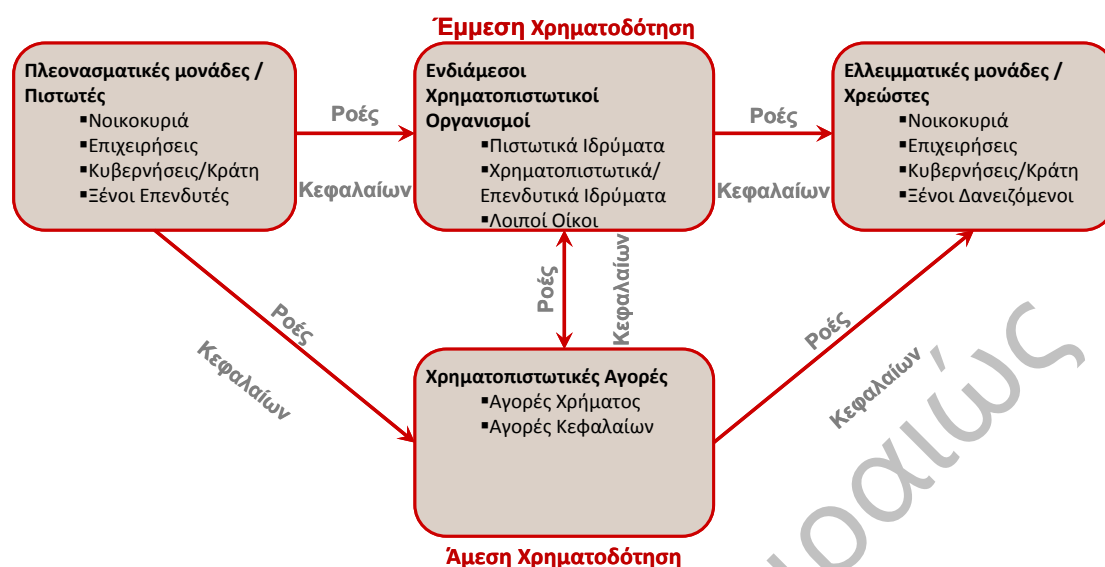
Η εφαρμογή της Οδηγίας MiFID επηρεάζει άμεσα τις σχέσεις των χρηματοοικονομικών οργανισμών με τους πελάτες και ενισχύει την προσφορά υψηλής ποιότητας εξυπηρέτησης στους πελάτες και προστασίας, επηρεάζοντας τους ακόλουθους σημαντικούς τομείς:

- Βέλτιστη εκτέλεση εντολών
- Χειρισμός εντολών πελατών
- Κατηγοριοποίηση πελατών
- Έλεγχος συμβατότητας και καταλληλότητας
- Κοινοποιήσεις σε πελάτες
- Προδιαπραγματευτικές και μεταδιαπραγματευτικές απαιτήσεις διαφάνειας
- Γνωστοποίηση συναλλαγών
- Φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων πελατών
- Σύγκρουση συμφερόντων.

2.2 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και τα Χρηματοπιστωτικά Μέσα

Η προσφορά και η ζήτηση για βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια συναντώνται στις Χρηματοοικονομικές Αγορές (Financial Markets). Η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών έχει συμβάλει ιδιαίτερα θετικά στην οικονομική ανάπτυξη των δυτικών οικονομιών, μέσω της αποτελεσματικότερης κατανομής των κεφαλαίων. Οι χρηματαγορές και οι κεφαλαιαγορές συμβάλλουν αφ' ενός μεν στη ροή των πλεονασμάτων, από εκείνους που τα συγκεντρώνουν σε εκείνους που τα χρησιμοποιούν, αφ' ετέρου δε στη διοχέτευση των πλεονασμάτων αυτών στις πιο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες. Στο διάγραμμα 2 παρουσιάζεται η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Διάγραμμα 2: Η Δομή του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος



Πηγή: European Central Bank

Οι αγορές των αξιογράφων αποτελούν έναν άλλο σημαντικό θεσμό της αποτελεσματικής λειτουργίας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μία βάση ταξινόμησης των αγορών των αξιογράφων είναι η διάκριση μεταξύ των πρωτογενών αγορών, στις οποίες εισάγονται για πρώτη φορά οι μετοχές και οι ομολογίες και των δευτερογενών αγορών, στις οποίες οι ίδιοι τίτλοι γίνονται στη συνέχεια αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Οι κεφαλαιαγορές παρέχουν τη δυνατότητα σε αποταμιευτές να συμμετάσχουν στη χρηματοδότηση κρατών και επιχειρήσεων για τις δραστηριότητες.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial instruments), αποτελούν τα εργαλεία για τη μεταφορά κεφαλαίων, από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Ως “χρηματοπιστωτικά μέσα”, νοούνται:

- Οι κινητές αξίες όπως ορίζονται στην ίδια οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10-5-1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (δηλ. οι μετοχές και οι λοιπές αξίες εξομοιούμενες με μετοχές, οι ομολογίες και οι λοιποί χρεωστικοί τίτλοι που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και κάθε άλλη αξία η οποία συνήθως αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης που επιτρέπει την απόκτηση αυτών

των κινητών αξιών με εγγραφή ή ανταλλαγή, ή παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης της μετρητοίς, ενώ αποκλείονται τα μέσα πληρωμής),

- Τα μερίδια σε ΟΣΕΚΑ (οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων κινητών αξιών, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια),
- Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης² σε χρηματοπιστωτικά μέσα (futures), περιλαμβανόμενων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά (π.χ. index futures δηλ. συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματιστηριακών δεικτών),
- Οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου (interest rates forwards - FRAs),
- Οι συμφωνίες ανταλλαγής³ επιτοκίων, νομισμάτων και μετοχών (interest rates swaps, currency swaps, stock swaps),
- Τα δικαιώματα απόκτησης ή διάθεσης οποιουδήποτε μέσου των ανωτέρω κατηγοριών (options⁴ on stocks, options on futures, options on swaps, κλπ), περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά.
- Τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα (commodity futures and options),
- κάθε άλλο μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους-μέλους ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά (π.χ. Exchange Traded Funds⁵)

Δεδομένη λοιπόν της πολυπλοκότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων και κατά συνέπεια των αγορών, καθίσταται κατανοητή η ανάγκη για την ύπαρξη ενός πλήρως

² Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης – ΣΜΕ είναι μια δεσμευτική συμφωνία αγοράς ή πώλησης μιας σταθερής ποσότητας και ποιότητας ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου (underlying instrument) σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε συμφωνημένη τιμή που καθορίζονται κατά την υπογραφή του συμβολαίου. Μεταξύ άλλων, υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι οι τιμές συναλλάγματος, τα επιτόκια, τα ομόλογα και οι δείκτες (Libor, Euribor κλπ).

³ Οι συμφωνίες ανταλλαγής (swap) είναι συμφωνία μεταξύ δύο μερών, που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι, να ανταλλάξουν χρηματορροές σε μια περίοδο, στο μέλλον. Δηλαδή είναι η αγορά ενός χρηματοοικονομικού μέσου σε τιμή spot και η ταυτόχρονη συμφωνία για την πώλησή του σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον σε προθεσμιακή τιμή.

⁴ Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (ενός αγοραστή και ενός πωλητή) που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει από (αν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς - Call) ή να πουλήσει στον (αν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης - Put) πωλητή συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή (η τιμή εξάσκησης).

⁵ Τα Exchange Traded Funds ή ETFs είναι κεφάλαια που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές. Είναι ουσιαστικά αμοιβαία κεφάλαια που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο σαν μετοχές. Συνήθως, παρακολουθούν την πορεία δεικτών μετοχών, ομολόγων ή εμπορευμάτων μέσω παθητικής διαχείρισης δηλαδή χωρίς να γίνονται πράξεις αγοραπωλησίας από τους διαπραγματευτές. Υπάρχουν, όμως, και ETFs που βασίζονται σε χαρτοφυλάκια με ενεργή διαχείριση.

ενημερωμένου θεσμικού πλαισίου, που θα περιλαμβάνει τις τρέχουσες εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων και θα διασφαλίζει τη διαφάνεια, την εμπιστοσύνη και την πληροφόρηση των επενδυτών.

Η πληροφόρηση και η τυποποιημένη ενημέρωση των επενδυτών αποτελεί βασική προϋπόθεση της αποτελεσματικότερης λειτουργίας της αγοράς, αλλά και της προστασίας των επενδυτών, κυρίως των ιδιωτών. Με την ορθή και αμερόληπτη ενημέρωση διασφαλίζεται η απαραίτητη διαφάνεια, η ισότιμη συμμετοχή και διαχείριση των επενδυτών, καθώς και αξιοπιστία των αγορών, που αποτελούν καταλύτη της μελλοντικής ανάπτυξης των οικονομιών και την ευημερία των κοινωνιών.

Η σημασία της κεφαλαιαγοράς για την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία απασχόλησης είναι συνυφασμένη με την ιδιομορφία των συναλλαγών με χρηματοπιστωτικά μέσα. Η ιδιομορφία προϊόντων όπως οι κινητές αξίες (μετοχές), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), τα δικαιώματα προαίρεσης (options) και τα κάθε είδους παράγωγα αυτών συνίσταται αφενός στην ενσωμάτωση δικαιωμάτων σε άυλη μορφή και αφετέρου στην ανωνυμία των συναλλασσομένων. Για τους παραπάνω λόγους ο ευρωπαϊκός και ο εθνικός νομοθέτης έχουν θεσπίσει ένα ιδιαίτερο νομικό πλαίσιο προστασίας της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς και των επενδυτών⁶.

3. Η Έννοια της Αποτελεσματικότητας των Αγορών

3.1 Οι Μορφές Αποτελεσματικότητας των Αγορών

Η έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς έχει απασχολήσει τόσο την ακαδημαϊκή κοινότητα, όσο και τους εμπειρικούς των αγορών από τις αρχές της δεκαετίας του '60. Η αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών και των κινητών αξιών, έγκειται στην πληροφόρηση που υπάρχει (διαθέσιμη δημοσίως και ιδιωτική πληροφόρηση), στο σύνολο ή μέρος των συμμετεχόντων στις αγορές. Η πληροφόρηση και η ροή της αποτελούν παράγοντες που επιδρούν άμεσα ή έμμεσα στη διαμόρφωση των προσδοκιών των συμμετεχόντων στις αγορές και κατ'

⁶ Ίδρυμα Ωνάση, Ενημερωτικό Δελτίο, Τεύχος 27, Μάρτιος 2005, Διάλεξη του Δρ. Δ.Ζιούβα, Καθηγητή Οικονομικού Ποινικού Δικαίου του Πανεπιστημίου της Κολωνίας.

επέκταση μέσω των αντιδράσεών τους – συναλλαγών – καθρεφτίζεται στις τιμές των μετοχών, των ομολόγων, των επιτοκίων κ.λπ.

Η Υπόθεση των Ορθολογικών Προσδοκιών (Rational Expectations Hypothesis) είναι μια οικονομική υπόθεση, η οποία αναφέρει ότι οι προβλέψεις των συμμετεχόντων (agents), για τη μελλοντική αξία των τιμών ή γενικότερα σχετιζόμενων οικονομικών μεταβλητών, δεν είναι συστηματικά λάθος, απλώς τα σφάλματα που υπάρχουν στις προβλέψεις/εκτιμήσεις είναι τυχαία. Μια εναλλακτική διατύπωση είναι ότι οι ορθολογικές προσδοκίες είναι προσδοκίες που δημιουργούνται από συστηματικές παρατηρήσεις των εξελίξεων και των φαινομένων, δεδομένου ότι οι παράγοντες στο εσωτερικό του υποδείγματος διασφαλίζουν ότι οι προβλέψεις του μοντέλου είναι έγκυρες. Η Υπόθεση των Ορθολογικών Προσδοκιών χρησιμοποιείται σε πολλά σύγχρονα υποδείγματα εκτίμησης αξίας και βρίσκει πληθώρα εφαρμογών.

Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη ότι τα περισσότερα υποδείγματα λήψης αποφάσεων, περιλαμβάνουν τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στις αγορές (π.χ. επενδυτών, διαχειριστών χαρτοφυλακίων, αναλυτών, των επιχειρήσεων και των στελεχών τους κ.α.) για τις μελλοντικές οικονομικές εξελίξεις, γίνεται αντιληπτό ότι, οι προσδοκίες αυτές, αποτελούν ουσιαστικό μέρος των υποδειγμάτων, των προβλέψεων που διαμορφώνονται και των τελικών τιμών.

Ο τρόπος που διαμορφώνονται αυτές οι προσδοκίες, μέχρι και σήμερα είναι αμφιλεγόμενος, καθώς βασίζονται στις παραδοχές και υποθέσεις, που γίνονται. Ουσιαστικά η ύπαρξη ορθολογικών προσδοκιών στις αγορές, βασίζεται στην υπόθεση ότι οι προσδοκίες των συμμετεχόντων ή κάποιων από αυτούς μπορεί να είναι λάθος, αλλά διαχρονικά, κατά μέσο όρο, είναι σωστές. Με άλλα λόγια, αν το μέλλον δεν είναι πλήρως προβλέψιμο, οι προσδοκίες των συμμετεχόντων δεν μπορούν να θεωρηθούν συστηματικά μεροληπτικές, δεδομένου ότι χρησιμοποιούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, για τη διαμόρφωση των προσδοκιών και κατ' επέκταση των τιμών.

Σχετικά με τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών, ιστορικά υπήρξε μια πολύ στενή διασύνδεση της Θεωρίας Αποτελεσματικότητας Αγοράς (Efficient Market Hypothesis) και του “Τυχαίου Περιπάτου” (Random Walk). Τα χαρακτηριστικά τυχειότητας (randomness) που παρουσιάζουν οι τιμές των αξιολογίων στις αγορές καταγράφηκαν για πρώτη φορά και αποτυπώθηκαν από τον Jules Augustin Frédéric Regnault, το 1863 στο βιβλίο του “Calcul des Chances et Philosophie de la Bourse”, όπου χρησιμοποίησε ένα υπόδειγμα τυχαίου περιπάτου

και εν συνεχεία από τον Louis Bachelier, το 1900 στη διδακτορική του διατριβή, “Η θεωρία της κερδοσκοπίας”.

Μέχρι το '50 ένας πολύ μικρός αριθμός μελετών διερεύνησε τα χαρακτηριστικά των τιμών των αμερικάνικων μετοχών και οικονομικών σειρών, στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν υποδείγματα τυχαίου περιπάτου⁷. Στην έρευνά του ο Alfred Cowles τις δεκαετίες του '30 και του '40, εξέφρασε την εκτίμησή του οι επαγγελματίες επενδυτές, ότι σε γενικές γραμμές δεν μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από την αγορά.

Η υπόθεση αποτελεσματικών αγορών αναδείχτηκε ως εξέχουσα θεωρία στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Ο Paul Samuelson ανέδειξε τις σημαντική συνεισφορά του έργου του Bachelier. Το 1964 η διατριβή του Bachelier, μαζί με σειρά τις εμπειρικών μελετών που αναφέρθηκαν παραπάνω έχουν δημοσιευθεί σε μια συλλογή του Paul Cootner. Ειδικότερα, ο Paul Samuelson διερεύνησε την αποτελεσματικότητα των αγορών και το 1965 δημοσίευσε μια πρωτότυπη μελέτη⁸. Σύμφωνα με τον Samuelson (1965), μια αγορά είναι αποτελεσματική, βάσει της διαθέσιμης πληροφόρησης, όταν οι μεταβολές των τιμών δε χρειάζεται να προβλεφθούν, εφόσον είναι σωστά αποτιμημένες, καθώς αντικατοπτρίζουν τις προσδοκίες και την πληροφόρηση όλων των συμμετεχόντων στην αγορά. Στην εργασία του Samuelson γίνεται αναφορά επίσης σε αναποτελεσματικότητες των αγορών, όπως η χειραγώγηση (manipulation), η ρηχότητα του όγκου συναλλαγών (thinness of the markets).

Ο P.Samuelson υποστήριξε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι “μικρο-αποτελεσματικές (micro-efficient)”, αλλά όχι “μακρο-αποτελεσματικές (macro-efficient)”. Ο P.Samuelson υποστήριξε ότι η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών είναι πολύ κατάλληλη για μεμονωμένες μετοχές/αξιόγραφα συγκριτικά με το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς. Η διαπίστωση αυτή στηρίζεται σε απλά διαγράμματα παλινδρόμησης και διασποράς⁹.

Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis), αναπτύχθηκε από τον καθηγητή Eugene Fama στο Πανεπιστήμιο του Σικάγο, στη δημοσίευση της διδακτορικής του διατριβής στις αρχές του 1960. Το 1965, ο Fama

⁷ Βλέπε Working (1934), Cowles and Jones (1937), and Kendall (1953), and later Brealey, Dryden and Cunningham.

⁸ Samuelson, Paul A., “Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”, *Industrial Management Review*, 6:2 (1965:Spring) p.41-48

⁹ Βλέπε Jung, Jeeman; Shiller, Robert (2005). "Samuelson's Dictum and the Stock Market". *Economic Inquiry* 43 (2): 221–228.

δημοσίευσε την εργασία του, συμφωνώντας με την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου¹⁰. Το 1970, ο Fama δημοσίευσε μια ανασκόπηση¹¹, τόσο της θεωρίας, όσο και εμπειρικών ευρημάτων σχετικά με την Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών. Η εργασία αυτή επεκτεινόταν επίσης στην αποτύπωση της πρώτης θεωρίας και την απόδοση των ορισμών των για τις τρεις μορφές αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Σύμφωνα με τον Fama¹² θεμελιωτή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, η υπόθεση της αποτελεσματικότητας¹³ μπορεί να ορισθεί και να ελεγχθεί σε τρεις μορφές:

- στη μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας (Weak form EMH)
- στη μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (Semi-strong form EMH) και
- στη μορφή της ισχυρής αποτελεσματικότητας (Strong form EMH).

Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών μορφών αγοράς, έγκειται στο επίπεδο της πληροφόρησης που έχει αποτυπωθεί στις τιμές.

Πιο συγκεκριμένα, η μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας (Weak form EMH) υιοθετεί την υπόθεση ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών των μετοχών, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών κ.λπ.

Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (Semi-strong form EMH) ισχυρίζεται ότι, οι τιμές των αξιολογών προσαρμόζονται με ταχύτητα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημοσίων πληροφοριών. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες.

Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας (Strong form EMH) υποστηρίζει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες, είτε είναι δημόσιες είτε άλλου τύπου. Ως εκ τούτου, καμία ομάδα επενδυτών δεν έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν το σχηματισμό των τιμών. Σε

¹⁰ Fama, Eugene (1965). "The Behavior of Stock Market Prices". *Journal of Business* 38: p.34–105.

¹¹ Fama, Eugene (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance* 25 (2): 383–417.

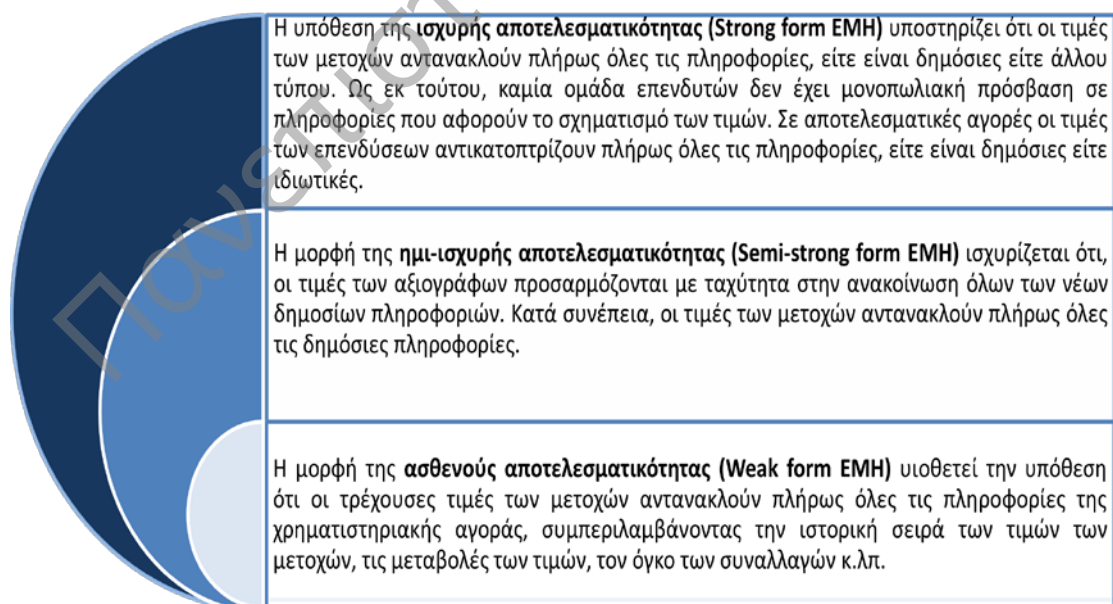
¹² Την έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών εισήγαγε ο E. Fama στο πρωτοποριακό άρθρο του: "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 1970.

¹³ Οι υποστηρικτές της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, EMH) βρίσκονται σε αντίθεση με τη θεωρία της τεχνικής ανάλυσης. Υποστηρίζουν ότι κανείς δεν μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές τιμές των μετοχών βασιζόμενος αποκλειστικά στις παρελθούσες τιμές τους.

αποτελεσματικές αγορές οι τιμές των επενδύσεων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες, είτε είναι δημόσιες είτε ιδιωτικές. Συνεπώς δεν προκύπτει σε καμία περίπτωση δυνατότητα επίτευξης υπερκερδών (υπεραποδόσεων), καμία ομάδα επενδυτών δεν έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν το σχηματισμό των τιμών. Κατά συνέπεια, με δεδομένο το περιβάλλον πληροφόρησης και την αποτελεσματικότητα, δύο επενδύσεις που έχουν τον ίδιο κίνδυνο θα έχουν και τις ίδιες αποδόσεις.

Η πρακτική σημασία των παραπάνω είναι ότι, καμία ομάδα επενδυτών δεν θα μπορέσει να επιτύχει κατά μέσον όρο και για μεγάλη χρονική περίοδο, υπερκανονικά κέρδη. Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές αποτελεσματικότητας, την ασθενή και την ημι-ισχυρή. Επιπλέον απαιτεί, εκτός από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών όπου οι τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημοσίων πληροφοριών και την υπόθεση των τέλει αγορών, σύμφωνα με την οποία όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες, την ίδια χρονική στιγμή και για οποιονδήποτε συμμετέχει σε αυτές¹⁴.

Διάγραμμα 3 – Οι Ορισμοί των Μορφών των Αποτελεσματικών Αγορών, σύμφωνα με τον Fama (1970)



Πηγή: Fama (1970) και επεξεργασία συγγραφέως

¹⁴ Φίλιππας Ν. (2005), "Επενδύσεις", Εκδόσεις Σμπίλιας.

Ο Fama υποδεικνύει επίσης τρεις ικανές αλλά όχι αναγκαίες συνθήκες που οδηγούν σε μια αποτελεσματική αγορά:

α) δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών (transaction costs) που να επιβαρύνουν τις αγοραπωλησίες αξιόγραφων,

β) όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση (available information) είναι χωρίς κόστος διαθέσιμη στους συμμετέχοντες στην αγορά και

γ) όλοι συμφωνούν στις επιπτώσεις της τρέχουσας πληροφόρησης στην τρέχουσα τιμή και στις μελλοντικές τιμές των αξιόγραφων.

Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών ήταν ευρέως αποδεκτή έως τη δεκαετία του 1990, οπότε και αναδείχτηκε η “Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική” (Behavioral Finance), εισάγοντας τις αρχές της ψυχολογίας στη χρηματοοικονομική επιστήμη και πρακτική. Οι εμπειρικές αναλύσεις και έρευνες που έχουν εκπονηθεί, δείχνουν επανειλημμένα προβλήματα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Για παράδειγμα, οι μετοχές με χαμηλούς δείκτες P/E με χαμηλή τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (και αντιστοίχως, χαμηλή τιμή προς λογιστική αξία) παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές¹⁵. Η υπόθεση αποτελεσματικών αγορών έχει δεχτεί σημαντική κριτική, καθώς παρατηρούνται ουσιαστικές διαφοροποιήσεις¹⁶.

3.2 Ο Μηχανισμός Προσδιορισμού των Τιμών των Αξιογράφων

Στις αγορές οργανωμένες ή μη, οι τιμές των αξιογράφων ενέχουν διττό ρόλο. Αφενός αποτελούν το μηχανισμό πληροφόρησης μεταξύ των δυνάμεων της προσφοράς (επενδυτών που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν αξιόγραφα που κατέχουν) και της ζήτησης (επενδυτών που επιθυμούν να αγοράσουν αξιόγραφα) και αφετέρου αποτελούν το «σημείο αναφοράς» για το πώς οι συμμετέχοντες στις αγορές αξιολογούν το σύνολο της πληροφόρησης που υπάρχει διαθέσιμο.

¹⁵ Βλέπε Fox J. (2002), Francis Nicholson (1968), Sanjoy Basu. (1977) και Rosenberg B, Reid K, Lanstein R. (1985).

¹⁶ Για μια εκτενή ανάλυση των αποκλίσεων της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών βλέπε Beechey, M., Gruen, D. and Vickery, J. (2000), The efficient market hypothesis: A survey, Research Discussion Paper και Lo, A. W. (2008), Efficient markets hypothesis, in S. N. Durlauf and L. E. Blume (eds.), The New Palgrave Dictionary of Economics, second edition, Palgrave Macmillan, London.

Η τιμή των αξιογράφων είναι αποτέλεσμα της πληροφόρησης και των γνώσεων που έχουν θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές που εισέρχονται στις αγορές και αφορούν σε στοιχεία που αναφέρονται τόσο στο σύνολο της οικονομίας και της αγοράς, όσο και στο κάθε αξιόγραφο μεμονωμένα. Στο διάγραμμα που ακολουθεί καταγράφονται ορισμένοι από τους βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των αξιογράφων και σχετίζονται με την πληροφόρηση των αγορών.

Διάγραμμα 4 – Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Τιμές των Αξιογράφων



Όπως παρουσιάζεται και στο γράφημα οι τιμές των αξιογράφων επηρεάζονται από ένα σύνολο παραγόντων που πάντοτε έχουν ως βασικό στοιχείο την πληροφόρηση. Οι παράγοντες αυτοί συνδέονται είτε με το οικονομικό περιβάλλον (διεθνή και εγχώρια οικονομία, εξέλιξη πληθωρισμού, δεικτών βιομηχανικής παραγωγής κ.λπ.) είτε με την εταιρεία (κερδοφορία, πωλήσεις, τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, τα εταιρικά νέα και ανακοινώσεις, τα μερίσματα, την επικινδυνότητα της επιχείρησης κ.α.).

Τα βασικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται από τους συμμετέχοντες στις αγορές είναι τα εξής:

▪ **Η Θεμελιώδης Ανάλυση (Fundamental Analysis)**

Οι υποστηρικτές της θεμελιώδους ανάλυσης προσπαθούν να προσδιορίσουν την “εσωτερική” αξία μιας μετοχής (intrinsic value). Η εσωτερική αξία ενός αξιογράφου είναι συνάρτηση των δυνητικών κερδών της εταιρείας, τα οποία εξαρτώνται από θεμελιώδεις παράγοντες της εταιρείας, όπως η ποιότητα της διοίκησης, οι προοπτικές του κλάδου που η εταιρεία ανήκει, οι προοπτικές της οικονομίας κ.λπ. Μετά από μια προσεκτική μελέτη των θεμελιωδών παραγόντων, ένας αναλυτής είναι σε θέση να προσδιορίσει εάν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη της εσωτερικής της. Επειδή οι πραγματικές τιμές των μετοχών τείνουν να κινούνται προς τις εσωτερικές τους, τότε η διαδικασία προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας, ισοδυναμεί με το να προβλέψουμε τη μελλοντική χρηματιστηριακή τιμή τους και αυτό είναι το νόημα της προβλεπτικής ικανότητας της θεμελιώδους ανάλυσης. Είναι γνωστό ότι οι υποστηρικτές της θεμελιώδους ανάλυσης ισχυρίζονται ότι σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή η τιμή μιας μετοχής είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των ροών των εισοδημάτων που προέρχονται από τη μετοχή¹⁷.

Ως εκ τούτου, η τιμή είναι μια συνάρτηση ενός συνόλου προβλεπόμενων αποδόσεων και προεξοφλημένων ρυθμών αποδόσεων που αντιστοιχούν σε μελλοντικές χρονικές περιόδους. Οι τιμές μεταβάλλονται ως αποτέλεσμα προβλεπόμενων αλλαγών και μια σημαντική πηγή τέτοιων προβλεπόμενων μεταβολών είναι οι νέες πληροφορίες. Όταν δεν είναι γνωστό το σύνολο των πληροφοριών, η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής δεν θα βρίσκεται κοντά στην εσωτερική της. Η θεμελιώδης ανάλυση δίνει σημασία :

- στα κέρδη και στις πωλήσεις
- στη διοίκηση
- στο μερίδιο της αγοράς μιας επιχείρησης και στις προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου
- στην επικινδυνότητα της επιχείρησης εκτιμώμενη από το Beta της,
- στους δείκτες P/E, στη μερισματική απόδοση D/P, P/BV,

¹⁷ Φίλιππας Ν. (2005), “Επενδύσεις”, Εκδόσεις Σμπίλιας.

- ο στην απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE),
- ο στο δείκτη Ρ/Πωλήσεις κ.ά.

▪ Η Τεχνική Ανάλυση (Technical Analysis)

Η τεχνική ανάλυση βασίζεται στην υπόθεση ότι η αξία μιας μετοχής εξαρτάται πρωταρχικά από την προσφορά και τη ζήτηση και βέβαια αυτό δεν έχει να κάνει με την εσωτερική της αξία. Η ζήτηση και η προσφορά επηρεάζεται από ορθολογικές και μη δυνάμεις. Η διαμόρφωση των τιμών των μετοχών είναι αποτέλεσμα διαφορετικών πληροφοριών, γνωμών και εικασιών για το μέλλον. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ότι οι κινήσεις των μετοχών ακολουθούν τάσεις (trends) για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Οι μεταβολές στην τάση αντικατοπτρίζουν μεταβολές στην ισορροπία της προσφοράς και της ζήτησης. Όπως και να έχει, οι μεταβολές αυτές θα απεικονισθούν αργά ή γρήγορα ως αντίδραση της αγοράς¹⁸.

Οι τεχνικοί αναλυτές προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών αναλύοντας τα παρελθόντα δεδομένα της αγοράς τους. Η βασική υπόθεση όλων των θεωριών της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι η ιστορία τείνει να επαναλαμβάνει τον εαυτό της. Αυτό σημαίνει ότι τα παρελθόντα πρότυπα των τιμών των μεμονωμένων μετοχών θα τείνουν να επανεμφανίζονται στο μέλλον. Ως εκ τούτου ένας τρόπος να προβλεφθούν οι τιμές των μετοχών και φυσικά να αυξηθούν τα δυνητικά κέρδη των επενδυτών, είναι να αποκτήσει ο αναλυτής μια εξοικείωση με τα παρελθόντα σχήματα και πρότυπα των τιμών των μετοχών ώστε να μπορεί να αναγνωρίζει καταστάσεις που πρόκειται να επανεμφανιστούν.

Οι τεχνικοί αναλυτές εκτιμούν τη δύναμη της προσφοράς και της ζήτησης χρησιμοποιώντας διάφορα εργαλεία, κυρίως όμως χρησιμοποιούν διαγράμματα όπου κυρίαρχες μεταβλητές είναι οι τιμές και ο όγκος συναλλαγών των μετοχών. Η χρησιμοποίηση διαφόρων δεικτών, όπως ο δείκτης σχετικής ισχύος (Relative Strength Index), ο ταλαντωτής (Momentum) κ.α. είναι η βάση για τις προβλέψεις των τιμών των μετοχών.

¹⁸ Φίλιππας Ν. (2005), "Επενδύσεις", Εκδόσεις Σμπίλιας.

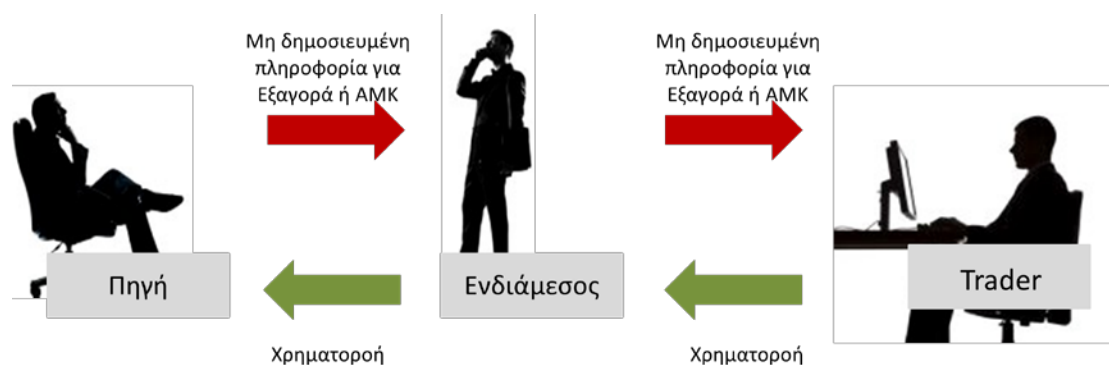
▪ Η Εσωτερική Πληροφόρηση (Inside Information)

Η έννοια της Εσωτερικής Πληροφόρησης (Insider Trading) αφορά τη διενέργεια συναλλαγών (αγορά ή πώληση) αξιογράφων ή χρεογράφων (όπως μετοχές, ομόλογα ή παράγωγα αυτών και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα) από ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες ή οικονομικά ευαίσθητες πληροφορίες (price sensitive information). Οι οικονομικά ευαίσθητες πληροφορίες, αναφορικά με τον εκδότη ενός τίτλου, αφορούν οποιαδήποτε εμπιστευτική πληροφορία ή γνώση η οποία σχετίζεται άμεσα ή έμμεσα με παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την αγοραία αξία ενός αξιογράφου ή χρεογράφου και των παραγώγων αυτών και σε περίπτωση που δημοσιοποιηθούν στο ευρύ κοινό, ενδέχεται να επηρεάσει σημαντικά την τιμή τους. Σε αυτές περιλαμβάνονται πληροφορίες που μπορεί να αφορούν τις οικονομικές καταστάσεις εταιριών, ειδικότερες πληροφορίες για εκδόσεις τίτλων, στρατηγικές επιλογές του management της εταιρίας, όπως επαναγορές μετοχών ή ομολόγων, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, μερισματική πολιτική, την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων και ζητήματα που αφορούν τη λειτουργία των εκδοτών και τη στρατηγική τους.

Βάση της αρχής διατήρησης των εμπιστευτικών πληροφοριών, κάποιος μέτοχος, στέλεχος, εργαζόμενοι ή εν γένει οιοσδήποτε εμπλεκόμενος της εταιρίας (stakeholder) δε θα πρέπει να διανείμει εμπιστευτικές πληροφορίες ή οικονομικά ευαίσθητες πληροφορίες ή να προβεί σε συστάσεις για την αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορούν την εταιρία, βασιζόμενος σε αυτές. Σε αντίθετη περίπτωση, ενδέχεται να κατηγορηθεί για εσωτερική πληροφόρηση (insider trading), με βάση τη θεωρία της υπεξαίρεσης¹⁹. Στο διάγραμμα 5 παρουσιάζεται μια ενδεικτική περίπτωση εσωτερικής πληροφόρησης (insider trading).

¹⁹ Η Θεωρία της Υπεξαίρεσης αφορά την κλοπή ή εκμείευση εμπιστευτικών πληροφοριών και η χρησιμοποίησή τους, για τη διενέργεια συναλλαγών (trading), με σκοπό την επίτευξη του προσωπικού κέρδους. Η θεωρία της υπεξαίρεσης θεωρεί ενόχους όχι μόνο τα άτομα που εκτελούν συναλλαγές σε αξιόγραφα ή χρεόγραφα της εταιρίας, βασιζόμενοι σε οικονομικά ευαίσθητες πληροφορίες, αλλά οποιοσδήποτε χρησιμοποιεί αυτές τις πληροφορίες για προσωπικό όφελος. Η θεωρία της υπεξαίρεσης αποτελεί ουσιαστικά την ευρύτερη έννοια της εσωτερικής πληροφόρησης.

Διάγραμμα 5: Ενδεικτικό παράδειγμα Εσωτερικής Πληροφόρησης (insider trading)



Ένα φυσικό πρόσωπο ενδέχεται να κατηγορηθεί για insider-trading σε περίπτωση όπου εκμεταλλευτεί εμπιστευτικές πληροφορίες με σκοπό να αποκομίσει οικονομικό όφελος ή να περιορίσει ενδεχόμενες ζημιές, από τη δημοσιοποίηση μιας πληροφορίας. Η έννοια της εσωτερικής πληροφόρησης δεν περιλαμβάνει συναλλαγές που έγιναν βασιζόμενες σε εξωγενείς πληροφορίες, όπως για παράδειγμα τη γνώση για επικείμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και τη νομοθεσία της αγοράς, εξελίξεις που ενδέχεται να επηρεάσουν την αγορά ή συγκεκριμένους κλάδους και ομάδες, με την προϋπόθεση ότι αυτές οι πληροφορίες αποκτήθηκαν με σύννομα μέσα. Ουσιαστικά, η αθέμιτη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών μπορεί να είναι παράνομη ή νόμιμη ανάλογα με τη χρονική στιγμή όπου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή και εάν αποδεικνύεται πλεονέκτημα, λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης. Στη νομολογία η πράξη θεωρείται και κρίνεται παράνομη, όταν οι πληροφορίες εξακολουθούν να μην είναι προσβάσιμες στο υπόλοιπο επενδυτικό κοινό, ενώ μπορεί να γίνει εκμετάλλευση τους μόλις το ενημερωτικό υλικό δημοσιοποιηθεί.

Με δεδομένο λοιπόν ότι όλοι οι συμμετέχοντες στις αγορές είναι “κερδοσκόποι” (δεν υπάρχει κάποιος που συμμετέχει στις χρηματοπιστωτικές αγορές για να έχει “ζημιές”), όλοι οι συμμετέχοντες επιδιώκουν να εντοπίσουν “ευκαιρίες”, στις αγορές, δηλαδή αξιόγραφα που είναι υπο-τιμημένα (δεν έχουν ενσωματώσει το σύνολο των θετικών πληροφοριών που υπάρχει) και να τα αγοράσουν ή να εντοπίσουν τα υπερ-τιμημένα αξιόγραφα και να τα πουλήσουν. Στο σημείο αυτό εντοπίζεται η υποκειμενικότητα της αξιολόγησης της υπάρχουσας πληροφόρησης στις αγορές. Κάθε συμμετέχον στην αγορά, λειτουργεί ως μεμονωμένη οντότητα,

απέναντι στις προσδοκίες όλης τις αγοράς και τις δικές του. Συνεπώς, οι επενδυτές ενεργούν σαν οι αγορές να είναι αναποτελεσματικές.

4. Το Θεσμικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση

4.1 Εισαγωγή

Η δημιουργία μιας ισχυρής ενιαίας αγοράς που θα διευκολύνει την ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων μεταξύ των χωρών της Ε.Ε. και της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων, προϋπήρχε στην πολιτική ατζέντα, από την δεκαετία του '60, ωστόσο δεν προχώρησαν οι πρωτοβουλίες σε αυτή την κατεύθυνση. Οι πρώτες οδηγίες που υιοθετήθηκαν προς την κατεύθυνση αυτή ήταν η Οδηγία 89/278/ΕΟΚ του Συμβουλίου που αφορούσε τις δημόσιες προσφορές και η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες (Investment Services Directive, ISD).

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κάλεσε το 1998 την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να υποβάλλει τις προτάσεις της και ένα σχέδιο για τη βελτίωση της λειτουργίας της ενιαίας αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών για τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. Η δημιουργία μιας γνήσιας ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι ουσιώδης για την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία απασχόλησης της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς. Για το λόγο αυτό, η ύπαρξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής αγοράς προϋποθέτει την εξασφάλιση της ακεραιότητάς της. Οι νομοθετικές προκλήσεις αυξήθηκαν ιδίως μετά την υιοθέτηση του ευρώ, ως κοινό νόμισμα για όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε.

Το 1998, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή την κατάρτιση ενός σχεδίου για τη βελτίωση της λειτουργίας της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών. Η σκοπιμότητα αυτή, έγκειται στο γεγονός ότι η δομή της ευρωπαϊκής αγοράς αναμενόταν ότι θα άλλαζε σε μεγάλο βαθμό, λόγω της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος από 1^η Ιανουαρίου 1999, τις νέες τεχνολογικές εξελίξεις στις πλατφόρμες συναλλαγών και καινοτομίες χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες.

Η ομαλή λειτουργία των αγορών κινητών αξιών και η διατήρηση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού, αποτελούν απαραίτητες προϋποθέσεις για την οικονομική ανάπτυξη. Κατά συνέπεια, οι πρακτικές κατάχρησης ή χειραγώγησης αγοράς θίγουν

την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και την εμπιστοσύνη των επενδυτών, θεσμικών και ιδιωτών.

Η πολυπλοκότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός που είναι φαινόμενο και των αναπτυσσόμενων οικονομιών και οι νέες χρηματοπιστωτικές και τεχνικές καινοτομίες, και ιδίως η εμφάνιση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, η ανάπτυξη των διασυνοριακών δραστηριοτήτων και η χρήση του Διαδικτύου, αυξάνουν τα κίνητρα, τα μέσα και τις ευκαιρίες για κατάχρηση αγοράς. Για όλους τους ανωτέρω λόγους, η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα πρέπει να παρουσιάζει όμοια δυναμική, ώστε να ενσωματώνει πράξεις και συμπεριφορές που μπορεί να οδηγήσουν σε στρεβλώσεις στις αγορές και σε αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδωσε στη C.E.S.R., το 2002 την εντολή (mandate) για τη ρύθμιση του ζητήματος της κατάχρησης της Αγοράς. Η C.E.S.R. παρέδωσε το κείμενο σχετικά με την οδηγία MAD στα τέλη του 2002, με την αναφορά σε 5 βασικούς τομείς, βάσει της διαδικασίας Lamfalussy για την κατάχρηση της αγοράς. Τα πεδία παρέμβασης είναι τα εξής:

- Ορισμός της έννοιας της εμπιστευτικής πληροφόρησης,
- Ορισμός της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς,
- Οι προϋποθέσεις ορθής/ακριβούς δημοσιεύσεως των πληροφοριών από τους εκδότες, προς το επενδυτικό κοινό για τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ή χρηματοοικονομικά μέσα.
- Το πλαίσιο εκπόνησης και προβολής χρηματοοικονομικών αναλύσεων και άλλων σχετικών δημοσιευμάτων από αναλυτές
- Το πλαίσιο των επαναγορών ιδίων μετοχών και πράξεων σταθεροποίησης των τιμών.

Η οδηγία 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28-01-2003, κινούταν σε αυτό το πνεύμα και αφορούσε πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), στοχεύει στη διασφάλιση της ακεραιότητας των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις εν λόγω αγορές. Ο επιδιωκόμενος στόχος είναι η δημιουργία, ισότιμων όρων ανταγωνισμού για τους οικονομικούς φορείς των κρατών μελών, στο πλαίσιο της καταπολέμησης των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά.

4.2 Η Διαδικασία Lamfalussy

Η διαδικασία έκδοσης νομοθετικών πράξεων του ευρωπαϊκού δικαίου των κεφαλαιαγορών, πριν την υιοθέτηση των προτάσεων της Επιτροπής Lamfalussy γινόταν βάσει των νομικών πράξεων των κοινοτικών οργάνων και τη διαδικασία της κανονιστικής επιτροπολογίας, σύμφωνα με τις διατάξεις της Απόφασης 1999/468/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τη διαδικασία της κανονιστικής επιτροπολογίας.

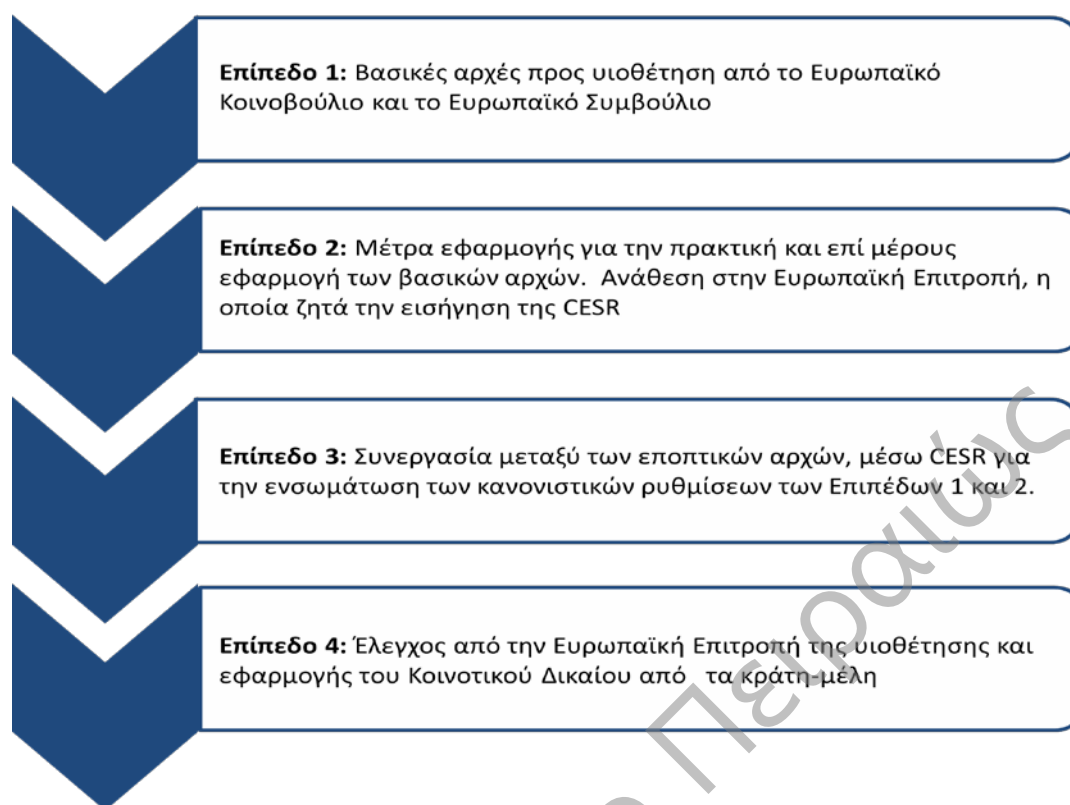
Η διαδικασία Lamfalussy υιοθετήθηκε το 2001, από την Ε.Ε. με αποκλειστικό σκοπό την ενίσχυση του ευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου και τον αποτελεσματικό έλεγχο και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με τη διαδικασία Lamfalussy επιλύθηκε το ζήτημα της ύπαρξης μιας ενιαίας ειδικής διαδικασίας αναφορικά με την έκδοση των νομικών πράξεων/αποφάσεων του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς και τη παρακολούθηση της υιοθέτησης από τα κράτη μέλη. Οι προτάσεις της επιτροπής Lamfalussy περιελάμβαναν την υιοθέτηση ενός εννοιολογικού πλαισίου βασικών αρχών, την καθιέρωση μιας διαδικασίας σε τέσσερα (4) επίπεδα, συμπεριλαμβανομένου αυτού του ελέγχου, τη σύσταση διοργανωτικών ομάδων παρακολούθησης και την επανεξέταση των διαδικασιών. Οι επιμέρους στόχοι της διαδικασίας Lamfalussy είναι οι εξής²⁰:

- **Ταχύτερη και αρτιότερη νομοπαρασκευαστική διαδικασία** σε Ευρωπαϊκό επίπεδο.
- **Συμμετοχή όλων των ενδιαφερόμενων μερών** της αγοράς στη νομοπαρασκευαστική διαδικασία μέσω της διαδικασίας διαβούλευσης.
- **Ομοιόμορφη υιοθέτηση και εφαρμογή μέτρων** από όλα τα κράτη μέλη.
- **Διασφάλιση σύγκλισης εποπτικών πρακτικών** από τις ρυθμιστικές αρχές των κρατών μελών.

Η διαδικασία Lamfalussy αποτελείται από τέσσερα (4) επίπεδα νομο-παραγωγικής διαδικασίας. Με τη διαδικασία Lamfalussy ουσιαστικά εγκαινιάστηκε η διαδικασία υιοθέτησης νόμων και οδηγιών στην Ε.Ε. Στο διάγραμμα 6 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα τέσσερα επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy για την νομοπαρασκευαστική διαδικασία στην Ε.Ε.

²⁰ Βλ. Μπερκέτη Α., (2006), “Παρουσίαση της διαδικασίας Lamfalussy”, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Διάγραμμα 6: Τα 4 επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy



Πηγή: Μπερκέτη Α., (2006), “Παρουσίαση της διαδικασίας Lamfalussy”, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και επεξεργασία της συγγραφέως

Τα τέσσερα στάδια-επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy συνοπτικά είναι :

- **Επίπεδο 1:** Βασικές αρχές προς υιοθέτηση από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.
- **Επίπεδο 2:** Μέτρα εφαρμογής για την πρακτική και επί μέρους εφαρμογή των βασικών αρχών του Επιπέδου 1. Ανάθεση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία ζητά την εισήγηση της CESR.
- **Επίπεδο 3:** Ενδυνάμωση συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς μέσω CESR για μία συνεπή και σε ίσους όρους ενσωμάτωση των κανονιστικών ρυθμίσεων των Επιπέδων 1 και 2.
- **Επίπεδο 4:** Έλεγχος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή της υιοθέτησης και εφαρμογής του Κοινοτικού Δικαίου από τα κράτη-μέλη

Το Επίπεδο 1 αφορά τη θέσπιση της νομοθεσίας – πλαισίου. Στο πρώτο επίπεδο (Επίπεδο 1), ορίζονται οι βασικές αρχές του νομοθετικού πλαισίου, καθώς και οι αρχές για την υλοποίηση του πλαισίου (στο Level 2). Στο στάδιο αυτό προηγούνται οι διαβουλεύσεις του Συμβουλίου Υπουργών και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Εν

συνεχεία, η Επιτροπή δέχεται πρόταση για έκδοση οδηγίας. Ουσιαστικά συμφωνούν στις αρχές και καθορίζονται οι διαδικασίες υλοποίησης της Οδηγίας.

Το Επίπεδο 2 αφορά τα λεπτομερή μέτρα εφαρμογής. Για την τεχνική προετοιμασία των μέτρων εφαρμογής, η Επιτροπή συμβουλευείται ειδικές επιτροπές εμπειρογνομώνων, στις οποίες συμμετέχουν αντιπρόσωποι των εθνικών εποπτικών οργανισμών, για τους τρεις βασικούς τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος: τα πιστωτικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές εταιρίες και τους οργανισμούς επαγγελματικών συντάξεων και της διαχείρισης κινητών αξιών.

Στο αμέσως επίπεδο (Επίπεδο 3), οι επιτροπές αυτές εν συνεχεία συμμετέχουν και συμβάλλουν στη συνεπή εφαρμογή των οδηγιών της Κοινότητας στα κράτη-μέλη, μεριμνώντας για την αποτελεσματική συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών και τη σύγκλιση των πρακτικών τους.

Όσον αφορά τα επίπεδα και τα εμπλεκόμενα μέρη της διαδικασίας Lamfalussy για την παραγωγή νομικών πράξεων, παρουσιάζονται συνοπτικά στον Πίνακα 1 που ακολουθεί.

Πίνακας 1: Τα Επίπεδα και τα Εμπλεκόμενα Μέρη της Διαδικασίας Lamfalussy για την Παραγωγή Νομικών Πράξεων

	Επίπεδο 1	Επίπεδο 2	Επίπεδο 3
Είδος Νομικής Πράξης	Βασική Νομική Πράξη	Εκτελεστικά Μέτρα	Συστάσεις και Κατευθυντήριες Γραμμές
Νομοθέτης	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και Κοινοβούλιο	Ευρωπαϊκή Επιτροπή	CESR
Υποστηρικτικοί Μηχανισμοί	ESC (ως συμβουλευτική επιτροπή)	ESC (ως συμβουλευτική και κανονιστική επιτροπή) CESR (ως συμβουλευτική επιτροπή)	-

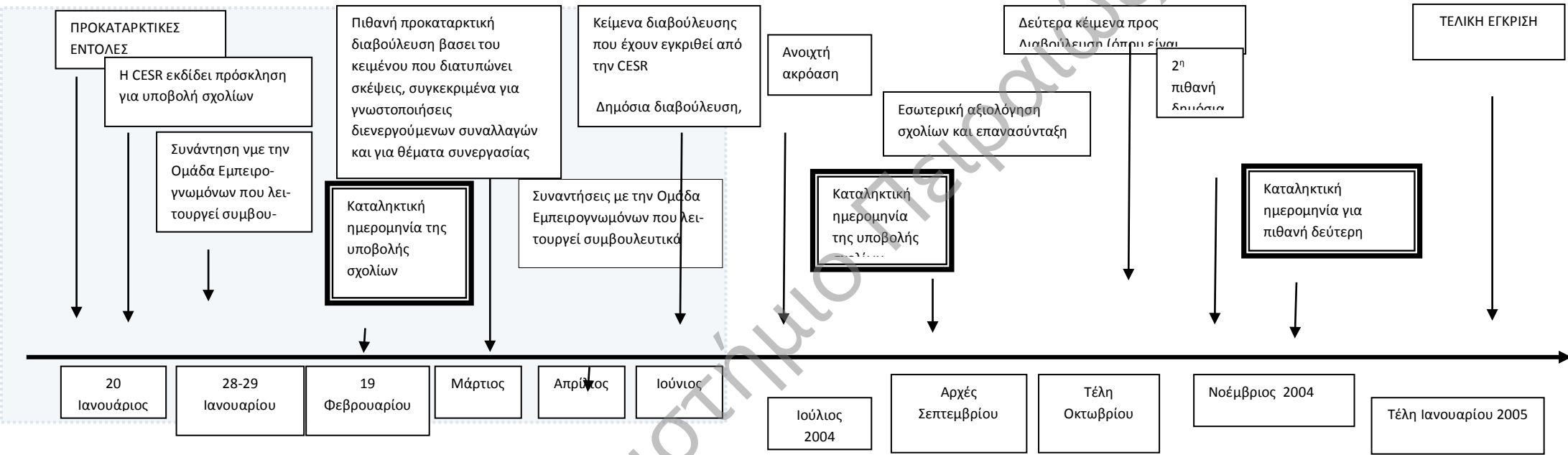
Πηγή: Χ.Γκόρτσος, (2007), Παρουσίαση με τίτλο: “Θεσμικό και Ρυθμιστικό Πλαίσιο Λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς”

Τέλος, το τελευταίο επίπεδο (Επίπεδο 4) αφορά τους ελέγχους της Επιτροπής αναφορικά με την έγκαιρη και ορθή υιοθέτηση και εφαρμογή της ευρωπαϊκής νομοθεσίας στο εθνικό δίκαιο των κρατών-μελών. Η Επιτροπή δύναται να εγείρει νομικές διαδικασίες κατά οιοδήποτε κράτους-μέλους, θεωρεί ότι παραβιάζει την Κοινοτική Νομοθεσία.

Στις επόμενες δύο σελίδες ακολουθούν τα ενδεικτικά χρονοδιαγράμματα της εργασίας της CESR για την πρώτη και δεύτερη ομάδα προκαταρκτικών εντολών αναφορικά με την Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (2004-2005), βάσει της διαδικασίας Lamfalussy.

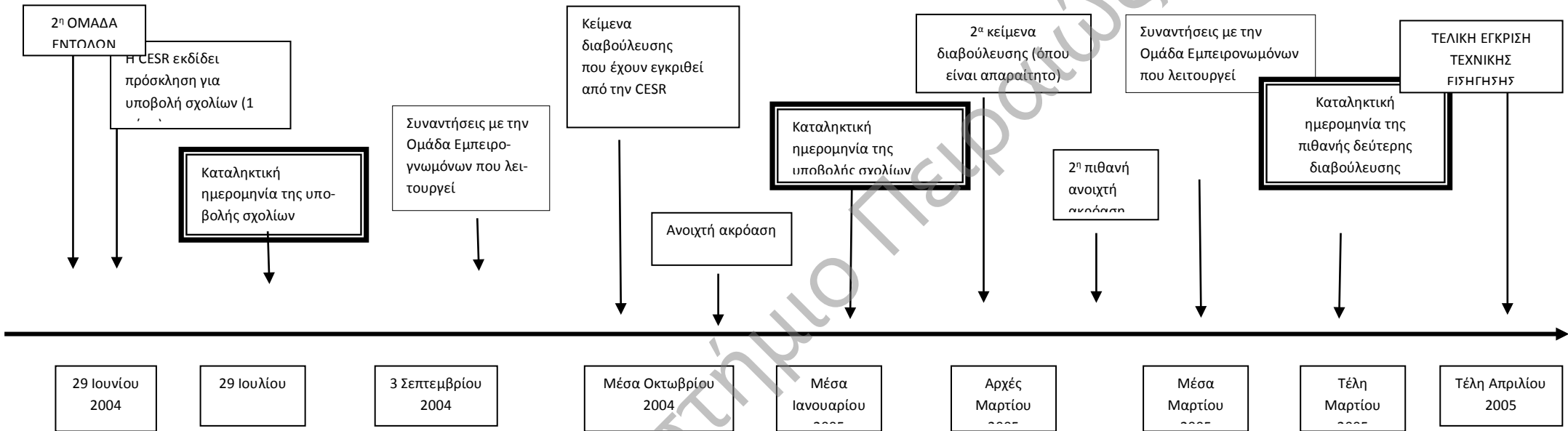
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Διάγραμμα 7: Ενδεικτικό Χρονοδιάγραμμα της εργασίας της CESR για την πρώτη ομάδα προκαταρκτικών εντολών αναφορικά με την Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων



Πηγή: CESR

Διάγραμμα 8: Ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα εργασιών της CESR για την δεύτερη ομάδα εντολών σύμφωνα με την Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων



Πηγή: CESR

4.3 Η Έννοια της “Κατάχρησης Αγοράς” στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο

4.3.1 Εισαγωγή

Η έννοια της “κατάχρησης αγοράς” ορίστηκε στην Ευρωπαϊκή Νομοθεσία με ολοκληρωμένο ορισμό, το 2003, με τον κανόνα της κοινοτικής νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς. Για πρώτη φορά σε κοινοτικό επίπεδο, πραγματοποιήθηκε η αναφορά του όρου “κατάχρηση αγοράς”, με την έκδοση και δημοσίευση της οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου, υπ’ αριθμ. 2003/6/Ε.Κ. “για τις πράξεις προσώπων, που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)”, Black (1999).

Με την έννοια της “κατάχρησης αγοράς” (“market abuse”) περιγράφονται οι συμπεριφορές που μπορεί να οδηγήσουν σε στρεβλώσεις στις κεφαλαιαγορές και στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (assets) ή σε παράγωγα αυτών, όπως η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών (“insider trading”) και η χειραγώγηση της αγοράς (“market manipulation”).

Ως «κατάχρηση αγοράς» νοείται:

Η έννοια της κατάχρησης της αγοράς καλύπτει τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και επιχειρούν να χειραγωγήσουν την αγορά (με την εξαίρεση των αποδεκτών πρακτικών αγοράς), εμποδίζουν τη δημιουργία συνθηκών πλήρους διαφάνειας στην αγορά, η οποία αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τις συναλλαγές όλων των οικονομικών φορέων που δραστηριοποιούνται σε ενοποιημένες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Πηγή: Οδηγίας 2003/6/ΕΚ

Προκειμένου να προσαρμόζονται οι ρυθμίσεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ στις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές και να εξασφαλισθεί η ομοιόμορφη εφαρμογή της Οδηγίας στα κράτη μέλη, προβλέπεται στο άρθρο 17 η αρμοδιότητα της Επιτροπής των

Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων με τη συνδρομή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών (CESR) να αποφασίζει εκτελεστικά της οδηγίας μέτρα²¹.

Με βάση την εξουσιοδότηση αυτή, εξεδόθησαν έως σήμερα οι κάτωθι εκτελεστικές πράξεις:

- **Οδηγία 2003/124/ΕΚ της 22.12.2003** (Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 339 της 24.12.2003, σελ. 70 επ.) για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6 όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς.
- **Οδηγία 2003/125/ΕΚ της 22.12.2003** (Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 339 της 24.12.2003, σελ. 73 επ.) για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας 2003/6 όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων.
- **Κανονισμός 2273/2003 της 22.12.2003** (Επίσημη Εφημερίδα αριθ. L 336 της 23.12.2003, σελ. 33 επ.) για την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6 σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.

4.3.2 Ενδείξεις ή σήματα κατάχρησης προνομιακής πληροφόρησης

Ο πελάτης ανοίγει λογαριασμό και αμέσως δίνει εντολή να εκτελεσθεί συναλλαγή σε μια συγκεκριμένη κινητή αξία- ειδικά δε, αν ο πελάτης επιμένει η συναλλαγή να εκτελεσθεί επειγόντως ή να εκτελεσθεί πριν από μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή που έχει προσδιορισθεί από τον πελάτη.

Η συναλλαγή που επιθυμεί ο πελάτης ή η επενδυτική συμπεριφορά του, είναι διαφορετική από την προηγούμενη επενδυτική συμπεριφορά του πελάτη (πχ. το είδος της κινητής αξίας, το ποσό που επενδύεται, το μέγεθος της εντολής, η χρονική διάρκεια της διακράτησης).

Ο πελάτης ζητάει άμεση εκτέλεση της εντολής ανεξάρτητα από την τιμή στην οποία η εντολή θα ήταν δυνατό να εκτελεσθεί (αυτό το σήμα προϋποθέτει περισσότερα στοιχεία, από την απλή τοποθέτηση μιας εντολής αγοράς από τον πελάτη).

²¹ Ίδρυμα Ωνάση , Ενημερωτικό Δελτίο , Τεύχος 27 , Μάρτιος 2005 , Διάλεξη του κ.Δ.Ζιούβα , Δικηγόρου Δρος Οικονομικού Ποινικού Δικαίου του Πανεπιστημίου της Κολωνίας

Σημαντική συναλλακτική δραστηριότητα από μεγαλομετόχους ή από άλλους κατόχους εσωτερικών πληροφοριών, πριν την ανακοίνωση σημαντικών εταιρικών γεγονότων.

Ασυνήθιστες συναλλαγές στις μετοχές της εταιρίας, πριν την ανακοίνωση ευαίσθητης πληροφορίας, για την διαμόρφωση της τιμής, που σχετίζεται με την εταιρία. Συναλλαγές που έχουν σαν αποτέλεσμα τις απότομες και ασυνήθιστες αλλαγές στον όγκο των εντολών και των τιμών των μετοχών, πριν τις δημόσιες ανακοινώσεις που αφορούν την συγκεκριμένη αξία.

Τις συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό που ενεργούνται από τους εργαζόμενους σε συνδυασμό με σχετικές εντολές που χρονολογούνται πριν τις συναλλαγές πελατών και σχετικές εντολές στα ίδια χρηματοπιστωτικά μέσα.

4.3.3 Χαρακτήρας διαδικασιών εντοπισμού κατάχρησης αγοράς

Η ανάγκη ανάπτυξης διαδικασιών ανίχνευσης, εντοπισμού και αποτροπής πρακτικών κατάχρησης αγοράς είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς. Ωστόσο, η ανάπτυξη των διαδικασιών δεν είναι εύκολη καθώς σκοντάφτει στην αδυναμία αποτελεσματικής αξιοποίησης των διαθέσιμων λεπτομερών στοιχείων συναλλαγών.

Ο σκοπός της σημείωσης αυτής είναι η παροχή πληροφοριών για την ανάπτυξη συστήματος ανίχνευσης και εντοπισμού, σε καθημερινή βάση και για κάθε διακινούμενο τίτλο, πρακτικών κατάχρησης αγοράς.

Με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες, η ανάπτυξη των διαδικασιών ανίχνευσης και εντοπισμού πρέπει να είναι έτσι σχεδιασμένες ώστε να επιβεβαιώνουν, για κάθε τίτλο, την παρουσία 'ανωμαλιών' οι οποίες καλούνται αποτυχίες της αγοράς. Προς τον σκοπό αυτόν, οι προτεινόμενες μεθοδολογίες, θα υποδεικνύουν ένα βασικό σύστημα εντοπισμού που θα καθιστά δυνατή την ανάπτυξη δεικτών, που αναφέρονται σε όρια δυναμικού χαρακτήρα. Η διασταύρωση των ορίων αυτών, θα δείχνει ενδεχόμενη ανώμαλη συμπεριφορά της μεταβλητής υπό εξέταση (alert). Η εξέταση πολλών μεταβλητών με βάση το σύστημα εντοπισμού, θα παράγει σειρά ενδείξεων που σηματοδοτούν ενδεχόμενη πρακτική κατάχρησης αγοράς.

Τα σημεία κλειδιά για την ανίχνευση και τον εντοπισμό πρακτικών κατάχρησης αγοράς θα καθοριστούν από την χρηματοοικονομική θεωρία, την εποπτική εμπειρία

και την ex post παρατήρηση και αξιολόγηση των διαφορετικών περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς που έχουν εντοπιστεί από την Ε.Ε. Αφού καθοριστούν τα σημεία κλειδιά, η υλοποίηση της διαδικασίας ανίχνευσης και εντοπισμού πρακτικών κατάχρησης αγοράς θα περιλαμβάνει την ανάπτυξη και χρήση συστημάτων εντοπισμού, που θα παραμετροποιούν τις σχετικές μεταβλητές για προγνωστικό σκοπό, και θα περιλαμβάνει τον καθορισμό αλγορίθμων που θα επιτρέπουν την από κοινού ερμηνεία των παραγόμενων ενδείξεων (alerts).

Με βάση τις ισχύουσες ευρωπαϊκές ρυθμιστικές διατάξεις (π.χ. Ευρωπαϊκή Οδηγία για την 'Κατάχρηση της Αγοράς' 6/2003), τη νομολογία των πολλών περιπτώσεων που έχει ανακαλύψει και τιμωρήσει η Ε.Κ., την συσσωρευμένη θεωρητική ανάλυση και εμπειρία, διεξάγονται ορισμένα βασικά συμπεράσματα, που βοηθούν την πιθανολόγηση περιπτώσεων χειραγώγησης τιμών και αγοράς. Πράγματι:

Μία απότομη ή μεγάλη μεταβολή τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου δεν αποτελεί από μόνη της επαρκή ένδειξη χειραγωγικής συμπεριφοράς. Για να υπάρχει επαρκής ένδειξη, η μεταβολή τιμής πρέπει να συνοδεύεται από:

- μεγάλη απόκλιση από την γενική συμπεριφορά τιμών ή/και τη συμπεριφορά ομοειδών μέσων,
- μεγάλη συγκέντρωση συναλλαγών σε λίγες χρηματιστηριακές εταιρίες, ώστε να υπάρχει ενδεχόμενο άσκησης δεσπόζουσας επιρροής στις τιμές από συγκεκριμένα πρόσωπα,
- επαναλαμβανόμενες αγορές και πωλήσεις μεταξύ λίγων προσώπων ή εταιριών ώστε να υπάρχει ενδεχόμενο δημιουργίας τεχνητής εμπορευσιμότητας από αυτά τα πρόσωπα,
- συναλλακτική συμπεριφορά προσώπων που ευθύνονται για την διάχυση πληροφοριών (όπως π.χ. εταιρικών ανακοινώσεων), η οποία είναι ασύμβατη ή αντίθετη με το περιεχόμενο των ανακοινώσεων (π.χ. ο διευθύνων σύμβουλος εταιρίας ανακοινώνει 'καλή είδηση' αλλά εν τω μεταξύ προβαίνει ο ίδιος σε πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων), ώστε να υπάρχει ενδεχόμενο ευθείας παραπλάνησης από τα πρόσωπα αυτά.

Δηλαδή, η χειραγώγηση τιμών δεν αποτελεί πρακτική που μπορεί να διαγνωσθεί ως αυτόφωρο αδίκημα με βάση την παρατήρηση δεδομένων συναλλαγών. Η ανίχνευση της απαιτεί συνδυασμένη ανάλυση πολλών συναλλαγών (τιμών / όγκων), πολλών προσώπων, σε βάθος χρόνου και ασφαλή θεμελίωση της ύπαρξης συντονισμού

ενεργειών, για την παραπλάνηση της αγοράς. Ως εκ τούτου απαιτείται από το πληροφορικό σύστημα η δυνατότητα επεξεργασίας ελεγκτικών κανόνων, (rule engine) που θα επιτρέπουν στον ελεγκτή, την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, δεν στοιχειοθετείται από το απλό γεγονός ότι κάποιος 'γνώστης' προβαίνει σε συναλλαγές. Σύμφωνα με τον νόμο και την ισχύουσα Ευρωπαϊκή Οδηγία:

- ο γνώστης πρέπει να γνωρίζει λόγω της θέσης ή των καθηκόντων του συγκεκριμένη πληροφορία,
- η συγκεκριμένη πληροφορία πρέπει να είναι τέτοια που να μπορεί εύλογα να ν' ασκήσει διακριτή επίδραση στην τιμή της μετοχής,
- ο γνώστης πρέπει να προβαίνει σε συναλλαγές στο ακριβές χρονικό διάστημα μετά την λήψη της πληροφορίας αλλά πριν την ανακοίνωσή της, οπότε και επέρχεται η ενδεχόμενη μεταβολή τιμής,
- ο γνώστης να μην προβαίνει σε σημαντικές συναλλαγές σε άλλους χρόνους, αλλά μόνον σε συγκεκριμένα διαστήματα πριν την ανακοίνωση σημαντικών πληροφοριών (π.χ. οικονομικών καταστάσεων).

5. Το Θεσμικό Πλαίσιο της Χειραγώγησης Αγοράς στην Ελλάδα

Οὐδὲν γὰρ ἀνθρώποισιν οἷον ἄργυρος κακὸν νόμισμ' ἔβλασσε...

τόδ' ἄνδρας ἐξανίστησιν δόμων, τόδ' ἐκδιδάσκει

*καὶ παραλλάσσει φρένας χρηστὰς πρὸς αἰσχρὰ πράγμαθ' ἴστασθαι βροτῶν
πανουργίας δ' ἔδειξεν ἀνθρώποις ἔχειν καὶ παντὸς ἔργου δυσσέθειαν εἰδέναι.*

Σοφοκλή "Αντιγόνη" στ. 295-301

5.1 Προνομακὴ Πληροφόρηση

Στην Ελλάδα, το θεσμικό πλαίσιο περί χειραγώγησης αγοράς και των επιμέρους τίτλων, περιγράφεται από τον Νόμο 3340/2005 - ΦΕΚ 112/Α'/10.5.2005 «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομακικές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς». Ο νόμος 3340/2005, ενσωμάτωσε την ως άνω Οδηγία 2003/6/ΕΚ στην εθνική έννομη τάξη και έτσι, τέθηκε σε ισχύ, το καινούριο θεσμικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς στην Ελλάδα, που εφαρμόζεται από τον Ιούλιο του 2005.

Παράλληλα, με τον Νόμο 3340/2005 - ΦΕΚ 112/Α'/10.5.2005, ενσωματώθηκαν στο Ελληνικό Δίκαιο, η Οδηγία 2003/124/ΕΚ, που αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς, η Οδηγία 2003/125/ΕΚ που αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων και η Οδηγία 2004/72/ΕΚ, που αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών.

Στην Ελλάδα το ζήτημα προσεγγιζόταν με την Απόφαση 5/204/14-11-2000, (ΦΕΚ Β' 1487) «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων», της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και το Π.Δ. 51/1992. Οι διατάξεις του νόμου 3340/2005 αντικατέστησαν τις διοικητικής φύσεως απαγορεύσεις για την κατάχρηση

προνομιακών πληροφοριών του Π.Δ. 53/1992 και συγκεκριμένα άρθρα του Νόμου 1969/1991²².

Η ψήφιση και εφαρμογή του νέου νόμου, σηματοδότησε την υιοθέτηση μιας σημαντικής νομοθετικής αλλαγής τόσο σε θέματα λειτουργίας της αγοράς, όσο και εποπτείας για την αντιμετώπιση φαινομένων κατάχρησης και χειραγώγησης αγοράς. Η αναγκαιότητα της εφαρμογής της εν λόγω νομοθετικής ρύθμισης, αναδεικνύεται στη συχνότητα εμφάνισης και εντοπισμού παραβατικών συμπεριφορών, οι οποίες και εκδικάζονται από τα ελληνικά Δικαστήρια.

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι η εφαρμογή της Κοινοτικής Οδηγίας 2003/6/EC δεν μπορεί να κριθεί ότι είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα, δεδομένου ότι η Οδηγία έθετε απλώς τις ελάχιστες απαιτήσεις εναρμόνισης και διότι ήταν η πρώτη, για το κανονιστικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών. Παρόλα αυτά, ο νόμος με στόχο την αποτελεσματικότερη προστασία του επενδυτικού κοινού από φαινόμενα κατάχρησης της αγοράς αλλά και στην ενίσχυση της διαφάνειας της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, εισήγαγε το νέο πλαίσιο ποινικών κυρώσεων για τα αδικήματα της καταχρήσεως προνομιακών πληροφοριών. Οι ποινικές κυρώσεις έχουν πλημμεληματική και κακουργηματική μορφή, για πρακτικές που επισύρουν ποινικό κολασμό.

Πέρα από τα κοινά ποινικά αδικήματα, όπως η παραπλάνηση σε χρηματιστηριακές πράξεις (άρθρο 406 Ποινικού Κώδικα²³), η απάτη (άρθρο 386 Ποινικού Κώδικα) και η απιστία (άρθρο 390 Ποινικού Κώδικα) που υπό προϋποθέσεις καταλαμβάνουν μορφές παραβατικής χρηματιστηριακής συμπεριφοράς, υπάρχουν ειδικοί ποινικοί νόμοι, οι οποίοι τυποποιούν τα υπό Β' εκτεθέντα χρηματιστηριακά εγκλήματα.

²² Οι καταργούμενες διατάξεις συνοπτικά είναι οι εξής: το ΠΔ 53/1992, τα άρθρα 13 και 72 του ν. 1969/1991, η περ. α της παρ. 5 του άρθρου 5 του ΠΔ 350/1985, η περ. α της παρ. 4 του άρθρου 6 του ΠΔ 350/1985 και το β' εδάφιο της παρ. 5 του άρθρου 5 του ΠΔ 51/1992. Τροποποιείται η παρ. 2 του άρθρου 6 του ν. 3016/2002, αντικαθίσταται το άρθρο 30 του 1806/1988 και η παρ. 1 του άρθρου 72 και 73 του ν. 1969/1991.

²³ Σημειώνεται ότι το αξιόποino των εγκλημάτων των άρθρων 386 έως 406 εξαλείφεται, βάσει του Ν. 3904/2010, αν ο υπαίτιος με δική του θέληση και πριν εξεταστεί με οποιονδήποτε τρόπο για την πράξη του από τις αρχές ικανοποιήσει εντελώς τον ζημιωθέντα. Η μερική μόνο ικανοποίηση εξαλείφει το αξιόποino κατά το αντίστοιχο μόνο μέρος.

Εάν ο υπαίτιος των πράξεων της παραγράφου 1 μέχρι την άσκηση της ποινικής δίωξης, ικανοποιήσει εντελώς τον ζημιωθέντα, καταβάλλοντος αποδεδειγμένα ή κατά δήλωση του παθόντος ή των κληρονόμων του το κεφάλαιο και τους τόκους υπερημερίας, δεν κινείται ποινική δίωξη και η υπόθεση τίθεται στο αρχείο με αιτιολογημένη πράξη του εισαγγελέα πλημμελειοδικών.

Ο υπαίτιος των πλημμελημάτων, που προβλέπονται στα άρθρα 386 έως 406, απαλλάσσεται από κάθε ποινή αν, μέχρι το τέλος της αποδεικτικής διαδικασίας στο πρωτοβάθμιο δικαστήριο, ικανοποιήσει εντελώς τον ζημιωθέντα, καταβάλλοντος αποδεδειγμένα ή κατά δήλωση του παθόντος ή των κληρονόμων του το κεφάλαιο και τους τόκους υπερημερίας.

Όσον αφορά την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading), η συμπεριφορά αυτή έχει ποινικοποιηθεί από τον Έλληνα νομοθέτη ήδη από το 1988 με το άρθρο 30 του νόμου 1806/88, το οποίο προέβλεπε για τους παραβάτες κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών ποινές φυλάκισης τουλάχιστον τριών μηνών (και έως πέντε ετών). Το Προεδρικό Διάταγμα 53 του 1992 (Φύλλο της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως 22 Α΄) κατέστησε εσωτερικό δίκαιο την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ, διατήρησε σε ισχύ τις ποινικές κυρώσεις του Ν. 1806/88 και προσέθεσε στο οπλοστάσιο των κυρώσεων, παράλληλα με την ποινική δίωξη, τη δυνατότητα επιβολής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εποπτεύουσας αρχής προστίμων ύψους μέχρι 1.000.000.000 δραχμών ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιο του οφέλους που απεκόμισε ο εκμεταλλεόμενος τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Όσον αφορά την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού δια της χειραγώγησης των τιμών, η σχετική συμπεριφορά προβλέπεται ως ποινικό αδίκημα ήδη από το 1928 με το άρθρο 34 του Νόμου 3632²⁴. Παρόμοια συμπεριφορά τυποποιείται ως πλημμέλημα τιμωρούμενο με φυλάκιση (10 ημερών έως πέντε ετών) και στο άρθρο 72 του Νόμου 1969 του 1991²⁵. Το άρθρο 76 παράγραφος 9 του Ν. 1969/1991 προβλέπει μάλιστα την άσκηση ποινικής δίωξης για το έγκλημα της χειραγώγησης ύστερα από υποβολή έγκλησης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία που θα αναλυθούν στις επόμενες ενότητες της παρούσας διατριβής, σύμφωνα με τα δεδομένα των ετήσιων εκθέσεων της

²⁴ Σύμφωνα με το άρθρο 34 το Ν. 3632/1928: *Τιμωρείται διά φυλακίσεως και διά χρηματικής ποινής μέχρι πενήντα χιλιάδων δραχμών η διά της ετέρας των ποινών τούτων: α΄) Όστις επί σκοπώ αθεμίτου ωφελείας εν γνώσει μεταχειρίζεται μέσα επιτήδεια προς παραπλάνησιν του κοινού χάριν επηρεασμού των τιμών του Χρηματιστηρίου. β΄) όστις επί σκοπώ αθεμίτου ωφελείας εν γνώσει ενεργεί ανακριβείς δηλώσεις διά των εφημερίδων ή δημοσιευμάτων, επιδιώκων την δημοσίαν εγγραφήν, αγοράν ή πώλησιν χρηματιστηριακών πραγμάτων. γ΄) Όστις δημοσιεύει χρηματιστηριακόν δελτίον εναντίον των διατάξεων του Νόμου και του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου ή κυκλοφορεί αντίτυπα του τοιούτου δελτίου επί σκοπώ αθεμίτου ωφελείας. δ΄) Όστις κατά συνήθειαν εκμεταλλεύεται την απερίαν ή την κουφότητα άλλου και επί σκοπώ αθεμίτω ωφελείας εν γνώσει αποπλανά αυτόν είς χρηματιστηριακάς συναλλαγάς κερδοσκοπικάς, μή ανηκούσας είς τον κύκλον των εργασιών του αποπλανωμένου και προφανώς δυσαναλόγους προς την περιουσίαν αυτού.*

²⁵ 1. Όποιος διασπείρει εν γνώσει του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες, δια του τύπου ή καθ' οιονδήποτε άλλον τρόπο, οι οποίες δύνανται να επηρεάσουν την τιμή μιας ή περισσότερων κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι εκατό εκατομμυρίων δραχμών.

2. Πρόστιμο μέχρι εκατό εκατομμύρια (100.000.000) δραχμές επιβάλλεται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς στα μέλη Δ.Σ. εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθώς και στους αναδόχους εκδόσεων και στους χρηματοοικονομικούς συμβούλους επιχειρήσεων, όταν δημοσιεύουν καθ' οιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες, οι οποίες ως εκ της φύσεως τους μπορεί να προκαλέσουν ζημία στους επενδυτές.

3. Με αποφάσεις των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Δικαιοσύνης, ύστερα από γνώμη του Δ.Σ του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, δύνανται να αναπροσαρμόζονται το ποσά που προβλέπονται στις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος.

Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από την ισχύ του νέου νόμου, έχουν αυξηθεί οι διοικητικές κυρώσεις που αφορούν σε πράξεις κατάχρησης αγοράς και οι μηνυτήριες αναφορές για πράξεις κατάχρησης και insider trading. Ο εν λόγω Νόμος 3340/2005 στο άρθρο 3 ορίζει την απαγόρευση της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών. Σύμφωνα με τον Νόμο:

«Απαγορεύεται σε πρόσωπα, τα οποία κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 6:

(α) λόγω της ιδιότητας τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων εκδότη ή

(β) λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο εκδότη ή

(γ) λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές κατά την άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή

(δ) λόγω των εγκληματικών δραστηριοτήτων τους, να χρησιμοποιούν τις πληροφορίες αυτές για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν ή για να προσπαθήσουν να αποκτήσουν ή να διαθέσουν, για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές.

Στο Νόμο 3340/2005 διευκρινίζεται η ευθύνη των φυσικών προσώπων, σε περίπτωση όπου τα ανωτέρω περιγραφόμενα πρόσωπα έχουν νομική μορφή και η ευθύνη αφορά τα φυσικά πρόσωπα που συμμετέχουν στη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της συναλλαγής για λογαριασμό του εν λόγω νομικού προσώπου. Επίσης, η απαγόρευση του άρθρου 3 δεν εφαρμόζεται στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται από πρόσωπο προς εκπλήρωση μιας απαιτητής υποχρέωσης για την απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων, όταν η υποχρέωση αυτή απορρέει από συμφωνία συναφθείσα πριν από την απόκτηση της προνομιακής πληροφορίας από το εν λόγω πρόσωπο.

Παράλληλα, σημαντική παρέμβαση αποτέλεσε η απαγόρευση των ιδίων προσώπων να (α) ανακοινώνουν προνομιακές πληροφορίες σε άλλο πρόσωπο, εκτός εάν τα πρόσωπα που υπόκεινται στην απαγόρευση ενεργούν στο σύνηθες πλαίσιο άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους και (β) συνιστούν σε άλλο πρόσωπο ή να το παρακινούν, βάσει προνομιακής πληροφορίας, να

αποκτήσει ή να διαθέσει, το ίδιο ή μέσω άλλου, τα χρηματοπιστωτικά μέσα, στα οποία αφορά η πληροφορία αυτή²⁶.

Επίσης, οι υποχρεώσεις προσώπων σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες διευρύνονται στο άρθρο 5 και αποτυπώνεται ως εξής: «Οι απαγορεύσεις των άρθρων 3 και 4 ισχύουν και για κάθε άλλο πρόσωπο, πέραν των προσώπων που αναφέρονται στα άρθρα 3 και 4, το οποίο κατέχει προνομιακή πληροφορία, εφόσον το πρόσωπο αυτό γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι πρόκειται για προνομιακή πληροφορία». Εντούτοις, ρεαλιστικά, δεν είναι εφικτό να προσδιοριστεί εύκολα ευθύνη σε πρόσωπο που δεν συνδέεται με την εταιρεία ή με συνδεδεμένο πρόσωπο, που είχε πρόσβαση σε προνομιακή πληροφορία.

Στο άρθρο 6 αποδίδεται ο ορισμός της «προνομιακής πληροφορίας» και διευκρινίζονται αναλυτικά, με ενδεικτικές περιγραφές και προϋποθέσεις, οι περιπτώσεις όπου μια πληροφορία θεωρείται «προνομιακή». Ειδικότερα, σύμφωνα με το πλαίσιο, μια πληροφορία θεωρείται προνομιακή όταν

(α) είναι συγκεκριμένη, δηλαδή:

- αφορά κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει ή γεγονός που έλαβε χώρα ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα λάβει χώρα, και
- επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων,

(β) δεν έχει δημοσιοποιηθεί,

(γ) αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα,

(δ) η δημοσιοποίηση της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, δηλαδή πρόκειται για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε, μεταξύ άλλων, ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων.

²⁶ Άρθρο 4 Νόμο 3340/2005 - ΦΕΚ 112/Α'/10.5.2005 «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».

Αντίστοιχα, στο ίδιο άρθρο, περιγράφονται οι πληροφορίες που θεωρούνται προνομιακές για τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ' επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών. Η κατηγοριοποίηση των, είναι η εξής:

(α) διαβιβάζονται από πελάτη,

(β) σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του,

(γ) έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα,

(δ) συνδέονται, άμεσα ή έμμεσα, με έναν ή περισσότερους εκδότες ή με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και

(ε) εάν δημοσιοποιούνταν θα μπορούσαν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι ανωτέρω κατηγοριοποίηση νοείται σωρευτικά.

6. Η έννοια της Χειραγώγησης Αγοράς και Αποδεκτές Πρακτικές Αγοράς

6.1 Εισαγωγή

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, όπως και η ευρωπαϊκή διαθέτουν πλέον ένα πλήρες θεσμικό πλαίσιο και σειρά αναλυτικών διατάξεων, για τη λειτουργία τους, προς όφελος όλων των συμμετεχόντων σε αυτές. Στο περιβάλλον προ λήψης ρυθμίσεων, τα φαινόμενα χειραγώγησης στις αγορές και η αντιμετώπισή τους στηριζόταν απλώς στη γενική αρχή, ότι η διασπορά ψευδών ή ανακριβών ειδήσεων που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή ή τις επιλογές του επενδυτικού κοινού, (συναλλαγές κινητών αξιών, όπως μετοχές, ομόλογα, επιτόκια κ.λπ.) δεν μπορεί, παρά να αποσκοπεί στην αποκόμιση προσωπικού οφέλους.

Ο απλουστευτικός ή κατά άλλους απλοϊκός ορισμός αυτός, επέτρεπε τη διενέργεια πράξεων χειραγώγησης, σε πολλές περιπτώσεις που δεν μπορούσαν να εντοπιστούν ή δεν στηρίζονταν επαρκώς. Για παράδειγμα, μία σημαντική ή σχετικά μεγάλη μεταβολή τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, δεν αποτελεί από μόνη της επαρκή ένδειξη χειραγώγησης αγοράς ή χρηματοπιστωτικού μέσου.

Ωστόσο, το θεσμικό πλαίσιο που υιοθετήθηκε, εισήγαγε έναν ολοκληρωμένο ορισμό της έννοιας της χειραγώγησης, η μεγάλη του δε καινοτομία, ήταν ότι οριοθέτησε συγκεκριμένες κατηγορίες συμπεριφορών και ενεργειών στο πλαίσιο λειτουργίας των αγορών. Οι συμπεριφορές αυτές σχετίζονται, είτε με συναλλαγές ή υποβολή εντολών για τη διενέργεια συναλλαγών, είτε με διάδοση πληροφοριών (θετικών ή αρνητικών που δεν μπορούν να τεκμηριωθούν), οι οποίες, παραπλανούν τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

6.2 Η Έννοια της Χειραγώγησης Αγοράς στην Ελληνική Νομοθεσία

Με τον ν. 3340/2005 για πρώτη φορά ορίζεται η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς και εισάγονται ειδικές ρυθμίσεις για την απαγόρευσή της. Ειδικότερα, με την έννοια της «χειραγώγησης αγοράς» (“market manipulation”) σε κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, επιτόκια κ.λπ.) προσδιορίζονται, σύμφωνα με το **Νόμο 3340/2005 - ΦΕΚ 112/Α'/10.5.2005**, ως εξής:

Ορισμός

Ως «χειραγώγηση της αγοράς» νοούνται:

(α) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, εκτός εάν το πρόσωπο που κατήρτισε τις συναλλαγές ή το πρόσωπο για λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές ή το πρόσωπο που έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών αποδεικνύει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς,

(β) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, οι οποίες συνδυάζονται με / ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα,

(γ) η διάδοση δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο πληροφοριών, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανόν να δώσουν

ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες, οι φήμες ή οι ειδήσεις αυτές ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές. Όσον αφορά τους δημοσιογράφους, όταν ενεργούν στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους ιδιότητας, η διάδοση πληροφοριών κρίνεται με βάση τους κανόνες του επαγγέλματος τους, εκτός εάν οι δημοσιογράφοι αντλούν, άμεσα ή έμμεσα, οφέλη ή κέρδη από τη διάδοση των εν λόγω πληροφοριών.

Πηγή: Νόμο 3340/2005 - ΦΕΚ 112/Α'/10.5.2005

Μέθοδοι χειραγώγησης της αγοράς που βασίζονται σε πληροφορίες. Είναι η προσπάθεια διάδοσης ψευδών ειδήσεων και αναληθών πληροφοριών για να προκληθεί αγοραστική κίνηση ή μαζική πώληση από άλλους.

Χειραγώγηση της αγοράς, μπορεί να υπάρξει στις περιπτώσεις, κατά τις οποίες, επενδυτές τέθηκαν, άμεσα ή έμμεσα, σε μειονεκτική θέση λόγω ενεργειών άλλων ατόμων τα οποία:

- Αξιοποίησαν απόρρητες ή εμπιστευτικές πληροφορίες (πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες).
- Προκάλεσαν στρεβλώσεις στο μηχανισμό καθορισμού των τιμών χρηματοπιστωτικών μέσων, μέσω ίδιων πράξεων.
- Διέδωσαν σκοπίμως ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες προς το ευρύ κοινό.

Οι συμπεριφορές αυτές, μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τη γενική αρχή της ισότητας, μεταξύ όλων των επενδυτών. Για το λόγο αυτό, τα κράτη μέλη απαγορεύουν σε οποιονδήποτε κατέχει εμπιστευτικές πληροφορίες:

- να ανακοινώνει εμπιστευτική πληροφορία σε τρίτα πρόσωπα, εκτός των συνήθων πλαισίων άσκησης της εργασίας του.
- να συνιστά σε άλλο πρόσωπο να αποκτήσει ή να διαθέσει τα χρηματοπιστωτικά μέσα, βάσει συγκεκριμένων ή αορίστων πληροφοριών.
- να προβαίνει σε χειραγώγηση ή κατάχρηση αγοράς.

Οι απαγορεύσεις αυτές δεν εφαρμόζονται στις πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών, ούτε στις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου.

Για να θεμελιωθούν επαρκείς ενδείξεις, μια σημαντική ή σχετικά μεγάλη μεταβολή τιμής πρέπει να συνοδεύεται ενδεικτικά, από κάποια απόκλιση από την “συνήθη» συμπεριφορά της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου, υψηλό όγκο συναλλαγών από μικρό αριθμό διαμεσολαβητών, ώστε να μπορέσει να τεκμηριωθεί το ενδεχόμενο άσκησης επίδρασης στην τιμή, μέσω συγκεκριμένων συναλλαγών, ώστε να υπάρχει ενδεχόμενο δημιουργίας τεχνητής εμπορευσιμότητας από αυτά τα πρόσωπα κ.α.

Για τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης και κατάχρησης αγοράς, χρησιμοποιούνται τυποποιημένες διαδικασίες, όπως οι ακόλουθες:

- Ανάλυση βιβλίου εντολών και συναλλαγών δυνητικών καταχραστών αγοράς,
- Ηλεκτρονική επεξεργασία στατιστικών δεδομένων, σχετικών με τις εκτελεσθείσες συναλλαγές και τα επιμέρους χαρακτηριστικά τους, καθώς και τους εντολοδόχους.
- Ηλεκτρονική καταγραφή ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων.
- Ανάλυση και διασταύρωση πληροφοριών συναλλαγών και εντολών.
- Ανάλυση των συνθηκών της αγοράς.

6.3 Τύποι και μέθοδοι χειραγώγησης αγοράς

Η αναφορά των περιπτώσεων πηγάζει από την πρώτη ομάδα κατευθυντήριων γραμμών και πληροφοριών του 3^{ου} επιπέδου της C.E.S.R., για την ομοιόμορφη εφαρμογή της MAD (Ref : CESR/04-505b), αλλά και από την Διεθνή Βιβλιογραφία.

- **Ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες**
 - **Wash Trades:** Αποτελεί πρακτική επί τη βάσει της οποίας προβαίνει κανείς στην πώληση ή αγορά ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, ενώ δεν υπάρχει μεταβολή στην κυριότητα ή στον κίνδυνο αγοράς, ή όταν η μεταβολή στην κυριότητα ή στον κίνδυνο αγοράς εντοπίζεται μεταξύ προσώπων που ενεργούν από κοινού ή στο πλαίσιο συνεργασίας (συμφωνίες επαναγοράς και συμβάσεις επαναπώλησης δεν αποτελούν wash trades).
 - **Painting the tape:** Αποτελεί πρακτική, που περιλαμβάνει την ανάμειξη σε μια σειρά από συναλλαγές που γίνονται γνωστές στο κοινό, με σκοπό να δώσουν την εντύπωση δραστηριότητας ή μεταβολής της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου.
 - **Improper Matched Orders:** Αποτελεί πρακτική που αφορά συναλλαγές για τις οποίες από κοινού οι εντολές αγοράς και πώλησης εισάγονται

σχεδόν τον ίδιο χρόνο, με την ίδια τιμή και για την ίδια ποσότητα από διαφορετικά αλλά συνεργαζόμενα μέρη, εκτός και αν οι συναλλαγές είναι νόμιμες διασταυρωμένες συναλλαγές, που γίνονται με βάση τους κανόνες της συγκεκριμένης πλατφόρμας συναλλαγών.

- **Placing orders with no intension of executing them:** Αποτελεί πρακτική που περιλαμβάνει την εισαγωγή εντολών, κυρίως σε ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης, που είναι υψηλότερης/χαμηλότερης αξίας από την προηγούμενη εντολή. Η πρόθεση είναι η μη εκτέλεση της εντολής, αλλά η δημιουργία παραπλανητικής εντύπωσης ότι υπάρχει απαίτηση για την παροχή του συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου στην συγκεκριμένη τιμή. Οι εντολές κατόπιν, ανακαλούνται από την αγορά, πριν την εκτέλεση τους.

▪ **Επηρεασμός τιμών (price positioning)**

- **Marking the close:** Αποτελεί πρακτική που περιλαμβάνει την, με πρόθεση, αγορά ή πώληση κινητών αξιών ή παράγωγων προϊόντων κατά το κλείσιμο της αγοράς, με κύριο στόχο, να υπάρξει αλλαγή στην τιμή κλεισίματος της κινητής αξίας ή του παράγωγου προϊόντος. Αυτή η πρακτική, λαμβάνει χώρα σε κάθε χωριστή ημέρα συναλλαγής, αλλά συνήθως, σχετίζεται με ημερομηνίες όπου λήγουν δικαιώματα προαίρεσης ή quarterly/annual portfolio ή index reference/valuation points.
- **Colluding in the after-market of an Initial Public Offer:** Αποτελεί πρακτική που σχετίζεται πιο συγκεκριμένα με αρχικές δημόσιες εγγραφές κινητών αξιών, αμέσως μόλις η διαπραγμάτευση στην συγκεκριμένη κινητή αξία ξεκινήσει. Μέρη, που έχουν λάβει μετοχές κατά την διάρκεια της αρχικής δημόσιας εγγραφής, συνεργάζονται για την αγορά περαιτέρω υπολοίπων μετοχών, μόλις ξεκινά η διαπραγμάτευση, με κύριο σκοπό, να προωθήσουν την τιμή της κινητής αξίας σε ένα τεχνητό επίπεδο και να δημιουργήσουν ενδιαφέρον και σε άλλους επενδυτές- και στο σημείο αυτό πωλούν τα ποσοστά τα οποία κατέχουν.
- **Abusive Squeeze:** Αποτελεί πρακτική που αφορά μέρος ή μέρη που μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την παροχή ή ζήτηση ή παράδοση χρηματοπιστωτικών μέσων ή και μέσων που αποτελούν τη βάση παράγωγων προϊόντων, προβαίνοντας κατά αυτό τον τρόπο σε κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης, με κύριο στόχο να επηρεάσουν πραγματικά την τιμή, στην οποία άλλοι είναι έτοιμοι να διαθέσουν, να λάβουν ή να απέχουν από παράδοση του χρηματοπιστωτικού μέσου/ ή παράγωγου προϊόντος, προκειμένου να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους.

- **Creation of a floor in the price pattern:** Αποτελεί πρακτική που κυρίως ακολουθείται από τους εκδότες ή από άλλες αρχές που ελέγχουν αυτούς και περιλαμβάνουν συναλλαγές ή εντολές που υιοθετούνται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε εμπόδια δημιουργούνται για τις τιμές σε κινητές αξίες που πέφτουν κάτω από συγκεκριμένο όριο, κυρίως για να αποφευχθούν οι αρνητικές συνέπειες για τις κινητές αξίες ή την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό, πρέπει να διαφοροποιηθεί από την νόμιμη διαπραγμάτευση μετοχών, στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς ή σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.
- **Excessive bid-ask spreads:** Αποτελεί πρακτική που διενεργείται από τους φορείς της αγοράς που έχουν εξουσία, όπως για παράδειγμα οι ειδικοί ή οι ειδικοί διαπραγματευτές που ενεργούν από κοινού με τέτοιο τρόπο, ώστε, με πρόθεση να μετακινήσουν το εύρος των τιμών και/ή να διατηρήσουν αυτό σε τεχνητά επίπεδα και μακριά από δίκαιες αξίες, αφού προβαίνουν σε κατάχρηση των εξουσιών τους, για παράδειγμα εξαιτίας της έλλειψης ανταγωνιστών.
- **Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market:** Αποτελεί πρακτική, που περιλαμβάνει την ανάληψη δραστηριότητας σε μια αγορά, με κύριο σκοπό να επηρεασθεί η τιμή των ίδιων ή συνδεδεμένων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μια άλλη αγορά. Παραδείγματα μπορεί να περιλαμβάνουν συναλλαγές σε μετοχές για να επηρεάσουν την τιμή του παράγωγου προϊόντος σε μια άλλη αγορά ή συναλλαγές στο υποκείμενο προϊόν ενός παράγωγου σε εμπόρευμα, με σκοπό να επηρεάσει την τιμή της σύμβασης του παράγωγου προϊόντος.
- **Εικονικές συναλλαγές ή εξαπάτηση**
 - **Concealing Ownership:** Αποτελεί πρακτική που περιλαμβάνει μια συναλλαγή ή σειρά συναλλαγών οι οποίες είναι σχεδιασμένες για να καλύπτουν τον κύριο ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, με την παραβίαση των απαιτήσεων για διαφάνεια, μέσω της διακράτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου στο όνομα ενός συνεργαζόμενου μέλους (ή μελών). Η διαφάνεια παραλείπεται σε σχέση με τον πραγματικό κάτοχο του χρηματοπιστωτικού μέσου.
 - **Scalping:** Αποτελεί πρακτική που περιλαμβάνει τη διάχυση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών για την αγορά, από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, περιλαμβανομένου και του διαδικτύου ή με άλλα μέσα. Αυτό γίνεται με σκοπό να μετακινηθεί η τιμή μιας μετοχής, ενός συμβολαίου επί παραγώγων ή του υποκείμενου προϊόντος, προς την τιμή

που θα ευνοήσει την θέση ή την προγραμματισμένη συναλλαγή του ατόμου, που διαχέει την πληροφορία.

- **Pump and Dump:** Αποτελεί πρακτική που συνδέεται με τη θέση long επί μιας κινητής αξίας και την εν συνεχεία ανάληψη υποχρέωσης για αγορά και/ ή διάδοση παραπλανητικών συστάσεων σχετικά με την αξία, με σκοπό την αύξηση της τιμής της. Άλλοι συμμετέχοντες της αγοράς που έχουν παραπλανηθεί από την επίδραση στην τιμή παρασύρονται σε αγορές της κινητής αξίας. Αυτός που έχει προκαλέσει τη χειραγώγηση στην συνέχεια πουλάει τον τίτλο στην διογκωμένη τιμή.
- **Trash and Cash:** Αποτελεί πρακτική αντίθετης κατεύθυνσης από την πρακτική “Pump and Dump” Το ένα μέρος θα έχει short θέση επί της κινητής αξίας, στη συνέχεια αναλαμβάνει την υποχρέωση για πώληση και/ ή διάδοση παραπλανητικών συστάσεων σχετικά με τον τίτλο, με σκοπό την μείωση της τιμής του. Αυτός που έχει προκαλέσει τη χειραγώγηση στην συνέχεια κλείνει τη θέση του, όταν η τιμή έχει μειωθεί.
- **Άνοιγμα θέσης και κλείσιμο της αμέσως μετά τη δημόσια ανακοίνωση / γνωστοποίηση:** Αποτελεί πρακτική που είναι τυπική των χαρτοφυλακίων των θεσμικών επενδυτών, των οποίων οι επενδυτικές αποφάσεις εκλαμβάνονται από τους συμμετέχοντες της αγοράς ως επισημάνσεις, σχετικά με τη διαμόρφωση της μελλοντικής τιμής. Η συστηματική χειραγώγηση συνίσταται στο κλείσιμο της θέσης, αμέσως μετά την δημόσια ανακοίνωση της, δίνοντας έμφαση στη μακρά περίοδο της υποκείμενης επένδυσης. Ωστόσο, μια έκθεση ή ανακοίνωση, δεν προκαλεί λανθασμένη ή παραπλανητική εντύπωση, εάν έχει γίνει με τον κατάλληλο νόμιμο ή ρυθμιστικό τρόπο, ο οποίος απαιτείτο ή επιτρεπόταν.

7. Πράξεις Τροποποίησης και Συναφείς Πράξεις Οδηγίας 2003/6/ΕΚ

Από την υιοθέτησή της έως και σήμερα, η Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου έχει δεχτεί τροποποιήσεις προσαρμογής, ενώ αντίστοιχα, έχουν εκδοθεί και άλλες συναφείς πράξεις. Οι αλλαγές πραγματοποιούνται, με γνώμονα την επικαιροποίηση της οδηγίας και την προσαρμογή της στις ανάγκες που αναδύονται από τις αγορές και τις πρακτικές που εφαρμόζονται.

Πιο συγκεκριμένα, η Οδηγία 2003/6/ΕΚ τροποποιήθηκε με τις Οδηγίες 2008/26/ΕΚ και Οδηγία 2010/78/ΕΕ. Αναλυτικότερα, οι εν λόγω οδηγίες αφορούσαν τα εξής:

- Η **Οδηγία 2008/26/ΕΚ** αφορούσε την τροποποίηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ σε σχέση με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), όσον αφορά τις εκτελεστικές αρμοδιότητες που ανατίθενται στην Επιτροπή.
- Η **Οδηγία 2010/78/ΕΕ** αφορούσε την τροποποίηση των οδηγιών 1998/26/ΕΚ, 2002/87/ΕΚ, 2003/6/ΕΚ, 2003/41/ΕΚ, 2003/71/ΕΚ, 2004/39/ΕΚ, 2004/109/ΕΚ, 2005/60/ΕΚ, 2006/48/ΕΚ, 2006/49/ΕΚ, και 2009/65/ΕΚ όσον αφορά τις εξουσίες της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών), της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων) και της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών).

Λοιπές συναφείς πράξεις που διαμόρφωσαν την οδηγία 2003/6/ΕΚ είναι οι κάτωθι περιγραφόμενες:

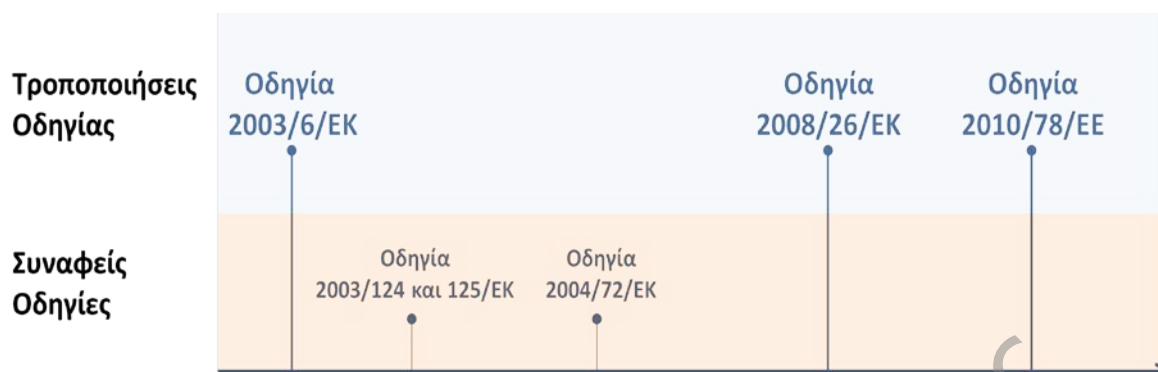
- **Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της 22ας Δεκεμβρίου 2003, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς [Επίσημη Εφημερίδα L 339 της 24.12.2003].**
 - Η οδηγία αυτή καθορίζει τα λεπτομερή κριτήρια που πρέπει να εφαρμόζονται για τον προσδιορισμό των πληροφοριών που θεωρούνται ότι έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα και μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές. Επίσης, η οδηγία καθορίζει μια σειρά παραγόντων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν εξετάζεται, εάν μια συγκεκριμένη συμπεριφορά, συνιστά χειραγώγηση της αγοράς. Για τους εκδότες, η οδηγία καθορίζει τους τρόπους και τις προθεσμίες δημοσίευσης των εμπιστευτικών πληροφοριών, καθώς και τις συγκεκριμένες περιπτώσεις στις οποίες οι εκδότες δύνανται να αναβάλουν αυτή τη δημοσίευση, για να προστατεύσουν τα έννομα συμφέροντά τους.
- **Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής²⁷, της 22ας Δεκεμβρίου 2003, για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων [Επίσημη Εφημερίδα L 339 της 24.12.2003].**
 - Η οδηγία αυτή, καθορίζει κανόνες για τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων. Εισάγει διάκριση μεταξύ των προσώπων που παράγουν

²⁷ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βρίσκονται στην επίσημη ιστοσελίδα της Εφημερίδας της Ευρωπαϊκής Ένωσης <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0125&from=EL>

επενδυτικές συστάσεις (τα οποία οφείλουν να τηρούν αυστηρότερους κανόνες) και εκείνων που διαδίδουν συστάσεις, παραγόμενες από τρίτους. Σύμφωνα με το άρθρο 6 της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς, η δεύτερη αυτή εκτελεστική οδηγία λαμβάνει υπόψη τις ρυθμίσεις, περιλαμβανομένων των πλαισίων αυτορρύθμισης, που διέπουν το επάγγελμα του δημοσιογράφου. Αυτό σημαίνει, ότι η πολύ ειδική υποκατηγορία δημοσιογράφων που ειδικεύονται σε χρηματοπιστωτικά θέματα και παράγουν ή διαδίδουν επενδυτικές συστάσεις, οφείλουν επίσης να τηρούν ορισμένες γενικές αρχές. Πάντως, η οδηγία προβλέπει μέτρα διασφάλισης καθώς και τη δυνατότητα προσφυγής σε μηχανισμούς αυτορρύθμισης, προκειμένου να καθορίζεται ο τρόπος εφαρμογής αυτών των βασικών αρχών. Η λύση αυτή αποσκοπεί στο να διασφαλίσει την ελευθεροτυπία, προστατεύοντας ταυτόχρονα τους επενδυτές και τους εκδότες έναντι οποιουδήποτε κινδύνου χειραγώγησης της αγοράς από τους δημοσιογράφους.

- **Οδηγία 2004/72/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της 29ης Απριλίου 2004, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές στην αγορά, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών [Επίσημη Εφημερίδα L 162 της 30.04.2004].**
 - Η οδηγία αυτή, καθορίζει τα λεπτομερή κριτήρια που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την αξιολόγηση των πρακτικών στην αγορά για τους σκοπούς του άρθρου 6, παράγραφος 10, της οδηγίας 2003/6/ΕΚ. Οι πρακτικές των συμμετεχόντων στην αγορά, πρέπει να είναι σύμφωνες με τις αρχές της ισότητας και της αποτελεσματικότητας, ώστε να διασφαλίζεται η ακεραιότητα στην αγορά. Οι πρακτικές αυτές δεν πρέπει να θέτουν σε κίνδυνο την ακεραιότητα άλλων συνδεδεμένων αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.
- **Οδηγία 2008/26/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11ης Μαρτίου 2008 για την τροποποίηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ σε σχέση με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), όσον αφορά τις εκτελεστικές αρμοδιότητες που ανατίθενται στην Επιτροπή [Επίσημη Εφημερίδα L 81 της 20.3.2008].**

Στο Διάγραμμα 9 που ακολουθεί παρουσιάζονται γραφικά, οι συναφείς οδηγίες και οι τροποποιήσεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.



Επιπλέον, σε εξέλιξη βρίσκεται διαβούλευση που αφορά στον νέο Κανονισμό για την Κατάχρηση Αγοράς που τέθηκε σε ισχύ στις 2 Ιουλίου 2014, και τον οποίο ξεκίνησε η ESMA. Αναλυτικότερα, η ESMA δημοσίευσε δύο κείμενα διαβούλευσης προσκαλώντας τους συμμετέχοντες στις αγορές να υποβάλουν τις προτάσεις τους, αναφορικά με τα σχέδια κειμένων κανονιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων (RTS/ITS), καθώς και στο σχέδιο Τεχνικής Εισήγησής της (TA). Η ESMA θα πρέπει να προετοιμάσει την εφαρμογή του νέου ρυθμιστικού πλαισίου για την Κατάχρηση Αγοράς. Τα δύο κείμενα διαβούλευσης είναι ανοικτά για την υποβολή παρατηρήσεων από τους συμμετέχοντες, έως τις 15 Οκτωβρίου 2014. Η ESMA έχει δώδεκα μήνες και οκτώ μήνες αντίστοιχα για να ολοκληρώσει τα κανονιστικά/εκτελεστικά τεχνικά πρότυπα και την τεχνική εισήγησή της. Το νέο θεσμικό πλαίσιο θα τεθεί σε εφαρμογή τον Ιούλιο του 2016.

Οι τεχνικές διατάξεις της ESMA ρυθμίζουν την πιθανότητα να αποτελέσει αντικείμενο χειραγώγησης ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, όχι μόνο με την εκτέλεση συναλλαγών σε τόπο διαπραγμάτευσης, ή σε διαφορετικούς τόπους συναλλαγών, αλλά θεωρούν ότι η χειραγώγηση ή η απόπειρα χειραγώγησης χρηματοπιστωτικών μέσων μπορεί, επίσης, να σημειωθεί με την τοποθέτηση ανεκτέλεστων εντολών.

Ένα χρηματοπιστωτικό μέσο είναι δυνατό να αποτελέσει αντικείμενο χειραγώγησης μέσω συμπεριφοράς, που συμβαίνει εκτός τόπου συναλλαγής ή εντός ενός αυτοματοποιημένου περιβάλλοντος συναλλαγών, μέσω της χρήσης ηλεκτρονικών μέσων συναλλαγών, όπως οι αλγόριθμοι περιλαμβανόμενων και στρατηγικών συναλλαγών υψηλής συχνότητας (high frequency trading). Η τεχνική εργασία της

ESMA επικαιροποιεί και ενισχύει το υπάρχον καθεστώς, ορίζοντας πώς να αντιμετωπισθούν αυτές οι νέες αγορές και οι στρατηγικές συναλλαγών και εισάγοντας νέα προαπαιτούμενα.

Τα σχέδια κανονιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων και η τεχνική εισήγηση της ESMA καλύπτουν τα ακόλουθα βασικά θέματα:

- ενδείξεις χειραγώγησης αγοράς,
- πρόληψη και εντοπισμό κατάχρησης αγοράς, περιλαμβανόμενων των γνωστοποιήσεων ύποπτων συναλλαγών και εντολών,
- αποδεκτές πρακτικές αγοράς,
- βολιδοσκοπήσεις της αγοράς (market soundings),
- προαπαιτούμενα και κοινοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς και συναλλαγών σταθεροποίησης,
- γνωστοποιήσεις συναλλαγών διευθυντικών στελεχών,
- διατάξεις για τις λίστες προσώπων που κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση,
- γνωστοποιήσεις εσωτερικής πληροφόρησης, περιλαμβανόμενων πιθανών εξαιρέσεων και καθυστερήσεων, και
- επενδυτικές συστάσεις ή άλλη πληροφορία σύστασης ή πρότασης επενδυτικής στρατηγικής, περιλαμβανόμενης της υποχρέωσης αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων.

8. Στοιχεία Δικαστικών Αποφάσεων, Ερμηνεία και Περιπτώσεις Χειραγώγησης Αγοράς.

Στην ενότητα αυτή, θα αναπτυχθούν ορισμένες ενδεικτικές αποφάσεις για περιπτώσεις χειραγώγησης μετοχών στην ελληνική αγορά.

8.1 Η υπόθεση χειραγώγησης της μετοχής της Λαυρεωτικής.

Το 1997, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ζήτησε την περαιτέρω διερεύνηση της υπόθεσης χειραγώγησης της μετοχής της Λαυρεωτικής. Τον Φεβρουάριο του 1994, υπάλληλος χρηματιστηριακής εταιρίας (αντικριστής της «Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας Βορείου Ελλάδος»), έδωσε εντολή αγοράς μετοχών, μεγάλης αξίας, για τα δεδομένα της περιόδου, με σκοπό την πρόκληση τεχνητής ζήτησης. Απόρροια της πράξης ήταν η άνοδος της τιμής από 400 δρχ. σε 12.000 δρχ.

και η οποία εν συνεχεία υποχώρησε δραματικά. Η υπόθεση αφορούσε την προσπάθεια χειραγώγησης της τιμής της μετοχής της «Λαυρεωτικής» στις 17 - 2 - 1994 με πληκτρολόγηση εντολής από τον Σπ. Βαλδεσέρα κατ' εντολή του Κ. Κουβαρά για αγορά 660.000 μετοχών της εταιρίας αντί 1,4 δισ. δρχ. Την επομένη, οι Βαλδεσέρας και Κουβαράς αρνήθηκαν τα πάντα, με συνέπεια να ακυρωθεί η συγκεκριμένη εντολή. Διενεργήθηκε, όμως, έρευνα, στη διάρκεια της οποίας αποκαλύφθηκε ότι πράγματι έγινε προσπάθεια να φανεί σαν εξαιρετική η πορεία της «Λαυρεωτικής», πράγμα αναληθές, κατά παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Η υπόθεση εξελίχθηκε σε περίπτωση παραβίασης των κανόνων της αγοράς (market abuse).

Οχτώ από τους 11 κατηγορούμενους στην υπόθεση της «Λαυρεωτικής» έκρινε ένοχους, το 10ο Τριμελές Πλημμελειοδικείο Αθηνών, μετά από ακροαματική διαδικασία δύο μηνών. Οι ποινές που τους επιβλήθηκαν κυμάνθηκαν, από 1 - 2 χρόνια, ενώ η χρηματική τους ποινή ανήλθε συνολικά σε 84 εκατ. δρχ.

Ειδικότερα, το δικαστήριο καταδίκασε τον Σπ. Βαλδεσέρα, αντικριστή της «Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας Βορείου Ελλάδος» σε 24 μήνες και 34 εκατ. δρχ. χρηματική ποινή. Τον Αλ. Φιλίππου, χρηματιστή της ίδιας εταιρίας, σε 18 μήνες και 32 εκατ. δρχ. Τους Φ. Τζάθα, μέτοχο της «Λαυρεωτικής», Αλ. Παπαγεωργίου, μεγαλομέτοχο της ίδιας εταιρίας, Δημ. Σταματελιά, επιχειρηματία και Γ. Μασταγκάκη, υπάλληλο της «ΑΧΕ Βορ. Ελλάδος» σε 12 μήνες και 4 εκατ. δρχ. τον καθένα. Και τους μετόχους της «Λαυρεωτικής» Γιακ. Γιακουμόπουλο και Γ. Παπαγεωργίου σε 12 μήνες και 1 εκατ. δρχ. τον καθένα. Αθώοι κηρύχθηκαν οι Στ. Παπαγεωργίου (αδελφός των προηγούμενων), Χρ. Σιαμαντάς, επιχειρηματίας, πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της ΑΧΕ Βορείου Ελλάδος και Κ. Κουβαράς, πολιτικός μηχανικός. Όλοι οι καταδικασθέντες αφέθηκαν ελεύθεροι, αφού το δικαστήριο έδωσε ανασταλτική ισχύ στις εφέσεις των Βαλδεσέρα και Τζάθα, ενώ ανέστειλε την εκτέλεση της ποινής των υπόλοιπων επί τριετία. Αλλωστε, τα περισσότερα αδικήματα που τους αποδίδονταν είχαν παραγραφεί πριν από την έναρξη της δίκης και δικάστηκαν μόνο για όσα διέπραξαν από τις 15/1/94 - 17/2/94.

Με αίτησή της προς την Εισαγγελία του Αρείου Πάγου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζητεί να αναιρεθεί η, κατόπιν ασκήσεως έφεσης, απόφαση του Εφετείου Αθηνών, που απάλλαξε τους 7 από τους 8 που είχαν καταδικαστεί πρωτόδικα (αρχικά είχαν κατηγορηθεί 11) επιβάλλοντας μία μόνο «συμβολική» ποινή φυλάκισης 2 μηνών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επισημαίνει ότι στην εφετειακή απόφαση υπάρχουν αρκετά κενά και αντιφάσεις, που καθιστούν πλημμελή την αιτιολογία της απαλλακτικής κρίσης, καθώς μάλιστα δεν αναφέρονται τα πραγματικά περιστατικά που θα μπορούσαν να δικαιολογήσουν μια τέτοια εκδοχή.

Ετσι, θεωρεί ότι δεν έγινε σωστή αξιολόγηση των ενεργειών των κατηγορούμενων, σε συνδυασμό με την ερμηνεία των διατάξεων του νόμου 1806/88 (και του ν.

1969/91) που απειλεί με φυλάκιση 3 μηνών έως 5 ετών όποιου έχοντας αποκτήσει εμπιστευτικές πληροφορίες για επιχείρηση, τις χρησιμοποιεί αγοράζοντας ή πουλώντας μετοχές για να πετύχει ο ίδιος περιουσιακό όφελος ή να επιφέρει ζημία σε τρίτους. Αν η Εισαγγελία του Αρείου Πάγου κάνει δεκτή την αίτηση, η υπόθεση θα εισαχθεί σε ποινικό τμήμα του ΑΠ για να κρίνει αν θα ξαναγίνει η δίκη στο Εφετείο. Στη συγκεκριμένη υπόθεση ο μόνος που τιμωρήθηκε (με 2μηνη) φυλάκιση και χρηματική ποινή 1 εκατ. δρχ.) είναι, ο αντικρυστής της ΑΧΕ Β. Ελλάδος Σπ. Βαλδεσέρας (πρωτόδικα τιμωρήθηκε με 2 χρόνια και 34 εκατ. δρχ.) που φέρεται στις 14-2-94 ότι πληκτρολόγησε τις αλληπάλληλες εντολές για αγορά 660.000 μετοχών αξίας 1,4 δισ. δρχ. (στο όνομα του πρωτόδικα απαλλαγέντα Κ. Κουβαρά).

Αντίθετα απηλλάγησαν οι 7 καταδικασθέντες πρωτόδικα Αλεξ. Φιλίππου (χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, πρωτόδικα 18 μήνες και 32 εκατ. δρχ.) οι αδελφοί και μεγαλομέτοχοι της Λαυρεωτικής Αλεξ. Παπαγεωργίου (1 έτος και 4 εκατ. δρχ. πρωτόδικα) και Γεωρ. Παπαγεωργίου (1 έτος και 1 εκατ. δρχ.), Φωτ. Τζάθας (παραγωγός χρηματιστηριακών εργασιών, 1 έτος και 4 εκατ. πρωτόδικα), Δ. Σταματελιάς (1 έτος και 4 εκατ. πρωτόδικα), Γ. Μασταγκάκης (αντικρυστής - 1 έτος και 4 εκατ. πρωτόδικα) και ο αγρότης - μέτοχος Γ. Γιακουμόπουλος (1 έτος και 1 εκατ. πρωτόδικα).

Στην αίτηση αναίρεσης επισημαίνεται ότι δεν εκτίθενται στην κατ' έφεσιν εκδοθείσα απόφαση (976/01) με σαφήνεια τα πραγματικά περιστατικά που οδήγησαν στην απαλλακτική κρίση, ενώ δεν αιτιολογήθηκε σωστά το πόρισμα των ομάδων των ειδικών πραγματογνωμόνων, από τους οποίους είχε ζητήσει τη σύνταξη σχετικών εκθέσεων ο ανακριτής Κων. Γκανιάτσος.

Στην αίτηση αποκρούεται η θέση του Εφετείου ότι δεν σχηματίσθηκε πλήρης δικανική πεποίθηση για την προσπάθεια π.χ. εξαγοράς της εταιρείας με σκοπό την κερδοσκοπία μέσω του ΧΑΑ, χειραγώγησης της μετοχής (κάτι που επισημαίνει κι η έκθεση των πραγματογνωμόνων) κ.λπ. Παράλληλα επισημαίνονται διάφορες αντιφάσεις της εφετειακής απόφασης σχετικά με τον ρόλο των κατηγορουμένων, τη δυνατότητα πρόσβασής τους σε εμπιστευτικές πληροφορίες και την αξιοποίησή τους προς ίδιον όφελος και ως συμπέρασμα υπογραμμίζεται ότι υπάρχει έλλειψη ειδικής κι εμπεριστατωμένης αιτιολογίας, γι' αυτό και πρέπει να ελεγχθούν ξανά οι κατηγορίες.

8.2 Ειδικότερα, ως προς το ζήτημα επιβολής διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Η ερμηνεία του ΣτΕ ως προς την έννοια της χειραγώγησης, υπό το πρίσμα του Ν. 3340/2005.

Όσον αφορά τώρα το ζήτημα της επιβολής διοικητικών κυρώσεων, σύμφωνα με το προϊσχύσαν νομοθετικό καθεστώς του ν.3340/2005, δηλαδή σύμφωνα με το άρθρο

72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 (Α'167), όπως η παράγραφος αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 1 του άρθρου του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (Α'228), ορίζεται ότι : «Πρόστιμο μέχρι πεντακοσίων εκατομμυρίων (500.000.000) δρχ. επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δημοσιεύουν ή διαδίδουν με οποιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες ως προς κινητές αξίες εισαγόμενες ή εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, οι οποίες ως εκ της φύσης τους μπορούν να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές των αξιών αυτών. Η απλή κατάρτιση συναλλαγών επί των αξιών αυτών από πρόσωπα που λειτουργούν κατ' επάγγελμα ως διαμεσολαβητές δεν συνιστά λόγο επιβολής διοικητικών κυρώσεων σε εφαρμογή του αμέσως προηγούμενου εδαφίου, εκτός εάν ο διαμεσολαβητής γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι επιχειρείτο μέσω καταρτιζόμενων συναλλαγών διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών ή συνέβαλε με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο στη διευκόλυνση των συναλλαγών αυτών. Η διάταξη αυτή εφαρμόζεται και κατά των μελών του Δ.Σ. εταιρειών που αιτούνται την εισαγωγή των μετοχών τους σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο, όταν οι ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο που απαιτείται για την ανωτέρω εισαγωγή ή δημοσιεύονται ή διασπείρονται καθ' οιονδήποτε τρόπο».

Η ως άνω διάταξη, η οποία ίσχυσε για παραβατικές συμπεριφορές που τελέστηκαν μέχρι την έναρξη ισχύος του ν.3340/2005, δηλαδή μέχρι τον Ιούλιο του 2005, είχε ερμηνευθεί επανειλημμένως από τα Διοικητικά Δικαστήρια που δίκάζαν σε πρώτο βαθμό Πράξεις επιβολής προστίμου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως προστο ζήτημα των περιπτώσεων που αποτελούν χειραγώγηση της αγοράς σύμφωνα με τον νόμο. Σωρρεία αποφάσεων των Ελληνικών Δικαστηρίων που δίκάζαν σε πρώτο βαθμό υποθέσεις χειραγώγησης, είχαν δεχτεί, ότι η η επιβολή προστίμου σε περιπτώσεις κατάρτισης προσυνηνομένων συναλλαγών δεν ήταν νόμιμη, παρά μόνοσε περιπτώσεις που από την εξέταση των πραγματικών περιστατικών αποδεικνυόταν «χειραγώγηση» (η έννοια της «χειραγώγησης της αγοράς» δεν προϋπήρχε στον νόμο αλλά εισήχθη ρητά με τον ν.3340/2005) με την δημοσίευση ή διάδοση ανακριβών η παραπλανητικών πληροφοριών, σχετικά με κινητές αξίες, οι οποίες μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή και την εμπορευσιμότητα αυτών, περίπτωση η οποία, όπως ρητώς ορίζεται στην προαναφερόμενη διάταξη (άρθρο 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991), είναι παραβατική. Μεγάλη μερίδα λοιπόν των Ελληνικών Δικαστηρίων διελάμβαναν με τις αποφάσεις που εξέδιδαν, ότι δεν αποτελεί παραβατική συμπεριφορά η από τους μη κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητές, διαμόρφωση της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής, με συναλλαγές

ή εντολές προς διενέργεια συναλλαγών έστω και αν αυτές επέδρασαν στην τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής, με την αιτιολογία ότι οι συμπεριφορά αυτή δεν εμπίπτει στο πεδίο ρύθμισης του νόμου.

Με το σκεπτικό αυτό λοιπόν τα Δικαστήρια ακύρωναν τις αποφάσεις του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που στηρίζονταν σε παραβατικές συμπεριφορές κατά την διενέργεια των συναλλαγών, οπότε η τελευταία προέβη σε άσκηση Αίτησης Αναιρέσεως κατά των αποφάσεων αυτών ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας (ΣτΕ). Μάλιστα το ζήτημα της ερμηνείας του νόμου ως προς το επίμαχο σημείο αποτέλεσε για το ανώτατο αναιρετικό Δικαστήριο πράγματι «σπουδαίο νομικό ζήτημα», κατά την έννοια του άρθρου 35 παρ. 1 του ν. 3772/2009, και απετέλεσε και αφορμή για παραπομπή από την πενταμελή στην επταμελή σύνθεση του Δ' Τμήματος του ΣτΕ που εκδικάζειως αρμόδιο, τις αναιρέσεις των επίμαχων υποθέσεων.

Το ζήτημα λοιπόν της ερμηνείας του προϊσχύσαντος νόμου πράγματι λύθηκε με τις αποφάσεις του ΣτΕ που αποτελούν πλέον πάγια νομολογία, ακολουθούμενη και από τα πρωτοβάθμια Δικαστήρια που τυχόν δικάζουν συμπεριφορές από πράξεις που τελέστηκαν μέχρι τον Ιούλιο του 2005.

Σύμφωνα λοιπόν με το σκεπτικό των αποφάσεων του ΣτΕ, ηδιάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 **αποβλέπει στην διαφύλαξη της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και την προστασία του επενδυτικού κοινού**, διά της αποτροπής της δημοσίευσης ή διάδοσης, με οποιονδήποτε τρόπο, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, οι οποίες είναι ικανές, ως εκ της φύσης τους, να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές επί κινητών αξιών, που εισάγονται ή έχουν εισαχθεί σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, **υπό την έννοια ότι είναι ικανές να ασκήσουν επιρροή στο επενδυτικό κοινό και στη διαμόρφωση των αποφάσεων του ως προς τις συναλλαγές του επ' αυτών** (βλ. ΣτΕ 3918/2011, 1126/2009, 2635-6/2005). Εξ άλλου, **ο νομοθέτης δεν διακρίνει ως προς τον τρόπο διάδοσης των ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών που επιφέρουν το ως άνω αποδοκιμαζόμενο από την έννομη τάξη αποτέλεσμα**. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών **μπορεί να επέρχεται και ως αποτέλεσμα της διενέργειας συναλλαγών**, σε περίπτωση κατά την οποία με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται, **με την χρήση διαφόρων μεθοδεύσεων (όπως, κατάρτιση συνεννοημένων ή εικονικών συναλλαγών, τεχνητή διαμόρφωση της τιμής κλεισίματος των μετοχών), η στρέβλωση των**

δεδομένων που αφορούν την τιμή και την εμπορευσιμότητα των κινητών αξιών και η τεχνική διαμόρφωσή τους σε ένα επίπεδο που δεν ανταποκρίνεται στα πραγματικά τους μεγέθη, με αποτέλεσμα την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού ως προς στοιχεία που μπορούν να επηρεάσουν την διαμόρφωση των αποφάσεών του σχετικά με την διενέργεια συναλλαγών επί των κινητών αυτών αξιών. Η κατάρτιση δε συναλλαγών τέτοιου είδους συνιστά περίπτωση διάδοσης ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, **δεδομένου ότι τα ως άνω πλασματικώς διαμορφωθέντα και δυνάμενα να παραπλανήσουν το επενδυτικό κοινό στοιχεία ως προς την τιμή και την εμπορευσιμότητα των κινητών αξιών υποβάλλονται κατά νομο σε δημοσιότητα** και, συγκεκριμένα απεικονίζονται **στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών και δημοσιεύονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών** [βλ. την υπ' αριθμ. 19841/Β.1628/26.8.2002 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών (Β'1139), η οποία ίσχυε κατά τον κρίσιμο, εν προκειμένω, χρόνο και με την οποία καθορίζεται το περιεχόμενο του Ημερησίου Δελτίου Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών βλ. επίσης την υπ' αριθμ. 18/1999 (Β'40) απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών]. Αλλωστε, το ότι ο νομοθέτης εκκινεί από την αντίληψη ότι η διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών μπορεί να επιχειρείται και μέσω της διενέργειας συναλλαγών, προκύπτει και από την διατύπωση του εδαφίου β της παρ. 2 του άρθρου 72 του ν. 1969/1991, με το οποίο διευκρινίζεται απλώς ότι δεν επιβάλλεται κύρωση για την κατάρτιση συναλλαγών, με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί ανωτέρω, εις βάρος των κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητών, των προσώπων, δηλαδή, που προβαίνουν καθημερινώς στην κατάρτιση μεγάλου αριθμού συναλλαγών για λογαριασμό τρίτων, παρά μόνον εάν τα πρόσωπα αυτά γνώριζαν ή ώφειλαν να γνωρίζουν ότι μέσω της διενέργειας των συναλλαγών αυτών επιχειρείται η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών, υπό την προεκτεθείσα έννοια, πληροφοριών ή εάν διευκόλυναν με οποιονδήποτε τρόπο τις εν λόγω συναλλαγές. Περαιτέρω, εφ' όσον η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί ανωτέρω αποτελεί, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, περίπτωση διαδόσεως ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών καταλαμβανόμενη από το πεδίο εφαρμογής της ως άνω διάταξης, δεν ασκεί καμία επιρροή το γεγονός ότι με τις μεταγενέστερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 εισάγεται η έννοια της «χειραγώγησης της αγοράς» και εξειδικεύονται οι μορφές τέλεσης της σχετικής παράβασης, ορίζεται, δηλαδή, ότι η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να επιχειρείται τόσο διά της διενέργειας

συναλλαγών όσο και δια της διάδοσης πληροφοριών, όταν με τις συναλλαγές ή τις πληροφορίες αυτές είναι δυνατόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις ως προς την προσφορά, την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου. Τούτο διότι με τις ως άνω νεότερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 σκοπήθηκε η περαιτέρω εξειδίκευση των όρων και προϋποθέσεων κολασμού της σχετικής παραβάσεως, σε συμμόρφωση προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ. η θέσπιση, όμως της νέας αυτής ρύθμισης δεν αναιρεί το γεγονός ότι η επίμαχη συμπεριφορά, η διάδοση, δηλαδή, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών δια της διενέργειας συναλλαγών, επέσυρε και κατά το προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 τις προβλεπόμενες στο άρθρο αυτό διοικητικές κυρώσεις. Εξ' άλλου, με την ανωτέρω δοθείσα ερμηνεία του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 αποσαφηνίζεται το πεδίο εφαρμογής της διατάξεως, όπως αυτό προκύπτει από την ίδια την διατύπωση του νόμου. Δεν μπορεί δε να θεωρηθεί ότι οι επιδεικνύοντες τη συνήθη επιμέλεια συναλασσόμενοι και δραστηριοποιούμενοι στον τομέα της χρηματιστηριακής αγοράς δεν ήταν σε θέση να προβλέψουν ότι η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί καταλαμβάνεται από την ρύθμιση του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, ως περίπτωση πρόκλησης κινδύνου παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού και συνεπώς, ήταν δυνατόν να επισύρει την επιβολή προστίμου κατ' εφαρμογήν της ως άνω διάταξης (ΣτΕ 2094/2013).

Με την ερμηνεία αυτή το ΣτΕ και υπό το πρίσμα του νέου νόμου 3340/2005 που ενσωματώνει τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 (ΕΕ L 96), και ορίζει ρητά (άρθρο 7) ότι νοούνται ως απαγορευόμενη χειραγώγηση της αγοράς « [...] α) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο [...] », έδωσε τέλος στο δημιουργούμενο ερμηνευτικό πρόβλημα των προϋσχύσασων διατάξεων και με τις αποφάσεις του, αναίρεσε τις σχετικές αποφάσεις των Διοικητικών Εφετειών λόγω του ότι η κρίση τους στηρίζεται σε εσφαλμένη ερμηνεία της επίμαχης διατάξεως, «δεδομένου ότι, η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών είναι δυνατόν να συντελείται και με την διενέργεια συναλλαγών, όταν με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται ο τεχνητός επηρεασμός της τιμής και της εμπορευσιμότητας των

κινητών αξιών που απετέλεσαν το αντικείμενο των συναλλαγών», παρέπεμψε δε τις υποθέσεις στο δικάσαν Διοικητικό Εφετείο προς νέα κρίση.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Συμπεράσματα

Το νομικό πλαίσιο στην Ε.Ε. αναφορικά με τα ζητήματα της κατάχρησης, χειραγώγησης και προνομακικής πληροφόρησης κρίνεται καίριο για την ολοκλήρωση της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς και της εποπτείας. Τα θεσμικά όργανα επιδιώκουν την προστασία των επενδυτών και την ενίσχυση του ανταγωνισμού για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών, με σημαντικά οφέλη για την πραγματική οικονομία. Η ενιαία χρηματοοικονομική αγορά έχει ολοκληρωθεί κυρίως στις μεγάλες κεφαλαιαγορές, εντούτοις, ακόμα υπάρχουν σημαντικές ρυθμίσεις που θα πρέπει να προχωρήσουν και να υιοθετηθούν, στο πλαίσιο της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης (όπως για παράδειγμα οι λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, η παροχή δανείων σε ιδιώτες και επιχειρήσεις κ.α.).

Η νομολογία, τόσο των εθνικών δικαστηρίων, όσο και του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για την εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, ενώ και οι αποφάσεις φαίνονται να διαφοροποιούνται σημαντικά, σε πολλές περιπτώσεις. Οι επιμέρους στόχοι των οδηγιών, από νομικής άποψης για την ενίσχυση της ολοκλήρωσης των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και της μείωσης της πολυπλοκότητας και της σύγχυσης όσον αφορά τη χειραγώγηση της αγοράς και των χρηματοοικονομικών μέσων, είναι απόλυτα δικαιολογημένοι.

Επιπρόσθετα περιορίστηκαν οι αμφιβολίες ερμηνείας στην Ελλάδα, λόγω της υψηλής εξειδίκευσης περιπτώσεων χειραγώγησης στις οδηγίες και στους νόμους, γεγονός στο οποίο συνέβαλλε η χρήση αναλυτικών παραδειγμάτων χειραγώγησης και κατάχρησης, όπως φαίνεται από τις πρόσφατες αποφάσεις του ΣΤΕ στην Ελλάδα. Με τον τρόπο αυτό έχουν ελαχιστοποιηθεί οι εσφαλμένες ερμηνείες και οι αποκλίσεις στις αποφάσεις των δικαστηρίων.

Με την ερμηνεία αυτή το ΣΤΕ και υπό το πρίσμα του νέου νόμου 3340/2005 που ενσωματώνει τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 (ΕΕ L 96), και ορίζει ρητά (άρθρο 7) ότι νοούνται ως απαγορευόμενη χειραγώγηση της αγοράς « [...] α) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο [...] », έδωσε τέλος στο δημιουργούμενο ερμηνευτικό πρόβλημα των προϋσχύσασων διατάξεων και με τις αποφάσεις του, αναίρεσε τις σχετικές αποφάσεις των Διοικητικών Εφετειών λόγω του ότι η κρίση τους στηρίζεται σε εσφαλμένη ερμηνεία της επίμαχης διατάξεως, «δεδομένου ότι, η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών είναι

δυνατόν να συντελείται και με την διενέργεια συναλλαγών, όταν με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται ο τεχνητός επηρεασμός της τιμής και της εμπορευσιμότητας των κινητών αξιών που απετέλεσαν το αντικείμενο των συναλλαγών», παρέπεμψε δε τις υποθέσεις στο δικάσαν Διοικητικό Εφετείο προς νέα κρίση.

Επιπλέον, σε εξέλιξη βρίσκεται διαβούλευση που αφορά στον νέο Κανονισμό για την Κατάχρηση Αγοράς που τέθηκε σε ισχύ στις 2 Ιουλίου 2014, και τον οποίο ξεκίνησε η ESMA, προκειμένου το θεσμικό πλαίσιο, να καταλαμβάνει και νέες παραβατικές συμπεριφορές, που είναι δυνατόν να σημειωθούν, λόγω της συνεχούς εξέλιξης της τεχνολογίας που χρησιμοποιείται κατά την διενέργεια των συναλλαγών. Το νέο θεσμικό πλαίσιο θα τεθεί σε εφαρμογή τον Ιούλιο του 2016.

Το νέο αυτό πλαίσιο για την Κατάχρηση Αγοράς, υιοθετείται προκειμένου να ανταποκρίνεται στις νέες πλατφόρμες διαπραγμάτευσης και τις τεχνολογίες στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, που ενδέχεται να δημιουργήσουν νέες πιθανότητες για καταχρηστική συμπεριφορά. Ο νέος κανονισμός για την Κατάχρηση Αγοράς διευρύνει την εφαρμογή κανόνων σε νέα προϊόντα, τόπους και τεχνικές διαπραγμάτευσης, με σκοπό να αυξηθεί η πρόληψη της χειραγώγησης αγοράς, και να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο, το επίπεδο της προστασίας των επενδυτών.

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

Black, F. (1986). Noise. *The journal of finance*, 41(3), 529-543.

Black's Law Dictionary (1999).

De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 703-738.

DeLong, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1988). The survival of noise traders in financial markets.

DeLong, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1987). The economic consequences of noise traders.

Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 19-33.

Ελληνική

Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2004 έως 2012.

Κοινοφελές Ίδρυμα Ωνάση (2005), Διάλεξη του Δρ. Δ.Ζιούβα, Ενημερωτικό Δελτίο, Τεύχος 27.

Μιχαλόπουλος Γ., (1998), « Καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο (insider trading) : η πρώτη νομολογία», Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών.

Ν.Μπασαγιάννης, (2003), «Το χρηματιστηριακό έγκλημα και η αντιμετώπιση του στο ελληνικό δίκαιο», Ποινική Δικαιοσύνη.

Φίλιππας Ν., (2005), βιβλίο «Επενδύσεις», Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα.

Ευρωπαϊκές Οδηγίες και Ελληνική Νομοθεσία

CESR, (2003), “Συμβουλή για την 1η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς”.

CESR, (2003), “Συμβουλή για την 2η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς”.

CESR, (2005), “Τελική Τεχνική Συμβουλή για τα πιθανά μέτρα της Οδηγίας περί Διαφάνειας”.

CESR, (2005), “Τεχνική Συμβουλή για τα πιθανά μέτρα υλοποίησης της Οδηγίας 2004/39/EK για την αγορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων”.

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market abuse, OJ 2003 L96, p.16. Deadline was on October 12, 2004.

Financial Services Authority (FSA), (2005), “Implementing the Market Abuse Directive-FSA interpretations”.

Απ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14-11-2000 (ΦΕΚ Β΄ 1487) «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων».

Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/347/12-07-2005, «Ενδείξεις Χειραγώγησης της Αγοράς».

Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των προσώπων που διαμεσολαβούν κατ’ επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών σχετικά με την πρόληψη περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς».

Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των εκδοτών για την δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών».

Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 4/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των προσώπων που εκπονούν ή διαδίδουν αναλύσεις».

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

Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/347/12-07-2005, «Ενδείξεις χειραγώγησης της αγοράς. Προσαρμογή του κανονιστικού πλαισίου προς τα αρ. 4 και 5 της Οδηγίας 2003/124/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L339/70/24-12-2003)».

Αποφάσεις Ε.Κ.: 1/195/19-7-2000, 2/258/5-12-2002, και ο ν. 3461/06 ΦΕΚ Α΄ 106/30-5-06 για την «Δημόσια Πρόταση Αγοράς κινητών αξιών», κυρίως άρθρα 5 και 7.

Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κατόπιν αιτήματος του Συμβουλίου για την «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά) (CON/2001/38)», 2002/C 24/09.

Γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για την «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά)», 2002/C 80/14.

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1287/2006 της Επιτροπής της 10ης Αυγούστου 2006 για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής (Κεφάλαιο IV, άρθ. 17 – 34, Διαφάνεια της αγοράς).

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2273/2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 (L336/33/23-12-2003) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.

Νόμος 1806/1988 (ΦΕΚ Α' 207) περί "Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις".

Νόμος 1969/1991 (ΦΕΚ 167Α') «Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις».

Νόμος 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών».

Νόμος 2396/1996 (ΦΕΚ 73Α') για τις «Επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων και άυλες μετοχές».

Νόμος 3340/2005 (ΦΕΚ 112Α' 10/5/2005), «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».

Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Ιανουαρίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

(ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιρειών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία.

Οδηγία 2001/108/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Ιανουαρίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), όσον αφορά τις επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ.

Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L339/70/24-12-2003). για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς.

Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 (L339/73/24-12-2003) για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων.

Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 (L96/16/12-4-2003). Για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς). Market Abuse Directive – MAD.

Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 (L145/1/30-4-2004). Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, Markets in Financial Instruments Directive - MiFID.

Οδηγία 2004/72/ΕΚ της Επιτροπής της 29ης Απριλίου 2004 (L162/70/30-4-2004) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών.

Οδηγία 89/592/ΕΟΚ (IDD), L334/30/13-11-1989, για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Insider Dealing Directive.

Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (L141/27/11-6-93) για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ISD).

Σχέδιο Νόμου για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων και άλλες διατάξεις. Ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (MiFID) στην εθνική νομοθεσία, σχετικά με τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, Νομοπαρασκευαστική Επιτροπή της Βουλής, Μάιος 2007.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

2094/2013 ΣΤΕ (608424)

(Α΄ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΝΟΜΟΣ) Χρηματιστήριο. Επιβολή προστίμου λόγω παραβάσεως του άρθρου 72 παρ.2 του ν. 1969/1991, που έχει εν προκειμένω εφαρμογή. Η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών είναι δυνατόν να συντελείται και με την διενέργεια συναλλαγών, όταν με αυτές σκοπείται ο τεχνητός επηρεασμός της τιμής και της εμπορευσιμότητας των κινητών αξιών που αποτελέσαν το αντικείμενο των συναλλαγών. Ο ν. 3340/2005 δεν είναι ηπιότερος σε σχέση με τον ν. 1969/1991. Παραδεκτά ασκήθηκε η αναίρεση, αν και το πρόστιμο είναι κατώτερο των 40.000 ευρώ, αφού το ζήτημα αν είναι δυνατή η επιβολή διοικητικών κυρώσεων κατά προσώπων που δεν έχουν την ιδιότητα του κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητή, σε περιπτώσεις τεχνητού επηρεασμού της τιμής κινητών αξιών δια της διενέργειας συναλλαγών, αποτελούσε πράγματι «σπουδαίο νομικό ζήτημα», κατά το άρθρο 35 του ν. 3772/2009. Δεκτή η αναίρεση (αναιρεί την υπ' αριθμ. 2213/2009 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών).

ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΣ ΕΠΙΚΡΑΤΕΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ Δ΄

Συνεδρίασε δημόσια στο ακροατήριό του στις 19 Μαρτίου 2013, με την εξής σύνθεση: Ε. Σαρπ, Αντιπρόεδρος, Προεδρεύουσα, σε αναπλήρωση του Προέδρου του Τμήματος, που είχε κώλυμα, Ε. Αντωνόπουλος, Δ. Κυριλλόπουλος, Σύμβουλοι, Ηλ. Μάζος, Ο. Νικολαράκου, Πάρεδροι. Γραμματέας ο Ν. Αθανασίου.

Για να δικάσει την από 4 Δεκεμβρίου 2009 αίτηση:

του Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου με την επωνυμία «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», που εδρεύει στην Αθήνα, οδός Κολοκοτρώνη 1 και Σταδίου, η οποία παρέστη με τον δικηγόρο Ευάγγελο Νισυραίο (Α.Μ. 7546), που τον διόρισε με απόφασή της η Εκτελεστική Επιτροπή,

κατά του , κατοίκου Θεσσαλονίκης, οδός αρ. . , ο οποίος παρέστη με τον δικηγόρο Φίλιππο Σπυρόπουλο (Α.Μ. 7310), που τον διόρισε με πληρεξούσιο.

Με την αίτηση αυτή η αναιρεσείουσα Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιδιώκει να αναιρεθεί η υπ' αριθμ. 2213/2009 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών.

Οι πληρεξούσιοι των διαδίκων δήλωσαν, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 2 του άρθρου 21 του Κανονισμού Λειτουργίας του Δικαστηρίου, ότι δεν θα αγορεύσουν.

Η εκδίκαση άρχισε με την ανάγνωση της εκθέσεως του εισηγητή, Συμβούλου Ε. Αντωνόπουλου.

Μετά τη δημόσια συνεδρίαση το δικαστήριο συνήλθε σε διάσκεψη σε αίθουσα του δικαστηρίου

και

Αφού μελέτησε τα σχετικά έγγραφα

Σκέφθηκε κατά το Νόμο

1. Επειδή, την κρινόμενη αίτηση, ασκουμένη κατά νόμο χωρίς καταβολή παραβόλου, ζητείται η αναίρεση της υπ' αριθμ. 2213/2009 αποφάσεως του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, με την οποία έγινε δεκτή προσφυγή του αναιρεσιβλήτου και ακυρώθηκε η υπ' αριθμ. 32/439/9.8.2007 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Με την τελευταία αυτή πράξη είχε επιβληθεί εις βάρος του αναιρεσιβλήτου πρόστιμο ύψος 10.000 ευρώ, λόγω παραβάσεως του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991.

2. Επειδή, στο άρθρο 53 παρ. 3 του π.δ. 19/1989 (Α'8), όπως η παράγραφος αυτή αντικαταστάθηκε με το άρθρο 36 παρ. 2 του ν. 2721/1999 (Α'112) και τροποποιήθηκε περαιτέρω με το άρθρο 35 παρ. 1 του ν. 3772/2009 (Α'112/10.7.2009), προτού αντικατασταθεί με την παράγραφο 1 του άρθρου 12 του ν. 3900/2010 (Α' 213), που άρχισε να ισχύει από 1.1.2011 (άρθρο 70 του τελευταίου αυτού νόμου), ορίζονταν τα εξής: «Δεν επιτρέπεται η άσκηση αίτησης αναίρέσεως όταν το ποσό της διαφοράς που άγεται ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας είναι κατώτερο από σαράντα χιλιάδες (40.000) ευρώ. [...]. Κατ' εξαίρεση, ασκείται παραδεκτώς αίτηση αναίρέσεως με αντικείμενο κατώτερο [από το ανωτέρω ποσό], όταν προβάλλεται από τον διάδικο με συγκεκριμένους ισχυρισμούς που περιέχονται στο δικόγραφο της αναίρέσεως ότι: α) η επίλυση της διαφοράς έχει γι' αυτόν ευρύτερες οικονομικές ή δημοσιονομικές επιπτώσεις που δικαιολογούν την άσκηση της αίτησης, β) με αυτήν τίθεται σπουδαίο νομικό ζήτημα ή υφίσταται αντίθεση της αναιρεσιβαλλόμενης αποφάσεως προς τη νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας ή άλλου ανώτατου δικαστηρίου ή προς άλλες αποφάσεις διοικητικών δικαστηρίων». Όπως προκύπτει από τις ανωτέρω διατάξεις, οι οποίες, σύμφωνα με τα άρθρα 35 (παρ. 3) και 51 του πιο πάνω ν. 3772/2009, ισχύουν από την δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσης (10.7.2009) και «δεν καταλαμβάνουν τις εκκρεμείς κατά την έναρξη ισχύος του υποθέσεις», αλλά επομένως τις εφεξής ασκούμενες αιτήσεις αναίρέσεως, το ζήτημα της συνδρομής «σπουδαίου νομικού ζητήματος» δικαιολογούντος, κατ' εξαίρεση, την άσκηση αιτήσεως αναίρέσεως με χρηματικό αντικείμενο υπολειπόμενο του νομίμου ορίου, δεν ερευνάται από το αναιρετικό δικαστήριο αυτεπαγγέλτως, αλλά μόνον κατόπιν προβολής από τον αναιρεσείοντα «συγκεκριμένων» σχετικών ισχυρισμών που πρέπει να περιέχονται στο ίδιο το εισαγωγικό δικόγραφο (ΣΕ 3323/2011 Ολομ., κ.α. Εφόσον δε, και καθ' ο μέρος, γίνουν και κατ' ουσίαν δεκτοί οι ωα άνω ισχυρισμοί, η αίτηση αναίρέσεως κατά το αντίστοιχο- και μόνον μέρος, κρίνεται παραδεκτή από την ανωτέρω άποψη και εκδικάζεται περαιτέρω (ΣΕ 3323/2011 Ολομ. 62/2012 7μ).

3. Επειδή, στην προκειμένη περίπτωση, σύμφωνα με την αναιρεσιβαλλόμενη απόφαση και το 5535/8.12.2009 σημείωμα της αναιρεσεύουσας Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς το ποσό της διαφοράς που άγεται με την κρινόμενη αίτηση αναιρέσεως ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας ανέρχεται σε 10.000 ευρώ, στο ποσό, δηλαδή, του επιβληθέντος εις βάρος του αναιρεσιβλήτου προστίμου. Με το δικόγραφο της αιτήσεως αναιρέσεως προβάλλεται ότι με την αίτηση αυτή τίθεται σπουδαίο νομικό ζήτημα και ότι, ως εκ τούτου, η αίτηση ασκείται παραδεκτώς, κατά τα προβλεπόμενα στο ανωτέρω παρατεθέν άρθρο 53 παρ. 3 περ. β του π.δ. 18/1989, μολονότι το ποσό της διαφοράς υπολείπεται του καθοριζόμενου στην εν λόγω διάταξη ορίου των 40.000 ευρώ. Συγκεκριμένα, προβάλλεται ότι στην ένδικη υπόθεση τίθεται το ζήτημα, αν είναι δυνατή η επιβολή διοικητικών κυρώσεων εις βάρος προσώπων που δεν έχουν την ιδιότητα του κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητή, σε περιπτώσεις τεχνητού επηρεασμού της τιμής κινητών αξιών δια της διενέργειας συναλλαγών, κατ' επίκληση του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, το οποίο προβλέπει την επιβολή κυρώσεων για την δημοσίευση ή διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών ως προς την τιμή και την εμπορευσιμότητα κινητών αξιών. Κατά τους ισχυρισμούς δε της αναιρεσειούσης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το ανωτέρω ζήτημα έχει ήδη απασχολήσει τη νομολογία των διοικητικών δικαστηρίων (παρατίθενται οι αριθμοί των σχετικών αποφάσεων του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών) και τίθεται σε μεγάλο αριθμό εκκρεμών αιτήσεων αναιρέσεως ενώπιον του Συμβουλίου της Επικρατείας. Το ζήτημα αυτό - το οποίο κατά τον χρόνο άσκησης της κρινόμενης αίτησης, ο οποίος είναι και ο κρίσιμος εν προκειμένω, αποτελούσε πράγματι «σπουδαίο νομικό ζήτημα», κατά την έννοια του άρθρου 35 παρ. 1 του ν. 3772/2009, και απετέλεσε μάλιστα μεταγενεστέρως και αφορμή για παραπομπή στην επταμελή σύνθεση του Τμήματος με τις υπ' αριθμ. 1679-1681/2012 αποφάσεις της πενταμελούς συνθέσεως, επί της οποίας εξεδόθησαν οι υπ' αριθμ. 109-111/2013 αποφάσεις της επταμελούς-δικαιοδογεί το παραδεκτό της ασκήσεως της κρινόμενης αιτήσεως.

4. Επειδή, στο άρθρο 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 (Α'167), όπως η παράγραφος αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 1 του άρθρου του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (Α'228), ορίζονται τα εξής: «Πρόστιμο μέχρι πεντακοσίων εκατομμυρίων (500.000.000) δρχ. επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δημοσιεύουν ή διαδίδουν με οποιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες ως προς κινητές αξίες εισαγόμενες ή εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, οι οποίες ως εκ της φύσης τους μπορούν να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές των αξιών αυτών. Η απλή κατάρτιση συναλλαγών επί των αξιών αυτών από πρόσωπα που λειτουργούν κατ' επάγγελμα ως διαμεσολαβητές δεν συνιστά λόγο επιβολής διοικητικών κυρώσεων σε εφαρμογή του αμέσως προηγούμενου εδαφίου, εκτός εάν ο διαμεσολαβητής γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι επιχειρείτο μέσω καταρτιζόμενων συναλλαγών διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών ή συνέβαλε με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο στη διευκόλυνση των συναλλαγών αυτών. Η διάταξη αυτή εφαρμόζεται και κατά των μελών του Δ.Σ. εταιρειών που αιτούνται την εισαγωγή των μετοχών τους σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο, όταν οι ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο που απαιτείται για την ανωτέρω εισαγωγή ή δημοσιεύονται ή διασπείρονται καθ' οιονδήποτε τρόπο». Στην εισηγητική έκθεση του ν.

2533/1997, με το άρθρο 96 του οποίου εισήχθη, κατά τα προεκτεθέντα, η επίμαχη ρύθμιση, αναφέρεται ότι με την ανωτέρω διάταξη σκοπείται η επιβολή κυρώσεων σε πρόσωπα «τα οποία ευθύνονται για τη δημοσίευση ή τη με οποιοδήποτε τρόπο διάχυση ανακριβούς ή παραπλανητικής πληροφόρησης ως προς κινητές αξίες» και διευκρινίζεται, περαιτέρω, ότι «...η απλή κατάρτιση εντολής από μέλη της χρηματιστηριακής αγοράς δεν συνιστά λόγο επιβολής των παραπάνω κυρώσεων εκτός από την περίπτωση που το μέλος γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι με τη συναλλαγή επιχειρείται η διάχυση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών (κατά παράβαση της παραπάνω διάταξης) και την περίπτωση που το μέλος συμβάλλει με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο ... στην κατάρτιση της συναλλαγής. Με τον τρόπο αυτόν τα μέλη του χρηματιστηρίου δεν θα ευθύνονται για παράνομες συναλλαγές ως προς τις οποίες δεν διαθέτουν πληροφόρηση, οφείλουν όμως τόσο να αρνούνται την κατάρτιση συναλλαγών οι οποίες βάσει των διαθέσιμων σε αυτά στοιχείων δημιουργούν παραπληροφόρηση της αγοράς ως προς εισηγμένες ή εισαγόμενες κινητές αξίες όσο και να μην διευκολύνουν με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο την κατάρτιση συναλλαγών επί των αξιών αυτών σε περίπτωση που ενδέχεται μέσω των συναλλαγών αυτών να επιχειρείται η παραπληροφόρηση της αγοράς». Εξ άλλου, με το άρθρο 7 του ν. 3340/2005 (Α' 112), με τον οποίο, κατά τα άρθρο 1 αυτού, σκοπήθηκε η προσαρμογή της νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 (ΕΕ L 96), ορίσθηκαν τα εξής : «1. Απαγορεύεται η χειραγώγηση της αγοράς. 2. Ως “χειραγώγηση της αγοράς” νοούνται : α) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, εκτός εάν το πρόσωπο που κατήρτισε τις συναλλαγές ή το πρόσωπο για λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές ή το πρόσωπο που έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών αποδεικνύει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς, β) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, οι οποίες συνδυάζονται με/ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα, γ) η διάδοση δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο πληροφοριών, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες, οι φήμες ή οι ειδήσεις αυτές ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές ... 3. ...».

5. Επειδή, περαιτέρω, με το άρθρο 32 του ν. 3340/2005 καταργήθηκε η ανωτέρω παρατεθείσα διάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, στο άρθρο 32α, όμως, του ίδιου νόμου [το οποίο προστέθηκε με το άρθρο 31 παρ. 7 του ν. 3461/2006 (Α' 106)] ρητώς ορίσθηκε ότι η εν λόγω διάταξη εξακολουθεί να εφαρμόζεται, προκειμένου περί παραβάσεων, οι οποίες είχαν λάβει χώρα έως την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού (δηλαδή, του ν. 3340/2005). Συνεπώς, η διάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 ήταν

εφαρμοστέα στην ένδικη υπόθεση, ως εκ του χρόνου τελέσεως της αποδιδομένης στον αναιρεσίβλητο παραβάσεως (21.10 έως 12.12.2002, βλ. ΣΕ 109-111/2013 επταμ.).

6. Επειδή, όπως εκρίθη με τις υπ' αριθμ. 109-111/2013 αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας, η ανωτέρω διάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 αποβλέπει στην διαφύλαξη της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και την προστασία του επενδυτικού κοινού, διά της αποτροπής της δημοσίευσης ή διάδοσης, με οποιονδήποτε τρόπο, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, οι οποίες είναι ικανές, ως εκ της φύσης τους, να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές επί κινητών αξιών, που εισάγονται ή έχουν εισαχθεί σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, υπό την έννοια ότι είναι ικανές να ασκήσουν επιρροή στο επενδυτικό κοινό και στη διαμόρφωση των αποφάσεών του ως προς τις συναλλαγές του επ' αυτών (βλ. ΣτΕ 3918/2011, 1126/2009, 2635-6/2005). Εξ άλλου, ο νομοθέτης δεν διακρίνει ως προς τον τρόπο διάδοσης των ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών που επιφέρουν το ως άνω αποδοκιμαζόμενο από την έννομη τάξη αποτέλεσμα. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών μπορεί να επέρχεται και ως αποτέλεσμα της διενέργειας συναλλαγών, σε περίπτωση κατά την οποία με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται, με την χρήση διαφόρων μεθοδεύσεων (όπως, κατάρτιση συνεννοημένων ή εικονικών συναλλαγών, τεχνητή διαμόρφωση της τιμής κλεισίματος των μετοχών), η στρέβλωση των δεδομένων που αφορούν την τιμή και την εμπορευσιμότητα των κινητών αξιών και η τεχνητή διαμόρφωσή τους σε ένα επίπεδο που δεν ανταποκρίνεται στα πραγματικά τους μεγέθη, με αποτέλεσμα την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού ως προς στοιχεία που μπορούν να επηρεάσουν την διαμόρφωση των αποφάσεών του σχετικά με την διενέργεια συναλλαγών επί των κινητών αυτών αξιών. Η κατάρτιση δε συναλλαγών τέτοιου είδους συνιστά περίπτωση διάδοσης ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, δεδομένου ότι τα ως άνω πλασματικώς διαμορφωθέντα και δυνάμενα να παραπλανήσουν το επενδυτικό κοινό στοιχεία ως προς τιμή και την εμπορευσιμότητα των κινητών αξιών υποβάλλονται κατά νόμο σε δημοσιότητα και, συγκεκριμένα απεικονίζονται στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών και δημοσιεύονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών [βλ. την υπ' αριθμ. 19841/Β.1628/26.8.2002 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών (Β'1139), η οποία ίσχυε κατά τον κρίσιμο, εν προκειμένω, χρόνο και με την οποία καθορίζεται το περιεχόμενο του Ημερησίου Δελτίου Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών βλ. επίσης την υπ' αριθμ. 18/1999 (Β'40) απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών]. Αλλωστε, το ότι ο νομοθέτης εκκινεί από την αντίληψη ότι η διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών μπορεί να επιχειρείται και μέσω της διενέργειας συναλλαγών, προκύπτει και από την διατύπωση του εδαφίου β της παρ. 2 του άρθρου 72 του ν. 1969/1991, με το οποίο διευκρινίζεται απλώς ότι δεν επιβάλλεται κύρωση για την κατάρτιση συναλλαγών, με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί ανωτέρω, εις βάρος των κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητών, των προσώπων, δηλαδή, που προβαίνουν καθημερινώς στην κατάρτιση μεγάλου αριθμού συναλλαγών για λογαριασμό τρίτων, παρά μόνον εάν τα πρόσωπα αυτά γνώριζαν ή ώφειλαν να γνωρίζουν ότι μέσω της διενέργειας των συναλλαγών αυτών επιχειρείται η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών, υπό την προεκτεθείσα έννοια, πληροφοριών ή εάν διευκόλυναν με

οποιονδήποτε τρόπο τις εν λόγω συναλλαγές. Περαιτέρω, εφ' όσον η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί ανωτέρω αποτελεί, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, περίπτωση διαδόσεως ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών καταλαμβανόμενη από το πεδίο εφαρμογής της ως άνω διάταξης, δεν ασκεί καμία επιρροή το γεγονός ότι με τις μεταγενέστερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 εισάγεται η έννοια της «χειραγώγησης της αγοράς» και εξειδικεύονται οι μορφές τέλεσης της σχετικής παράβασης, ορίζεται, δηλαδή, ότι η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να επιχειρείται τόσο διά της διενέργειας συναλλαγών όσο και δια της διάδοσης πληροφοριών, όταν με τις συναλλαγές ή τις πληροφορίες αυτές είναι δυνατόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις ως προς την προσφορά, την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου. Τούτο διότι με τις ως άνω νεότερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 σκοπήθηκε η περαιτέρω εξειδίκευση των όρων και προϋποθέσεων κολασμού της σχετικής παραβάσεως, σε συμμόρφωση προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ. η θέσπιση, όμως της νέας αυτής ρύθμισης δεν αναιρεί το γεγονός ότι η επίμαχη συμπεριφορά, η διάδοση, δηλαδή, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών δια της διενέργειας συναλλαγών, επέσυρε και κατά το προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 τις προβλεπόμενες στο άρθρο αυτό διοικητικές κυρώσεις. Εξ' άλλου, με την ανωτέρω δοθείσα ερμηνεία του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 αποσαφηνίζεται το πεδίο εφαρμογής της διατάξεως, όπως αυτό προκύπτει από την ίδια την διατύπωση του νόμου. Δεν μπορεί δε να θεωρηθεί ότι οι επιδεικνύοντες τη συνήθη επιμέλεια συναλασσόμενοι και δραστηριοποιούμενοι στον τομέα της χρηματιστηριακής αγοράς δεν ήταν σε θέση να προβλέψουν ότι η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί καταλαμβάνεται από την ρύθμιση του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, ως περίπτωση πρόκλησης κινδύνου παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού και συνεπώς, ήταν δυνατόν να επισύρει την επιβολή προστίμου κατ' εφαρμογήν της ως άνω διάταξης (πρβλ. ΣτΕ 4203/2011).

7. Επειδή, όπως προκύπτει από την αναιρεσιβαλλόμενη απόφαση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της για την εποπτεία της τήρησης της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, διενήργησε έλεγχο στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, που πραγματοποιήθηκαν με αντικείμενο την εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) μετοχή της εταιρείας, με την επωνυμία «..... ..», κατά το χρονικό διάστημα από 21.10.2002 έως 12.12.2002, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν είχε επιχειρηθεί τεχνητή διαμόρφωση της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής αυτής. Κατά τη διάρκεια της ελεγχόμενης περιόδου (38 συνεδριάσεις) η τιμή της μετοχής της πιο πάνω εταιρείας παρουσίασε ποσοστιαία μεταβολή της τάξεως του +52,67%, ενώ το ίδιο χρονικό διάστημα ο γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α., μεταβλήθηκε κατά +0,47% και ο Κλαδικός Δείκτης των κατασκευαστικών εταιρειών μεταβλήθηκε κατά +12,58%. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών κατά την ίδια περίοδο ανήλθε σε ανήλθε σε 256.837 μετοχές, ενώ το αντίστοιχο προηγούμενο χρονικό διάστημα από 21.8.2002 έως 18.10.2002 (επίσης 38 συνεδριάσεις) ανήλθε σε 233.038 μετοχές, δηλαδή σημειώθηκε αύξηση κατά 10,21%. Από τον έλεγχο προέκυψε ότι κατά την ελεγχόμενη περίοδο στις συναλλαγές επί της πιο πάνω μετοχής συμμετείχαν - κυρίως με τη διαμεσολάβηση της χρηματιστηριακής εταιρείας «.....» - συνδεδόμενα με την εταιρεία «.....» πρόσωπα, όπως μέτοχοι και

μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της, συγγενείς αυτών, υπάλληλοι και συνεργάτες της, καθώς και πρόσωπα που σε συμβάσεις τους με χρηματιστηριακές εταιρείες είχαν δηλώσει αριθμούς τηλεφώνου και φαξ που ανήκουν στην εταιρεία «.....». Επιπλέον, πλὴν των προσώπων αυτών, συμμετείχε ως επενδυτής και η «.....», καθώς και συνδεόμενα με αυτή πρόσωπα, όπως μέτοχοι, μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της και συγγενείς αυτών. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 21.10.2002 έως 12.12.2002, ο αναιρεσίβλητος, διευθυντικό στέλεχος της εταιρείας «.....» μαζί με άλλα είκοσι πέντε πρόσωπα - τα οποία συνδέονταν με τις εταιρείες «.....» και «.....» - πραγματοποίησαν το 43,29% (ή 2.540.650 τεμάχια) του συνολικού όγκου των αγορών και το 37,59% (ή 2.206.190 τεμάχια) του συνολικού όγκου των πωλήσεων, ήτοι το 40,44% (ή 4.746.840 τεμάχια αγορές + πωλήσεις) του όγκου συναλλαγών της περιόδου (χωρίς να περιλαμβάνονται οι χειροκίνητες συναλλαγές πακέτων). Επιπλέον, το 39,86% (ή 7.781.940 τεμάχια αγορές + πωλήσεις) του όγκου συναλλαγών της περιόδου πραγματοποιήθηκε με χειροκίνητες συναλλαγές πακέτων. Ο αναιρεσίβλητος και η πλειοψηφία των υπόλοιπων προσώπων πραγματοποίησαν το 75,74% (ή 2.946.970 τεμάχια) και το 64,53% (ή 2.510.980 τεμάχια) του συνολικού όγκου των αγορών και των πωλήσεων, αντίστοιχα, που διενεργήθηκε με χειροκίνητες συναλλαγές πακέτων, ήτοι το 70,14% (5.457.950 τεμάχια αγορές+ πωλήσεις) του συνολικού όγκου των χειροκίνητων συναλλαγών με πακέτα, ενισχύοντας περαιτέρω την εμπορευσιμότητα της μετοχής. Ειδικότερα, ο αναιρεσίβλητος διενήργησε συνολικά μαζί με τις συναλλαγές πακέτων το 3,41% (ή 333.200 τεμάχια) του όγκου των αγορών και το 1,03% (ή 100.900 τεμάχια) του όγκου των πωλήσεων, ήτοι το 2,22% (ή 434.100 τεμάχια) του όγκου συναλλαγών της ελεγχόμενης περιόδου. Επιπλέον, σε ορισμένες συνεδριάσεις της ίδιας περιόδου, τα πιο πάνω πρόσωπα, στα οποία περιλαμβάνεται και ο αναιρεσίβλητος πραγματοποίησαν μεταξύ τους σημαντικού ύψους συναλλαγές, πρακτική που παραπέμπει σε προσυμφωνημένες συναλλαγές, οι οποίες θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μια πλασματική εικόνα ως προς την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής. Εξάλλου, διαπιστώθηκε ότι η πλειοψηφία των παραπάνω προσώπων διενήργησε αγορές άνω του 25% του ημερήσιου όγκου συναλλαγών που διαμόρφωσε την τιμή κλεισίματος σε 32 από τις συνολικά 38 συνεδριάσεις της ελεγχόμενης περιόδου, ενώ σε 21 συνεδριάσεις (55,26% των συνεδριάσεων της συγκεκριμένης περιόδου) τα πρόσωπα αυτά πραγματοποίησαν αγορές άνω του 80% του ημερήσιου όγκου συναλλαγών που διαμόρφωσε την τιμή κλεισίματος. Συνολικά, οι συναλλαγές αυτές αντιπροσωπεύουν το 75,23% του όγκου συναλλαγών που διαμόρφωσε την τιμή κλεισίματος και, σε ατομικό επίπεδο, ο αναιρεσίβλητος πραγματοποίησε το 0,66% (ή 2.350 τεμάχια) του όγκου των αγορών που διαμόρφωσε την τιμή κλεισίματος κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ενόψει αυτών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεώρησε ότι ο αναιρεσίβλητος δραστηριοποιήθηκε συναλλακτικά από κοινού και σε συνεννόηση με τα υπόλοιπα συνδεόμενα με τη «.....» και τη «.....» πρόσωπα και, μέσω α) της δεσπόζουσας θέσης που κατείχαν στις συναλλαγές επί της μετοχής της εταιρείας «.....», β) των συναλλαγών που διενήργησαν μεταξύ τους και γ) της συμμετοχής τους στο χρονικό διάστημα της συνεδρίασης που διαμορφώθηκε η τιμή κλεισίματος, επηρέασαν με τεχνητό τρόπο την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής κατά την περίοδο ελέγχου. Με βάση τις πιο πάνω διαπιστώσεις, το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αφού έλαβε υπόψη τις απόψεις που διαπίστωσε ο αναιρεσίβλητος με την 8882/26.4.2004 απαντητική του επιστολή προς το 1400/30.3.2004 έγγραφο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έκρινε ότι ο τελευταίος, κατά το

ελεγχόμενο χρονικό διάστημα, από κοινού και σε συνεννόηση με τα υπόλοιπα συνδεόμενα με τις εταιρείες «.....» και τη «.....» πρόσωπα, συμμετείχε σε εγχείρημα για τον τεχνητό επηρεασμό της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της εταιρείας «.....», με αποτέλεσμα τη διάδοση ανακριβών και παραπλανητικών πληροφοριών, που από τη φύση τους μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή και την εμπορευσιμότητά της, κατά παράβαση του άρθρου 72 παρ. 2 του Ν. 1969/1991, όπως ισχύει. Στη συνέχεια, το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την επίδικη 32/439/9.8.2007 απόφαση επέβαλε σε βάρος του αναιρεσίβλητου, σύμφωνα με την παραπάνω διάταξη, πρόστιμο για διάδοση ψευδών και ανακριβών πληροφοριών, οι οποίες από τη φύση τους μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής της εταιρείας «.....», το ύψος του οποίου προσδιόρισε σε 10.000 ευρώ. Κατά της ανωτέρω αποφάσεως ο αναιρεσίβλητος άσκησε προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, η οποία έγινε δεκτή με την αναιρεσιβαλλομένη απόφαση. Ειδικότερα, με την απόφαση αυτή έγινε δεκτό ότι, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, το προβλεπόμενο στην εν λόγω διάταξη χρηματικό πρόστιμο επιβάλλεται όταν ο επηρεασμός της τιμής των κινητών αξιών ή των συναλλαγών επί των αξιών αυτών γίνεται με την δημοσίευση ή διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, όπως ρητώς προβλέπεται στα εδάφια α' και γ' της διάταξης, και όχι με τη διενέργεια συναλλαγών ή τη διαβίβαση εντολών για τη διενέργεια συναλλαγών, περίπτωση που προβλέπεται από το εδάφιο β' της διάταξης και αφορά μόνο τους κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητές. Εν όψει δε των ανωτέρω γενομένων δεκτών, το δικάσαν δικαστήριο έκρινε ότι στην προκειμένη περίπτωση, η επιβολή του ενδίκου προστίμου δεν ήταν νόμιμη, διότι στηρίχθηκε στην κατάρτιση από τον αναιρεσίβλητο προσυνηνοημένων συναλλαγών και όχι στη δημοσίευση ή διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, περίπτωση η οποία, όπως ρητώς ορίζεται στην προαναφερόμενη διάταξη, είναι παραβατική, ενώ, αντιθέτως, τέτοια δεν είναι, προκειμένου για μη κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητές, η αποδιδόμενη στον αναιρεσίβλητο διαμόρφωση της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής με συναλλαγές ή εντολές προς διενέργεια συναλλαγών εστω και αν αυτές επέδρασαν στην τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής. Με τις σκέψεις αυτές, το δικάσαν Εφετείο έκανε δεκτή την προσφυγή και ακύρωσε την 32/439/9.8.2007 απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η κρίση αυτή του δικάσαντος Διοικητικού Εφετείου στηρίζεται σε εσφαλμένη ερμηνεία της επίμαχης διατάξεως, κατά τα βασίμως προβαλλόμενα με την υπό κρίση αίτηση, δεδομένου ότι, σύμφωνα με τα γενομένα δεκτά ανωτέρω, η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών είναι δυνατόν να συντελείται και με την διενέργεια συναλλαγών, όταν με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται ο τεχνητός επηρεασμός της τιμής και της εμπορευσιμότητας των κινητών αξιών που απετέλεσαν το αντικείμενο των συναλλαγών και, συνεπώς, η αποδιδόμενη στον αναιρεσίβλητο συμπεριφορά ήταν κατ' αρχήν δυνατόν να επισύρει την επιβολή κυρώσεων.

8. Επειδή, ο αναιρεσίβλητος, με το από 22-3-2013 υπόμνημά του, ισχυρίζεται ότι σε κάθε περίπτωση η κρινόμενη αίτηση πρέπει να απορριφθεί, διότι η επίδικη κύρωση του επεβλήθη κατά παράβαση της αρχής της εφαρμογής του ηπιότερου νόμου, κατά την οποία (αρχή), αν από την τέλεση της πράξεως έως την επιβολή της διοικητικής κυρώσεως ίσχυσαν πλείονες νόμοι, εφαρμόζεται ο εξ αυτών ηπιότερος για τον διαπράξαντα την παράβαση.

Ειδικότερα, ο αναιρεσίβλητος ισχυρίζεται ότι ναι μεν η επίδικη κύρωση επιβλήθηκε στις 9.8.2007, δηλαδή σε χρόνο κατά τον οποίο είχε επανέλθει σε ισχύ το άρθρο 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 με το άρθρο 31 παρ. 7 του ν. 3461/2006, εφόσον, όμως, το εν λόγω άρθρο 72 είχε, για ένα χρονικό διάστημα από την τέλεση της παραβάσεως, καταργηθεί με το άρθρο 32 του ν. 3340/2005, ο τελευταίος αυτός νόμος ήταν ο ηπιότερος, αφού είχε καταργήσει, για όσο χρόνο ίσχυσε, το άδικο της επίμαχης συμπεριφοράς και, ως εκ τούτου, και την δυνατότητα επιβολής κυρώσεως για την διάπραξη της, με συνέπεια να μην μπορεί να επιβληθεί κύρωση για την συγκεκριμένη συμπεριφορά. Ο ως άνω ισχυρισμός του αναιρεσιβλήτου, ο οποίος είχε προβληθεί και ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου, είναι απορριπτός, διότι ο ν. 3340/2005 δεν είναι ηπιότερος σε σχέση με τον ν. 1969/1991 ως προς το επίμαχο ζήτημα, εφόσον και κατά την έννοια του άρθρου 7 του εν λόγω νεότερου νόμου η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί ανωτέρω συνιστά, όπως και υπό το καθεστώς ισχύος του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, παράβαση, υπαγόμενη στην εισαχθείσα με την νεότερη διάταξη έννοια της «χειραγώγησης της αγοράς» και, ως εκ τούτου, τέτοιου είδους συμπεριφορά αποτελούσε παράβαση καθ' όλο το χρονικό διάστημα από την διάπραξη της αποδοθείσης στον αναιρεσίβλητο παραβάσεως έως και την επιβολή εις βάρος του της επίμαχης κυρώσεως.

9. Επειδή, κατόπιν των ανωτέρω, η υπό κρίση αίτηση πρέπει να γίνει δεκτή και να αναιρεθεί η προσβαλλόμενη απόφαση, η δε υπόθεση που χρειάζεται διευκρίνιση ως προς το πραγματικό, πρέπει να παραπεμφθεί στο δικάσαν Διοικητικό Εφετείο προς νέα κρίση.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

2339/2013 ΣΤΕ (604868)

(Α΄ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΝΟΜΟΣ) Χρηματιστήριο. Απαγορεύεται η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, οι οποίες είναι ικανές να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές επί κινητών αξιών. Με ποιους τρόπους επιχειρείται η χειραγώγηση της αγοράς. Δεν απαιτείται να αποδεικνύεται ότι ο διενεργήσας τις συναλλαγές γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι μέσω των συναλλαγών επιχειρείται η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, παρά μόνο εάν πρόκειται περί κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητού. Δεν παραβιάζεται το άρθρο 7 της ΕΣΔΑ. Νομίμως επιβλήθηκε το ένδικο πρόστιμο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Απορρίπτεται η αναίρεση (επικυρώνει την υπ' αριθμ. 1658/2008 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών).

Αριθμός 2339/2013

ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΣ ΕΠΙΚΡΑΤΕΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ Δ΄

Συνεδρίασε δημόσια στο ακροατήριό του στις 19 Φεβρουαρίου 2013, με την εξής σύνθεση: Ε. Σαρπ, Αντιπρόεδρος, Προεδρεύουσα, σε αναπλήρωση του Προέδρου του Τμήματος, που είχε κώλυμα, Σπ. Χρυσικοπούλου, Δ. Κυριλλόπουλος, Σύμβουλοι, Β. Κίντζιου, Μ. Αθανασοπούλου, Πάρεδροι. Γραμματέας ο Ν. Αθανασίου.

Για να δικάσει την από 18 Σεπτεμβρίου 2009 αίτηση:

του , κατοίκου Αθηνών (.....), ο οποίος παρέστη με τη δικηγόρο Μαρία Καρανασοπούλου (Α.Μ. 8989), που τη διόρισε με πληρεξούσιο και η οποία δήλωσε ότι διορθώνει το όνομα του αναιρεσειόντος στο ορθό «...»,

κατά της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που εδρεύει στην Αθήνα (Κολοκοτρώνη 1 και Σταδίου), η οποία παρέστη με το δικηγόρο Θεόδωρο - Δώρο Λέκα (Α.Μ. 19053), που τον διόρισε με απόφαση της Εκτελεστικής Επιτροπής.

Με την αίτηση αυτή ο αναιρεσειών επιδιώκει να ανααιρεθεί η υπ' αριθμ. 1658/2008 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών.

Οι πληρεξούσιοι των διαδίκων δήλωσαν, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 2 του άρθρου 21 του Κανονισμού Λειτουργίας του Δικαστηρίου, ότι δεν θα αγορεύσουν.

Η εκδίκαση άρχισε με την ανάγνωση της εκθέσεως της εισηγήτριας, Παρέδρου Μ. Αθανασοπούλου.

Μετά τη δημόσια συνεδρίαση το δικαστήριο συνήλθε σε διάσκεψη σε αίθουσα του δικαστηρίου

και

Αφού μελέτησε τα σχετικά έγγραφα

Σκέφθη κεκατάτο Νόμο

1. Επειδή, για την άσκηση της υπό κρίση αιτήσεως έχει καταβληθεί το νόμιμο παράβολο (1087716- 7/2009 ειδικά έντυπα παραβόλου).

2. Επειδή, με την αίτηση αυτή ζητείται η αναίρεση της 1658/2008 απόφασης του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, με την οποία απερρίφθη προσφυγή του αναιρεσείοντος, μετόχου της εταιρείας , (το όνομα του οποίου διορθώθηκε, με δήλωση της πληρεξουσίας δικηγόρου του στο ακροατήριο, σε «.....») κατά α/ της υπ'αριθ.18/310/11.8.2004 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, περί επιβολής σε βάρος του προστίμου ύψους 100.000 ευρώ, λόγω παραβάσεως του άρθρου 72 παρ.2 του ν. 1968/1991, και β/ της υπ'αριθ. 21.2/539/18.2.2005 απόφασης της Εκτελεστικής Επιτροπής του ιδίου ΝΠΔΔ, με την οποία απερρίφθη η αίτηση θεραπείας του αναιρεσείοντος κατά της υπό α' πράξεως.

3. Επειδή, στο άρθρο 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 (Α' 167), όπως η παράγραφος αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 1 του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (Α' 228), ορίζονται τα εξής: «Πρόστιμο μέχρι πεντακοσίων εκατομμυρίων (500.000.000) δρχ. επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δημοσιεύουν ή διαδίδουν με οποιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες ως προς κινητές αξίες εισαγόμενες ή εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, οι οποίες ως εκ της φύσης τους μπορούν να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές των αξιών αυτών. Η απλή κατάρτιση συναλλαγών επί των αξιών αυτών από πρόσωπα που λειτουργούν κατ' επάγγελμα ως διαμεσολαβητές δεν συνιστά λόγο επιβολής διοικητικών κυρώσεων σε εφαρμογή του αμέσως προηγούμενου εδαφίου, εκτός εάν ο διαμεσολαβητής γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι επιχειρείτο μέσω των καταρτιζόμενων συναλλαγών η διάδοση ψευδών ή ανακριβών πληροφοριών ή συνέβαλε με οποιονδήποτε πρόσθετο τρόπο στη διευκόλυνση των συναλλαγών αυτών. Η διάταξη αυτή εφαρμόζεται και κατά των μελών του Δ.Σ. εταιρειών που αιτούνται την εισαγωγή των μετοχών τους σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο, όταν οι ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο που απαιτείται για την ανωτέρω εισαγωγή ή δημοσιεύονται ή διασπείρονται καθ' οιονδήποτε τρόπο». Εξ άλλου, με το άρθρο 7 του ν. 3340/2005 (Α' 112), με τον οποίο, κατά το άρθρο 1 αυτού, σκοπήθηκε η προσαρμογή της νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 (ΕΕ L 96), ορίσθηκαν τα εξής: «1. Απαγορεύεται η χειραγώγηση της

αγοράς. 2. Ως «χειραγώγηση της αγοράς» νοούνται: α) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού, η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, εκτός εάν το πρόσωπο που κατήρτισε τις συναλλαγές ή το πρόσωπο για λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές ή το πρόσωπο που έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών αποδεικνύει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών για θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς, β) συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, οι οποίες συνδυάζονται με/ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα, γ) η διάδοση δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο πληροφοριών, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες, οι φήμες ή οι ειδήσεις αυτές ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές... 3...». Περαιτέρω, με το άρθρο 32 του ν. 3340/2005 (Α' 112) καταργήθηκε η ανωτέρω παρατεθείσα διάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, στο άρθρο 32α, όμως, του ίδιου νόμου [το οποίο προστέθηκε με το άρθρο 31 παρ. 7 του ν. 3461/2006 (Α' 106)] ρητώς ορίστηκε ότι η εν λόγω διάταξη εξακολουθεί να εφαρμόζεται, προκειμένου περί παραβάσεων, οι οποίες είχαν λάβει χώρα έως την έναρξη του νόμου αυτού (δηλαδή του ν. 3340/2005).

4. Επειδή, όπως έχει κριθεί (ΣτΕ 109/2013 επταμ.), η ανωτέρω διάταξη του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 αποβλέπει στην διαφύλαξη της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και την προστασία του επενδυτικού κοινού, δια της αποτροπής της δημοσιεύσεως ή διαδόσεως, με οποιονδήποτε τρόπο, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών, οι οποίες είναι ικανές, ως εκ της φύσεώς τους, να επηρεάσουν την τιμή ή τις συναλλαγές επί κινητών αξιών, που εισάγονται ή έχουν εισαχθεί σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, υπό την έννοια ότι είναι ικανές να ασκήσουν επιρροή στο επενδυτικό κοινό και στη διαμόρφωση των αποφάσεων του ως προς τις συναλλαγές του επ' αυτών (βλ. ΣτΕ 3918/2011, 1126/2009, 2635-6/2005). Εξ άλλου, ο νομοθέτης δεν διακρίνει ως προς τον τρόπο διάδοσεως των ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών που επιφέρουν το ως άνω αποδοκιμαζόμενο από την έννομη τάξη αποτέλεσμα. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών μπορεί να επέρχεται και ως αποτέλεσμα της διενέργειας συναλλαγών, σε περίπτωση κατά την οποία με τις συναλλαγές αυτές σκοπείται, με την χρήση διαφόρων μεθοδεύσεων (όπως κατάρτιση προσυνεννοημένων ή εικονικών συναλλαγών, τεχνητή διαμόρφωση της τιμής κλεισίματος των μετοχών), η στρέβλωση των δεδομένων που αφορούν την τιμή και την εμπορευσιμότητα των κινητών αξιών και η τεχνητή διαμόρφωσή τους σε ένα επίπεδο που δεν ανταποκρίνεται στα πραγματικά τους μεγέθη, με αποτέλεσμα την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού ως προς στοιχεία που μπορούν να επηρεάσουν την διαμόρφωση των αποφάσεών του σχετικά με την διενέργεια συναλλαγών επί των κινητών αυτών αξιών. Περαιτέρω, εφ' όσον η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί

ανωτέρω αποτελεί, κατά την έννοια του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991, περίπτωση διαδόσεως ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών καταλαμβανόμενη από το πεδίο εφαρμογής της ως άνω διατάξεως, δεν ασκεί καμία επιρροή το γεγονός ότι με τις μεταγενέστερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 εισάγεται η έννοια της «χειραγώγησης της αγοράς» και εξειδικεύονται οι μορφές τελέσεως της σχετικής παραβάσεως, ορίζεται, δηλαδή, ότι η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να επιχειρείται τόσο δια της διενέργειας συναλλαγών όσο και δια της διαδόσεως πληροφοριών, όταν με τις συναλλαγές ή τις πληροφορίες αυτές είναι δυνατόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις ως προς την προσφορά, την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου. Τούτο διότι με τις ως άνω νεότερες διατάξεις του άρθρου 7 του ν. 3340/2005 σκοπήθηκε η περαιτέρω εξειδίκευση των όρων και προϋποθέσεων κολασμού της σχετικής παραβάσεως, σε συμμόρφωση προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ. Η θέσπιση, όμως, της νέας αυτής ρυθμίσεως δεν αναιρεί το γεγονός ότι η επίμαχη συμπεριφορά, η διάδοση, δηλαδή, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών δια της διενέργειας συναλλαγών, επέσυρε και κατά το προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς του άρθρου 72 παρ. 2 του ν. 1969/1991 τις προβλεπόμενες στο άρθρο αυτό διοικητικές κυρώσεις.

5. Επειδή, από την αναιρεσιβαλλομένη απόφαση προκύπτουν τα εξής: Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διενήργησε έλεγχο των χρηματιστηριακών συναλλαγών επί της μετοχής της εταιρείας κατά το χρονικό διάστημα από 1.9.2003 έως 30.4.2004, κατά το οποίο παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση της τιμής της μετοχής κατά 130,87%, έναντι αύξησης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) κατά 14,60% και του κλαδικού δείκτη εταιρειών επενδύσεων κατά 23,21%, και διαπίστωσε ότι ο αναιρεσείων, μέτοχος με ποσοστό 2,402%, πραγματοποίησε συναλλαγές στη μετοχή οι οποίες ενείχαν στοιχεία μεθοδεύσεως με σκοπό την τεχνητή διαμόρφωση της τιμής της εμπορευσιμότητάς της καθώς και της τιμής κλεισίματός της, όπως ειδικότερα εκτίθεται στην αναιρεσιβαλλομένη. Κρίνοντας δε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ότι ο αναιρεσείων, με τη συμμετοχή του στην κατάρτιση μεθοδευμένων συναλλαγών στην εν λόγω μετοχή, διέδωσε ανακριβείς και παραπλανητικές πληροφορίες, οι οποίες από τη φύση τους μπορούσαν να επηρεάσουν, και πράγματι επηρέασαν, την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής, κατά παράβαση του άρθρου 72 παρ.2 του ν.1969/1991, του επέβαλε με την 18/310/11.8.2004 πράξη του Διοικητικού της Συμβουλίου, πρόστιμο ύψους 100.000 ευρώ. Ο αναιρεσείων άσκησε κατά της πράξης αυτής αίτηση θεραπείας, η οποία απερρίφθη, και εν συνεχεία προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών που απερρίφθη με την αναιρεσιβαλλομένη απόφαση.

6. Επειδή, προβάλλει ο αναιρεσείων με την υπό κρίση αίτηση ότι μη νομίμως απερρίφθη με την αναιρεσιβαλλομένη ο προβληθείς με την προσφυγή του λόγος ότι η κατά το άρθρο 72 παρ.2 του ν.1969/1991 κύρωση επιβάλλεται όταν ο επηρεασμός της τιμής των κινητών αξιών ή των συναλλαγών επ' αυτών γίνεται με την διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, και όχι με την διενέργεια συναλλαγών ή εντολών για τη διενέργεια συναλλαγών που προβλέπεται από το εδάφιο β' της διατάξεως και αφορά μόνον τους κατ'

επάγγελμα διαμεσολαβητές, όπως προκύπτει και από τις διατάξεις του ν.3340/2005. Ενόψει όμως της εννοίας της εν λόγω διάταξης, όπως εκτίθεται στη σκέψη 4, ο προβαλλόμενος λόγος αναιρέσεως είναι απορριπτέος. Δεν απαιτείται δε, κατά νόμον, να αποδεικνύεται ότι ο διενεργήσας τις συναλλαγές γνώριζε ή ώφειλε να γνωρίζει ότι μέσω αυτών επιχειρείται η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών, παρά μόνο εάν πρόκειται περί κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητού, δεδομένου, άλλωστε, ότι δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι οι επιδεικνύοντες τη συνήθη επιμέλεια συναλλασσόμενοι και δραστηριοποιούμενοι στον τομέα της χρηματιστηριακής αγοράς δεν είναι σε θέση να προβλέψουν ότι η διενέργεια συναλλαγών με τα χαρακτηριστικά που έχουν εκτεθεί δύνανται να προκαλέσουν κίνδυνο παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού. Ούτε, εξ άλλου, απαιτείται να αποδεικνύεται η πρόκληση συγκεκριμένης ζημίας στους επενδυτές. Συνεπώς, οι περί του αντιθέτου λόγοι αναιρέσεως είναι απορριπτέοι.

7. Επειδή, προβάλλεται ως λόγος αναιρέσεως ότι γεννάται ζήτημα παραβιάσεως του άρθρου 7 της Ευρωπαϊκής Συμβάσεως για την προστασία των δικαιωμάτων του ανθρώπου και των θεμελιωδών ελευθεριών (ν.δ. 53/1974, Α' 256), λόγω της αντίθετης νομολογίας του Συμβουλίου της Επικρατείας και των διοικητικών δικαστηρίων ως προς την ερμηνεία της επίμαχης διάταξης του άρθρου 72 παρ.2 του ν. 1969/1991. Δεδομένου, όμως, ότι με την δοθείσα στη σκέψη 4 ερμηνεία του άρθρου 72 παρ.2 του ν. 1969/1991 αποσαφηνίζεται το πεδίο εφαρμογής της διατάξεως, όπως αυτό προκύπτει από την ίδια την διατύπωση του νόμου, ο δε αναιρεσείων δεν ισχυρίζεται, άλλωστε, ότι υπήρχε, κατά το χρονικό διάστημα, κατά το οποίο τελέσθηκε η αποδιδόμενη σε αυτόν παράβαση, αντίθετη, και μάλιστα παγιωμένη, νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας ή των διοικητικών δικαστηρίων ως προς την ερμηνεία της επίμαχης διατάξεως, ο προβαλλόμενος λόγος είναι, εν πάση περιπτώσει, απορριπτέος. Προβάλλεται, περαιτέρω, ότι η πρόβλεψη στην παρ. 2 του άρθρου 72 του ν.1969/1991 της επιβολής των προαναφερθεισών διοικητικών κυρώσεων αντίκειται στο άρθρο 4 παρ.1 του Εβδόμου Προσθέτου Πρωτοκόλλου της Ε.Σ.Δ.Α. (κυρ. ν. 1705/1987, Α' 89) και στο άρθρο 14 παρ.7 του Διεθνούς Συμφώνου για τα ατομικά και πολιτικά δικαιώματα (κυρ. ν. 2462/1997, Α'25), δεδομένου ότι με την παρ.1 του ίδιου άρθρου 72 προβλέπεται η επιβολή και ποινικών κυρώσεων για τις ίδιες παραβάσεις. Ο λόγος είναι απορριπτέος ως αβάσιμος, διότι, πάντως, οι προαναφερθείσες διατάξεις του Εβδόμου Προσθέτου Πρωτοκόλλου και του Διεθνούς Συμφώνου δεν απαγορεύουν την κατ' αρχήν πρόβλεψη και ποινικών και διοικητικών κυρώσεων, ενώ, εξ άλλου, ο αναιρεσείων δεν ισχυρίζεται ότι έχει επιβληθεί εις βάρος του και ποινική κύρωση για τα επίδικα πραγματικά περιστατικά.

8. Επειδή, απαραδέκτως προβάλλονται το πρώτον με το από 26.2.2013 υπόμνημα μετά τη συζήτηση της υποθέσεως, οι αυτοτελείς, μη αυτεπαγγέλτως εξεταστέοι, λόγοι αναιρέσεως ότι η αναιρεσιβαλλομένη δεν αιτιολογείται νομίμως και επαρκώς διότι δεν προσδιορίζει με συγκεκριμένο τρόπο το σύνολο των συναλλαγών που διενήργησε ατομικά ο αναιρεσείων και το ποσό του συνολικού όγκου των συναλλαγών της συγκεκριμένης μετοχής που

πραγματοποίησε, καθώς και ότι δεν συνέτρεχε περίπτωση παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού από τις πραγματοποιηθείσες από αυτόν συναλλαγές.

9. Επειδή, κατόπιν των ανωτέρω, η υπό κρίση αίτηση πρέπει να απορριφθεί στο σύνολό της.

Δ ι ά τ α ύ τ α

Απορρίπτει την υπό κρίση αίτηση.

Διατάσσει την κατάπτωση του παραβόλου.

Επιβάλλει στον αναιρεσείοντα τη δικαστική δαπάνη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που ανέρχεται σε τετρακόσια εξήντα (460) ευρώ.

Η διάσκεψη έγινε στην Αθήνα την 1η Μαρτίου 2013 και η απόφαση δημοσιεύθηκε σε δημόσια συνεδρίαση της 11ης Ιουνίου 2013.

Η Προεδρεύουσα Αντιπρόεδρος Ο Γραμματέας

Ειρ. Σαρπ Ν. Αθανασίου

ΣΤΟ ΟΝΟΜΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΛΑΟΥ

Εντέλλεται προς κάθε δικαστικό επιμελητή να εκτελέσει όταν του το ζητήσουν την παραπάνω απόφαση, τους Εισαγγελείς να ενεργήσουν κατά την αρμοδιότητά τους και τους Διοικητές και τα άλλα όργανα της Δημόσιας Δύναμης να βοηθήσουν όταν τους ζητηθεί.

Η εντολή πιστοποιείται με την σύνταξη και την υπογραφή του παρόντος.

Αθήνα,

Ο Πρόεδρος του Δ' Τμήματος Η Γραμματέας του Δ' Τμήματος