

ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ «ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ»

Σοφία Παγώνη, Γεώργιος Μπλάνας
ΤΕΙ Λάρισας

Περίληψη

Η οδηγία 2003/6/Ε.Κ. "για τις πράξεις προσώπων, που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)" καταστρώνεται υπό την κοινή λογική συνδυασμένων κανόνων για την καταπολέμηση της κατάχρησης αγοράς. "Γενικώς καταχρηστικές" είναι οι συμπεριφορές επενδυτών, που φέρουν άλλους επενδυτές, άμεσα ή έμμεσα, σε αδικαιολόγητα μειονεκτική θέση. Οι συμπεριφορές αυτές εκδηλώνονται είτε υπό τη μορφή εκμετάλλευσης μη προσιτών στο επενδυτικό κοινό εμπιστευτικών-προνομιακών πληροφοριών (υπό τη γνωστή δηλαδή μορφή του *insider trading*), είτε υπό την μορφή των στρεβλώσεων του μηχανισμού καθορισμού των τιμών - χειραγώγησης της αγοράς. Βασικός επιδιωκόμενος σκοπός τόσο της εν λόγω οδηγίας όσο και του Ν. 3340/2005, που την ενσωμάτωσε στο Ελληνικό δίκαιο, είναι η ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές αυτές. Στην μελέτη που ακολουθεί γίνεται παρουσίαση του ισχύοντος ελληνικού νομικού πλαισίου, αναφορικά με τις πρακτικές κατάχρησης αγοράς, υπό την μορφή καταρχήν της καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικής πληροφορίας, και στη συνέχεια, υπό την μορφή πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς, σε συνδυασμό με τις αλλαγές που επέφερε η ενσωμάτωση της νέας οδηγίας στο ελληνικό δίκαιο για κάθε περίπτωση, αλλά και με αναφορές στο δίκαιο κεφαλαιαγοράς άλλων κρατών σχετικά με τα ζητήματα αυτά.

Λέξεις Κλειδιά: Κατάχρηση, Χειραγώγηση, Πληροφορία, Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), Οδηγία, Χρηματιστήριο, Επενδυτής

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η έννοια "κατάχρηση αγοράς" δεν είχε ποτέ, μέχρι πρόσφατα, ορισθεί και διευκρινισθεί, σε κάποιο κανόνα της κοινοτικής ή ελληνικής νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς. Για πρώτη φορά σε κοινοτικό επίπεδο, γίνεται λόγος για "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)"¹, η οποία εκδόθηκε την 28/1/2003 και άρχισε να ισχύει την 12/4/2003 (ημέρα δημοσίευσής της στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης).

Στην οδηγία αυτή ορίζεται σαφώς ότι οι καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά (κατάχρηση αγοράς) διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: αφενός τις πράξεις κατόχων προνομιακών πληροφοριών και αφετέρου τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Έτσι, τόσο η εκμετάλλευση εμπιστευτικής εσωτερικής πληροφορίας, όσο και η χειραγώγηση αγοράς, εμφανίζονται ως υπαλλακτικές μορφές ενός βασικού αδικήματος, που είναι η «κατάχρηση αγοράς».

Η οδηγία ενάντια στην κατάχρηση αγοράς αποτέλεσε έναν από τους πλέον βασικούς στόχους του Προγράμματος-Σχεδίου Δράσης για τις

¹ European Parliament and Council Directive 2003/6/E.C. on Insider Dealing and Market Abuse. Το κείμενο είναι διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.europa.eu.int

Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (FSAP) (1999), στα πλαίσια του οποίου ορίστηκε, ως ένας από τους κύριους άξονες, η λήψη μέτρων για την ενοποίηση των Ευρωπαϊκών Χρηματοπιστωτικών αγορών. Κύριοι στόχοι της οδηγίας αυτής είναι να διασφαλίσει την ακεραιότητα των ευρωπαϊκών αγορών και να επαυξήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Αποτελεί κοινή διαπίστωση το γεγονός ότι η ποικιλία αλλά και συχνά η έλλειψη ρύθμισης των καταχρηστικών πρακτικών από το εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών οδηγεί αναπόφευκτα στη στρέβλωση του ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές και σε ανασφάλεια δικαίου, ιδίως στις διασυνοριακές συναλλαγές².

Σύμφωνα με το άρθρο 18 της εν λόγω οδηγίας, η Ελλάδα έπρεπε να θέσει σε ισχύ τις αναγκαίες νομοθετικές, κανονιστικές και διοικητικές διατάξεις για τη συμμόρφωση στην οδηγία αυτή το αργότερο μέχρι την 12/10/2004. Αν και εκπρόθεσμα, τελικά ψηφίσθηκε ο **νόμος 3340/2005 (ΦΕΚ Α 112/10-5-2005)**, «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», η ισχύς του οποίου άρχισε δύο μήνες από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

ΕΙΔΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

ΚΑΤΑΧΡΗΣΤΙΚΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

α) Παράδειγμα καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακής πληροφόρησης³

ΙΣΤΟΡΙΚΟ: Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας Γ αποφασίζει να προσφέρει προς πώληση τη συμμετοχή της Γ στην εταιρεία C. Η προσφορά τελεί υπό τον όρο της άμεσης αποδέσμευσης της εταιρείας Γ από τις υποχρεώσεις της έναντι της εταιρείας C, όπως καταγράφονται σε συμφωνητικό μεταξύ των μετόχων της C. Η Γ απευθύνεται σε συγκεκριμένες εταιρείες προσφέροντας τις μετοχές της εταιρείας C που κατέχει, με τον προαναφερόμενο όρο. Την επόμενη ημέρα, οι εταιρείες αυτές απαντούν μεν καταφατικά στην προσφορά της Γ, θέτουν όμως πρόσθετους όρους. Οι απαντήσεις αυτές γνωστοποιούνται σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας Γ, στο οποίο συμμετέχει και ο X. Μερικές ημέρες αργότερα, δημοσιεύεται στον Τύπο ότι η εταιρεία Δ αποκτά μετοχές της εταιρείας C από την εταιρεία Γ, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και με ανακοίνωση της Δ. Κατά τη διάρκεια της ίδιας ημέρας η τιμή της μετοχής της Δ παρουσιάζει μεγάλη άνοδο. Ο X πωλεί μετοχές της εταιρείας Δ που κατέχει. Τελικά, η μεταβίβαση των μετοχών της C από την εταιρεία Γ στην εταιρεία Δ δεν πραγματοποιείται διότι η Γ, κατά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της αποφασίζει ότι η αποδοχή της προσφοράς της από τις εταιρείες-υποψήφιους αγοραστές δεν είναι ανεπιφύλακτη, δηλαδή περιέχει νέους όρους.

Αποτέλεσμα: Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμπέρανε ότι οι πωλήσεις που ο X πραγματοποίησε συνιστούν καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, δεδομένου ότι: (α) λόγω της ιδιότητάς του ως μέλος Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας Γ, είχε ήδη λάβει γνώση των απαντήσεων των εταιριών-υποψήφιων αγοραστών από τις οποίες προέκυπτε ότι η μεταβίβαση θα ματαιωνόταν (β) ο X προέβη στην ανωτέρω πώληση των μετοχών της Δ αποκομίζοντας σημαντικό κεφαλαιακό όφελος. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε πρόστιμο στον

² Πλάγου Γ., 2002, Κατάχρηση της αγοράς: το νέο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, Χρηματοπιστωτικά θέματα, τεύχος Νοέμβριος-Δεκέμβριος, σελ. 11

³ Το παράδειγμα λήφθηκε από την ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς www.hcmc.gr: «10 περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς»

κ. Χ και υπέβαλε έγκληση κατ' αυτού, ώστε να υπάρξει ποινική διερεύνηση της υπόθεσης.

β) Η δικαιολόγηση της θέσπισης της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακής-εμπιστευτικής πληροφόρησης

Το ανωτέρω παράδειγμα αποτελεί μόνο κάποιο από τα ποικίλα σενάρια-περιπτώσεις καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών (*insider trading*), οι οποίες λαμβάνουν χώρα στην ελληνική κεφαλαιαγορά, κατά παράβαση της υποχρέωσης τήρησης της απαγόρευσης καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών. Κύριος στόχος της οδηγίας 2003/6/ΕΚ και συνακόλουθα του νόμου 3340/2005 (ΦΕΚ Α 112/10-5-2005) «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», με τον οποίο νόμο η οδηγία αυτή ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο, είναι κυρίως η διασφάλιση της αρχής για την παροχή ίσων ευκαιριών οικονομικής διακινδύνευσης των επενδυτών κατά τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών, όσο και η ανάγκη για διαφάνεια στην χρηματιστηριακή αγορά⁴.

Η παραβατική συμπεριφορά συνίσταται εν προκειμένω, στην καταχρηστική, άμεση ή έμμεση, αξιοποίηση συγκεκριμένης εμπιστευτικής πληροφορίας *προνομιακού χαρακτήρα* στη χρηματιστηριακή αγορά, ως προς την οποία ο δράστης έχει χρονικό προβάδισμα γνώσης ή κατοχής σε σχέση με τους λοιπούς *ανύποπτους επενδυτές* και άπώτερο σκοπό προσπορισμού, για τον εαυτό του ή τρίτο, σημαντικού περιουσιακού οφέλους (επίτευξης κέρδους ή αποφυγής ζημίας) ή πρόκλησης σημαντικής περιουσιακής ζημίας σε τρίτο⁵. Η καταχρηστική χρησιμοποίηση κρίσιμων πληροφοριών στο Χρηματιστήριο από πρόσωπα που για διάφορους λόγους έχουν τη δυνατότητα προνομιακής πρόσβασης σ'αυτές κι έτσι κερδοσκοπούν αθέμιτα, εκμεταλλευόμενοι το χρονικό προβάδισμα που διαθέτουν έναντι των λοιπών επενδυτών, αποτελεί την πιο σοβαρή μορφή διάσπασης της αρχής της ισότητας. Κατά συνέπεια, το αγαθό, που η χρηματιστηριακή νομοθεσία επιχειρεί εν προκειμένω να διασφαλίσει, είναι **η αρχή της ισότητας των επενδυτών** και ειδικότερα η προστασία των *"απληροφόρητων"* συναλλασσομένων.

Σχετικοποίηση της απαξίας του *"insider trading"* (ως *insider trading* έχει καθιερωθεί στην αμερικανική ορολογία και ως *insider dealing* στην αγγλική, ενώ στα γαλλικά έχει υιοθετηθεί ως *délit d'initiés*-επί λέξει: *παράβαση των μνημένων*⁶) επιδιώκουν οι απόψεις εκείνες που υποστηρίζουν ότι τέτοιες συμπεριφορές, αφενός διευκολύνουν την ταχύτερη αφομοίωση της εμπιστευτικής πληροφορίας στην τιμή των κινητών αξιών, από την οποία μπορούν να επωφεληθούν όλοι οι επενδυτές, και αφετέρου συνιστούν ανταμοιβή των εταιρικών παραγόντων, δημιουργών της εμπιστευτικής πληροφορίας. Η οικονομική και δικαιοπολιτική συζήτηση σχετικά με το *"insider dealing"* άρχισε να αποκτά ενδιαφέρον με τη θέση του καθηγητή *Manne*, ο οποίος υποστήριξε ότι η χρήση της οικονομικά σημαντικής πληροφορίας, είναι απαραίτητη *"σαν κίνητρο και μέθοδος αποζημίωσης των προσώπων που αφιερώνουν προσπάθειες, για να ανακαλύψουμε ότι σε τελική ανάλυση κανείς δεν ζημιώνεται από τη χρήση αυτή"*⁷. Έτσι, κατά την άποψη αυτή,

⁴ Αψούρη Ι., 1995, "Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο", ΕλλΔ 1995, σελ. 279 επ.

⁵ Εανθάκη Μ., 2002, Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, σελ. 329.

⁶ Αψούρη ο.π. σελ. 281 :Οι δυσχέρειες μεταφοράς των όρων αυτών στη γλώσσα μας καθίστανται αμέσως ορατές, πάντως χρησιμοποιούνται ήδη και οι δύο εκδοχές «μεταγλωττισμένες» ως *insiders* = «εσωτερικοί εταιρικοί παράγοντες» και *initiés*= «μεμνημένοι» αντίστοιχα, ενώ εμφανίζεται και το μάλλον αποτυχημένο, λόγω της παραγράφου 2 του άρθρου 30 ν. 1806/1988 «πληροφοριοδότες».

⁷ *Manne*, 1966, "Insider Trading and Stock Market", σελ. 93.

στην πραγματικότητα, οι απαγορευμένες -κατά τ'άλλα - συναλλαγές των insiders δεν παύουν να βοηθούν την αποτελεσματικότερη λειτουργία του μηχανισμού τιμών, "αφού οι πράξεις τους οδηγούν τις τιμές προς την κατεύθυνση που θα πορεύονταν, εάν η συγκεκριμένη πληροφορία είχε δημοσιευτεί"⁸.

Στην παραπάνω άποψη προσετέθη το επιχείρημα ότι η μακροπρόθεσμη προστασία και ωφέλεια των επενδυτών είναι ανέφικτη δίχως την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Η ύπαρξη του insider trading κατά ένα βαθμό ανεβάζει το ενδιάμεσον των επενδυτών, ενώ ο πλήρης εκμηδενισμός του insider trading αφαιρεί το μυστήριο και τη δυνατότητα απόκτησης πληροφοριών μέσω δημοσίων σχέσεων⁹. Η λογική ότι το insider dealing διευκολύνει την ταχύτερη ενσωμάτωση της πληροφορίας στην τιμή της μετοχής και κατά συνέπεια οδηγεί σε αποτελεσματικότερη και ασφαλέστερη αγορά, αποτελεί το κύριο επιχείρημα όσων εναντιώνονται στη νομοθετική απαγόρευση του φαινομένου¹⁰.

Αντίθετα, η κρατούσα άποψη δίνει έμφαση στην-οικονομικής έστω σκοπιμότητας- αναγκαιότητα ηθικοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς και των συναλλαγών της δια της απόλυτης, όχι σχετικοποιημένης, αρχής της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών¹¹, η οποία ουδόλως εξυπηρετείται, όταν επενδυτές φέρονται σε αδικαιολόγητα μειονεκτική θέση από συμπεριφορές άλλων επενδυτών. Εν προκειμένω, το κύριο πρόβλημα έγκειται στην παροχή των κατάλληλων μέτρων προστασίας του απλού επενδυτή-μετόχου, ο οποίος δεν συμμετέχει στη διαχείριση αυτής και ο οποίος μπορεί να είναι μέτοχος "μειοψηφίας", χωρίς να αποκλείεται μέτοχοι σαν κι αυτόν να αποτελούν τμήμα ακόμη και της απόλυτης μετοχικής πλειοψηφίας, όταν αυτή η πλειοψηφία είναι διεσπαρμένη και ανίκανη να κινητοποιηθεί προς προστασία των συμφερόντων της, για ίση μεταχείριση σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις. Η απαίτηση αυστηρώς αναλογικής κατανομής των ωφελημάτων από τη μετοχική σχέση, με τη μορφή ίσης πληροφόρησης για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων και ίσως -μάλιστα εκτεταμένων- ευκαιριών συμμετοχής στις βασικές εταιρικές αποφάσεις, μέσα από διαδικασίες της γενικής συνέλευσης, εμφανίζεται επιβεβλημένη, προκειμένου να αποφεύγονται περιπτώσεις καταχρηστικής εκμετάλλευσης της θέσης αυτού που συμμετέχει στη διαχείριση της εταιρίας. Ασφαλώς, δύσκολα θα δεχόταν κανείς να συμμετάσχει ως μέτοχος ή να επενδύσει σε μία εταιρία, όταν οι ευκαιρίες για λήψη ωφελημάτων κατανέμονται κατά τρόπο συστηματικώς άνισο¹².

⁸ Γεωργακόπουλου Λ. και Ν, 1999 «Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο Χρηματιστήριο», ΝοΒ 1999, σελ. 1386.

⁹ Ζέκου Γ., 2002, «Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές», ΔΕΕ 1/2002, σελ. 34 επ.

¹⁰ Γκίνη Ν., 1999, "Η οικονομική επιστήμη ως παράγων πληροφόρησης του χρηματιστηριακού δικαίου", εισήγηση δημοσιευμένη στα πρακτικά του 9^{ου} συνεδρίου του Πανελληνίου Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων, Δελφοί, 12-14 Νοεμβρίου 1999, με θέμα «Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο».

¹¹ Παμπούκη Κ., 1994, «Η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων» Αρμ. 1994, σελ. 891 επ.

¹² Χατζηγεμανουήλ Χρ., 2000, "Ίση μεταχείριση των μετόχων εισηγμένων εταιριών: Γενικό εταιρικό δίκαιο και ειδικές χρηματιστηριακές ρυθμίσεις", εισήγηση δημοσιευμένη στα Πρακτικά Διημερίδας του Κέντρου Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, 9-10 Ιουνίου 2000, με θέμα «Χρηματιστήριο και Προστασία των Επενδυτών», σελ. 85 επ.

γ) Η εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην οδηγία 2003/6/ΕΚ.

Με το νέο αυτό νόμο καταργούνται οι διατάξεις του π.δ. 53/1992¹³ στο σύνολο τους. Έτσι, καταρχήν, ενώ στο προϊσχύσαν π.δ. 53/1992 αναφερόταν ο όρος «**εμπιστευτικές** πληροφορίες», τώρα γίνεται λόγος για «**απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών**», θέλοντας με τον τρόπο αυτό ο νομοθέτης να δώσει έμφαση στη δύναμη που παρέχει η κατοχή και η γνώση μιας πληροφορίας προνομιακού χαρακτήρα και να δηλώσει ότι η παραβατική συμπεριφορά συνίσταται εν προκειμένω, στην καταχρηστική, άμεση ή έμμεση, αξιοποίηση συγκεκριμένης προνομιακής πληροφορίας στη χρηματιστηριακή αγορά, ως προς την οποία ο δράστης έχει χρονικό προβάδισμα (προνόμιο) γνώσης ή κατοχής σε σχέση με τους λοιπούς ανύποπτους επενδυτές και απώτερο σκοπό προσπορισμού, για τον εαυτό του ή τρίτο, σημαντικού περιουσιακού οφέλους.

Σύμφωνα με το άρθρο 6 του ν. 3340/2005, μια πληροφορία θεωρείται «**προνομιακή**», εφόσον σωρευτικά πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

1^ο: *Να έχει χαρακτήρα συγκεκριμένο*: Καταρχήν, η πληροφορία πρέπει να είναι συγκεκριμένη ("material " κατά τον αγγλο-αμερικανικό όρο ή "précise, particulière et certaine" δηλαδή συγκεκριμένη, εξειδικευμένη και ακριβής κατά το γαλλικό όρο). Γενικές φήμες δεν αποτελούν αντικείμενο συγκεκριμένων πληροφοριών, δηλαδή το συγκεκριμένο ή μη των πληροφοριών καθώς και ο χαρακτήρας της ως εμπιστευτικής θα πρέπει να ερευνηθεί κατά περίπτωση¹⁴. Απλές κρίσεις, εκτιμήσεις στηριζόμενες σε γνωστά στοιχεία, προβλέψεις για κάποια γεγονότα, δεν πρέπει να χαρακτηρίζονται ως συγκεκριμένες προνομιακές πληροφορίες. Δεν αποτελεί παράνομη εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας κάθε ενέργεια, που διενεργήθηκε βάσει απλής διάδοσης ή φήμης. Αναφορικά με το συγκεκριμένο χαρακτήρα μιας πληροφορίας, για να χαρακτηριστεί αυτή ως εμπιστευτική, γίνεται πλέον δεκτό ότι ο εμπιστευτικός χαρακτήρας των πληροφοριών δεν μπορεί να είναι αποτέλεσμα της ανάλυσης που κάνει αυτός, που γίνεται δέκτης και εκμεταλλευτής τους, αλλά πρέπει να εκτιμάται αντικειμενικά. Πρέπει, δηλαδή, να γίνει διάκριση μεταξύ μιας πληροφορίας, που είναι περισσότερο αξιολογική κρίση, καθόσον περιέχει υποκειμενικά στοιχεία, και ενός γεγονότος, το οποίο αυτό καθεαυτό, καθώς και η σπουδαιότητά του, μπορούν να αποδειχθούν αντικειμενικά. Η πρώτη περίπτωση αποτελεί μια προσωπική γνώμη, που περιέχει υποκειμενικές απόψεις και, έτσι, δεν μπορεί να είναι αντικείμενο της διάταξης περί κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών. Το αντίθετο συμβαίνει στη δεύτερη περίπτωση πληροφόρησης. Πάντως, είναι γεγονός ότι η διάκριση αυτή δεν πάντα ευδιάκριτη¹⁵.

2^ο: *Πληροφορία που δεν έχει δημοσιοποιηθεί*: Η υποχρέωση γνωστοποίησης αφορά γεγονότα που δεν είναι γνωστά (nonpublic) στο κοινό λόγω μη δημοσιοποίησής τους, που δεν είναι προσιτά στο κοινό, λείπει δηλαδή η αντικειμενική δυνατότητα του κοινού να ανατρέξει σε συγκεκριμένες ευχερώς προσβάσιμες πηγές, προκειμένου να ενημερωθεί σχετικά με τα γεγονότα.

¹³ Το π.δ. 53/1992 κατέστησε εσωτερικό δίκαιο την οδηγία 89/592/ΕΟΚ για την καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.

¹⁴ Μιχαλόπουλου Γ.Ν., 1992, Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας του Περάκη, σελ. 688.

¹⁵ πρβλ. όμως και Τουτόπουλου Β., 2000, «Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το π.δ. 53/1992», ΔΕΕ 12/2000, σελ. 1206 επ. Βλ. και Φαρμακίδη, 1995, «Η παράνομη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών», ΝοΒ 1995, σελ. 373, όπου αναφέρεται ότι «η αξιοπιστία των προσώπων είναι σημαντικός παράγοντας για να εκτιμηθεί το συγκεκριμένο της πληροφορίας».

3°: Να αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα: Παραδείγματα τέτοιων πληροφοριών είναι οι πληροφορίες για τον κύκλο των εργασιών μιας εταιρίας, τα μικτά κέρδη, τη διανομή υψηλού μερίσματος, την επιβάρυνση χρήσης με σημαντικές ζημιές, την αύξηση κεφαλαίου, την απαλλαγή προβληματικών θυγατρικών εταιριών, την επικείμενη ή υπό διαπραγμάτευση συγχώνευση ή εξαγορά, την επικείμενη παύση πληρωμών.

4°: Πληροφορία η δημοσιοποίηση της οποίας 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 συνειτός επενδυτής θα αξιολογούσε μεταξύ άλλων, ως ουσιώδη για την λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων: Οι συγκεκριμένες πληροφορίες θα πρέπει, αν γίνονταν γνωστές στο κοινό, να ήταν ικανές να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των κινητών αξιών, στις οποίες αναφέρονται. Δηλαδή η πληροφορία θα πρέπει να μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο εκμετάλλευσης στην αγορά. Το στοιχείο αυτό είναι ιδιαίτερα ουσιώδες, στο μέτρο που αναδεικνύει σαφώς, ως προϋπόθεση παράβασης, την οικονομική κρισιμότητα της πληροφορίας και την «προσφορότητα» αυτής. Η αισθητή-σημαντική (κατά τη γερμανική ορολογία "erheblich", ενώ κατά τον αγγλο-αμερικανικό όρο "significant") επίδραση πρέπει να εκτιμάται με αντικειμενικά κριτήρια. Έτσι, ως κρίσιμο μέτρο δεν λαμβάνεται εν προκειμένω, ούτε η εξειδικευμένη αξιολόγηση, στην οποία εξ επαγγέλματος και πείρας προβαίνουν οι θεσμικοί επενδυτές, ούτε η απλουστευμένη εκτίμηση και συμπτωματική επιλογή, στην οποία προβαίνουν, με το άγχος της κερδοσκοπίας, οι ευκαιριακοί επενδυτές. Αντιθέτως, αναζητείται η μέση ικανότητα αξιολόγησης του κοινού επενδυτή, ο οποίος και πρέπει να αποτελέσει το σημείο αναφοράς και το κέντρο βάρους της επιδιωκόμενης προστασίας¹⁶.

Όσο αφορά το δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α, στη Securities Exchange Act of 1934 γίνεται λόγος για "material (significant) information", δηλαδή για πληροφορίες, που ένας επενδυτής θα θεωρούσε σημαντικές για τη λήψη της επενδυτικής του απόφασης. Το αρχικό κριτήριο, που εφαρμόζεται, ονομάζεται "total mix test" και σύμφωνα με αυτό ουσιώδεις πληροφορίες είναι αυτές, που η δημοσιοποίησή τους κατά λογική κρίση θα επηρέαζε σημαντικά το σύνολο (total mix) όλων των προσβάσιμων πληροφοριών για την εν λόγω εταιρία ¹⁷.

Κατά τον έλεγχο συνδρομής των ως άνω προϋποθέσεων, για την υπαγωγή μιας πράξης στις διατάξεις περί κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας, η αρμόδια εποπτική αρχή και στην ελληνική έννομη τάξη η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ως η αποκλειστικά αρμόδια εποπτική αρχή για την επιβολή διοικητικών προστίμων και την καταστολή των περιπτώσεων κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, καλείται να λαμβάνει υπόψη της το βαθμό ευχέρειας με την οποία κάποιο "ύποπτο" πρόσωπο έχει πρόσβαση στις προνομιακές πληροφορίες.

¹⁶ Αψούρη, ο.π. σελ.288

¹⁷ Williams A. C., 1999, The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, Harvard Law Review, 1999, Vol.112, p.1197. Στην υπόθεση Basik, Inc. v. Lenison, 108 S.Ct.978(1988), η πληροφορία που δεν είχε δημοσιοποιηθεί ήταν η απλή διαπραγμάτευση της εταιρίας με έναν ενδιαφερόμενο να την εξαγοράσει, αν και δεν είχε συμφωνηθεί ακόμα ούτε τιμή ούτε άλλα κεντρικά σημεία της συναλλαγής. Το δικαστήριο απεφάνθη ότι εξαρτάται το ουσιώδες ή μη της πληροφορίας από την πιθανότητα πραγματοποίησης και τον όγκο της συναλλαγής ανάλογα με την περίπτωση, στην περίπτωση δε της ολικής εξαγοράς, ο όγκος της συναλλαγής και μόνο είναι ικανός να καταστήσει την πληροφορία ουσιώδη για τον επενδυτή.

Σύμφωνα με τα άρθρα 3-5 του ν. 3340/2005, απαγορεύεται σε πρόσωπα, τα οποία κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 6:

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

(β) λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του 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,

A. να χρησιμοποιούν τις πληροφορίες αυτές για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν ή για να προσπαθήσουν να αποκτήσουν ή διαθέσουν (απόπειρα απόκτησης ή διάθεσης), για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές,

B. να ανακοινώνουν αυτές σε τρίτο, εκτός αν ενεργούν στα συνήθη πλαίσια άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους και

Γ. να συνιστούν¹⁸ σε τρίτο ή να τον παρακινούν, βάσει της προνομιακής αυτής πληροφορίας, να αποκτήσει ή να εκχωρήσει ο ίδιος ή μέσω άλλου, τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορά η πληροφορία αυτή.

Τα πρόσωπα που υπάγονται στην κατηγορία αυτή δεν είναι δυνατόν να υποδειχθούν με ασφάλεια: έτσι, για παράδειγμα, εδώ θα μπορούσαν να ενταχθούν και ο/η σύζυγος και τα τέκνα των προσώπων της πρώτης κατηγορίας, ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, τα μέλη της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας, οι τράπεζες-μέτοχοι χρηματιστηριακών α.ε.¹⁹, ο διευθυντής της τράπεζας που είναι κάτοχος πληροφοριών σχετικά με σημαντικά κέρδη ή αναπόφευκτες ζημίες της εταιρίας, ο δημοσιογράφος του οικονομικού τύπου, ο οικονομικός αναλυτής που είχε την πρωτοβουλία προσέγγισης εταιριών και διαπραγμάτευσης των ενδεχομένων συνεργασίας τους, σύμβουλοι επενδύσεων, ακόμα και μέλη των οργάνων και υπάλληλοι της εποπτικής αρχής.

Αναφορικά με τα ανωτέρω υφίσταται, ο εξής κίνδυνος, που καθιστά όλο και δυσκολότερο το έργο της αρμόδιας εποπτικής αρχής: Η άμετρη διεύρυνση του κύκλου των προσώπων που ενδεχομένως καλύπτεται από τις ως άνω διατάξεις είναι μεν χρήσιμη ως θεωρητική κατασκευή και επίδειξη νομοθετικής πληρότητας, αλλά, ως μέτρο αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας της ρύθμισης, οι δυνατότητες εφαρμογής και ιδίως οι δυσκολίες απόδειξης την καθιστούν συζητήσιμη. Από τα παραπάνω συνάγεται ότι όσο περισσότερο απομακρύνονται τα πρόσωπα από το κέντρο διαμόρφωσης της οικονομικής απόφασης και εκπομπής της σχετικής πληροφορίας, τόσο ρευστότερη και αμφισβητούμενη καθίσταται η πρακτική εφαρμογή της ρύθμισης. Επιπλέον, η έμμεση αποδοχή προνομιακών πληροφοριών όχι σπάνια οφείλεται σε κάποιο τυχαίο γεγονός²⁰, η επέλευση του οποίου με δυσκολία επιτρέπει την

¹⁸ Ζέκου Γ., ο.π. σελ. 40, ο οποίος υποστηρίζει ότι απαγορεύεται η προτροπή τρίτων να αγοράζουν ή να πωλούν κινητές αξίες με βάση την συγκεκριμένη εμπιστευτική πληροφορία, ενώ δεν απαγορεύεται η αποτροπή τρίτου (άρθρο 4 παρ. 2 π.δ.).

¹⁹ Μιχαλόπουλου Γ.Ν., ο.π. σελ.686.

²⁰ Ζέκου Γ., ο.π., ο οποίος αναφέρει ότι ενώ στο δίκαιο των ΗΠΑ η πληροφορία μπορεί να προέρχεται και από τυχαίο γεγονός, στο Αγγλικό δίκαιο θα

ανασύνθεση της αλυσίδας των προσώπων που διοχέτευσαν την πληροφορία στον τελικό αποδέκτη, έτσι ώστε η απαραίτητη απόδειξη της γνώσης του εμπιστευτικού χαρακτήρα της πληροφορίας να καταλήγει δύσκολη, αν όχι αδύνατη. Κατά το γερμανικό δίκαιο, γίνεται δεκτό ότι ειδικά για τις πληροφορίες, που αποκτώνται λόγω της εργασίας, δεν αρκεί η τυχαία κατοχή αυτών, αλλά πρέπει επιπλέον ο κάτοχος αυτών να ήταν και ο παραλήπτης τους. Κατά αυτόν τον τρόπο, σύμφωνα με τη γερμανική έννομη τάξη, δεν αποτελεί κάτοχο προνομιακών πληροφοριών, π.χ. ο οδηγός ταξί, που ακούει τη συνομιλία πελατών του, αλλά ούτε και η οικιακή βοηθός, που βρίσκει ένα σημαντικό σημείωμα κατά τη διάρκεια της εργασίας της, διότι αυτά τα πρόσωπα, μέσα στον νου των "αποστολέων" της πληροφορίας, δεν υπήρξαν ούτε παραλήπτες αυτής²¹. Σε αντίθεση με τα ανωτέρω, η κοινοτική οδηγία και το ελληνικό δίκαιο δεν εξαιρούν από τον κατάλογο των κατόχων αυτούς που αποκτούν **τυχαία γνώση**. Πάντως, παρόλη τη διαφοροποίηση του γερμανικού δικαίου από το κοινοτικό, πρέπει να παρατηρηθεί ότι η δυνατότητα επιβολής διοικητικών και ποινικών κυρώσεων στις δύο αυτές επαγγελματικές κατηγορίες, ή σε παρόμοιες περιπτώσεις, είναι θεωρητική, καθόσον -δεδομένης της οικονομικής δυνατότητάς τους (υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα μεταβιβάσουν περαιτέρω την πληροφορία που απέκτησαν)- η εκμετάλλευση των προνομιακών πληροφοριών θα είναι περιορισμένης έκτασης (μηδαμινές συναλλαγές, κατά πάσα πιθανότητα) από τις δύο αυτές ομάδες, και έτσι θα είναι εξαιρετικά δύσκολη η ανίχνευσή τους.

Στο σημείο αυτό, θα μπορούσε να γίνει μια συγκριτική μελέτη του περιεχομένου της κοινοτικής οδηγίας για την καταχρηστική εκμετάλλευση προνομιακών πληροφοριών και των αντίστοιχων ρυθμίσεων του αμερικανικού δικαίου. Έτσι, αναφορικά με την ευρύτητα της έννοιας του κατόχου προνομιακών-εμπιστευτικών πληροφοριών, στο αμερικανικό δίκαιο, σύμφωνα με τον *Κανόνα-Κανονισμό* της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Rule της SEC) 10 d-5 για το insider trading (η παράγραφος αυτή τιτλοφορείται "Ρύθμιση για τη χρήση μηχανισμών χειραγώγησης και απάτης")²², προς εκτέλεση της *Securities Exchange Act 1934 σχετικά με τους insiders*, αναφέρεται ότι εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του τόσο η διάδοση από τον insider πληροφοριών σε άλλο πρόσωπο, όσο και η απόκρυψη πληροφοριών (silent insider trading), ενώ είναι αδιάφορο, αν το πρόσωπο, που διαδίδει ή αποκρύπτει τις πληροφορίες, αγοράζει ή πουλά μετοχές ο ίδιος, αρκεί να "ενεργοποιείται στην αγορά". Η SEC ενσωμάτωσε την αρχή αυτή στο δόγμα "δημοσιοποίησε τις εμπιστευτικές πληροφορίες ή να απέχεις από

πρέπει να προέρχεται από insider και να υπάρχει γνώση του χρήστη της συγκεκριμένης πληροφορίας (άρθρα 3,4, και 5 πδ. 53/1992) ότι η πληροφορία προέρχεται από insider για να έχουμε τέλεση του εγκλήματος. Πληροφορίες που αντλούνται μετά από ανάλυση δημοσιευμένων πληροφοριών δεν μπορούν να θεωρηθούν ως εμπιστευτικές και επομένως η χρήση τους δεν εμπίπτει στη ρύθμιση του νόμου.

²¹Schwark Eberhard, 2004, "Kapitalmarktrechts-Kommentar", Verlag C.H.Beck München, , σελ. 1033 επ. άρθρο 13 και 14 του WpHG.

²² Ο κανόνας 10b (της Securities Exchange Act of 1934) σχετικά με την απαγόρευση του insider trading, υιοθετήθηκε το 1942 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.(S.E.C.) με την έκδοση του Rule 10 b-5, που έχει ως εξής:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any other facility of any national securities exchange,

(a) To enjoy any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or the sale of any security."

το εμπόριο αξιών" (*"disclose or abstain"*²³). Το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. (Supreme Court) έχει αποφύγει να δώσει κάποιον ορισμό της έννοιας του insider, ενώ γίνεται δεκτό ότι insider είναι όποιος, εξαιτίας της ιδιότητάς του σε μια εταιρία έχει πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες για την εταιρία αυτή. Εξ ορισμού, λοιπόν, είναι insider τα μέλη του δ.σ. (directors, executive officers), καθώς και όλα τα στελέχη και οι υψηλόβαθμοι υπάλληλοι (*high level employees*). Επιπλέον, όμως, ως insider μπορούν να θεωρηθούν και δικηγόροι, που αποκτούν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες στα πλαίσια της παροχής νομικών τους υπηρεσιών στην εταιρία, αλλά και λογιστές, φοροτεχνικοί, χρηματομεσίτες και συνεργάτες επενδυτικών τραπεζών, που συνδέονται με την εταιρία με σχέση εντολής, έστω και προσωρινά (*"temporary insiders"*)²⁴. Σύμφωνα με τα ανωτέρω, στο δίκαιο κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., καθοριστικό στοιχείο για να κριθεί ποιοι έχουν την ιδιότητα του Insider²⁵ και ποιοι όχι, είναι το στοιχείο της εμπιστοσύνης (*"fiduciary relationship"* ή *"confidential relationship"*) ή η υποχρέωση πίστωσης (*"fiduciary duty"*)²⁶. Εφόσον μεταξύ αυτών των προσώπων και της εταιρίας και λοιπών μετόχων της επιχείρησης πάρχει σχέση εμπιστοσύνης, παρόμοια αυτής μεταξύ της εταιρίας και των τυπικών insider, τότε αυτοί θεωρούνται κατά πλάσμα ως insider (constructive insider) και υπόκεινται στη ρύθμιση του Κανόνα 10 b-5.

ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ("MARKET MANIPULATION")

α) Παράδειγμα που εμπεριέχει φαινόμενα χειραγώγησης αγοράς ²⁷

ΙΣΤΟΡΙΚΟ: Ο Όμιλος εταιρειών Α περιλαμβάνει μεταξύ άλλων την εισηγμένη στο Χρηματιστήριο εταιρεία Ζ. Η εταιρεία Ω είναι κύρια μέτοχος του ομίλου Α. Επί μεγάλο χρονικό διάστημα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρακολουθεί στενά τις συναλλαγές που διενεργούν

²³ Αψούρη, ο.π. ο οποίος αναφέρει την αρχή του αμερικανικού δικαίου κεφαλαιαγοράς ως *"disclose or refrain"*, με την ίδια σημασία.

²⁴ Επίσης σχετική νομολογία των Αμερικανικών δικαστηρίων για τους «insiders» π.χ.: μέλος του δ.σ. που μαθαίνει την εμπιστευτική πληροφορία κατά τη διάρκεια συνεδρίασεως του οργάνου (υπόθεση *Cady, Roberts and Co -1961*), οι διοικητές, διευθυντικά στελέχη αλλά και οι υπάλληλοι της εταιρίας-μηχανικοί, γεωλόγοι, λογιστές, νομικοί σύμβουλοι- που αποκτούν πρόσβαση σε πληροφορίες κατά την άσκηση των επαγγελματικών τους καθηκόντων (υπόθεση *Texas Gulf Sulphur Co. 1968*), το νομικό πρόσωπο που έχει αναλάβει το ρόλο του αναδόχου εκδόσεως (underwriter) ομολογιακού δανείου της εταιρίας *Dounglas Aircraft*, αλλά και τα διευθυντικά του στελέχη, τα οποία έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες που αφορούν την εν λόγω εταιρία (υπόθεση *Merrill Lynch, Pierce, Fener and Smith Inc. 1968*), υπάλληλοι τραπεζής που είχαν προνομιακή πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες που αφορούσαν εταιρικές μετατροπές (εξαγορές-συγχωνεύσεις) πελατών τους (υπόθεση *US N. Newman-1983*).

²⁵ Πάντως, πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ του insider και του λεγόμενου tippee, ελληνιστί "παπαγαλάκι", που είναι ένας outsider, που μαθαίνει από κάποιον insider (tipper) μια εμπιστευτική πληροφορία (tip). Το πρόσωπο αυτό θα ευθύνεται κατά τη διάταξη του Κανόνα 10b-5, εάν και εφόσον με την ίδια διάταξη ευθύνεται και ο insider, που του έδωσε την πληροφορία. Η ευθύνη αυτή χαρακτηρίζεται ως παράγωγη (derivative liability) και βαρύνει το "παπαγαλάκι", μόνο εφόσον ο insider από την πλευρά του ενσυνείδητα παραβίασε την υποχρέωση πίστωσης που υπέχει έναντι της εταιρίας, για προσωπικό του όφελος.

²⁶ Για την υποχρέωση πίστωσης των μετόχων στο Ελληνικό Δίκαιο βλ. σχετικά Τέλλη Ν., 2002, «Υποχρέωση πίστωσης του μετόχου και ιδιαίτερα του μετόχου μειοψηφίας», *ΕπισκεΔ* 2002, σελ. 907 επ., Παπαδημόπουλου Ι., 2004, «Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρία», *ΧρΙΔ*, 2004, σελ. 497 και Τριανταφυλλάκη, 2003, «Ευθύνη μετόχου ασκούντος επιρροή στη διοίκηση ανωνύμου εταιρίας», *ΧρΙΔ*, 2003 σελ. 673 επ.

²⁷ Το παράδειγμα ελήφθη από την ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς www.hcmc.gr «10 περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς».

εταιρείες του ομίλου επί της μετοχής της εταιρείας Z και οι οποίες μπορούν να επιδράσουν με τεχνητό και κατευθυνόμενο τρόπο στην τιμή και την εμπορευσιμότητα αυτής της μετοχής. Κατά τη μακρά παρακολούθηση και έρευνα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει απευθύνει προειδοποιήσεις στη διοίκηση του ομίλου σχετικά με την χρηματιστηριακή της πρακτική.

Οι υποψίες για χειραγώγηση της τιμής της Z επιβεβαιώνονται με ένα χρηματιστηριακό περιστατικό που διαρκεί δύο ημέρες και περιλαμβάνει συναλλαγές των εταιρειών Λ και Ω επί μετοχών της Z. Η δεσπόζουσα θέση του ομίλου στις συναλλαγές των δύο ημερών είναι αναμφισβήτητη. Από τις συναλλαγές των δύο ημερών ο όμιλος Λ αυξάνει τη θέση του στην εταιρεία Z ενώ η διακύμανση της τιμής, που καθορίζεται από τις πράξεις των Λ και Ω, είναι τέτοια ώστε η αύξηση της καθαρής θέσης του ομίλου όχι μόνον δε στοιχίζει αλλά αποδίδει χρηματικό όφελος στον όμιλο Λ.

Η συμπεριφορά των εταιρειών του ομίλου κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης είναι αποκαλυπτική της μεθόδευσης που ακολουθείται. Από την αρχή της συνεδρίασης της πρώτης ημέρας, ο όμιλος Λ δίνει εντολές πώλησης και, παράλληλα, η εταιρεία Ω δίνει εντολές αγοράς πολλών μετοχών της Z. Λίγο πριν το τέλος της συνεδρίασης, οι αγορές της Ω σταματούν, δίνεται μία πολύ μεγάλη εντολή πώλησης από τον όμιλο Λ και η τιμή της μετοχής κατρακυλά. Την επόμενη ημέρα, ο όμιλος Λ δίνει εντολές αγοράς σε συνδυασμό με εντολές πώλησης που δίνονται από την εταιρεία Ω ώστε η τιμή της μετοχής της Z να μην αυξηθεί πολύ. Παρόλα αυτά, όταν σημειώνεται αύξηση της τιμής στο μέσο της συνεδρίασης, ο όμιλος Λ σταματά τις αγορές. Η τιμή πέφτει και πάλι, οπότε ο όμιλος Λ αρχίζει τις αγορές, καταφέρνοντας έτσι να πραγματοποιήσει τις περισσότερες αγορές της ημέρας στις χαμηλότερες τιμές. Κατά την συνεδρίαση της δεύτερης ημέρας, η τιμή της μετοχής κλείνει με άνοδο. Πρέπει να σημειωθεί ότι πολύ σημαντικό τμήμα των συναλλαγών του ομίλου διενεργούνται μέσω μίας μόνο χρηματιστηριακής εταιρείας.

Αποτέλεσμα: Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατέληξε στο συμπέρασμα ότι με τις συντονισμένες συναλλαγές των εταιρειών Λ και Ω προκλήθηκε εικονική εμπορευσιμότητα της μετοχής Z και πολύ μεγάλη και αδικαιολόγητη διακύμανση της τιμής της. Από τις ενέργειες του Ομίλου Λ απειλήθηκε η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού, το οποίο έβλεπε μεγάλες συναλλαγές και διακυμάνσεις τιμής της Z χωρίς να γνωρίζει ότι αυτές τις προκαλούσε ο ίδιος ο Όμιλος. Ταυτόχρονα, ο ίδιος ο Όμιλος αποκόμισε σημαντικότερα κέρδη. Η συμπεριφορά του Ομίλου απετέλεσε προφανή κατάχρηση αγοράς, με χειραγώγηση της τιμής μετοχής και παραπλάνηση της αγοράς μέσω των συναλλαγών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεώρησε, επίσης, ότι στο συγκεκριμένο περιστατικό η Α.Χ.Ε., μέσω της οποίας διεκπεραιώθηκαν οι συναλλαγές, υπέπεσε σε σοβαρή παράβαση του Κώδικα Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ.

β) Η νέα ρύθμιση της "χειραγώγησης της αγοράς", σύμφωνα με την οδηγία 2003/6/ΕΚ και τον νόμο 3340/2005

Το ιδανικό σε μία οικονομία είναι η ύπαρξη μιας αγοράς, στην οποία οι σχηματισμένες τιμές παρέχουν ακριβή ένδειξη για τη σωστή κατανομή των συντελεστών παραγωγής. Οι επενδυτές μπορούν να προσδιορίσουν και να επιλέξουν ανάμεσα σε μετοχές διαφόρων επιχειρήσεων, οι τιμές των οποίων αντιπροσωπεύουν την πραγματική οικονομική κατάσταση και την παραγωγικότητα της συγκεκριμένης εταιρείας. Η πραγματική εικόνα της επιχείρησης θα πρέπει να συνάγεται από τις δημοσιευμένες πληροφορίες για να έχουμε την *αποτελεσματικότητα της αγοράς (market*

efficiency) ²⁸. Σύμφωνα με την αρχή της αποτελεσματικότητας της αγοράς, όλες οι πληροφορίες για την αποδοτικότητα και την πραγματική οικονομική ικανότητα μιας εταιρίας εκφράζονται στην τιμή των μετοχών της. Σε μια αναπτυγμένη αγορά κεφαλαίου οι επενδυτές θα πρέπει να είναι σίγουροι ότι οι τιμές των διαφόρων χρεογράφων αντιπροσωπεύουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρίας, το οποίο γενικά οδηγεί στην αποτελεσματική τοποθέτηση του κεφαλαίου στην αγορά.

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού νομικού πλαισίου λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς προσφέρει στους επενδυτές μία εικόνα δίκαιης και αντικειμενικής λειτουργίας της αγοράς. Η αντικειμενική λειτουργία της αγοράς επιτυγχάνεται με την ύπαρξη αυξημένης δημοσιοποίησης πληροφοριών, παρακολούθηση της συμμόρφωσης των επιχειρήσεων με τις νομικές τους υποχρεώσεις και αυστηρή τιμωρία των παραβατών, που συμμετέχουν σε φαινόμενα "χειραγώγησης της αγοράς".

Η προβληματική της "χειραγώγησης" θέτει πάντως ουσιώδη ζητήματα που αφορούν τα αποτελέσματα της υπό απαγόρευση -αθέμιτης συμπεριφοράς. Κεντρικής σημασίας είναι το ερώτημα εάν θα πρέπει πραγματικές συναλλαγές, δηλαδή αγορές ή πωλήσεις που εκτελούνται κανονικά και οδηγούν σε πραγματική μεταβίβαση κυριότητας τίτλων, να θεωρούνται ως "αθέμιτες" και κατ' επέκταση παράνομες και σε ποιες ακριβώς περιπτώσεις αυτό συμβαίνει. Ίσως εν τέλει η δικαιολόγηση της απαγόρευσης της χειραγώγησης, όπως και στην περίπτωση της απαγόρευσης των συναλλαγών εσωτερικών προσώπων, να βρίσκεται περισσότερο στην ανάγκη η αγορά να φαίνεται ελεύθερη από κάθε είδους επιδράσεις προκειμένου να εμπειδώνεται η εμπιστοσύνη του κοινού σε αυτή, και λιγότερο σε πραγματικές συνέπειες των πράξεων που εμφανίζουν τα αθέμιτα χαρακτηριστικά.

Πριν από την προσαρμογή, στο Ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, της οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση της αγοράς με τον πρόσφατο νόμο **3340/2005 (ΦΕΚ Α 112/10-5-2005)**, «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», η έννοια της χειραγώγησης δεν οριζόταν στην ελληνική έννομη τάξη. Η θέσπιση της νέας οδηγίας και η ενσωμάτωσή της στο Ελληνικό δίκαιο, αναμένετο να λύσει το πρόβλημα, που υπήρχε αναφορικά με τον προσδιορισμό των αόριστων εννοιών και να καλύψει το νομοθετικό κενό του προϊσχύσαν καθεστώτος όσον αφορά την επιβολή κυρώσεων. Με την οδηγία αυτή, η οποία, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, ενσωματώθηκε το Ελληνικό δίκαιο με την ψήφιση και θέση σε ισχύ του ν. 3340/2005, δίνεται για πρώτη φορά και σε επίπεδο κοινοτικής νομοθεσίας, ο ορισμός της χειραγώγησης αγοράς, ως μορφή κατάχρησης αγοράς. Σύμφωνα με το άρθρο 1 της νέας Οδηγίας για την κατάχρηση της αγοράς (άρθρο 7 παρ. 2 του νόμου 3340/2005) , ως "χειραγώγηση αγοράς" νοούνται:

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

- με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανό ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή του 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 αν το πρόσωπο που πραγματοποίησε τις συναλλαγές ή το πρόσωπο που έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αποδεικνύει ότι πραγματοποίησε αυτές τις συναλλαγές ή έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών για

²⁸ Αντωνόπουλου Β., "Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών, ΔΕΕ 2/2001 σελ 123 επ.

θεμιτούς λόγους και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής οργανωμένης αγοράς.

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

γ) Η διάδοση μέσω των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, περιλαμβανομένου και του διαδικτύου ή με οιοδήποτε άλλο μέσο, πληροφοριών οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανό να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, περιλαμβανομένης της διάδοσης φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων τις πληροφορίες γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές. Όσον αφορά τους δημοσιογράφους, όταν ενεργούν στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους ιδιότητας, η διάδοση πληροφοριών πρέπει να κρίνεται λαμβάνοντας υπόψη τους κανόνες του επαγγέλματος, εκτός εάν οι δημοσιογράφοι αντλούν, άμεσα ή έμμεσα, όφελος ή κέρδη από τη διάδοση των εν λόγω πληροφοριών.

Στη συνέχεια, στο ίδιο άρθρο της οδηγίας, και ήδη στην παρ. 3 του άρθρου 7 του ν. 3340/2005, δίνονται κάποια παραδείγματα χειραγώγησης αγοράς, που προκύπτουν από τον βασικό ορισμό που δόθηκε ανωτέρω στην οδηγία, υπό τα στοιχεία α), β) και γ). Έτσι, χειραγώγηση αγοράς συνιστούν:

-Η συμπεριφορά, από ένα πρόσωπο ή περισσότερα πρόσωπα που δρουν συντονισμένα, η οποία οδηγεί στην εξασφάλιση δεσπόζουσας θέσης²⁹ επί της προσφοράς ή της ζήτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, με αποτέλεσμα τον άμεσο ή έμμεσο τεχνητό προσδιορισμό της τιμής αγοράς ή της τιμής πώλησης ή τη δημιουργία αθέμιτων συνθηκών στις συναλλαγές.

-Η αγορά ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά το κλείσιμο της αγοράς με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που ενεργούν βάσει της τιμής κλεισίματος.

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

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

Από την παραπάνω διατύπωση του άρθρου 1 της Οδηγίας 2003/6/Ε.Κ. και ήδη άρθρου 7 του ν. 3340/2005, σχετικά με τον ορισμό και τα παραδείγματα "χειραγώγησης αγοράς", και σύμφωνα με τα κριτήρια-ενδείξεις που λαμβάνει υπόψη η εποπτική αρχή, μπορούμε να διαπιστώσουμε τα εξής: Ο ορισμός αυτός, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω γενικά για την κατάχρηση της αγοράς, βασίζεται στη συμπεριφορά των

²⁹ Κοτσίρη Λ., 1986, Δίκαιο Ανταγωνισμού, σελ. 281 επ. Βλ. επίσης, του ιδίου, 2003, «Εφαρμογή της ελεύθερης κυκλοφορίας εμπορευμάτων και των κανόνων περί ανταγωνισμού στη Φαρμακευτική αγορά» (Γνωμ.), Ελλ.Επιθ.Ευρ.Δικ. 2003, τόμος 23, τεύχος 1, σελ. 20.

εμπλεκόμενων προσώπων και όχι στην πρόθεση ή τον σκοπό τους. Είναι επαρκώς ακριβής, ώστε να μην επεκτείνεται σε πράξεις που διενεργούνται σύμφωνα με αποδεκτές πρακτικές συναλλαγών στα κράτη μέλη, αλλά και επαρκώς ευέλικτος για να προσαρμόζεται στις νέες εξελίξεις στην αγορά. Ο ορισμός απαριθμεί κατηγορίες συμπεριφορών, που μπορούν να θεωρηθούν ως χειραγώγηση αγοράς, και που σχετίζονται είτε με συναλλαγές και εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, είτε με τη διάδοση πληροφοριών, οι οποίες παραπλανούν ή έχουν σκοπό να παραπλανήσουν τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Ειδική, μάλιστα, πρόβλεψη γίνεται για τους δημοσιογράφους, ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι κανόνες του εν λόγω επαγγέλματος, εκτός αν τα πρόσωπα αυτά αντλούν κέρδη από τη διάδοση συγκεκριμένων πληροφοριών. Όσον αφορά την αυτή κατηγορία επαγγελματιών, τόσο οι δημοσιογράφοι, όσο και οι οικονομικοί αναλυτές των επενδυτικών οίκων έχουν βρεθεί στο στόχαστρο των εποπτικών αρχών των ΗΠΑ, οι οποίες διεξάγουν έρευνες σε σχέση με τις συστάσεις αγοράς σε υψηλές τιμές μετοχών εταιριών, που στη συνέχεια κατέρρευσαν. Επίκαιρη είναι η περίπτωση της διακεκριμένης επενδυτικής τράπεζας Goldman Sachs, οι αναλυτές της οποίας 50 μέρες πριν η **Enron**³⁰ υποβάλλει αίτηση παύσης πληρωμών, συνιστούσαν για αγορά την μετοχή ως "ακόμα η καλύτερη των καλύτερων" (*still the best of the best*)³¹. Επίσης, ο Γενικός Εισαγγελέας της Νέας Υόρκης (New York State Attorney General), Έλιοτ Σπίτσερ, εντόπισε σε έρευνα που διεξήγαγε ότι αναλυτές του τμήματος ανάλυσης της *Merill Lynch* προέβαιναν δημοσίως σε συστάσεις αγοράς μετοχών εταιριών του Διαδικτύου την ίδια στιγμή που μεγάλοι πελάτες τους καθοδηγούνταν σε ρευστοποιήσεις. Παρόμοιες συμπεριφορές εντοπίστηκαν σε πολλές άλλες μεσολαβούσες εταιρίες που ασκούσαν συγχρόνως επενδυτικές και συμβουλευτικές και αναλυτικές δραστηριότητες. Σύμφωνα με ένα επίσης γνωστό σκάνδαλο της **Worldcom**³², ο Jack Grudman, ο σημαντικότερος αναλυτής των τελευταίων ετών σχετικά με τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, ο οποίος παρείχε τις υπηρεσίες του στο τμήμα αναλύσεων της εταιρίας Salomon, προέτρεπε, μέσω των αναλύσεών του, τους επενδυτές να αγοράσουν μετοχές της Worldcom και άλλων εταιριών τηλεπικοινωνίας, παρά την ανησυχική κατάσταση των εταιριών αυτών και τη συνεχή πτώση της χρηματιστηριακής τους τιμής το 2000 και το 2001. Σύμφωνα με έρευνες, ο Grudman, αν όχι εξαναγκάστηκε λόγω της υπαλληλικής του σχέσης, πάντως επηρεάστηκε στη προτροπή του αυτή, από τις προσδοκίες του τμήματος επενδυτικής τράπεζας της εταιρίας-εργοδότη του

³⁰ Σχετικά με το σκάνδαλο της εταιρίας Enron βλ. The Yale Law Journal 2003, Vol 113 σελ. 269 επ. Article: Stephen J. Choi and Jill E. Fisch "How to fix Wall Street: A voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries, και ειδικότερα στην παραπομπή σε λοιπή αρθρογραφία και βιβλιογραφία στην υποσημείωση 8 στο άρθρο αυτό σελ. 273. Το 2001, η Enron, η μεγαλύτερη παραγωγική εταιρία ενέργειας, ήταν η 7^η εταιρία στη λίστα των πιο ευημερών επιχειρήσεων των Η.Π.Α (Fortune 500 list), με έσοδα πάνω από 100,8 δισεκ. δολάρια το 2000. Το Νοέμβριο του 2001, η εταιρία συμπληρώνοντας το Form 8-K, αποποιήθηκε την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων των προηγούμενων τεσσάρων (4) ετών.

³¹ βλ. και σχετικό άρθρο στο περιοδικό The Economist, February 9th 2002, "When the numbers don't add up", σελ. 67 επ. σύμφωνα με το οποίο στην κατάρρευση της εταιρίας Enron οδήγησε και η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και ορκωτών λογιστών-ελεγκτών (auditors). Έτσι, εταιρίες όπως οι PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young αποφάσισαν το διαχωρισμό μεταξύ του τμήματος ορκωτών λογιστών και του τμήματος παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών.

³² Βλ. σχετικό άρθρο στο περιοδικό The Economist, March 20th 2004, "The information Gap" σελ. 104, όπου επίσης αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι «In the wake of the scandals on Wall Street, equity analysts were branded the bad boys of investment research...»

(Salomon)³³. Νομοθετική ανταπόκριση στο φαινόμενο σκανδάλων, όπως τα παραπάνω, αποτελεί η θέσπιση της *Sarbanes-Oxley Act of 2002*³⁴, η οποία αποτελεί το μεγαλύτερο, σε κάλυψη αντικειμένου, νομοθέτημα του δικαίου της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς, από την εποχή των Securities Act of 1933 και Securities Exchange Act of 1934. Σκοπός της πράξης αυτής είναι η ενίσχυση της διαφάνειας, της ακεραιότητας, της ευθύνης των συμμετεχόντων στην αγορά κεφαλαίου και της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Με βάση τις ρυθμίσεις της εν λόγω νομοθεσίας, στις παραπάνω και σε άλλες παρόμοιες περιπτώσεις παραβάσεων η αρμόδια εποπτική αρχή των ΗΠΑ, η SEC (Securities and Exchange Commission) επέβαλε υπέρογκα πρόστιμα, λόγω του ότι οι οικονομικοί αναλυτές- δημοσιογράφοι δεν ήταν αμερόληπτοι και οι αναλύσεις τους αποτέλεσαν ένα μέσο επιρροής το οποίο υπερέβαινε τα όρια και χειραγωγούσε τις αγορές.

ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ :

Η κύρια συνεισφορά της νέας ρύθμισης που επέρχεται με τη οδηγία 2003/6/Ε.Κ. για την κατάχρηση αγοράς, συνίσταται στο ότι ρυθμίζονται οι δύο συνηθέστερες πρακτικές "κατάχρησης αγοράς", δηλαδή οι πράξεις κατόχων προνομιακών πληροφοριών και οι πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Η απαγόρευση των δύο διαφορετικών μορφών κατάχρησης αγοράς, προϋποθέτει συνδρομή διαφορετικών προϋποθέσεων- πραγματικών στοιχείων και κυρίως, αποβλέπει στην προστασία και εξυπηρέτηση διαφορετικών εννόμων αγαθών³⁵.

Στην μελέτη που προηγήθηκε καταδείχθηκε σαφώς ότι η παράβαση των διατάξεων που απαγορεύουν την κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης προϋποθέτει μία κτήση ή μεταβίβαση μετοχής που ακολουθεί την κατοχή μιας προνομιακής γνώσης και οφείλεται σ'αυτή. Η εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 3-6 του ν. 3340/2005 έχει νόημα όταν διενεργείται συναλλαγή, στην οποία ο ένας από τους συναλλασσόμενους είναι κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας (αληθούς και όχι ψευδούς), ενώ ο άλλος δεν είναι, και, παράλληλα ο πρώτος εκμεταλλεύεται το πληροφοριακό του αυτό προβάδισμα προς ωφέλειά του. Προϋποθέτει, δηλαδή, διατάραξη της αρχής "της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών" κατά τη διοχέτευση της πληροφορίας στην αγορά³⁶.

Από την άλλη, όσον αφορά την απαγόρευση συμπεριφορών που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς, έχουμε ως προϋπόθεση μία προηγούμενη κοινή απόφαση προσώπων να μεθοδεύσουν συναλλαγές, ώστε να αυξήσουν την κινητικότητα ορισμένης μετοχής. Κατά συνέπεια, το αγαθό που επιχειρείται να διασφαλισθεί με την απαγόρευση φαινομένων χειραγώγησης της χρηματιστηριακής τιμής (άρθρο 7 του ν. 3340/2005), είναι η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ακρίβεια και την αντικειμενικότητα των πληροφοριών, που σχετίζονται με την χρηματιστηριακή αγορά, και, γενικότερα, η εμπιστοσύνη στην εύρυθμη και χρηστή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς³⁷.

³³ βλ. σχετικά The Yale Law Journal 2003, Vol 113 σελ. 269 επ. Article: Stephen J. Choi and Jill E. Fisch "How to fix Wall Street: Avoucher Financing Proposal for Securities Intermediaries, p. 273.

³⁴ βλ. για την Sarbanes-Oxley Act σχετικό άρθρο στο περιοδικό The Economist, March 20th 2004, "More Rules", σελ. 104 επ. Επίσης βλ. σχετικά Πλάγου Γ., 2003, «Sarbanes-Oxley Act και Νόμος για τη Λογιστική Τυποποίηση: Μια σύγκριση», σε περιοδικό Χρηματιστηριακά Θέματα, Μάιος 2003, Νο17, σελ. 6 επ.

³⁵ Παγώνη Σ, 2005, Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, σελ. 243 επ.

³⁶ Βλ. έτσι σε Αντωνόπουλου Β., ο.π. σελ. 124 -125

³⁷ Έτσι, και Ζέκος, ο.π.σελ.40.

Πάντως, σε περίπτωση παραβίασης των απαγορεύσεων αυτών, τα άρθρα 23 και 24 του ν. 3340/2005 προβλέπουν την επιβολή των ίδιων, και για τη μια και για την άλλη περίπτωση, διοικητικών κυρώσεων –μέτρων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που συνίστανται στην επιβολή χρηματικών προστίμων και φτάνουν μέχρι την προσωρινή αναστολή λειτουργίας ή ακόμα και την απαγόρευση άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας των αδειοτούμενων- πιστοποιούμενων και εποπτευόμενων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φυσικών και νομικών προσώπων.

Αναφορές

- Αντωνόπουλου Β., "Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών, ΔΕΕ 2/2001 σελ 123 επ.
- Αψούρη Ι., 1995, "Το αδίκημα της παράνομης χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο", ΕλλΔ 1995, σελ. 279 επ.
- Γεωργακόπουλου Λ. και Ν, 1999 «Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο Χρηματιστήριο», ΝοΒ 1999, σελ. 1386.
- Γκίνη Ν., 1999, "Η οικονομική επιστήμη ως παράγων πληροφόρησης του χρηματιστηριακού δικαίου", εισήγηση δημοσιευμένη στα πρακτικά του 9^{ου} συνεδρίου του Πανελληνίου Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων, Δελφοί, 12-14 Νοεμβρίου 1999, με θέμα «Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο».
- Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2007, πληροφορίες δημοσιευμένες στο site αυτής, www.hcmc.gr
- Ζέκου Γ., 2002, «Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές», ΔΕΕ 1/2002, σελ. 34 επ.
- Κοτσίρη Λ., 1986, Δίκαιο Ανταγωνισμού, σελ. 281 επ.
- Κοτσίρη Λ., 2003, «Εφαρμογή της ελεύθερης κυκλοφορίας εμπορευμάτων και των κανόνων περί ανταγωνισμού στη Φαρμακευτική αγορά» (Γνωμ.), Ελλ.Επιθ.Ευρ.Δικ. 2003, τόμος 23, τεύχος 1, σελ. 20.
- Μιχαλόπουλου Γ.Ν., 1992, Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας του Περάκη, σελ. 688.
- Εανθάκη Μ., 2002, Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, σελ. 329.
- Παγώνη Σ, 2005, Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, σελ. 243 επ.
- Παμπούκη Κ., 1994, «Η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων» Αρμ. 1994, σελ. 891 επ.
- Παπαδημόπουλου Ι., 2004, «Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρία», ΧρΙΔ, 2004, σελ. 497.
- Πλάγου Γ., 2002, Κατάχρηση της αγοράς: το νέο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, Χρηματιστηριακά θέματα, τεύχος Νοέμβριος-Δεκέμβριος, σελ. 11.
- Πλάγου Γ., 2003, «Sarbanes-Oxley Act και Νόμος για τη Λογιστική Τυποποίηση: Μια σύγκριση», σε περιοδικό Χρηματιστηριακά θέματα, Μάιος 2003, Νο17, σελ. 6 επ.
- Τέλλη Ν., 2002, «Υποχρέωση πίστης του μετόχου και ιδιαίτερα του μετόχου μειοψηφίας», ΕπισκεΔ 2002, σελ. 907 επ.
- Τουτόπουλου Β., 2000, «Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το π.δ. 53/1992», ΔΕΕ 12/2000, σελ. 1206 επ.
- Τριανταφυλλάκη, 2003, «Ευθύνη μετόχου ασκούντος επιρροή στη διοίκηση ανωνύμου εταιρίας», ΧρΙΔ, 2003 σελ. 673 επ.
- Φαρμακίδη, 1995, «Η παράνομη διασπορά εμπιστευτικών πληροφοριών», ΝοΒ 1995, σελ. 373.

Χατζηγεωργανίου Χρ., 2000, "Τση μεταχείριση των μετόχων εισηγμένων εταιριών: Γενικό εταιρικό δίκαιο και ειδικές χρηματιστηριακές ρυθμίσεις", εισήγηση δημοσιευμένη στα Πρακτικά Διημερίδας του Κέντρου Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, 9-10 Ιουνίου 2000, με θέμα «Χρηματιστήριο και Προστασία των Επενδυτών», σελ. 85 επ.

Choi S. and Fisch J. "How to fix Wall Street: Avoucher Financing Proposal for Securities Intermediaries, 2003, The Yale Law Journal, Vol 113, p. 269 επ.

European Parliament and Council Directive 2003/6/E.C. on Insider Dealing and Market Abuse, available from: www.europa.eu.int

Monne, 1966, "Insider Trading and Stock Market", σελ. 93.

Schwark Eberhard, 2004, "Kapitalmarktrechts-Kommentar", Verlag C.H.Beck München, , σελ. 1033 επ. άρθρο 13 και 14 του WpHG.

The Economist, February 9th 2002, "When the numbers don't add up", p. 67.

The Economist, March 20th 2004, "The information Gap" p. 104.

The Economist, March 20th 2004, "More Rules", σελ. 104.

Williams A. C., 1999, The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, Harvard Law Review, 1999, Vol.112, p.1197.

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ ΙΙ - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ