

ΘΑΝΟΣ Γ. ΠΑΝΑΓΟΠΟΥΛΟΣ - ΘΩΜΑΣ Γ. ΧΑΤΖΗΓΑΓΙΟΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

Κατάχρηση και Χειραγώγηση της Χρηματιστηριακής Αγοράς

Μια διαχρονική μελέτη για τις διαδικασίες εναρμόνισης του εθνικού δικαίου προς τις Κοινοτικές Οδηγίες και τις συσχετίσεις τους με τις Αγορές και τα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα. Παρελθόν, παρόν και μέλλον του Ευρωπαϊκού Χρηματοοικονομικού Συστήματος μέσα από την νομοθεσία της κατάχρησης αγοράς.



ΑΝΙΚΟΥΝΑ

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια από τις Συντρέχουσες Αρμοδιότητες της Ένωσης με τα Κράτη Μέλη είναι και ο νευραλγικός τομέας των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Στον τομέα αυτόν έχει ήδη δοθεί προτεραιότητα λόγω της αναγκαιότητας του οικονομικού εκσυγχρονισμού και της ανάπτυξης στην ΕΕ με την εφαρμογή του Financial Services Action Plan³. Βεβαίως, η ολοκλήρωση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών παραμένει βασικός παράγοντας ενίσχυσης της ανάπτυξης και απασχόλησης στην ΕΕ. Θα λέγαμε μάλιστα ότι αποτελεί και δικλείδα προστασίας στην υψηλή αστάθεια των τιμών των χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Τα βασικά μέτρα Δράσης που είχε ζητήσει το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισαβόνας, τον Απρίλιο του 2000, ζήτησε την πλήρη υλοποίηση του προγράμματος δράσης έως το 2005, δηλ. του Financial Services Action Plan), να εγκριθούν από το ECOFIN και το Κοινοβούλιο είναι οκτώ: Κανονισμός για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Οδηγίες για τον Αντισυμβαλλόμενο, την εξ αποστάσεως Διαφήμιση, την Κατάχρηση Αγοράς, τους Φορείς Παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και τους Χρηματοοικονομικούς Ομίλους Εταιριών⁴. Ήδη με τον νόμο 3340/2005 για την κατάχρηση της αγοράς ενσωματώθηκαν οι διατάξεις των κοινοτικών οδηγιών: (α) 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανου-

3. Το Σχέδιο Δράσης των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (FSAP - Financial Services Action Plan), από το 1999 έως το 2005, ήταν μια προσπάθεια της Επιτροπής, να εξοπλίσει την ΕΕ, ώστε να ανταποκριθεί καλύτερα στις προκλήσεις της Νομισματικής Ένωσης και να προσαρμόσει τα μελλοντικά πλεονεκτήματα της Ενιαίας Αγοράς στις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες. Ουσιαστικά το FSAP είναι ένα λεπτομερές σχέδιο δράσης για την υιοθέτηση έως το 2005 των νομοθετικών μέτρων που θα υποστηρίξουν την ενιαία και ολοκληρωμένη χρηματοοικονομική αγορά, της οποίας μια ισχυρή αγορά κινητών αξιών θεωρείται ως τα βασικό συστατικό (βλ. και Μέρος Α', Κεφ. 2.Α).

4. European Commission, 6th report, "Financial Services: An improving climate-but quite some way to go", COM(2002)267, 3-6-2002.

αρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς, Market Abuse Directive-MAD), (β) 2003/124/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ της Επιτροπής, σχετικά με τις υποχρεώσεις των εκδοτών για την δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών και (γ) 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής, σχετικά με τις υποχρεώσεις των προσώπων που εκπονούν ή διαδίδουν αναλύσεις.

Ταυτόχρονα οι οδηγίες για την Εσωτερική Πληροφόρηση (Insider Dealing Directive-IDD, 89/592/ΕΟΚ, L334/30/13-11-1989) και τις Επενδυτικές Υπηρεσίες (Investment Services Directive-ISD, 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L141/27/11-6-93), με τις διατάξεις προς τις οποίες εναρμονίζονται οι εθνικές νομοθεσίες, προσδίδουν αλλαγές στις οργανωμένες αγορές, στην δομή του συστήματος συναλλαγών και την χρήση του Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου. Σε συνδυασμό και με την Οδηγία για τις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Εισηγμένων Τίτλων (2004/25/ΕΚ, L142/12/30-4-2004) θα ενισχύσουν την διαφάνεια στις διασυνοριακές-διακοινοτικές συναλλαγές χρηματοοικονομικών προϊόντων και θα προάγουν την προστασία των επενδυτών-πελατών.

Σε όλα τα ανωτέρω είχε σημαντικά συνεπικουρήσει η επιτροπή E.S.M.A. (πρώην C.E.S.R.) (*European Securites and Markets Authority*)⁵ ως ανεξάρτητη επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών (που είχε διορισθεί από την Επιτροπή Σοφών, Alexandre Lamfalussy)⁶.

Είναι αντιληπτό⁷ ότι υπάρχει η αναγκαιότητα ενός κεντρικού συντονισμού, ενός Ευρωπαϊκού συνόλου Κεφαλαιαγορών που λειτουργούν με δική τους κανονιστική θεσμική θωράκιση, διαφορετικών συστημάτων συναλλαγών και εκκαθάρισης, αλλά και επενδυτικής αντίληψης. Αυτό συνάδει με την αρχή της ελευθερίας κίνησης των συντελεστών παραγωγής και ιδιαιτέρως των κεφαλαίων και φυσικά των επενδύσεων. Είναι, θεωρητικά, ιδανική αυτή η αντίληψη. Πως όμως υλοποιείται, όταν ακόμα και τα συστήματα π.χ., τελικής εκκαθάρισης χρηματιστηριακών συναλλαγών, διαφέρουν μεταξύ των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών;

Η διασυνοριακή κινητικότητα είναι ήδη πολύ υψηλή στο πεδίο αυτό, και επομένως απαιτείται πιο αποτελεσματικός συντονισμός, ή ακόμα και ομογενο-

5. Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

6. Την σύσταση της "Επιτροπής Σοφών" για τη ρύθμιση των Ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών αποφάσισε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στη σύνοδό του στις 17 Ιουλίου 2000.

7. Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Απρίλιος 2003.

ποίηση των σχετικών ρυθμίσεων [Λ. Τσούκαλης, 2004]. Βέβαια οι εθνικές προσεγγίσεις ως προς τις χρηματοοικονομικές ρυθμίσεις, καθώς και το όλο θεσμικό πλαίσιο που συνδέει τις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές με την πραγματική οικονομία, εξακολουθούν να διαφέρουν ριζικά μεταξύ τους. Κατά συνέπεια είναι δύσκολο να επιτευχθούν οι αναγκαίοι συμβιβασμοί σε Ευρωπαϊκό επίπεδο. Οι αγορές είναι παγκόσμιες και η δυσκολία που παρουσιάζει η σύναψη συμφωνιών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο για κοινό ρυθμιστικό πλαίσιο μεταφράζονται και σε αντίστοιχα περιορισμένη Ευρωπαϊκή επιρροή στα διεθνή fora. Άρα η προσφυγή στην αρχή της *επικουρικότητας* δεν μπορεί να αποσυνδεθεί από τον χαρακτήρα και τον βαθμό της ολοκλήρωσης των αγορών, αλλά και από τον βαθμό σύγκλισης των εθνικών ρυθμιστικών συστημάτων.

Σαφώς η αρμοδιότητα αυτή δεν μπορεί να αφεθεί μόνο στα Κράτη Μέλη, γιατί έχει να κάνει με μια κοινή και αποτελεσματική λειτουργία ενός συστήματος που είναι θεμελιώδες για την Ένωση, αλλά και για την παγκόσμια λειτουργική αλληλεπίδραση με τα αντίστοιχα συστήματα άλλων αγορών. Από την άλλη μεριά, δεν μπορεί να είναι αποκλειστική αρμοδιότητα της Ένωσης, κρίνοντας όχι μόνο εκ του αποτελέσματος (που είδαμε ότι έχουν γίνει έως σήμερα μόνο κοινά βήματα), αλλά και από το πρίσμα της θεωρίας (της διάστασης), δεδομένου ότι σε αυτά τα συστήματα στηρίζεται το χρηματοοικονομικό περιβάλλον της κάθε Ευρωπαϊκής αγοράς, που διαθέτει δικές του θεσμοθετήσεις, που θωρακίζουν κάθε αγορά, διατηρώντας το "χρώμα" της.

Η ολοκλήρωση⁸ της ενιαίας Ευρωπαϊκής αγοράς ιδιαίτερα στην υπηρεσίες χονδρικών πωλήσεων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, απαιτεί κάτι περισσότερο από ένα εναρμονισμένο κανονιστικό πλαίσιο κατάλληλων Κοινοτικών Οδηγιών. Για να λειτουργήσει αποτελεσματικά είναι αναγκαίο οι Οδηγίες να ενσωματωθούν με τον κατάλληλο τρόπο σε κάθε Κράτος Μέλος. Σε αντίθετη περίπτωση, οι συμμετέχοντες στις αγορές (επενδυτές, διαχειριστές αγορών, φορείς εποπτείας αγορών, χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές, οίκοι εκκαθάρισης συναλλαγών, κλπ) θα βρεθούν αντιμέτωποι με διαφορετικές απαιτήσεις σε κάθε Κράτος Μέλος, κάτι που αντιτίθεται όχι μόνο στους στόχους της ενιαίας αγοράς, αλλά και που δεν θα παράγει ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα για τις διασυνοριακές λειτουργίες των επιχειρήσεων.

8. Comparative Implementation of EU directives – Market Abuse, British Institute of International and Comparative Law, Dec 2005.

Η Επιτροπή παρέδωσε στην ESMA⁹, τον Μάρτιο 2002, την εντολή (mandate) για την ρύθμιση της κατάχρησης της Αγοράς. Το κείμενο της ESMA, που παραδόθηκε στα τέλη του 2002 (CESR/02-287b, Δεκέμβριος 2002), καλύπτει τις 5 βασικές θεματικές ενότητες, που απαιτήθηκαν από την Επιτροπή και αυτούς της διαδικασίας Lamfalussy για την κατάχρηση της αγοράς, ήτοι:

- Τον ορισμό της **εμπιστευτικής πληροφόρησης**,
- Τον ορισμό της **χειραγώγησης της αγοράς**,
- Τις προϋποθέσεις ορθής δημοσίευσης πληροφόρησης από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων,
- Τις προϋποθέσεις ορθής παρουσίασης και σύνταξης χρηματοοικονομικών μελετών και άλλων σχετικών δημοσιευμάτων από αναλυτές και άλλα σχετικά πρόσωπα,
- Τους όρους με τους οποίους γίνεται εφικτή η προσχώρηση σε καθεστώς «ασφαλούς λιμένα» (safe harbour) υπό τις συνθήκες επαναγοράς ιδίων μετοχών (share buy back) και πράξεων σταθεροποίησης τιμών (price stabilization).

Αναφορικά με την Κοινοτική Οδηγία 2003/6/EC¹⁰ (Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς, Market Abuse Directive, MAD), αναδείχθηκε, από μια πρώτη μελέτη (*“Comparative Implementation of EU directives - Market Abuse, British Institute of International and Comparative Law”*, Δεκέμβριος 2005) που είχε διεξαχθεί σε ορισμένα Κράτη Μέλη της Ένωσης (Μ. Βρετανία, Γερμανία, Γαλλία, Ισπανία, Ολλανδία), ότι:

- Πριν την εφαρμογή της MAD, υπήρχαν μεγάλες αποκλίσεις στην προσέγγιση του θέματος από τα ανωτέρω Κράτη Μέλη, δηλ. στην απαγόρευση χειραγώγησης της Αγοράς. Η Ελλάδα με μια σειρά νομοθετικών μέτρων (π.χ. απόφαση 5/204/14-11-2000¹¹ της Επιτροπής Κεφαλαιαγο-

9. “Provisional Request for Technical Advice on Possible Implementing Measures on the future Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse)”, European Commission, Internal Market DG, MARKT/F2 D(2001), 18/3/2002

10. Οδηγία 2003/6/EC του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003, για την εσωτερική πληροφόρηση και την κατάχρηση αγοράς, OJ 2003 L96, p.16. Η προθεσμία προσαρμογής της στα Κράτη Μέλη, ήταν η 12^η Οκτωβρίου 2004.

11. 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 συνδεομένων με αυτές προσώπων», αρ. 1-10.

ράς, Π.Δ. 51/1992¹², κλπ), είχε ήδη κάνει τα πρώτα βήματα για ένα τέτοιο πλαίσιο.

- Η εφαρμογή της MAD, δεν απέδωσε πλήρως τα αναμενόμενα, στα διάφορα Κράτη Μέλη, έστω και αν υλοποιήθηκε με παρόμοιες νομοθετικές διατάξεις. Αυτό διότι η MAD ήταν Οδηγία που πρόβλεπε ελάχιστες απαιτήσεις εναρμόνισης και διότι ήταν και η πρώτη για το κανονιστικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών. Βέβαια το κανονιστικό πλαίσιο σε πολλά Κράτη Μέλη ήταν ακόμα σε αρχικό στάδιο, την στιγμή εφαρμογής της. Ακόμα και μετά όμως την καταληκτική ημερομηνία (11^{ος}/2004) εφαρμογής και εναρμόνισης της MAD, δεν είχε από όλα τα Κράτη Μέλη υλοποιηθεί σε κάθε λεπτομέρεια της. Στις μέρες μας, έχει πλήρως εναρμονισθεί από όλα τα Κράτη Μέλη.

Μέσα από την ιστορική πορεία των προσπαθειών για σύγκλιση των ρυθμιστικών κανόνων των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών, στον τομέα της χειραγώγησης της αγοράς, διαφαίνεται η πολυπλοκότητα και η διαφορετικότητα των εθνικών αντιλήψεων. Στην χώρα μας, η ελληνική κεφαλαιαγορά, πριν την εναρμόνιση της MAD, υπήρχε ένα υποτυπώδες θεσμικό πλαίσιο σε θέματα κατάχρησης αγοράς. Σε αυτό συνηγορούσαν μια σειρά από λόγους (ιδιαίτερα στην περίοδο 1991-1998):

- η ίδια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν είχε ξεκάθαρη νομική υπόσταση (έγινε ΝΠΔΔ και διέπεται λειτουργικά από τους Νόμους 1969/91, 2166/93, 2396/96 και το ΠΔ 25/2003 - ΦΕΚ Α' 26/6.2.2003),
- η Ελληνική Αγορά, έως τον Μάιο του 2001, χαρακτηριζόταν ως «αναδυόμενη» από τους Διεθνείς Χρηματιστηριακούς Οίκους, που ως γνωστόν είναι ο ισχυρότεροι δρώντες στο όλο σύστημα,
- το όλο σύστημα χρηματιστηριακών συναλλαγών, χαρακτηριζόταν από χαμηλό βαθμό εποπτείας λόγω μη ύπαρξης διοικητικών μηχανισμών των Αρχών, αλλά και χαμηλής τεχνολογικής υποστήριξης (μόλις αρχές του 1993, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απέκτησε ένα Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών, με περιορισμένες δυνατότητες),
- η περιορισμένη έως το 1997-1998 διάδοση της επενδυτικής-χρηματιστηριακής ιδέας στην επικράτεια, που ήταν έως τότε αντικείμενο μιας ελίτ ομάδας, ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών περί την Σοφοκλέους,

12. Βλέπε και Βιβλιογραφία στο τέλος του βιβλίου.

- η απροθυμία των επιχειρήσεων (λόγω χαμηλής ανταγωνιστικότητας) για άντληση κεφαλαίων από δευτερογενή αγορά, γεγονός που δεν καθιστούσε τους Έλληνες επιχειρηματίες και τις εισηγμένες τους εταιρίες ως σημαντικούς παίκτες του συστήματος, αφού δεν είχαν κτυπήσει ακόμα την πόρτα της Σοφοκλέους.

Τέλος, διαπιστώνεται ότι η μεγέθυνση και η συνεκτικότητα του νομοθετικού πλαισίου, όχι μόνο δεν περιορίσε τον όγκο συναλλαγών στο σύστημα, αλλά, αντίθετα, βοήθησε στην αύξησή του και στην συμμετοχή περισσότερων παικτών δεδομένης της υψηλής του αξιοπιστίας, δηλαδή παρουσίασε μεγάλη “θετική” συσχέτιση. Ταυτόχρονα ο αριθμός των περιπτώσεων παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, μειώθηκε δραστικά, το οποίο δεν οφείλεται στην διεθνή συγκυρία των παγκόσμιων αγορών, ούτε στην πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών. Η ελληνική κεφαλαιαγορά, θα καταλήγαμε ότι είναι πραγματικά θεσμικά θωρακισμένη σε θέματα κατάχρησης αγοράς, αφού έχει ενσωματώσει πλήρως και αποτελεσματικά, την σχετική Κοινοτική νομοθεσία.

Μ Ε Ρ Ο Σ Α ´

Η ΚΟΙΝΟΤΙΚΗ ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΚΑΙ Η ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

"... An integrated European financial market will enable, subject to proper prudential safeguards and investor protection, capital and financial services to flow freely throughout the European Union. The barriers - unnecessary bureaucracy, lack of trust, and sometimes downright protectionism - will become things of the past. European businesses, large and small, will be able to tap deep, liquid, innovative European capital pools centered around the euro for the financing they require to develop their business activities. Competition and choice will drive down the cost of capital. In short, the supply of European capital from European savings will be efficiently matched with the demand for capital from European businesses. Consumers will be better able to purchase financial services and securities from the best European suppliers of investment, insurance or pension funds, with net yields increasing as investment choice widens. Cross-border clearing and settlement should become cheaper. These are some of the obvious microeconomic benefits..."

Απόσπασμα από την εισαγωγή της εισήγησης της
"Επιτροπής Σοφών" για την μεταρρύθμιση των
Ευρωπαϊκών Χρηματοπιστωτικών Αγορών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

A) Οι Αγορές και οι συνιστώσες του Συστήματος στο επενδυτικό θεσμικό πλαίσιο

Στην οικοδόμηση του όλου χρηματοοικονομικού / χρηματοπιστωτικού συστήματος (ΧΣ) υφίστανται **τέσσερις** βασικές συνιστώσες. Τα *Χρηματοοικονομικά Προϊόντα* αποτελούν την πρώτη από τις τέσσερις συνιστώσες του. Το *χρήμα* στην νομισματική του μορφή είναι η δεύτερη συνιστώσα ως το μέσο ανταλλαγής των ΧΠ. Οι *αγορές* στις διάφορες μορφές τους ως το περιβάλλον, το πλαίσιο και τις πλατφόρμες υλοποίησης των συναλλαγών και, τέλος, οι *θεσμικοί φορείς* ως οι θεματοφύλακες του συστήματος είτε με την έννοια των εποπτικών μηχανισμών (αρχές, χρηματιστήρια, Κεντρικές τράπεζες, κλπ) είτε με την έννοια των πόλων λειτουργίας του συστήματος (επενδυτές, καταναλωτές, διαμεσολαβητές, χρηματοπιστωτικοί οίκοι, κλπ), αποτελούν τις άλλες δύο συνιστώσες.

Οι *αγορές* ως οι φορείς διαπραγμάτευσης, έχουν εξελιξιμότητα και αλληλοσυσχέτιση, ιδιαίτερα σε σχέση με την αντίπερα πλευρά του Ατλαντικού. Δεδομένης της ανταγωνιστικότητας, η συνεχής μετεξέλιξη τους στις υπηρεσίες που προσφέρουν αλλά και στα προϊόντα που εξυπηρετούν, περνά απαραίτητα μέσα από την διαρκή θεσμική τους ανανέωση και θωράκιση.

Η έννοια της Κεφαλαιαγοράς συνδέεται με την έννοια της "*οργανωμένης αγοράς*", η οποία είχε δοθεί από την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ¹³. Η έννοια της οργανω-

13. Η ISD (Investment Services Directive), ως αγορά χρηματοπιστωτικών τίτλων, οι οποίοι αναφέρονται στο τμήμα Β του παραρτήματος, θεωρεί αυτήν η οποία: α) **είναι εγγεγραμμένη** στον κατάλογο του άρθρου 16 που καταρτίζει το Κράτος Μέλος που είναι το Κράτος Μέλος καταγωγής κατά την έννοια του άρθρου 1 σημείο 6 στοιχείο γ, β) **λειτουργεί κανονικά**, γ) **χαρακτηρίζεται** από το γεγονός ότι οι όροι λειτουργίας της αγοράς, οι όροι πρόσβασης στην αγορά, καθώς και, εφόσον εφαρμόζεται η οδηγία 79/279/ΕΟΚ, οι όροι εισαγωγής στο χρηματιστήριο που καθορίζονται από την οδηγία αυτή ή εφόσον ή οδηγία αυτή δεν εφαρμόζεται, οι προϋποθέσεις που πρέπει να πλη-

μένης αγοράς, επαναδιατυπώνεται στην Οδηγία 2004/39/EK (MiFID) και στον ν. 3606/2007 (ΦΕΚ 195/τ.Α'/18-8-2007). Πλέον αναφέρεται ως "ρυθμιζόμενη" αγορά. Στην αυτήν την αγορά, αντικείμενο συναλλαγών είναι τα Χρηματοπιστωτικά μέσα (βλ. ανάλυση αγορών στο Μέρος Α' Κεφ. 4.Α).

Το Ευρωπαϊκό χρηματοδοτικό και επενδυτικό θεσμικό πλαίσιο έχει μια δυναμική ανάπτυξης, για τους εξής λόγους:

- δημιουργεί υποδομή, που προσφέρει εξωτερικές οικονομίες και επηρεάζει την ανάληψη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών,
- έχει καινοτομικό χαρακτήρα διότι με τον μετασχηματισμό ιδεών σε πράξη μέσω ιδιωτικής επαγγελματικής πρωτοβουλίας που θεσμοθέτησαν οικονομικο-πολιτικές αρχές, αλλά και με την δημιουργία χρηματοοικονομικών αγορών που θεσμοθέτησε σχετική νομοθεσία, αποκεντρώθηκε η "μικτή οικονομία",
- δημιουργεί θετική οικονομική πολιτική μακροπρόθεσμης προοπτικής,
- παρέχει επενδυτικά και συνδυαστικά, φορολογικά κίνητρα,
- δημιουργεί αυτοτελή θεσμικό μηχανισμό διασφάλισης αυστηρής εφαρμογής της νομοθεσίας,
- χαρακτηρίζει το θεσμικό πλαίσιο με σαφήνεια και διαφάνεια,
- οπλίζει με επάρκεια τεχνογνωσίας και εμπειρία τους φορείς της εξουσίας και τις νομισματικές αρχές,
- θεσμοθετεί τον κοινωνικό διάλογο σε συνεχή βάση.

Είναι λογικό, καθώς οι τέσσερις αυτές συνιστώσες, κινούνται και αλληλοεπηρεάζονται, να διαμορφώνουν ανάγκες συνεχούς αυτό-προσαρμογής τους. Η ΕΕ, έχει σε αυτό το σημείο επιδείξει αξιοσημείωτη συνεισφορά για τη διαμόρφωση του χρηματοοικονομικού πλέγματος. Αναγνωρίζοντας τη σχέση της ανάπτυξης του πλέγματος αυτού με την αποδεκτή από την ιδεολογική αντίληψη των Συνθηκών συσχέτισης του με την Ελεύθερη Οικονομία της Αγοράς, και της εφαρμογής ενός μοντέλου κοινωνικού καπιταλισμού και ελεύθερου ανταγωνισμού, έχει ήδη προβεί σε κανονιστικές πρωτοβουλίες.

ρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνουν πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά, διέπονται από διατάξεις που θεσπίζουν ή εγκρίνουν οι αρμόδιες αρχές και δ) **επιβάλλει** την τήρηση όλων των απαιτήσεων σχετικά με την υποβολή δηλώσεων και τη διαφάνεια οι οποίες θεσπίζονται κατ' εφαρμογή των άρθρων 20 και 21.

Η συνιστώσα *χρήμα* ήδη έχει δρομολογηθεί με την εισαγωγή του ευρώ, ενώ ταυτόχρονα λειτουργεί σε *ανώτερο θεσμικά* επίπεδο (στον σκληρό πυρήνα των Κρατών Μελών) από το *τεχνικό*, στο οποίο υπάρχει διάδραση μεταξύ των άλλων τριών συνιστωσών. Βεβαίως, για το *χρήμα*, ως παράμετρος λειτουργίας του συστήματος, έχουν επιτευχθεί σημαντικοί στόχοι, αλλά και η συνέχεια ολοκλήρωσης απαιτεί *εναργή παρακολούθηση*.

Οι *θεσμικοί φορείς*, στο όλο χρηματοοικονομικό περιβάλλον μετασηματίζονται, διαφοροποιούνται και αλληλοεμπλέκονται, λόγω της παγκόσμιας αλληλοεξάρτησης, καινοτομίας και κινητικότητας των κεφαλαίων, τα δε *χρηματοοικονομικά προϊόντα* είναι άμεσες δημιουργίες των θεσμικών φορέων και των αγορών, στα οριοθετημένα πλαίσια της λειτουργίας τους και του παγκόσμιου ανταγωνισμού.

Ιδιαίτερα, στο θέμα των *αγορών* και των *θεσμικών φορέων* έχει παρέμβει ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του '70 με τραπεζικές Οδηγίες, έως τις πολύπλοκες στις ημέρες μας οδηγίες διαφάνειας αγοράς, κατάχρησης αγοράς, επενδυτικών υπηρεσιών, εναλλακτικών συστημάτων συναλλαγών, χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης, διασυστοριακών πληρωμών, κλπ.

Η προσπάθεια για την μέγιστη προσέγγιση σε αυτό που αποκαλούμε "*τέλεια αγορά*", με την πλήρη και συμμετρική πληροφόρηση όλων, με τους σκοπούς της χρηματοδότησης και της θεμιτής επιδίωξης του κέρδους, πέραν πρωτίστως από τον ανθρώπινο παράγοντα και δευτερευόντως από τα εργαλεία του συστήματος. Έτσι η πληθώρα (ιδιαίτερα μεταξύ 2001-2006) των ρυθμιστικών εργαλείων της ΕΕ, θέτει κυρίως κανόνες συμπεριφοράς όλων των συμμετεχόντων θεσμών σε αυτές, είτε με την μορφή περιορισμών, είτε με την μορφή δυνατοτήτων επιβολών κανόνων και ποινών, είτε με την μορφή κανόνων λειτουργίας συστημάτων συναλλαγών. Μόνο σε ένα τέτοιο παραμετρικό και προετοιμασμένο νομοθετικά οικοδόμημα, μπορεί να συνυπάρχει η ευελιξία των ΧΠ (ώστε να αποδώσουν τα μέγιστα οφέλη τους) με την ισότητα και την δικαιοσύνη στις συναλλακτικές δραστηριότητες.

B) Τα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα των Αγορών

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (ΧΠ) (χρηματοπιστωτικά προϊόντα, financial products/instruments), αποτελούν τα εργαλεία εφαρμογής και υλοποίησης της θεωρίας, των τεχνικών και των κανόνων της Χρηματοοικονομικής

Επιστήμης. Τα ΧΠ υπάγονται, σηματοδοτούν και έχουν αναπτυχθεί στα θεσμικά πλαίσια του κοινωνικού-οικονομικού συστήματος, της λεγόμενης “μεικτής οικονομίας”. Ειδικότερα, στη λειτουργική χρηματοοικονομική μέθοδο έρευνας, το θεσμικό πλαίσιο χειρίζεται ως μεταβλητή, ώστε να διευκολυνθεί η κατανόηση των “διαρθρωτικών αλλαγών” που συνοδεύουν την ανάπτυξη των ΧΠ και των αγορών τους. Είναι ευρύτερα αναγνωρισμένο ότι η θεσμική προσαρμογή έχει αποτελέσει μοχλό στην ανάπτυξη νέων “χρηματοοικονομικών αγορών” που παράλληλα με την ανάπτυξη της “χρηματοοικονομικής θεωρίας”, έχουν φθάσει σε ένα τέτοιο επίπεδο ανόδου σήμερα, που γίνεται λόγος για “επανάσταση”.

Τα βασικά χαρακτηριστικά στην σύγχρονη μορφή τους είναι τα εξής:

- έχουν κοινά χαρακτηριστικά που στηρίζονται σε ένα πλέγμα αρχών και συγκεκριμένων επενδυτικών και διαχειριστικών κανόνων.
- παρέχουν μεγάλη ποικιλομορφία υπηρεσιών,
- έχουν χρηματοδοτική ιδιότητα (π.χ., ανάληψης χρέους από έναν επενδυτή),
- ως στοιχεία του αποθέματος πλούτου ή περιουσίας, τα ΧΠ υπάγονται στην έννοια των περιουσιακών στοιχείων (assets). Μπορεί να είναι Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή πραγματικά περιουσιακά στοιχεία. Επίσης μπορεί να είναι υλικά (tangible assets) ή άυλα περιουσιακά στοιχεία (intangible assets),
- έχουν διαφορετικές ονομασίες ανάλογα με την σκοπιά που εξετάζονται (ανάλογα με τον εκδότη – λ.χ., κρατικός οργανισμός ή εταιρία - ή ανάλογα με κάποιο χαρακτηριστικό τους – λ.χ., την διάρκεια έως την λήξη τους),
- έχουν τριπλή διάσταση, δηλ. συναλλακτική, επενδυτική και χρηματοδοτική,
- εκδίδονται ή αποκτούνται, ως μορφές επενδύσεων και χρεών, με την προσδοκία κάποιας αναμενόμενης απόδοσης ως αμοιβής για τον κίνδυνο που αναλαμβάνεται,
- καλύπτουν όλο το φάσμα της χρηματοπιστωτικής διαχείρισης (τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες, κλπ),
- χρησιμοποιούνται από τους φορείς παραγωγής ΧΠ με υψηλή τεχνολογία αιχμής (πχ Χρηματιστήρια ή Διαχειριστές Αγοράς που διαθέτουν πληροφοριακά συστήματα τεχνολογίας αιχμής για την παρακολούθηση του κινδύνου τους, συνεχή αποτίμηση της αξίας τους, κλπ),

- κάθε ανεξάρτητη οικονομική μονάδα έχει στο ενεργητικό της ορισμένη περιουσία ή ακαθάριστο πλούτο, που συσχετίζεται με την ύπαρξη ΧΠ,
- κάθε επιχείρηση έχει πιστωτική επιφάνεια, που συσχετίζεται με την χρήση των ΧΠ,
- η κεφαλαιακή τους διάρθρωση συνδέεται με την απόδοση του κεφαλαίου και τους κινδύνους που αναλαμβάνονται από τους επενδυτές.

Ως “χρηματοπιστωτικά μέσα”¹⁴, όπως ορίζονται στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ, αλλά και στο ν. 3606/2007, στο άρθ. 5 που την ενσωμάτωσε, νοούνται:

(1) Μεταβιβάσιμες κινητές αξίες¹⁵, βάσει του ν. 3606/2007, άρθ. 5, παρ. 13, είναι οι κατηγορίες κινητών αξιών που είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής και ιδίως:

- (α) μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιριών, προσωπικών εταιριών και άλλων οντοτήτων, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών,
- (β) ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών,
- (γ) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών ή που είναι δεκτική διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα και που προσδιορίζεται με αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη

(2) Μέσα χρηματαγοράς, βάσει του ν. 3606/2007, άρθ. 5, παρ. 14, είναι οι κατηγορίες μέσων που αποτελούν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τα αποδεικτικά κατάθεσης (Certificates of Deposit) και τα εμπορικά γραμμάτια (Commercial Paper) εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής,

(3) Μεριδία οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (μερίδια ΟΣΕΚΑ),

(4) Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων

14. Μια πληρέστερη περιγραφή ορισμένων χαρακτηριστικών αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων δίνεται στο Παράρτημα II.

15. Η Investment Services Directive (ISD), που είχε αρχικά προσδιορίσει τις κινητές αξίες, έχει τροποποιηθεί από την οδηγία 2000/64/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ L290/27/17-11-2000).

(forward-rate agreements)¹⁶ και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθαρίσεως με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα,

(5) Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης),

(6) Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που επιδέχονται εκκαθαρίσεως με φυσική παράδοση, εφόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε ρυθμιζόμενη αγορά ή/και Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) (βλ. και Μέρος Α' Κεφ. 4.Α),

(7) Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που επιδέχονται εκκαθαρίσεως με φυσική παράδοση, εφόσον δεν αναφέρονται άλλως στο τμήμα Γ.6 της Οδηγίας και δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς και που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων,

(8) Παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου,

(9) Χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences),

(10) Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επι-

16. Τα FRAs, όπως και τα swaps, είναι διαπραγματεύσιμα προϊόντα σε OTC αγορές εξω-χρηματιστηριακές, με μη τυποποιημένα γενικά χαρακτηριστικά.

λογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης) καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο παρόν τμήμα, που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων,

(11) Κάθε άλλο μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά (πχ Exchange Trading Funds¹⁷, που ήδη διαπραγματεύονται στις αγορές του Λονδίνου, Φραγκφούρτης, Παρίσι, κλπ).

Τα *χρηματοοικονομικά προϊόντα*, έχουν μεγάλη αλληλεξάρτηση, ευελιξία, εμπορευσιμότητα, ρευστότητα, ομοιογένεια, ενέχουν συναλλακτικά κόστη και χρήζουν καινοτομικών υποστηρίξεων.

Ήδη παρατηρούμε την πληθώρα και την πολυπλοκότητα των συνδυασμών των ανωτέρω προϊόντων, τα οποία προσφέρουν την ευελιξία, την αντιστάθμιση του κινδύνου, την καινοτομία, την ρευστότητα και την ανταλλαξιμότητα. Αυτά τα προϊόντα συμπεριλαμβάνονται στην οδηγία περί κατάχρησης αγοράς MAD και MAD II, αν και η κανονιστική τους υιοθέτηση είχε ήδη ξεκινήσει να πραγματοποιείται από το 1993. Βέβαια ο τραπεζικός χώρος με τα προϊόντα του (με την Πρώτη και Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία¹⁸) έχει ήδη οριοθετηθεί. Όμως ο δευτερογενής τομέας, στην περίοδο 2000-2014, θωρακίζεται νομοθετικά και ως εκ τούτου, συμπεριλαμβάνει τα ανωτέρω προϊόντα. Ουσιαστικά αναφερόμαστε σε προϊόντα που είναι τυποποιημένα (π.χ. χρηματιστηριακά παράγωγα) και εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές (listed).

17. Τα ETFs είναι είδος αμοιβαίου κεφαλαίου (μερίδιο) συλλογικής επένδυσης σε ένα καλάθι μετοχών που απαρτίζουν κάποιον χρηματιστηριακό δείκτη (πχ, FTSE/100, DAX, CAC-40), και είναι εισηγμένο σε χρηματιστηριακή αγορά. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής αποκτώντας ETF ουσιαστικά "αγοράζει" τον υποκείμενο δείκτη, επενδύοντας, στην προοπτική του ίδιου του δείκτη. Αυτήν την χρηματιστηριακή "αγοραπωλησία" του δείκτη την υλοποιεί ένα ETF.

18. Πρώτη Τραπ. Οδηγία 77/780/EOK (L322/30/17-12-77), Δεύτερη Τραπ. Οδηγία 89/646/EOK (L386/1/30-12-89).

Γ) Οι Επενδυτές και οι Αγορές

Η προσπάθεια ενοποίησης και ο σκοπός για να ικανοποιηθεί ο στόχος του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες για ενιαία Κεφαλαιαγορά (Financial Services Action Plan, βλ. Μέρος Α', κεφ. 2.Α), ήδη είχε ξεκινήσει με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ (ενσωματώθηκε με τον ν.1969/1991), για την άρση των περιορισμών στην ελεύθερη διακίνηση των μεριδίων των ΟΣΕΚΑ στα Κράτη Μέλη, αλλά και τον συντονισμό των εθνικών νομοθεσιών για την αποτελεσματικότερη και ομοιόμορφη προστασία των επενδυτών.

Παρουσιάζεται στις διατάξεις των δύο Οδηγιών για τα τραπεζικά ιδρύματα (Πρώτη Τραπ. Οδηγία 77/780/ΕΟΚ, Δεύτερη Τραπ. Οδηγία 89/646/ΕΟΚ) αλλά και στην MAD, ότι υπάρχει μια κοινή ομάδα προϊόντων, δηλ. της Over-The-Counter διατραπεζικής αγοράς και της δευτερογενούς Χρηματιστηριακής, που διασυνδέει (συγκοινωνεί) νομικο-τεχνικά τις δύο αγορές, και παρά τον διαφορετικό τρόπο και την λογική χρησιμοποίησης των Χρηματοοικονομικών Μέσων που η κάθε μια διαθέτει, έχουν την απαγορευτική ιδιότητα σχετικά με την κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφόρησης. Ο κοινός παρονομαστής είναι η προστασία των *επενδυτών των αγορών*.

Αν κινηθούμε μακριά από "τελεολογικές" ερμηνείες ενοποίησης του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, εκτιμούμε ότι όλη η κοινοτική νομοθεσία διαπνέεται από την *αρχή προστασίας του επενδυτή* ως θεσμού: Ο απλός επενδυτής και το πιστωτικό ίδρυμα, είναι οι στυλοβάτες θεσμοί από πλευράς λειτουργίας του χρηματοοικονομικού / χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο κοινοτικός νομοθέτης δεν θα μπορούσε να αφήσει, εκτός ελέγχου συμπεριφοράς ή κατάχρησης αγοράς, με οτιδήποτε εργαλεία και σε οποιαδήποτε αγορά, περιπτώσεις που θα μπορούσε να απειληθεί ο επενδυτής, φυσικό ή νομικό πρόσωπο.

Στην εξελικτική πορεία, τουλάχιστον από το 2000 έως τις ημέρες μας, όπως θα περιγραφεί εν συνεχεία, σε όλες οι Οδηγίες και τους Κανονισμούς που έχουν εκδοθεί στον Χρηματοοικονομικό τομέα, η προστασία του επενδυτή ως θεσμού, είναι η κεντρική ιδέα των διατάξεων τους.

Δ) Οι Διαμεσολαβητές των Αγορών

Η ολοκλήρωση του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), σε συνδυασμό με την πλήρη απελευθέρωση των κεφαλαίων και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, είναι ο τελικός στόχος για την πλήρη ολοκλήρωση της εσωτερικής

αγοράς. Η ONE επέδρασε στον τρόπο χειρισμού του χρήματος, λόγω της εισαγωγής του ευρώ.

Με την εξάλειψη των συναλλαγματικών κινδύνων, ιδιαίτερα στις διασυνοριακές επενδύσεις κεφαλαίων, έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος προς την ενιαία οικονομική πολιτική. Σαφώς η μη ταύτιση της ευρωζώνης με το σύνολο των νομισμάτων της ΕΕ, έχει ακόμα αφήσει περιθώριο για διαχείριση των συναλλαγματικών κινδύνων, μέσα κυρίως από τους θεσμούς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Βάσει της οδηγίας 93/22/ΕΚ (L141/27/11-6-93) η οποία εγκαθιδρύει την κοινή αγορά των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, βλέπουμε αρχικά ότι διέπεται από τις ίδιες αρχές με εκείνες του τραπεζικού τομέα (ενιαία άδεια επενδυτικών επιχειρήσεων και αποκλειστικός έλεγχος από χώρα καταγωγής). Η εν λόγω οδηγία ενσωματώθηκε στην Ελληνική έννομη τάξη με τον ν. 2396/96 (ΦΕΚ Α' 73).

Με την ψήφιση των Οδηγιών MiFID και MiFID II (βλ. αναλυτικά Μέρος Γ' κεφ. 3), εμπλουτίστηκαν οι διαμεσολαβητές των αγορών (πλέον των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Τραπεζικών ιδρυμάτων, Χρηματιστηρίων, Ασφαλιστικών διαμεσολαβητών και των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών) και με τους διαχειριστές αγορών. *Διαχειριστής της αγοράς*, νοείται το πρόσωπο που διευθύνει, γενικά, τις δραστηριότητες μιας οργανωμένης αγοράς.

Μέσα από τις διατάξεις των Οδηγιών που αναφέρθηκαν, συστήνεται ότι οι διαμεσολαβητές αγορών θα πρέπει να συμβάλουν στην πρόληψη των *καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά* και να λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα με σκοπό την πρόληψη και τον εντοπισμό *πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς*. Τα μέτρα αυτά μπορούν να συμπεριλαμβάνουν απαιτήσεις για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών, την πλήρη δημοσιότητα των συμφωνιών για την εξομάλυνση των τιμών, ένα εύλογο σύστημα αντιστοίχισης των εντολών, τη δημιουργία αποτελεσματικού συστήματος για τον εντοπισμό των ασυνήθιστων εντολών, επαρκώς εύρωστα συστήματα καθορισμού τιμών αναφοράς και τη σαφήνεια των κανόνων για την αναστολή των συναλλαγών.

Μέσω των Οδηγιών που έχουν ψηφιστεί (MAD, MAD II, MiFID, MiFID II) οι διαμεσολαβητές των αγορών υποχρεούνται να διαθέτουν αποτελεσματικούς μηχανισμούς και διαδικασίες για την αποτροπή και τον άμεσο εντοπισμό *περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς*, καθώς επίσης υποχρεούνται να αναφέρουν

στην αρμόδιες αρχές εποπτείας των αγορών του Κράτους Μέλους αρμοδιότητας, αμέσως τις περιπτώσεις για τις οποίες ευλόγως υποπτεύονται ότι γίνεται κατάχρηση της αγοράς, γνωστοποιώντας όλες τις σχετικές πληροφορίες και παρέχοντας κάθε αναγκαία βοήθεια για τη διερεύνηση τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΠΟ ΚΑΤΑΧΡΗΣΕΙΣ

Α) Ιστορική αναδρομή

Η δημιουργία μιας ισχυρής αγοράς ώστε να διευκολύνει την ελεύθερη μετακίνηση του κεφαλαίου και της πανευρωπαϊκής προοπτικής των επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων, υπήρχε στην πολιτική ατζέντα των θεσμικών οργάνων, από την δεκαετία του '60. Μόλις το 1979 άρχισε να υλοποιείται, με την έκδοση του πρώτου νομοθετικού μέτρου που συνδέεται απ' ευθείας με εκδότες. Ουσιαστικά από τα μέσα της δεκαετίας του '80 ξεκίνησε η νομοθετική δραστηριότητα, περισσότερο επικεντρωμένη στα προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς. Θα ισχυριζόμαστε ότι οι Οδηγίες που υιοθετήθηκαν έκτοτε (συμπεριλαμβανομένης της Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive, ISD¹⁹) και της Οδηγίας για τις Δημόσιες Προσφορές²⁰, αποτελούν τον ακρογωνιαίο λίθο της νομοθεσίας της ΕΕ για τις Κεφαλαιαγορές.

Κατά την δεκαετία του '90, εμφανίσθηκε μια απαισιόδοξη τάση, με την έννοια ότι δεν ήταν επαρκώς εξοπλισμένη η Ευρώπη για να υποδεχθεί την νομισματική ένωση και να εκμεταλλευτεί τα πλεονεκτήματά της. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αισθανόταν ότι η Ευρώπη ήταν ακόμα μακριά από την υλοποίηση της ενιαίας αγοράς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Παρόλο που είχε επιτευχθεί κάποια πρόοδος, με την πάροδο του χρόνου, είχαν εμφανισθεί νομοθετικές δυσλειτουργίες, που προέρχονταν και από πολιτικούς συμβιβασμούς ως ο ελάχιστος κοινός παρονομαστής εναρμόνισης των εθνικών νομοθεσιών στον οποίο τα Κράτη Μέλη μπορούσαν να συμφωνήσουν. Τα Κράτη Μέλη είχαν αρκετή διακριτική ευχέρεια στο να ερμηνεύουν με διαφορετικό τρόπο, πρακτική που οδηγούσε σε απο-

19. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10-5-1993, L141/27, OJ 1993 (ISD).

20. Οδηγία 89/278/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 17-4-1989, L124/8, OJ 1989.

τυχία την ολοκλήρωση των αποτελεσματικών αγορών. Συγκεκριμένο παράδειγμα αποτελεί το ευρωπαϊκό διαβατήριο για τις δημόσιες προσφορές. Οι εκδότες έπρεπε να μεταφράζουν το prospectus της δημόσιας προσφοράς στην τοπική γλώσσα μαζί με επιπρόσθετες πληροφορίες. Αυτές οι απαιτήσεις δημιουργούσαν επιπρόσθετο κόστος συναλλαγών στις διασυνοριακές δημόσιες προσφορές και λειτουργούσαν αποτρεπτικά. Έτσι γεννήθηκε ο μηχανισμός του FSAP, για μια πανευρωπαϊκή ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Το Σχέδιο Δράσης των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (FSAP – Financial Services Action Plan), από το 1999 έως το 2005, ήταν μια προσπάθεια της Επιτροπής, να εξοπλίσει την ΕΕ, ώστε να ανταποκριθεί καλύτερα στις προκλήσεις της Νομισματικής Ένωσης και να εκμεταλλευτεί τα μελλοντικά πλεονεκτήματα της Ενιαίας Αγοράς στις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες. Ουσιαστικά, το FSAP είναι ένα λεπτομερές σχέδιο δράσης για την υιοθέτηση έως το 2005 των νομοθετικών μέτρων που θα υποστηρίξουν την ενιαία και ολοκληρωμένη χρηματοοικονομική αγορά, της οποίας μια ισχυρή αγορά κινητών αξιών θεωρείται ως τα βασικό συστατικό.

Το FSAP οδήγησε σε σημαντικές διαφοροποιήσεις στην αγορά κινητών αξιών: νέοι νόμοι, μετά από νέες νομοπαρασκευαστικές διαδικασίες και περισσότερη εστίαση στους μηχανισμούς για την εποπτεία των δραστηριοτήτων των αγορών κινητών αξιών. Μια επαρκώς ολοκληρωμένη αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι μια αγορά όπου το κεφάλαιο μπορεί ελεύθερα να κινηθεί εντός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου και οι επενδυτικές υπηρεσίες να είναι διαθέσιμες εν γένει.

Η πρώτη παράμετρος του σχεδίου δράσης ήταν η Επιτροπή Σοφών υπό τον Βέλγο τραπεζίτη και οικονομολόγο βαρόνο Alexandre Lamfalussy. Η διαδικασία σχεδιασμού νομοθεσίας με βάση κάποια στάδια (βλ. Κεφ 6.Α) εφαρμόστηκε σε διάφορα Κράτη Μέλη και καθιερώθηκε ως πρότυπο υιοθέτησης Κοινωνικών νομοθετημάτων. Η διαδικασία Lamfalussy, βοήθησε στην παραγωγή καλύτερης ποιότητας νομοθεσίας που αφορά τις δραστηριότητες των Κεφαλαιαγορών και ήταν σημαντική και κρίσιμη όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα υιοθέτησης οδηγιών και τις λήψεις σημαντικών πολιτικών αποφάσεων.

Η δεύτερη παράμετρος αφορά την επιτροπή ESMA, που ουσιαστικά δημιουργήθηκε για να υλοποιηθεί η διαδικασία Lamfalussy. Είχε επίσης σκοπό να εκτελέσει ένα φάσμα λειτουργιών, συμπεριλαμβανομένων της συμμετοχής στην διαδικασία κατασκευής νομοθεσίας και στην υποστήριξη ανάπτυξης μιας πανευρωπαϊκά ομοιόμορφης πολιτικής στις εποπτικές πρακτικές.

Στις 27 Μαρτίου 2002, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζήτησε από την ESMA να καταλήξει σε ένα σύνολο τεχνικών οδηγιών για την πιθανή ανάπτυξη κριτηρίων σχετικά με θέματα που αφορούν την Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς (Market Abuse Directive) και την Οδηγία για την εσωτερική πληροφόρηση (Directive on Insider Dealing). Υπάρχουν πέντε περιοχές που καλύπτει η εντολή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αυτές είναι:

- Ο ορισμός της εσωτερικής πληροφόρησης
- Ο ορισμός της χειραγώγησης αγοράς
- Η δημοσιοποίηση εσωτερικών πληροφοριών από τους εκδότες
- Η ακέραιη (ανόθευτη) παρουσίαση των αναλύσεων
- Η έννοια του «ασφαλούς λιμένα» (safe harbour είναι αναγκαστικά πιο δόκιμος όρος) για τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών και σταθεροποίησης τιμών.

Η ESMA ακολούθησε²¹ μια ορισμένη διαδικασία πριν βέβαια τη δημοσιοποίηση της πρώτης συμβουλευτικής μελέτης (consultation paper). Κατ' αρχάς, δημοσίευσε Πρόσκληση για Διαβούλευση, καλώντας όλους τους ενδιαφερόμενους φορείς να υποβάλουν απόψεις για το τι θεωρούν ότι πρέπει η ESMA να υποβάλει στην Επιτροπή²². Μετά, η Ομάδα Εμπειρογνομόνων της ESMA (σημ. υπό την προεδρία του τότε Προέδρου της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κ. Στ. Θωμαδάκη), ανέπτυξε προτάσεις σε συνεργασία με τους ενδιαφερόμενους φορείς. Η Ομάδα Εμπειρογνομόνων (OE), υποστηρίχθηκε από την νεοσύστατη Συμβουλευτική Ομάδα Εργασίας (Consultative Working Group).

Στις 1 Ιουλίου 2002, η ESMA δημοσίευσε το consultation paper (Advice on possible level 2 implementing measures for the proposed Market Abuse Directive), θέτοντας όντως τις προτάσεις για τις τεχνικά κριτήρια σε όλες τις ανωτέρω περιοχές. Ελήφθησαν άνω των 100 διαφορετικών προτάσεων από τους εμπλεκόμενους στη διαδικασία διαβούλευσης (βλ. και Κεφ. 2.B). Αφού έγινε και

21. CESR Market Abuse Consultation, Feedback Statement, December 2000

22. Συμμετέχοντες στην διαδικασία και οι διαβουλευόμενοι: Οι φορείς αυτοί προέρχονταν από Ευρωπαϊκά και εθνικά ιδρύματα, εκπροσώπους παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ιδιωτικές τράπεζες, εταιρίες επενδυτικών υπηρεσιών, διαχειριστές χαρτοφυλακίων, χρηματιστήρια αξιών και παραγώγων, χρηματοοικονομικούς αναλυτές και εταιρίες χρηματοοικονομικών αξιολογήσεων (rating agencies). Στην Ελλάδα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, συντόνιζε τις διαβουλευόμενες με τις Χρηματιστηριακές Αρχές, με τα Μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΣΜΕΧΑ) που συντόνιζε τις Χρηματιστηριακές εταιρίες, και με την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (ΕΕΤ).

μια δημόσια διαβούλευση στο Λονδίνο στις 6/9/02, το αναθεωρημένο κείμενο δημοσιεύτηκε στις 21/11/02. Μέχρι το τέλος του έτους η ESMA, είχε οριστικοποιήσει τα κείμενα με μια επιπρόσθετη δημόσια διαβούλευση.

Ουσιαστικά η Ομάδα Εργασίας προσδιόρισε και συνέκρινε το ισχύον νομικό πλαίσιο περιορισμού της καταχρηστικής συμπεριφοράς στην Κεφαλαιαγορά σε κάθε Κράτος Μέλος και όρισε τον τύπο συμπεριφοράς της αγοράς που τα μέλη της FESCO θεωρούν ότι είναι αξιόποινος. Κατόπιν η ομάδα έκανε προτάσεις σχετικά με τον τρόπο επίτευξης αυτού, περιλαμβανομένης και πιθανής τροποποίησης της νομοθεσίας της Ε.Ε. Η πρόταση της FESCO για Ευρωπαϊκή εκστρατεία ενάντια στις μεθόδους κατάχρησης αγοράς στόχευε στην πρόληψη της κατάχρησης σε όλες τις μορφές της (κατάχρηση εσωτερικής πληροφόρησης, χειραγώγηση αγοράς, διασπορά ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών).

Η πρόταση αποτελείται από δύο μέρη. Στο πρώτο περιλαμβάνεται ο ουσιαστικός ορισμός των μεθόδων κατάχρησης αγοράς. Στο δεύτερο, μέσω της καθιέρωσης «δικτύου εποπτικών αρχών», προτείνεται πλαίσιο διεύρυνσης και εφαρμογής των μέτρων καταστολής συμπεριφορών που περιέχουν «κατάχρηση», κατάλληλο για την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά τίτλων. Έτσι η FESCO θεωρεί ότι το δίκτυο θα μπορούσε να δημιουργηθεί μέσω Οδηγίας.

B) Τα τέσσερα επίπεδα των κατευθυντήριων γραμμών από την ESMA (CESR) για την κατάχρηση αγοράς

Για την πλήρη εποπτική κατανόηση των 4 επιπέδων και των κατευθυντήριων γραμμών στην διαδικασία Lamfalussy, στον τομέα των χρηματοοικονομικών προϊόντων, αντλούμε το κάτωθι μετά την διαβούλευση, Διάγραμμα 1, από το τελικό report της Επιτροπής Σοφών όσον αφορά τις κανονιστικές ρυθμίσεις των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών στις 15/2/2001²³.

Στο πρώτο επίπεδο (Level 1), τίθενται οι αρχές του νομοθετικού πλαισίου καθώς και οι αρχές βάσει των οποίων θα γίνουν οι υλοποιήσεις εντός του εύρους αυτού πλαισίου (στο Level 2). Μετά από διαβουλεύσεις με το Συμβούλιο Υπουργών και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η Επιτροπή αποδέχεται την επίσημη πρόταση για έκδοση οδηγίας ή κανονισμού. Ουσιαστικά συμφωνούν στις αρχές και καθορίζονται οι διαδικασίες υλοποίησης της Οδηγίας.

23. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf

Στο δεύτερο επίπεδο (Level 2), καθορίζονται και υλοποιούνται οι λεπτομέρειες με την δημιουργία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κεφαλαιαγορών (European Securities Committee-ESC) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών Κεφαλαιαγορών (Committee European Securities Regulators, CESR ή πλέον ESMA). Μετά την ακρόαση από το Συμβούλιο της ESC, η Επιτροπή συμβουλευεται την ESMA για να ξεκινήσει την ανάπτυξη των τεχνικών μέτρων. Η ESMA επεξεργάζεται τις συστάσεις του Συμβουλίου συμβουλευόμενη τελικούς χρήστες και συμμετέχοντες και αποστέλλει αυτές στην Επιτροπή. Η Επιτροπή αναθεωρεί τις συστάσεις και υποβάλλει την αναθεωρημένη πρόταση στην ESC. Εντός τριών μηνών, η ESC ψηφίζει την πρόταση και μετά η Επιτροπή αποδέχεται τα τελικά μέτρα. Σε όλη την διαδικασία του δευτέρου επιπέδου (Level 2), το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενημερώνεται διαρκώς και πιθανώς να ψηφίσει τροποποιήσεις, εάν τα επιλεγμένα μέτρα υπερβαίνουν τις δυνατότητες υλοποίησης από τα Κράτη Μέλη.

Στο τρίτο επίπεδο (Level 3), η ESMA επεξεργάζεται τις κοινές συστάσεις που αφορούν θέματα, ερμηνείας, κατευθυντήριων γραμμών και κοινών προτύπων σε τομείς που δεν είχαν αναφερθεί από τους κανονισμούς της ΕΕ. Επίσης παρέχει μια διαδικασία ελέγχου των συμμετεχόντων μεταξύ τους (peer review process) και μια σύγκριση κανονιστικών πρακτικών που θα εξασφαλίσουν την ομοιόμορφη υλοποίηση και εφαρμογή από τα Κράτη Μέλη. Σε αυτό το επίπεδο ενδυναμώνεται ουσιαστικά η συνεργασία μεταξύ των Κρατών Μελών.

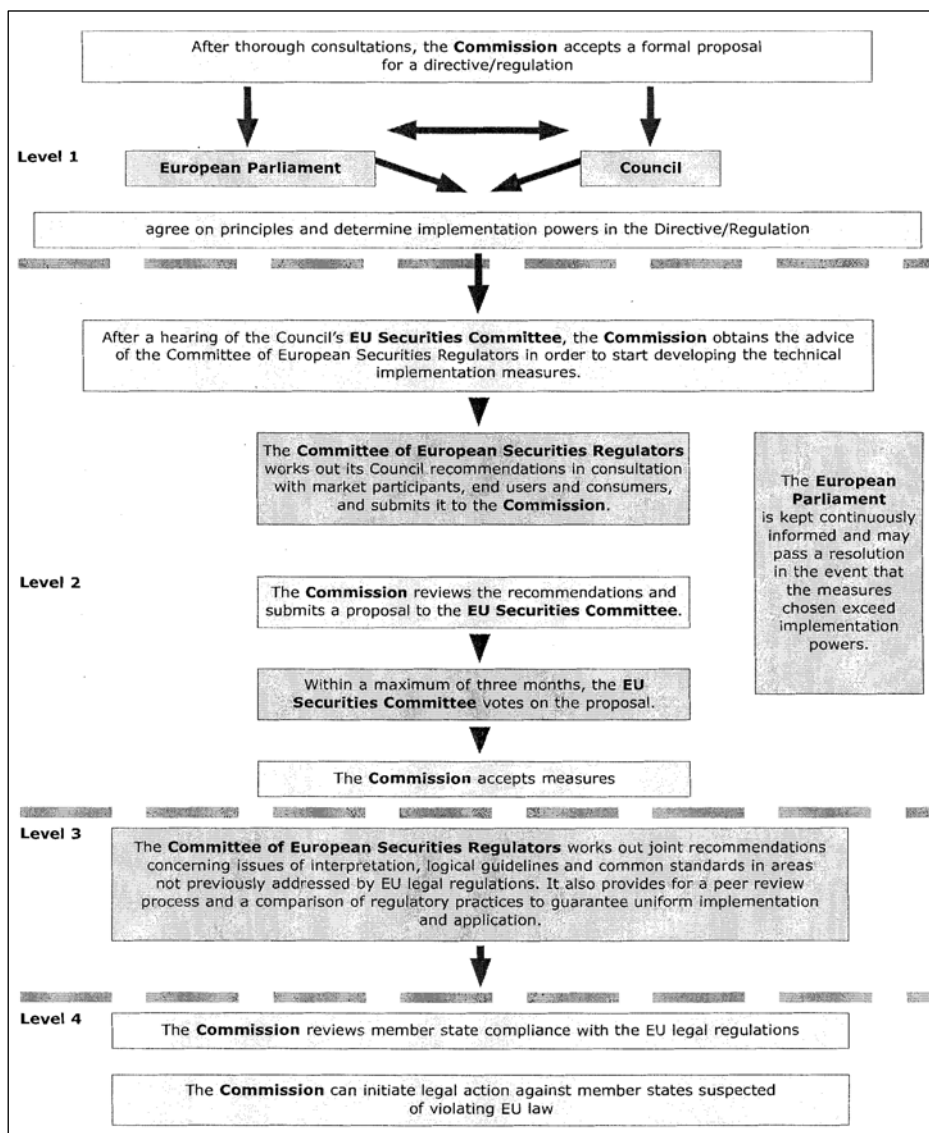
Στο τέταρτο επίπεδο (Level 4), η Επιτροπή εξετάζει την συμμόρφωση των Κρατών Μελών προς τους θεσμοθετημένους κανονισμούς και οδηγίες της ΕΕ. Η Επιτροπή, εάν θεωρήσει πιθανή παραβίαση της Κοινοτικής Νομοθεσίας σε αυτόν τον τομέα, μπορεί να στραφεί εναντίον κάποιου Κράτους Μέλους.

Η ESMA, ακολουθώντας τα ανωτέρω στάδια, υπέβαλε σε κάθε περίπτωση (αφού είχε λάβει υπόψη της και τις γνώμες των συμμετεχόντων στις αγορές), έγγραφα προς τα Κοινοτικά Όργανα. Παρακάτω αναφέρουμε τα σημαντικότερα από αυτά σε κάθε επίπεδο, που αφορούν την δημιουργία των οδηγιών και κανονισμών για την κατάχρηση της αγοράς:

Ref. 05-407/30-6-2005: Τελική Τεχνική Γνώμη για τα πιθανά μέτρα της Οδηγίας περί Διαφάνειας,

Ref. 05-290b/3-5-2005: Τεχνική Γνώμη για τα πιθανά μέτρα υλοποίησης της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για την αγορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων (1^η και 2^η Γνώμη τροποποιήσεων),

Ref. 03-212c/3-9-2003: Γνώμη για την 2^η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς,
 Ref. 02-089d/8-1-2003: Γνώμη για την 1^η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς.



Διάγραμμα 1.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΟΔΗΓΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (IDD)

Α) Η Οδηγία για την εσωτερική πληροφόρηση (IDD)

Η οδηγία για την εσωτερική πληροφόρηση (89/592/ΕΟΚ) είχε ήδη ενσωματωθεί στις εθνικές έννομες τάξεις των Κρατών Μελών, όπως ήδη έχει αναφερθεί. Στα πρώτα άρθρα της ορίζονται οι έννοιες της εσωτερικής πληροφόρησης²⁴ (άρθ. 1 παρ. 1) ενώ ταυτόχρονα αναφέρονται στο άρθ. 2 παρ. 1, τα υπόχρεα πρόσωπα στα οποία απαγορεύεται η συναλλαγή σε συγκεκριμένες κινητές αξίες (του άρθ. 1 παρ. 2). Τα πρόσωπα αυτά:

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

(β) λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη ή

(γ) επειδή έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές λόγω της άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους,

είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Τους απαγορεύεται να **αποκτούν ή να εκχωρούν**, για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα, τις κινητές αξίες του ή των εκδοτών τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλευόμενα εν γνώσει τους αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Αργότερα η έννοια της "κινητής αξίας" εμπλουτίστηκε με περισσότερα προϊόντα (χρηματοπιστωτικά μέσα) στο άρθ. 1 παρ. 3 στην οδηγία MAD. Η IDD ήταν και η πρώτη ουσιαστικά οδηγία που έγινε η αρχή για το κανονιστικό πλαίσιο θωράκισης των αγορών.

24. Μια πληροφορία η οποία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει χαρακτήρα συγκεκριμένο και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες, και η οποία, εάν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτή ή αυτών των κινητών αξιών.

Στο άρθρ. 5 της εν λόγω Οδηγίας αναγνωρίζεται η αρχή της εδαφικότητας, αφού τα Κράτη Μέλη είναι υπεύθυνα για παραβατικές πράξεις που λαμβάνουν χώρα στο έδαφός τους (σε αγορά που βρίσκεται και λειτουργεί σε αυτό). Οι δυνατότητες των Κρατών Μελών στην θέσπιση αυστηρότερων ή συμπληρωματικών διατάξεων προβλέπεται από το άρθρ. 6, ενώ ταυτόχρονα κρίνεται απαραίτητη η συνεργασία των αρμόδιων ελεγκτικών ή δικαστικών αρχών των Κρατών Μελών μεταξύ τους (άρθρα 7,10). Αυτές οι αρμόδιες αρχές (άρθρ. 10 παρ. 2α) μπορεί να αρνηθούν να δώσουν σχετικές πληροφορίες, όταν η ανακοίνωση αυτών μπορεί να υπονομεύσει την κρατική κυριαρχία, την ασφάλεια ή την δημόσια τάξη (αρχή της Κρατικής Κυριαρχίας), καθώς και όταν έχει ήδη κινηθεί δικαστική διαδικασία, με βάση τα ίδια πραγματικά περιστατικά, κατά των ίδιων προσώπων (άρθρ. 10 παρ. 2β).

B) Η διάδραση της IDD με την MAD

Οι διατάξεις της οδηγίας IDD και αυτές της MAD συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό. Στο προοίμιο της αιτιολογικής έκθεσης της MAD βλέπουμε την αναφορά στην εσωτερική πληροφόρηση, αλλά και την χειραγώγηση της αγοράς (άρθρ. 1 παρ 2). Η συσχέτισή τους αναφέρεται στα υπόχρεα πρόσωπα που είναι κοινά και στις δύο οδηγίες²⁵. Επιπρόσθετα, όμως, η MAD αναφέρει (άρθρ. 4), ότι υπόχρεα πρόσωπα για τις σχετικές απαγορεύσεις δεν είναι μόνο τα ανωτέρω αναφερόμενα (άρθρ. 2 παρ. 1), αλλά και κάθε πρόσωπο που κατέχει εμπιστευτική πληροφορία που γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι είναι "εμπιστευτική". Στην εναρμονισμένη Ελληνική νομοθεσία (ν. 3340/2005) γίνεται ειδική αναφορά (άρθρ. 6 παρ. 3) και στα πρόσωπα που διενεργούν κατ' επάγγελμα την κατάρτιση συναλλαγών, ως υπόχρεα. Τα "χρηματοπιστωτικά μέσα" που αναφέρονταν στην IDD έχουν περαιτέρω εμπλουτισθεί στην MAD. Πράγματι συμπεριλαμβάνονται επιπρόσθετα: τα μερίδια των ΟΣΕΚΑ (άλλωστε οι οδηγίες για τους ΟΣΕΚΑ, εκδόθηκαν το 2001²⁶), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίων (FRAs), συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, νο-

25. Δηλ. εκείνα που είτε λόγω της ιδιότητος τους ως μέλη του ΔΣ ή διευθυντικά στελέχη, είτε λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη, είτε λόγω επαγγέλματος τους έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες, είτε λόγω εγκληματικών δραστηριοτήτων, τους απαγορεύεται λόγω κατοχής εμπιστευτικών πληροφοριών, να συναλλάσσονται με τα αναφερόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα (του άρθρ. 1 παρ. 3 της MAD).

26. 2001/107/ΕΚ (L41/20/21-1-02) και 2001/108/ΕΚ (L41/35/13-2-02).

μισμάτων και μετοχών (swaps) και τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα (derivatives commodities)²⁷.

Οι λόγοι εμπλουτισμού των χρηματοπιστωτικών μέσων, οφείλονται:

- Στην αναγκαιότητα χρήσης δυναμικότερων και αποτελεσματικότερων χρηματοοικονομικών εργαλείων στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Τα εργαλεία που ήδη αναφέρθηκαν ήταν ήδη σε χρήση από τις αγορές των ανταγωνιστικών κεφαλαιαγορών εκτός Ευρώπης. Στο διάστημα 1989 (έκδοσης της IDD), έως την εποχή 2000-2004 (διαδικασίες Lamfalussy, έκδοση MAD), διαδραματίστηκαν γεγονότα που καθιστούσαν επιτακτική την συμπερίληψη αυτών (αύξηση κύκλου συναλλαγών, εισαγωγή ευρώ, μεταφορά κεφαλαίων, κλπ). Αν και τα εργαλεία αυτά χρησιμοποιούνταν σταδιακά όλο και εντονότερα στις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές σε αυτό το διάστημα, η Κοινοτική νομοθεσία είχε μια βραδύτητα στην πρόβλεψη χρήσης τους. Αυτά τα εργαλεία εκτός από τις σημαντικές χρήσεις τους, στην αύξηση του όγκου συναλλαγών, στην ευελιξία, στην αντιστάθμιση κινδύνων, στην εκπλήρωση κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων, ιδιαίτερων απαιτήσεων επενδυτών, προσφέρουν επίσης έδαφος για χειραγώγηση της αγοράς. Και αυτό είτε σε επίπεδο αγοράς, είτε και σε διμερές επίπεδο μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων επενδυτών. Ταυτόχρονα σε αυτό το διάστημα, ολοκληρώνονταν και η ανάπτυξη διαφόρων συστημάτων εποπτείας συναλλαγών για όλο το φάσμα των Χ.Π., αλλά και για τις διεθνώς γνωστές πρακτικές χειραγώγησης αγοράς. Με την MAD, ολοκληρώνεται η αγορά όλων των Χρηματοπιστωτικών Μέσων.
- Στην προσπάθεια συμπερίληψης προϊόντων που κυρίως χρησιμοποιούνται στον πιστωτικό τομέα (τράπεζες, χρηματοπιστωτικοί οίκοι, κλπ). Αυτό έχει σαν συνέπεια να υπάγονται τώρα και αυτά τα ιδρύματα, στο "παιχνίδι" της αγοράς και στον έλεγχο για πράξεις πελατών τους που χρησιμοποιούν εξειδικευμένα προϊόντα. Αυτό έχει σαν συνέπεια την προσπάθεια ενοποίησης του τρόπου ελέγχου των δύο αγορών²⁸, όσον αφορά την κατάχρηση αγοράς, αλλά και την προσπάθεια να εμφανισθεί ως ενιαία η ιδέα κανονιστικής εποπτείας τους. Με τον τρόπο αυτό,

27. Για μια πληρέστερη αναφορά ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στο Παράρτημα II του βιβλίου.

28. Της Χρηματιστηριακής και της Over The Counter (OTC).

εκτιμούμε, ότι η MAD, "σκεπτόμενη τελεολογικά" προσβλέπει και στον Ενιαίο Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό / Χρηματοοικονομικό Χώρο.

Την αρχή της εδαφικότητας την διατηρεί επίσης η MAD (όπως και η IDD) στα άρθρα 9 και 10. Τα θέματα συνεργασίας των εποπτικών αρχών των Κρατών - Μελών ορίζονται (όπως και η IDD) στα άρθρα 11 και 12. Οι λήψεις των κατάλληλων μέτρων για κυρώσεις και για συμμόρφωση περιγράφονται στα άρθρα 14 και 15. Η δυνατότητα που έχουν οι εποπτικές αρχές του Κράτους Μέλους να αρνούνται σχετικές διαβιβάσεις πληροφοριών επίσης προβλέπεται στο άρθρο 16 παρ 2, με το ίδιο ακριβώς σκεπτικό όπως και στην IDD (λόγοι εθνικού συμφέροντος, κίνηση δικαστικών διαδικασιών ενώπιον αρχών του Κράτους Μέλους).

Σημαντική, επίσης, είναι και η περίπτωση του άρθρου 16. παρ. 3 και 4, κατά την οποία μια αρμόδια αρχή ενός Κράτους Μέλους, αν πεισθεί για καταχρηστική συμπεριφορά στο έδαφος άλλου Κράτους Μέλους, μπορεί να ενημερώσει την αρμόδια αρχή του Κράτους Μέλους στο έδαφος του οποίου διαπράττεται η παράβαση. Αυτή, με την σειρά της, είναι υποχρεωμένη να λάβει κατάλληλα μέτρα. Ακόμα, μπορεί να ζητήσει η αρμόδια αρχή ενός Κράτους Μέλους να διεξαχθεί έρευνα σε άλλο Κράτος Μέλος, υπό την πλήρη εποπτεία όμως της αρχής του άλλου Κράτους Μέλους (*αρχή εδαφικότητας σε πλήρη έκταση*). Σε αυτήν την έρευνα μπορεί να επιτραπεί ή να μην επιτραπεί η συμμετοχή ομάδας από την αρμόδια αρχή του Κράτους Μέλους που ζήτησε αρχικά την διεξαγωγή έρευνας. Πράγματι, αν το Κράτος Μέλος, στο έδαφος του οποίου θα διεξαχθεί η αιτούμενη έρευνα, κρίνει ότι για λόγους εθνικής ασφάλειας ή δημόσιας τάξης, δεν πρέπει να συμμετάσχει ομάδα έρευνας από την αρμόδια αρχή του Κράτους Μέλους που ζήτησε αρχικά την έρευνα, το επιβάλλει (άρθρα 26-28, ν.3340/2005).

Η έννοια της κατάχρησης αγοράς καλύπτει τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τη χειραγώγηση της αγοράς. Ο στόχος της νομοθεσίας (όπως αναφέρει η ίδια η MAD στο προοίμιο της) για την απαγόρευση των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες είναι ίδιος με εκείνον της νομοθεσίας κατά της χειραγώγησης της αγοράς: *η ακεραιότητα των κοινοτικών χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές αυτές*. Είναι, επομένως, σκόπιμο να θεσπιστούν κανόνες για την καταπολέμηση τόσο των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες όσο και της χειραγώγησης της αγοράς.

Γ) Η κατάχρηση αγοράς και η συσχέτισή της με την εσωτερική πληροφόρηση

Η έννοια της εσωτερικής πληροφόρησης (Ε.Π.) είναι προγενέστερη χρονικά από την κατάχρηση αγοράς^{28α}. Αυτό είχε να κάνει με την λογική χρήσης της στις συναλλαγές, χωρίς να μας ενδιέφεραν οι αποδεκτές πρακτικές της αγοράς και το εύρος των Χ.Π.. Ουσιαστικά, η λογική της κατάχρησης αγοράς, συνδέεται με αποδεκτές πρακτικές συναλλαγές, μέσω μιας ομάδας χρηματοπιστωτικών μέσων. Όμως με ποια λογική ένας συμμετέχων στο σύστημα θα προέβαινε σε

28α. *Αψούρης*, Το αδίκημα της παράνομης αξιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο, ΕλλΔνη 1995, 279, *Αντωνόπουλος*, Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, ΧρΙΔ 2005, 176, *Βελέντζας*, Προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ΕΤρΑΞΧρΔ 2006, 3, *Βερβεσός*, Η απαγόρευση χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών μετά την απόφαση Spector του ΔΕΚ, ΔΕΕ 2010, 1150, ο ίδιος, Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, χειραγώγηση αγοράς και συναλλαγές face to face, ΔΕΕ 2007, 1317, *Γεωργακόπουλος/Γεωργακόπουλος*, Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά το π.δ. 53/1992, ΝοΒ 1999, 1381, *Γιαννουλάτου*, Επιλεγμένα ζητήματα της νομολογίας και νομοθεσίας προ της ισχύος του ν. 3340/2005, ΝοΒ 2010, 2436, *Ζέκος*, Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση της εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, ΔΕΕ 2002, 34, *Κινινή*, Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ΕΕμπΔ 2012, 758, *Κουλουριάνος*, Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων, ΧρΙΔ 2013, 249, *Λιβαδά*, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση αγοράς εις Κοινοτικό δίκαιο και εμπορικό δίκαιο, 2007, 423, *Λίβος*, Παράνομη αξιοποίηση απορρήτων επιχειρήσεων από Insider, ΝοΒ 1990, 45, *Μιχαλόπουλος*, Καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών στο χρηματιστήριο, 1991, *Μούζουλας*, Η απόκτηση μετοχών ΑΕ από τη μητρική ή από μέλη ΔΣ της μητρικής της ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας, ΕΕμπΔ 1997, 427, *Παπαγιάννης*, Το έννομο καθεστώς των κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, ΚριτΕ 1994, 257, *Παπαντώνη*, Η απαγόρευση κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, ΕΕμπΔ 1999, 129, *Τουντόπουλος*, Το scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, ΔΕΕ 2000, 1206, *Χατζηγάγιος*, Εμπιστευτική πληροφόρηση και χρηματιστηριακές επενδυτικές αποφάσεις ΕΤρΑΞΧρΔ 1999, 329, *Χριστιανός*, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο: από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς, σε Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά, 2002, 279, *Ψαρουδάκης*, Μεταξύ γνώσης και βούλησης του Insider: Η κατοχή της επενδυτικής πληροφορίας και η επενδυτική απόφαση, ΕΕμπΔ 2010, 210.

χειραγώγησή της αγοράς και καταχρηστική συμπεριφορά με σκοπό την αθέμιτη επιδίωξη κέρδους; Τι άλλο θα επεδίωκε κανείς αν δεν πιθανολογούσε αποκόμιση κερδών; Ίσως, αν απαντούσαμε θεωρητικά, την κατάρρευση μιας τοπικής δευτερογενούς αγοράς ή ΟΤC. Επειδή, ακόμα, και η έννοια της κατάρρευσης αγοράς έχει να κάνει και αυτή με κερδοφόρα κίνητρα, θεωρούμε ότι έχουμε μόνο ορθολογικά σκεπτόμενους παίκτες. Αυτοί έχουν προκαλέσει αν όχι κατάρρευση, τουλάχιστον σημαντική αναταραχή, σε δευτερογενή ή ΟΤC αγορά. Και μάλιστα σε περιπτώσεις, όπου ενώ υπήρχε σκοπούμενη θετική αποκόμιση κερδών (θεμιτή ή αθέμιτη), κατέληξε σε ζημιογόνα θέση, ενώ ταυτόχρονα οι αγορές ισορρόπησαν σε σύντομο χρονικό διάστημα (με την βοήθεια και άλλων παρεμβατικών πολιτικών, πχ κεντρικές τράπεζες)²⁹.

Άρα, κάποιος ορθολογικός κερδοσκόπος επιδιώκει επίτευξη κέρδους, χειραγωγώντας την αγορά και καταχρώντας δεδομένα που του δίνουν προβάδισμα επενδυτικών επιλογών. Αυτά τα δεδομένα αποτελούν την ομάδα των εμπιστευτικών (εσωτερικών) πληροφοριών που πιθανώς υποπίπτουν στην αντίληψη ενός κερδοσκόπου (ή μη) επενδυτή, για διάφορους λόγους. Αυτές οι πληροφορίες είναι μία από τις βασικές αιτίες για τους κλυδωνισμούς των αγορών, είτε των δευτερογενών κεφαλαιαγορών είτε ακόμα και των διαπροσωπικών διαπραγματευτικών συναλλαγών με ΟΤC προϊόντα. Διότι στην πρώτη διαταράσσεται η “τελειότητα” της αγοράς και αυξάνονται τα συναλλακτικά κόστη, ενώ στην δεύτερη (που εισήχθη αργότερα με τη MAD και τα ΟΤC προϊόντα), διαταράσσονται τα χρηστά συναλλακτικά ήθη, τα οποία κάθε ευνομούμενη έννομη τάξη τα προστατεύει. Ως εκ τούτου, η προσπάθεια κανονιστικής συμμόρφωσης των αγορών ξεκίνησε με την εισαγωγή κανονιστικού πλαισίου, μέσω της IDD, για τον έλεγχο της εμπιστευτικής πληροφόρησης από ομάδες υπόχρεων προσώπων. Χρειάστηκε περισσότερο από μια δεκαετία και μια ολόκληρη συντονιστική ομάδα με το FSAP, ώστε να ορισθούν οι αποδεκτές πρακτικές αγοράς, τα πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, οι έννοιες σε τεχνικό επίπεδο, της χειραγώγησης και της κατάχρησης της αγοράς (κυρίως λόγω των πολύπλοκων λεπτομερειών), αλλά και του χρόνου για την αφομοίωση (όχι απλά εναρμόνιση) της IDD, από τις εθνικές έννομες τάξεις.

Συμπερασματικά, ενώ στην IDD απαγορευόταν στον κάτοχο εσωτερικής πληροφόρησης το “να πλεονεκτεί από την πληροφορία αυτή όντας πλήρης

29. Περίπτωση George Soros, το 1992, με την υποτίμηση της Αγγλικής Λίρας.

γνώστης των γεγονότων”, η MAD απαιτεί μόνο την **μη χρησιμοποίηση της ήδη εν γνώσει εσωτερικής πληροφόρησης**. Δηλ. παρακάμπτεται η “εν γνώσει εκμετάλλευση” και δημιουργείται ένα (μαχητό) “τεκμήριο γνώσης”, για μια ομάδα από συγκεκριμένα πρόσωπα για την εσωτερική πληροφορία. Βεβαίως, δεν είναι απαραίτητο ο κάτοχος εσωτερικής πληροφορίας να γνωρίζει ότι η πληροφορία αυτή είναι “εσωτερική πληροφορία”. Όμως, ένα άτομο που αποκτά εσωτερική πληροφορία θεωρείται “κάτοχός” της, εάν γνωρίζει (ή όφειλε να γνωρίζει) ότι απέκτησε την πληροφορία από έναν ήδη κάτοχό της και επιπρόσθετα εάν γνωρίζει (ή όφειλε να γνωρίζει) ότι είναι η πληροφορία αυτή “εσωτερική” (βλ και Κεφ. 6.B). Με την ίδια λογική, εμφανίζεται και στην Ελληνική νομοθεσία, στον ν. 3340/2005.