



Πανεπιστήμιο Κύπρου

Τμήμα Νομικής

Όνοματεπώνυμο: Ξάνθου Κατερίνα

Ημερομηνία: 8/12/2021

Εξάμηνο: Χειμερινό Εξάμηνο 2021-2022

Επιβλέπων Διδάσκων: Δρ. Θωμάς

Παπαδόπουλος Επίπεδο Σπουδών:

Μεταπτυχιακό

“Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 596/2014 ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ”

Σύνολο λέξεων: 18,488

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ-ΘΕΜΑΤΙΚΕΣ ΕΝΟΤΗΤΕΣ:

- 1) Εισαγωγή
- 2) Ευρωπαϊκός Κανονισμός Αρ. 596/2014
 - Σκοποί, στόχοι και περιεχόμενο του Κανονισμού
 - Κατάργηση Οδηγίας 2003/06
 - Αλλαγές που επέφερε
- 3) Πεδίο Εφαρμογής του Κανονισμού Αρ. 596/2014
- 4) Κατηγοριοποίηση περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς και Στρατηγικές Κατάχρησης Αγοράς
 - Πλαστογραφία
 - Benchmark-manipulation
 - Ad Hoc Δημοσιότητα
 - Painting the tape
 - Wash Trading
 - Marking the Close
 - Marking the Open
 - Pegging
 - Slur-and-Dump
 - Διάδοση ψευδών πληροφοριών σχετικά με τους δείκτες αναφοράς
 - Καταχρηστική ανίχνευση ρευστότητας
- 5) Market Soundings- Άρθρο 11 του Κανονισμού 596/2014
- 6) Στρατηγική "Bear Raid"
- 7) Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας
- 8) Νομολογία σχετική με την έννοια της προνομιακής πληροφορίας
- 9) Χαρακτηριστικά προνομιακών πληροφοριών
- 10) Η έννοια της "συγκεκριμένης" πληροφορίας
- 11) Προϋποθέσεις ύπαρξης εμπιστευτικής πληροφορίας
- 12) Κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών
 - σκάνδαλο Martha Stewart
 - C-430/05 Ntioniok Anonimi Etairia Emporias H/Y, v. Epitropi Kefalaiagoras,
- 13) Το όφελος των επενδυτών από την αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών
- 14) Καθυστέρηση στην αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών
- 15) Περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν υφίσταται κατάχρηση αγοράς (Εξαιρέσεις)
 - Buyback program
 - Αποδεκτές πρακτικές αγοράς
 - Υπόθεση C-384/02 Grongaard and Bang
- 16) Πότε παύει μια πληροφορία να είναι προνομιακής φύσεως
- 17) Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών

- 18) Αρχή FSA/Μετονομασία σε FCA
- 19) Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου
- 20) Τεχνολογία και προκλήσεις
- 21) Νέες πρακτικές κατάχρησης αγοράς (Τεχνολογική Εξέλιξη)
 - Pinging
 - Electronic Front running
 - μαζική παραπληροφόρηση
- 22) Ποινικές κυρώσεις βάσει της Ευρωπαϊκής Οδηγίας 2014/57 και διοικητικές κυρώσεις σύμφωνα με τον Κανονισμό 596/2014
- 23) Αντιμετώπιση της ζημιάς που προκαλείται από την τεχνολογική εξέλιξη
- 24) Πως η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά την κατάχρηση της αγοράς
- 25) Προτάσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής για επίλυση του προβλήματος
- 26) Επίλογος

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κανείς δε θα διαφωνούσε πως ένας από τους στόχους της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί η αναγνώριση και εξασφάλιση μιας ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς η οποία να ρυθμίζεται από κοινούς κανόνες Δικαίου. Υπάρχει δηλαδή η ανάγκη για προστασία των εμπλεκόμενων μερών σε μια ρυθμιζόμενη Εσωτερική Αγορά ούτως ώστε να αποφεύγεται όσο το δυνατό καλύτερα η κατάχρηση αυτής.¹

Η λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς στηρίζεται σε τρεις παραμέτρους οι οποίες αντικατοπτρίζουν και την σημαντικότητα της διασφάλισης ενός ασφαλούς και λειτουργικού νομικού συστήματος. Πρώτα απ' όλα απαιτείται η τήρηση της “θεσμικής αποτελεσματικότητας”, δηλαδή, η ελευθερία πρόσβασης στην Εσωτερική Αγορά από όλους όσους το επιθυμούν χωρίς τη επιβολή αχρείαστων εμποδίων. Κατά δεύτερον, η “λειτουργική αποτελεσματικότητα” της Αγοράς δεν θα μπορούσε να απουσιάζει δεδομένου ότι η ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγής είναι σημαντική για την επίτευξη μιας πιο προσιτής Αγοράς. Τέλος, η Τρίτη παράμετρος αποτελεί η “αποτελεσματικότερη κατανομή” των Πόρων ή Κεφαλαίων ούτως ώστε να εξυπηρετούνται αρχικώς οι πιο επείγουσες Επενδυτικές ανάγκες του Κοινού. Εξάλλου, μέσα από την ικανοποίηση των σημαντικότερων αναγκών της αγοράς, θα αυξάνεται ολοένα και περισσότερο η αποδοτικότητα της αγοράς, πάντοτε βέβαια υπό την επιφύλαξη της απαιτούμενης διαφάνειας.²

Στόχος και αρμοδιότητα λοιπόν του Ευρωπαϊκού Νομοθέτη, αποτελεί η προστασία της ελευθερίας εγκατάστασης όπως αυτή ορίζεται στο άρθρα 49-55 της ΣΛΕΕ και κατ' επέκταση των επενδυτών, μετόχων και πιστωτών. Για να επιτευχθεί αυτό, η θέσπιση των νομοθετικών κειμένων αποτελεί τη μόνη διέξοδο. Έτσι, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο μέσα από τις Ευρωπαϊκές Νομοθεσίες οι οποίες σχετίζονται με το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς προσπαθεί να “προσεγγίσει” τα Εθνικά Δίκαια των κρατών μελών προκειμένου να υπάρξει μια συμπλήρωση του ενός νομοθετικού συστήματος από το άλλο. Το άρθρο 114 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί ίσως το σημαντικότερο σχετικά με την Εσωτερική Αγορά, άρθρο.

¹ Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 24

² Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 25

Στηριζόμενος ο Ευρωπαϊκός νομοθέτης σε αυτή τη διάταξη του άρθρου 114 της ΣΛΕΕ θέσπισε τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό Αρ. 596/2014.³

Πληροφοριακά, είναι θεμιτό να αναφερθεί η κατηγοριοποίηση της Αγοράς σε Πρωτογενή και Δευτερογενή Αγορά. Η Πρωτογενής Αγορά είναι εκείνη που ασχολείται με την έκδοση των κινητών αξιών/μετοχών και την ενδεχόμενη εισδοχή τους στην Αγορά για πρώτη φορά ενώ η δευτερογενής αγορά καταπιάνεται με το εμπόριο των κινητών αξιών εφόσον οι τελευταίες έχουν ήδη εκδοθεί και πιθανολογείται η εισαγωγή τους στην αγορά. Η ανησυχία της Ευρωπαϊκής Κοινότητας έγκειται στην πιθανή κατάχρηση αυτών των ενεργειών και ως συνέπεια τούτου να μένουν απροστάτευτοι οι επενδυτές, μέτοχοι. Αποτελεί καθιερωμένο κανόνα η ανάγκη για ύπαρξη της λεγόμενης “διαφάνειας” της αγοράς καθώς είναι μια αρχή που αν εφαρμοστεί ορθώς μπορεί να επιτύχει τόσο την προστασία των προαναφερόμενων μερών αλλά και ολόκληρης της Αγοράς γενικότερα. Η ανυπαρξία αυτής, ενδέχεται να οδηγήσει σε σημαντικά καταχρηστικές ενέργειες όπως είναι η απόκρυψη ουσιωδών πληροφοριών ή η παραπληροφόρηση του ενδιαφερόμενου κοινού.⁴

2. ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 596/2014 – ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

Ο κανονισμός 596/2014 καθώς και η οδηγία 2014/57 έχει καταργήσει την προγενέστερη αυτών οδηγία 2003/6/ΕΚ. Το όλο σκεπτικό του Ευρωπαϊκού νομοθέτη βασίζεται στην ανάγκη οριοθέτησης της αναγκαίας προστασίας του επενδυτή αλλά και της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται. Οι λόγοι ωστόσο, που κατέστησαν την ανάγκη δημιουργίας του κανονισμού 596/2014 είναι η θεμελιώδους σημασία αλλαγή της δομής της Αγοράς. Για παράδειγμα, η εμφάνιση στο προσκήνιο νέων Αγορών⁵ και η εξέλιξη τους μέσα από νέες τεχνολογίες⁶, η ανεπάρκεια της Οδηγίας 2003/6 να καλύψει αρκετές πτυχές αναφορικά με το Εμπόριο στην Εσωτερική Αγορά αλλά και η γενικότερη αποτυχία εφαρμογής της από τις αρμόδιες αρχές. Ο Κανονισμός 596/2014 έχει επεκτείνει σημαντικά την δράση της προαναφερόμενης οδηγίας και έτσι, πλέον, θα ρυθμίζει τόσο τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι προς διαπραγμάτευση σε

³ Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 32-34

⁴ Matthias Haentjens & Pierre De Gioia-Carabellese: “European Banking and Financial Law”, (Routledge, 2015), p. 42

⁵ Matthias Haentjens & Pierre De Gioia-Carabellese, “European Banking and Financial Law”, (Routledge, 2015), p. 42-43

⁶ Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 443

ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά και εκείνα που έχουν υποβάλει αίτηση για ενδεχόμενη διαπραγμάτευση τους. Λόγω και της τελευταίας χρηματοοικονομικής κρίσης, κατά την οποία πιστεύετε ότι τα χρηματοπιστωτικά μέσα συνέβαλαν στο ξέσπασμα της, υπάρχει έντονα η ανάγκη να διασφαλιστεί η λειτουργικότητα και αποτελεσματικότητα των νομοθετικών διατάξεων αναφορικά με τη κατάχρηση αγοράς.⁷ Στην Κυπριακή Έννομη τάξη, ο Κανονισμός 596/2014 έχει μπει σε εφαρμογή μέσω του Κυπριακού Νόμου 102(I)/2016.⁸

Οι σκοποί του Κανονισμού αυτού, διαχωρίζονται εκτός από τους “υλικούς” και σε “προσωπικούς”. Η πρώτη κατηγορία αναφέρεται στα άτομα προς τα οποία απευθύνεται ο εν λόγω Κανονισμός και συγκεκριμενοποιούνται οι επηρεαζόμενοι από τον Κανονισμό. Ο συγγραφέας Rudiger Veil αναφέρει πως η γενικότερη απαγόρευση της κατάχρησης της αγοράς που υφίσταται στην Εσωτερική αγορά αφορά όλους όσους συμμετέχουν σε αυτήν. Για παράδειγμα, η ρύθμιση του δημοσιογραφικού επαγγέλματος γίνεται από τους ειδικούς κανόνες που διέπουν την ελευθερία του τύπου και έκφρασης. Όμως υπάρχουν περιπτώσεις όπου το επάγγελμα αυτό δύναται να πρέπει να τηρεί το απόρρητο ορισμένων πληροφοριών. Εάν ένας δημοσιογράφος έχει λάβει γνώση μιας προνομιακής πληροφορίας και γνωρίζει πως με την δημοσιοποίηση της θα αντλήσει άμεσα ή έμμεσα κέρδος ή οποιοδήποτε άλλου είδους πλεονέκτημα τότε ίσως θα υπάρξει κατάχρηση αγοράς και έτσι ο Κανονισμός 596/2014 θα μπορεί να εφαρμοστεί και σε αυτή τη περίπτωση.⁹

Το ανεπαρκές νομικά περιεχόμενο της Οδηγίας 2003/6 έχει διαφανεί πως αποτέλεσε εμπόδιο στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να δηλώσουν το ενδιαφέρον τους στην Χρηματοοικονομική αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εξάλλου, η ανασφάλεια δικαίου είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που, δεν θα μπορούσε να μην λαμβάνεται υπόψη από τους ενδιαφερόμενους. Έτσι, ο Κανονισμός 596/2014 έχει στοχεύσει στην καταπολέμηση συγκεκριμένων καταχρηστικών πρακτικών αλλά και στη διευκρίνιση ζητημάτων που προκαλούσαν την λεγόμενη “ανασφάλεια δικαίου” στο κοινό.¹⁰ Για αυτό και η Κυπριακή Έννομη τάξη έχει ψηφίσει τον Νόμο με Αρ.

⁷ Matthias Haentjens & Pierre De Gioia-Carabellese: “European Banking and Financial Law”, (Routledge, 2015), p. 43-45

⁸ Περί Κατάχρησης της Αγοράς Νόμος 2016 (N. 102(I)/2016), <<https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=f6eaf521-0eba-466e-b1ea-89056326e1e3>>

⁹ Rudiger Veil: “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 229

¹⁰ Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 443

101(I)/2016 “Περί Κατάχρησης της Αγοράς Νόμος” του οποίου οι διατάξεις στηρίζονται στις απαιτήσεις του Ευρωπαϊκού Κανονισμού Αρ. 596/2014.¹¹

Ωστόσο, σύμφωνα με τον συγγραφέα Nicola De Luca οι καταχρηστικές πρακτικές τις οποίες στοχεύει να καταπολεμήσει ο Κανονισμός 596/2014 είναι οι εξής: Σχετικά με τις εμπιστευτικές συναλλαγές αλλά και τις πληροφορίες οι οποίες θα πρέπει να τυγχάνουν σεβασμού από το προσωπικό της Εταιρείας. Δηλαδή, υπάρχουν ορισμένες πληροφορίες οι οποίες θα πρέπει να παραμένουν μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών μιας Εταιρείας και να μην γίνεται κατάχρηση τους. Η διαρροή εμπιστευτικών πληροφοριών σε μη σχετικούς -με τη συγκεκριμένη δράση- συμμετέχοντες στην αγορά, μπορεί να στοιχειοθετήσει κατάχρηση αγοράς, εκτός εάν γίνεται στα πλαίσια συνήθους άσκησης καθηκόντων. Τέλος, η χειραγώγηση της αγοράς συνίσταται στην διάδοση ψευδών πληροφοριών αναφορικά με τα χαρακτηριστικά ενός προϊόντος (τιμή, ζήτηση κ.λ.π).¹² Όλες αυτές είναι τις πρακτικές στοχεύει να καταπολεμήσει ο εν λόγω Κανονισμός δεδομένου ότι η άνευ αιτιολογίας χρήση τους μπορεί να σηματοδοτεί κατάχρηση της Αγοράς σύμφωνα με το άρθρο 1 του Κανονισμού 596/2014.¹³

Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη (23) του Κανονισμού 596/2014 *“Το θεμελιώδες χαρακτηριστικό της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών συνίσταται στην άντληση αθέμιτου πλεονεκτήματος χάρη στις προνομιακές πληροφορίες εις βάρος τρίτων οι οποίοι δεν έχουν γνώση των πληροφοριών αυτών και, κατά συνέπεια, σε υπονόμηση της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και της εμπιστοσύνης των επενδυτών.”* Στην ουσία ο κάτοχος αυτών των πληροφοριών εκμεταλλεύεται την γνώση αυτών των εμπιστευτικών πληροφοριών για να αντλήσει όφελος προσωπικό ή προς όφελος κάποιου τρίτου. Αποτελεί τεκμήριο το γεγονός ότι, εάν ένα πρόσωπο που είναι γνώστης των προνομιακών πληροφοριών αποκτήσει με οποιοδήποτε τρόπο χρηματοπιστωτικά μέσα, έχει χρησιμοποιήσει τις εν λόγω πληροφορίες προς δικό του όφελος. Για να φανεί σε κάθε περίπτωση κατά πόσο ένα άτομο έχει καταχραστεί τις συγκεκριμένες πληροφορίες, θα πρέπει να εξετάζεται πάντοτε υπό το φως του Κανονισμού

¹¹ Περί Κατάχρησης της Αγοράς Νόμος 2016 (N. 102(I)/2016), <<https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=f6eaf521-0eba-466e-b1ea-89056326e1e3>>

¹² Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 444

¹³ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL>>

596/2014 και τους σκοπούς αυτού δηλαδή, την προστασία της διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών Αγορών αλλά και της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς αυτήν.¹⁴

Η άμεση εφαρμογή του Κανονισμού 596/2014 στα Κράτη μέλη δίνει τη δυνατότητα της άμεσης “συμπλήρωσης” τυχόν κενών που περιείχαν οι προγενέστερες Οδηγίες. Επίσης, μερικές από τις νομοθετικές εξουσίες που δίδει ο εν λόγω Κανονισμός είναι και η δυνατότητα διενέργειας ερευνών ούτως ώστε να εντοπίζονται τυχόν κατάχρησεις της Αγοράς ή ακόμη και Απόπειρες κατάχρησης της.¹⁵ Οι εξουσίες έρευνας από τις αρμόδιες αρχές έχουν εμφανώς διευρυνθεί και πλέον μπορούν να κάνουν αποτελεσματικότερα την επεξεργασία διάφορων εγγράφων, πληροφοριών κ.λπ.¹⁶ ¹⁷ Οι αρμόδιες αρχές έχουν σύμφωνα με την πρόταση για τον Κανονισμό άρθρο 17 (2), ελάχιστες ενέργειες στις οποίες οφείλουν να προβαίνουν ούτως ώστε να γίνεται μια ενδελεχής έρευνα. Έχουν υποχρέωση να ελέγχουν οποιοδήποτε έγγραφο θεωρούν απαραίτητο να ελεγχθεί, να ζητούν πληροφορίες από άτομα σχετιζόμενα με το υπό διερεύνηση θέμα. Ακόμη, δύναται να διενεργούν επιτόπια έρευνα σε συγκεκριμένους χώρους, να κατάσχουν έγγραφα έπειτα δικαστικής άδειας. Τέλος, μπορούν, εάν το θεωρούν σκόπιμο, να έχουν πρόσβαση σε τηλεφωνικές συνδιαλέξεις ή άλλα στοιχεία σχετικά με επικοινωνίες που έχουν πραγματοποιηθεί.¹⁸

Στο εξής, αξιοσημείωτες θα ήταν οι αλλαγές που επέφερε ο Κανονισμός 596/2014 όσο αφορά τις πράξεις οι οποίες καλύπτονται από το Νομοθετικό του πλαίσιο και συνιστούν κατάχρηση αγοράς. Έχει απαγορευθεί σύμφωνα με τον Κανονισμό αυτό (αιτ. σκέψη 54) μέχρι και η Απόπειρα κατάχρησης της Αγοράς.¹⁹ Παρατηρείται δηλαδή, μια τάση αυστηροποίησης ως προς

¹⁴ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, αιτ. σκέψη 23 και 24

¹⁵ Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 445

¹⁶ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης C 177: Ανακοινώσεις και Πληροφορίες (55ο έτος), (20 Ιουνίου 2012),< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2012:177:FULL&from=EN> >, άρθρο 1.2 (8)

¹⁷ Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >, άρθρο 17(2)

¹⁸ Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >, άρθρο 17(2)

¹⁹ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, αιτ. σκέψη 54

την αντιμετώπιση του ζητήματος αυτού.²⁰ Σύμφωνα με την πρόταση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για τον Κανονισμό ο οποίος ασχολείται με την κατάχρηση αγοράς και συγκεκριμένα την αιτιολογική έκθεση, πλέον καλύπτονται και πράξεις που συνιστούν απόπειρα και όχι αποκλειστικά οι ολοκληρωμένες πράξεις που συνιστούν κατάχρηση αγοράς.²¹

Πλέον, μετά την θέση σε ισχύ του Κανονισμού 596/2014 οποιαδήποτε απόπειρα κατάχρησης της αγοράς θα έχει τις επακόλουθες από την Νομοθεσία συνέπειες, εφόσον ο νομοθέτης επέλεξε να τις θεωρήσει και αυτές ως “παράνομες”. Η απόπειρα δηλαδή, εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών θα συνιστά ξεχωριστό αδίκημα.²² Δίνεται η ίδια σχεδόν βαρύτητα στην απόπειρα όπως και στην κανονική τέλεση δεδομένου ότι στόχος του εν λόγω νομοθετήματος είναι η διασφάλιση της ακεραιότητας της Εσωτερικής Αγοράς όσο το δυνατό καλύτερα.

Ένα από τα θεμελιώδη άρθρα του Κανονισμού 596/2014 σχετικά με το τι αποτελεί κατάχρηση αγοράς είναι το άρθρο 14 στο οποίο κατηγοριοποιούνται τρεις περιπτώσεις που συνιστούν κατάχρηση αγοράς. Είναι ένα άρθρο προστατικό, θε έλεγε κανείς, ως προς τα ενδιαφερόμενα μέρη καθότι απαριθμεί ξεκάθαρα τις απαγορευμένες πρακτικές και συμπεριφορές. Σύμφωνα με το άρθρο 14 απαγορεύεται η κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας καθώς και η απόπειρα κατάχρησης της. Ακόμη, η παρότρυνση προς άλλο άτομο να προβεί σε τέτοια πράξη, σε κατάχρηση εμπιστευτικής πληροφορίας, παραβιάζει τον κανονισμό αυτό. Επομένως ο οποιοσδήποτε τρόπος ανακοίνωσης εμπιστευτικής πληροφορίας παρανόμως, θα παραβιάζει το άρθρο 14 του Κανονισμού 596/2014.²³ Αποτελεί ως εκ τούτου, απόλυτη υποχρέωση των ενδιαφερόμενων μερών που συμμετέχουν σε συναλλαγές σχετικές με χρηματοπιστωτικά μέσα να απέχουν από τέτοιες συμπεριφορές.

²⁰ Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 445

²¹ Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >, άρθρο 17(2)

²² Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >, σημείο 3.4.1.4

²³ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 14 και 15

3. ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ 596/2014

Το πεδίο εφαρμογής του Ευρωπαϊκού νομοθετήματος (Κανονισμός 596/2014) καλύπτει όχι μόνο τα χρηματοπιστωτικά μέσα που υπόκεινται σε χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση αλλά και εκείνα που δεν υπόκεινται. Σκοπός αυτής της επέκτασης της εφαρμογής του Κανονισμού είναι η εκτενής προστασία που επιθυμεί να παρέχει ο νομοθέτης τόσο στους επενδυτές αλλά και γενικότερα η διαφάνεια σε όλη την έκταση της Εσωτερικής Αγοράς.²⁴²⁵ Άρα, ακόμη και τον επενδυτή σαν μονάδα, ανεξάρτητα από το σε ποια κατηγορία της Αγοράς ανήκει, επιθυμεί ο νομοθέτης να τον προστατέψει.²⁶ Επομένως, ο νέος Κανονισμός 596/2014 πρόσθεσε στο ρυθμιστικό του πλαίσιο μια νέα κατηγορία αγοράς, ούτως ώστε να επιτευχθεί ένα υψηλό επίπεδο προστασίας. Ακόμη, ένας άλλος στόχος του Ευρωπαϊκού νομοθέτη ήταν η ομοιόμορφη συνύπαρξη των εθνικών νομοθεσιών, με τη δημιουργία ενός νομοθετήματος που να παρέχει την απαιτούμενη ασφάλεια δικαίου διασφαλίζοντας μια κοινή γραμμή έτσι ώστε να αποτρέπονται οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού. Με την δημιουργία του Κανονισμού αυτού, τα κράτη μέλη θα έχουν ένα κοινό και σαφέστερο νομικό πλαίσιο το οποίο θα ακολουθούν όλα τα κράτη μέλη ανεξαιρέτως και θα αποφεύγονται τυχόν σοβαρές αποκλίσεις μεταξύ Εθνικού και Ευρωπαϊκού Δικαίου.²⁷

Ο Κανονισμός 596/2014 διαχωρίζει καταρχήν, τις καταχρήσεις αγοράς σε δύο κατηγορίες. Αρχικά, διακρίνονται σύμφωνα με το άρθρο 12 (1) (α) σε παραβιάσεις οι οποίες στοχεύουν στην κατάληξη μιας συναλλαγής. (“Transaction-based”) Το περιεχόμενο αυτών των καταχρήσεων περιλαμβάνει την διάδοση παροχής ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών ως προς την τιμή, την ζήτηση χρηματοπιστωτικών μέσων και ως εκ τούτου διενεργείται μια συγκεκριμένη

²⁴ Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >, σημείο 3.4

²⁵ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 2 (δ)

²⁶ Maastricht Journal of European and Comparative Law (2012), Mathias Siems and Matthijs Nelemans: “ The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?”,< <https://finnel.com/wp-content/uploads/2016/01/The-Reform-of-the-EU-Market-Abuse-Law-Re-1.pdf> > p.8

²⁷ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, αιτ. σκέψη (5)

παραγγελία ή συναλλαγή, βασισμένη σε αυτές τις πληροφορίες. Δεύτερη κατηγορία κατάχρησης αγοράς αποτελεί η παραπλάνηση του κοινού μέσω της διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών (“Information-Based”) και βρίσκεται στο άρθρο 12 (1) (γ) του Κανονισμού. Ωστόσο, η μίξη των δύο κατηγοριών δύναται να επιφέρει και μια Τρίτη κατηγορία κατάχρησης της Αγοράς η οποία καλύπτει περιπτώσεις κατά τις οποίες κατά τις συναλλαγές χρησιμοποιούνται πλασματικές συσκευές με απώτερο σκοπό την εξαπάτηση του κοινού.²⁸

Σκοπός του άρθρου 12 καθώς και του άρθρου 15 του Κανονισμού 596/2014 είναι να αποτυπώσουν την χειραγώγηση που γίνεται μεταξύ των αγορών, λαμβάνοντας υπόψη την παγκόσμια φύση των Αγορών και των παράγωγων αγορών. Δηλαδή, οι συναλλαγές στις αγορές παραγώγων μπορούν να επηρεάσουν την τιμή στις σχετικές Αγορές, και το αντίστροφο, γεγονός το οποίο δύναται να στοιχειοθετεί κατάχρηση της Αγοράς.²⁹ Επομένως, η παγκοσμιοποίηση της Αγοράς δημιουργεί ένα επιπρόσθετο κίνδυνο ως προς την ανάπτυξη συμπεριφορών ικανές να πλήξουν την Αγορά εφόσον δεν μπορεί ο Ευρωπαϊκός Νομοθέτης να καλύψει εξαντλητικά όλες εκείνες τις περιπτώσεις που θα ισχύουν και σε παγκόσμιο επίπεδο και θα συνιστούν κατάχρηση της Αγοράς. Αναπόφευκτα το νομικό κενό σε αυτή τη περίπτωση δεν μπορεί να γεφυρωθεί τόσο εύκολα.

4.ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣ

Καταρχάς, σε “οικονομικούς όρους” η κατάχρησης της αγοράς συνίσταται στην μεταφορά πλούτου μέσω της χρήσης αθέμιτων ή και παράνομων μέσων, από τους επενδυτές. Ο τρόπος μέσω του οποίου επιτυγχάνεται αυτό είναι δια μέσω της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών με στόχο πάντοτε την διαστρέβλωση των τιμών της Αγοράς ή την δημιουργία παραπλανητικών και ψευδών εντυπώσεων αναφορικά με την αξία, ζήτηση ή τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή ενός εμπορεύματος.³⁰

Ωστόσο, έχουν σημειωθεί ορισμένες πρακτικές ή στρατηγικές που ακολουθούνται στα πλαίσια της χειραγώγησης της Εσωτερικής αγοράς.

²⁸ Rudiger Veil: “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 230-231

²⁹ LexisPSL, “Market Abuse Regulation (MAR)- Essentials”

³⁰ Emiliios Avgouleas, “The Mechanics and regulation of market abuse (A legal and economic analysis)”, (Oxford, University press), p. 4

Αξιοσημείωτη είναι η “πλαστογραφία” η οποία, σύμφωνα με τον συγγραφέα κ. Putnins περιλαμβάνει τεχνικές όπως η πλαστογράφηση και τεχνικές παραγγελιών. Δηλαδή, υποβάλλεται μια συγκεκριμένη παραγγελία με σκοπό να μην εκτελεσθεί ποτέ ή αλλιώς να ακυρωθεί προτού πραγματοποιηθεί το περιεχόμενο της. Παρόλο που οι πλαστογραφίες αυτές μπορούν να γίνουν και χωρίς την χρήση υπολογιστών, μεγάλη μερίδα διεκπεριώνεται μέσω ενός αλγόριθμου που υπάρχει στον ηλεκτρονικό υπολογιστή ο οποίος διαχειρίζεται την καταχώριση της παραγγελίας και μετέπειτα την ακύρωση της. (στρατηγική “Layering”) Στη περίπτωση που πραγματοποιούνται αυτοματοποιημένες πλαστές παραγγελίες, το κέρδος δύναται να είναι αρκετά υψηλό για τους εκδότες. Ειδικότερα λόγω του ότι τα τελευταία χρόνια η χρήση αλγορίθμων καθώς και της υψηλής συχνότητας συναλλαγών, γίνεται ακόμη εντονότερο το φαινόμενο αυτό. Γι αυτό και έχουν κινητοποιηθεί οι αρμόδιες αρχές ούτως ώστε να προλαβαίνουν τέτοιου είδους χειραγωγήσεις της αγοράς αλλά προχώρησαν και σε Νομοθετικές ρυθμίσεις προς ενημέρωση του κοινού αλλά και όλων των ενδιαφερόμενων μερών.³¹

Μια άλλη κατηγορία χειραγώγησης της αγοράς η οποία καταδεικνύει συμπεριφορές οι οποίες απαγορεύονται στα πλαίσια της Εσωτερικής αγοράς είναι η χειραγώγηση εκείνη που συμβαίνει όταν διαδίδονται ψευδείς πληροφορίες αναφορικά με συγκεκριμένο θέμα. Το άτομο που τις διαδίδει, γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι αποτελούν ψευδείς πληροφορίες. Η χειραγώγηση αυτή συνίσταται στην ψευδή διάδοση αναφορών σχετικά με τον “δείκτη αναφοράς” των χρηματοπιστωτικών μέσων (“Benchmark-manipulation”). Αυτός ο δείκτης αναφοράς περιλαμβάνει το επιτόκιο ή ένα ποσό στη βάση του οποίου τιμολογούνται τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή καθορίζονται οι πληρωμές αυτών. Ενδεικτικοί δείκτες αναφοράς είναι το EURIBOR και το LIBOR.³² Σχετικός ορισμός για τον δείκτη αναφοράς βρίσκεται και στο άρθρο 3 (1) (29) του Κανονισμού 596/2014: “ως «δείκτης αναφοράς» νοείται κάθε αναλογία, δείκτης ή αριθμητικό στοιχείο, προσβάσιμο από το κοινό ή δημοσιευόμενο, το οποίο, κατά περιόδους ή τακτικά, υπολογίζεται με την εφαρμογή ενός τύπου στην αξία, ή με βάση την αξία, ενός ή περισσότερων υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων ή τιμών, συμπεριλαμβανομένων των εκτιμώμενων τιμών, των τρεχόντων ή εκτιμώμενων επιτοκίων ή άλλων μεγεθών, ή των ερευνών, και βάσει του

³¹ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p: 12-13 + 17

³² Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 231 και 241

οποίου προσδιορίζεται το πληρωτέο ποσό στο πλαίσιο ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή η αξία ενός χρηματοπιστωτικού μέσου”³³

Ενδιαφέρον αποτελεί η περίπτωση κατά την οποία κατάχρηση αγοράς μπορεί να διαπιστωθεί και με την ad hoc δημοσιότητα των πληροφοριών. Ο Κανονισμός 596/2014 στο άρθρο 17 προνοεί ότι οι εκδότες οφείλουν να ενημερώνουν τους επενδυτές σχετικά με τις πληροφορίες τις οποίες δια νόμου πρέπει να γνωρίζουν και τους αφορούν άμεσα. Επομένως, καταρχήν η ad hoc δημοσιότητα δεν κρίνεται παράνομη δεδομένου ότι η ορθή ενημέρωση των επενδυτών είναι απαραίτητη. Πότε όμως αρχίζει να υφίσταται κατάχρηση αγοράς? Στην περίπτωση που ο εκδότης συνδυάζει την εν λόγω αποκάλυψη με την εμπορική προώθηση των δραστηριοτήτων του. (άρθρο 17 (1) Κανονισμός 596/2014)³⁴

Υπάρχουν, δύο τύποι ad hoc αποκάλυψης πληροφοριών. Ο ένας τύπος αφορά τις εσωτερικές πληροφορίες και ο άλλος τις μετοχές των Διευθυντών. Οι εσωτερικές πληροφορίες περιλαμβάνουν είναι εκείνες που μπορεί να αφορούν συζητήσεις σχετικά με κάποια προσφορά εξαγοράς, ή οτιδήποτε έχει συζητηθεί και αφορά τα εσωτερικά θέματα της Εταιρίας. Ο λόγος που απαιτείται όπως τέτοιες πληροφορίες κοινοποιηθούν είναι γιατί ίσως θα επηρεάσουν την απόφαση των επενδυτών και κατ' επέκταση και την επενδυτική τους συμπεριφορά. Η αποκάλυψη αυτή ωστόσο, εμπεριέχει τον κίνδυνο οι πληροφορίες που θα επιλέξουν να αποκαλύψουν οι εκδότες στους επενδυτές να είναι αναληθείς ή παραπλανητικές ή ακόμη και να μην δημοσιευθούν δημόσια. Σε μια τέτοια περίπτωση δηλαδή, θα υπάρξει σιωπηρός επηρεασμός των επενδυτών κάτι το οποίο δύναται να παραβιάζει τις διατάξεις της οδηγίας για την χειραγώγηση της αγοράς. Οφείλεται όπως η ενημέρωση γίνεται με τον ενδεικνυόμενο τρόπο που θεσμοθετεί η Οδηγία αυτή.³⁵

Σχετικά με το ενδιαφέρον των Διευθυντών, τη δεύτερη κατηγορία της ad hoc αποκάλυψης πληροφοριών, η Οδηγία για τη χειραγώγηση της αγοράς ορίζει ορισμένες υποχρεώσεις ως προς τους Διευθυντές και το ενδιαφέρον τους έναντι στην Εταιρία. Δηλαδή, οι Διευθυντές της

³³ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 3 (1) (29)

³⁴ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 17

³⁵ Vladislav Borisov, "Market Abuse' Concept Under UK Law", Athens Journal of Law - Volume 2, Issue 2 – Pages 105-114, P:111 < <https://www.athensjournals.gr/law/2016-2-2-3-Borisov.pdf>>

Εταιρίας πρέπει να δηλώνουν το ενδιαφέρον τους για τις συναλλαγές τους σε μετοχές ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη. Στόχος αυτής της διάταξης είναι η διαφύλαξη της ακεραιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και της διαφάνειας των καθηκόντων των Διευθυντών. Διακυβεύει ο κίνδυνος όμως, η εκδήλωση ενδιαφέροντος να είναι παραπλανητική η ψευδής με σκοπό την “επίδειξη” της οικονομική σταθερότητας της Εταιρίας ή ακόμη και για να επηρεάσει την τιμή της μετοχής και έτσι να μεγιστοποιηθεί το Εταιρικό κέρδος.³⁶ Τόσο η μία κατηγορία όσο και η δεύτερη της της ad hoc δημόσιας αποκάλυψης πληροφοριών φαίνεται πως εμπεριέχουν κινδύνους οι οποίοι θα πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τα ενδιαφερόμενα μέρη έτσι ώστε να προλαμβάνεται μια ενδεχόμενη κατάχρηση της Αγοράς.

Η διάδοση ψευδών πληροφοριών είτε θα γίνει δολίως είτε από αμέλεια. Η ευθύνη που προκύπτει από μια τέτοια πράξη απαιτεί όπως αποδειχθούν αρχικά κάποια συστατικά στοιχεία της. Δηλαδή, υπάρχει η ανάγκη απόδειξης ότι όντως έχει διαδοθεί μια ψευδής πληροφορία είτε ότι ο κάτοχος αυτής της πληροφορίας όφειλε ή είχε καθήκον να αποκαλύψει στο άλλο μέρος της συναλλαγής την πληροφορία αυτή. Δεν είναι σπάνιο φαινόμενο το άτομο που γνωρίζει την εμπιστευτική πληροφορία να αποφεύγει να την αναφέρει στο άλλο μέρος, ούτως ώστε να αποφύγει με αυτό τον τρόπο την οποιαδήποτε ευθύνη μπορεί να προκύψει σε βάρος του. Η ευθύνη ουσιαστικά θα προκύπτει όταν το άλλο μέρος της συναλλαγής καταφέρει με διάφορους τρόπους λ.χ. μέσω ερωτήσεων, να αποσπάσει μια ψευδή δήλωση από το μέρος που κατέχει τις πληροφορίες. Τέτοιου είδους ευθύνη όμως, δεν είναι πολύ διαδεδομένη.³⁷

Έχουν καταγραφεί ορισμένες στρατηγικές τις οποίες ακολουθούν εκείνοι που καταχρώνται την εσωτερική αγορά. Στη κατηγορία όπου ο εκδότης παραπλανά και διαδίδει ψευδείς πληροφορίες ως προς την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων οι διάφορες στρατηγικές που χρησιμοποιούνται είναι οι εξής:

Η ονομασία της πρώτης στρατηγικής είναι “Painting the Tape” και είναι η περίπτωση κατά την οποία υπάρχει η συμμετοχή σε μια σειρά συναλλαγών που αναφέρονται σε μια “δημόσια απεικόνιση” και οι οποίες αποσκοπούν στο να δώσουν μια εσφαλμένη εντύπωση για τον βαθμό

³⁶ Vladislav Borisov, “Market Abuse’ Concept Under UK Law”, Athens Journal of Law - Volume 2, Issue 2 – Pages 105-114, P:111 < <https://www.athensjournals.gr/law/2016-2-2-3-Borisov.pdf> >

³⁷ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1031

της συναλλακτικής δραστηριότητας, για την τιμή της μετοχής ή για το ενδιαφέρον που παρουσιάζεται για συγκεκριμένες μετοχές.³⁸

Μια άλλη στρατηγική που ακολουθείται είναι η λεγόμενη “ξέπλυμα συναλλαγών” (“*Wash Trades*”), η οποία σκιαγραφεί τις παράνομες συναλλαγές κατά τις οποίες ο αγοραστής και ο πωλητής είναι το ίδιο πρόσωπο. Γίνεται μια εικονική αλλαγή ονόματος του ιδιοκτήτη των χρηματοπιστωτικών μέσων με στόχο να διογκώσουν την εικόνα της συναλλακτικής δραστηριότητας ή να μπορέσουν έτσι, να παρουσιάζουν παραπλανητικές και ψευδείς τις τιμές των μετοχών. (“*artificial Prices*”) PHGH APO28.11.21 S 4 Βέβαια, πολλές φορές για να αποφύγουν την κατηγορία του “πλουσίματος των συναλλαγών” οι ενδιαφερόμενοι προχωρούν στις “αντιστοιχισμένες παραγγελίες” των οποίων η μόνη διαφορά με τις προαναφερόμενες είναι τα μέρη που συναλλάσσονται. Δεν είναι το ίδιο άτομο που θα πωλήσει και θα αγοράσει τις μετοχές αλλά από διαφορετικά πρόσωπα τα οποία όμως θα προβούν στη συναλλαγή αυτή την ίδια ώρα και για την ίδια τιμή. Ουσιαστικά, πρόκειται για μια πρακτική που ακολουθείται προφανώς για να αποφεύγεται οποιαδήποτε υποψία σχετικά με χειραγώγηση της αγοράς και συγκεκριμένα την κατηγορία του “πλουσίματος των συναλλαγών”. Και οι δύο στρατηγικές κρίνονται ως παράνομες και καθόλα καταχρηστικές για την εσωτερική αγορά.³⁹

Σχετικά με τη χειραγώγηση που διενεργείται μέσω της διαστρέβλωσης της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων, έχουν παρατηρηθεί ορισμένες πρακτικές ή αλλιώς στρατηγικές. Πρώτον, όταν πρόκειται να κλείσει μια συναλλαγή οι εκδότες προβαίνουν σε πώληση ή αγορά μετοχών έτσι ώστε να αλλάξει και η τελική τιμή της εν λόγω συναλλαγής (“*Marking the close*”). Η στρατηγική αυτή παρασέρνει εύκολα πολλούς επενδυτές λόγω της προτίμησης που έχουν οι περισσότεροι στις “τιμές κλεισίματος”. Βασικά, εκείνο που συμβαίνει ρεαλιστικώς είναι η εκμετάλλευση ενός επενδυτή τη στιγμή που βρίσκει την καταλληλότερη για εκείνον ευκαιρία αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων. Το μεγάλο ενδιαφέρον των επενδυτών στις τιμές κλεισίματος ωθεί ολοένα και περισσότερο στην αύξηση του φαινομένου αυτού. Αντίστοιχη συμπεριφορά από πλευράς εκδοτών υπάρχει και όταν πρόκειται για “τιμές ανοίγματος”. (“*Marking the open*”)⁴⁰

³⁸ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p: 14

³⁹ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p: 14

⁴⁰ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p: 15-16

Ακόμη μια στρατηγική η οποία βασίζεται σε παραπλανητικές συμβάσεις ή χειραγώγησης των τιμών των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι η λεγόμενη “Συγκράτηση” (“Pegging”) δηλαδή, εκείνη κατά την οποία υποβάλλονται παραγγελίες οι οποίες εμποδίζουν την δυνατότητα αύξησης ή μείωσης της τιμής πάνω ή κάτω από ένα καθορισμένο όριο. Αυτό αποσκοπεί στη διασφάλιση ότι λόγω χάρη το επιτόκιο αναφοράς δεν κινείται σε δυσμενή για τα συμφέροντα της εταιρίας κατεύθυνση. Για παράδειγμα, κάποιος που θέλει να χειραγωγήσει την αγορά μέσω αυτής της πρακτικής θα εμποδίσει την τιμή της μετοχής να μεταβληθεί σε σημαντικό βαθμό, π.χ. κάτω από 5.00 δολάρια, και έτσι θα προβαίνει μόνο σε μεγάλες παραγγελίες αποτρέποντας παραγγελίες οι οποίες δεν θα ικανοποιούν αυτή την τιμολογιακή αξία.⁴¹

Τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης όπως και το Διαδίκτυο, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην διάδοση πληροφοριών αναφορικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Δεν είναι δύσκολη ωστόσο, η διάδοση ψευδών και παραπλανητικών πληροφοριών έτσι ώστε να χειραγωγήσει ένα πιθανό μελλοντικό αγοραστή αλλά και να προβάλουν μια τιμή αρκετά πιο υψηλή από την πραγματική. Η στρατηγική αυτή ονομάζεται “Hyre-and-Dump”. Υπάρχει και η περίπτωση όπου η τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, λόγω της διάδοσης ψευδών πληροφοριών, να πέσει. Είναι η στρατηγική “Slur-and-Dump” και το τελικό αποτέλεσμα της είναι αντίθετο από εκείνο της κατηγορίας “Hyre-and-Dump”.⁴²

Είναι μείζονος σημασίας να αναφερθεί ότι εσωτερικές πληροφορίες οι οποίες αποκαλύπτονται στα πλαίσια κανονικής εκτέλεσης των καθηκόντων ενός εργοδοτούμενου εξαιρούνται από την έννοια του άρθρου 8 του Κανονισμού 596/2014. Δηλαδή, η αποκάλυψη αυτή δεν συνιστά κατάχρηση της αγοράς όπως αυτή ορίζεται από τον σχετικό Κανονισμό 596/2014.⁴³

Επιπρόσθετα, όπως έχει προαναφερθεί σχετικά με τους δείκτες αναφοράς των χρηματοπιστωτικών μέσων δύναται να διαδίδονται ψευδείς πληροφορίες για αυτούς με σκοπό τη χειραγώγηση του κοινού. Και σε αυτή τη κατηγορία λοιπόν, εμπίπτει στρατηγική κατά την οποία υποβάλλονται παραπλανητικές ή λανθασμένες πληροφορίες αναφορικά με τον δείκτη αναφοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με το να υπάρχουν πολλά πρόσωπα τα οποία θα συμμετάσχουν στον υπολογισμό του δείκτη και όταν ο υπολογισμός αυτός περιλαμβάνει ένα “περικομμένο”

⁴¹ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p:16

⁴² SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p: 14

⁴³ Lexis PSL, “Market Abuse Regulation – unlawful disclosure of inside information and market 11 – quick guide”

μέσο όρο, από τον οποίο εξαιρούνται οι χαμηλότερες και υψηλότερες υποβολές. Υπάρχει μια προ συνεννόηση των συμμετεχόντων σε αυτή την υποβολή ούτως ώστε να καταφέρουν να επηρεάσουν τον δείκτη αναφοράς, εφόσον υπάρχει ο κίνδυνος στην περίπτωση που μόνο ένα άτομο συμμετέχει σε αυτή την υποβολή, η υποβολή του να είναι μικρή. Επομένως, για να επιτευχθεί η στρατηγική αυτή και να έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα απαιτείται η συνεργασία μερικών ατόμων μεταξύ τους και όχι ενός ατόμου μόνο του.⁴⁴

Η “καταχρηστική ανίχνευση ρευστότητας”, είναι μια στρατηγική η οποία τείνει να χρησιμοποιείται από τους εμπόρους για αποκόμιση πληροφοριών οι οποίες τους είναι χρήσιμες για διάφορους λόγους. Οι έμποροι προχωρούν στην υποβολή εντολών διερεύνησης με σκοπό τον εντοπισμό κρυφής ή λανθάνουσας ρευστότητας. Ο απώτερος σκοπός πίσω από αυτή τη διερεύνηση είναι η συλλογή πληροφοριών σχετικά με τις εμπορικές προθέσεις των άλλων συμμετεχόντων στην αγορά, τις οποίες στη συνέχεια θα εκμεταλλευτούν για να αποκομίσουν κέρδος, συχνά εις βάρος των συγκεκριμένων συμμετεχόντων. Για παράδειγμα, ο έμπορος αυτός για να εκτιμήσει εάν υπάρχουν αγοραστές ή πωλητές που αναμένουν να πραγματοποιήσουν συναλλαγές, ο πρώτος θα υποβάλει μια παραγγελία π.χ. για μια μετοχή. Εάν η παραγγελία αυτή εκτελεσθεί ο έμπορος αυτός θα γνωρίζει ότι οι άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά επιθυμούν να διενεργήσουν τις συγκεκριμένες συναλλαγές και ότι υπάρχουν οι πιθανοί αγοραστές για τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα. Έτσι, ο εν λόγω έμπορος θα κινηθεί προς τη συγκεκριμένη κατεύθυνση και θα επιχειρήσει να διενεργήσει συναλλαγές με τα ίδια χαρακτηριστικά για να αντλήσει εκείνος ή και εκείνος χρηματικό όφελος. Μέχρι στιγμής οι Καναδικές και Ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές τείνουν να υποστηρίζουν ότι τέτοιου είδους συμπεριφορές αποτελούν χειραγώγηση της αγοράς.⁴⁵

Στην υπόθεση **Santa Fe Industries v. Green 430 U.S. 462, 476 (1977)**, το Αμερικάνικο Δικαστήριο, επισήμανε πως η έννοια κατάχρηση της αγοράς αναφέρεται κυρίως σε πρακτικές όπως “πωλήσεις πλουσίματος”, “αντιστοιχισμένες παραγγελίες”, “παραποιημένες/τεχνητές τιμές”,

⁴⁴ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p:15-16

⁴⁵ SSRN, Tālis J. Putniņš, “ An overview of market manipulation” , (October 2018), p:19

που αποσκοπούν στην παραπλάνηση των επενδυτών και στον επηρεασμό της δραστηριότητας της Εσωτερικής Αγοράς.⁴⁶

5. MARKET SOUNDINGS – ΆΡΘΡΟ 11 ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ 596/2014

Επιπρόσθετα, στο άρθρο 11 του Κανονισμού 596/2014 σημειώνεται ακόμα μία πρακτική η οποία εάν τύχει κατάχρησης δύναται να επιτύχει χειραγώγηση της εσωτερικής αγοράς από τους εκδότες των χρηματοπιστωτικών μέσων. Καταρχήν η πρακτική αυτή, είναι σύλληπη σύμφωνα με το άρθρο 11 του Κανονισμού 596/2014. Η λεγόμενη “βολιδοσκόπηση της αγοράς” (“market soundings”) επιτυγχάνεται μέσω της διάδοσης εσωτερικών πληροφοριών –προτού ανακοινωθεί επίσημα μια συναλλαγή- σε επιλεγμένους επενδυτές ούτως ώστε να ληφθούν υπόψη το ενδιαφέρον των επενδυτών για μια συγκεκριμένη ενδεχόμενη συναλλαγή. Επομένως, οι εκδότες προσπαθούν να εκτιμήσουν το ενδιαφέρον των δυνητικών επενδυτών για μια σχεδιαζόμενη συναλλαγή, έτσι ώστε να ξέρουν εκ των προτέρων ποιοι από εκείνους θα θέλουν να συμμετάσχουν στην συγκεκριμένη συναλλαγή.⁴⁷ Για να επιτευχθεί αυτό, προβαίνουν σε αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών από κάποιον εκδότη, ή από δευτερογενώς προσφέροντα χρηματοπιστωτικό μέσο, ή από συμμετέχοντα σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής είτε τέλος, από οποιοδήποτε άλλο άτομο που ενεργεί για λογαριασμό των προαναφερομένων προσώπων. (άρθρο 11 (1) (α-δ) Κανονισμού 596/2014).⁴⁸

Ωστόσο, η βολιδοσκόπηση της αγοράς πρέπει να γίνεται με συγκεκριμένο τρόπο έτσι ώστε να μην εκφεύγει από το πεδίο του Νόμου. Είναι σημαντικό το άτομο που θα προβεί σε αποκάλυψη των πληροφοριών να προσδιορίζει σαφέστατα την σχέση που έχει με το πρόσωπο που λαμβάνει τις εμπιστευτικές πληροφορίες. Η λήψη συγκατάθεσης από τον παραλήπτη των πληροφοριών αυτών έχει κριθεί ως απαραίτητο συστατικό της διαδικασίας, δηλαδή, ο πρώτος να δίνει την ρητή συγκατάθεση του στο άτομο που θα του μεταδώσει τις εν λόγω πληροφορίες. Επίσης, ο συμμετέχων στην αγορά οφείλει να ενημερώσει το πρόσωπο που έχει λάβει τις εσωτερικές

⁴⁶SSRN, Tom C.W. Lin, “The New Market Manipulation”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >, p: 1280

⁴⁷ ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, “ Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy” ,< <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >, p. 4-5

⁴⁸ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 11 (1) (α-δ)

πληροφορίες ότι απαγορεύεται να προβεί σε οποιαδήποτε συναλλαγή βασιζόμενη στις πληροφορίες αυτές.⁴⁹ Η χρήση της εμπιστευτικής πληροφορίας για τροποποίηση ή ακύρωση μιας εντολής που έχει ήδη δοθεί σχετικά με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο αφορά η εν λόγω πληροφορία, σύμφωνα με το άρθρο 11 (5) (γ) του Κανονισμού Αρ. 596/2014 απαγορεύεται.⁵⁰ Ακόμη, ο λαβών τις πληροφορίες έχει υποχρέωση όπως τηρήσει το απόρρητο αυτών και δεν τις μεταβιβάζει σε τρίτα άτομα δεδομένου ότι η τήρηση της εμπιστευτικότητας τους είναι θεμελιώδες ζήτημα. Ο συμμετέχων στην αγορά είναι ελεύθερος να επιλέξει αυτός τους επενδυτές που θα εφοδιάσει με τις εμπιστευτικές πληροφορίες. Βέβαια, αμφιλεγόμενο παραμένει το ζήτημα του κατά πόσο όλοι οι αποδέκτες των πληροφοριών θα πρέπει να τυγχάνουν ίσης μεταχείρισης καθώς και το εάν θα λαμβάνουν του ίδιου είδους πληροφορίες. Επομένως, είναι ναι μεν σύννομη η πρακτική που παρέχει το Άρθρο 11 του Κανονισμού 569/2014, νοουμένου ότι το άτομο που θα προβεί σε αυτή την αποκάλυψη θα συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις που προαναφέρθηκαν ανωτέρω.⁵¹

Αξιοσημείωτο επίσης είναι πως, μια ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στα πλαίσια της στρατηγικής της βολιδοσκόπησης της αγοράς, δύναται να επιφέρει πολλά και σύνθετα προβλήματα. Αρχικά, με την ανακοίνωση από τους Διευθυντές μιας Εταιρίας εμπιστευτικών πληροφοριών σε επιλεγμένους επενδυτές, πιθανόν οι πληροφορίες αυτές να διαβιβαστούν και σε τρίτα άτομα. Όπως επίσης και η περίπτωση όπου οι πληροφορίες αυτές κοινοποιηθούν μόνο σε επιλεγμένους μετόχους, θα ισοδυναμεί με διάκριση από πλευράς των Διευθυντών σε βάρος των υπολοίπων μετόχων. Και οι δύο αυτές περιπτώσεις σκιαγραφούν παραβίαση των Διευθυντικών καθηκόντων και κατ' επέκταση βολιδοσκόπηση της αγοράς κατά την έννοια του άρθρου 11 του Κανονισμού. Στην περίπτωση αυτή ωστόσο, διαφαίνεται η σύγκρουση του Εθνικού Δικαίου με το Ενωσιακό Δίκαιο εφόσον η περίπτωση κατά την οποία διαβιβάζονται παρανόμως εσωτερικές πληροφορίες σε επενδυτές ή σε μετόχους ρυθμίζεται από το Ευρωπαϊκό

⁴⁹ ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, " Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy" ,< <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >, p. 19-20

⁵⁰ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 11 (5) (γ)

⁵¹ ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, " Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy" ,< <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >, p. 19-20

Δίκαιο, ενώ η περίπτωση της παραβίασης των Διευθυντικών καθηκόντων δεν έχει ακόμη ρυθμιστεί από τον Ευρωπαϊκό νομοθέτη και έτσι εφαρμόζεται η εκάστοτε Εθνική νομοθεσία. Παρά την επιθυμητή παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, ακόμη δεν έχει επιτευχθεί μια ομοιογενής πρακτική για αυτά τα εσωτερικά θέματα των Εταιριών που να ισχύει κοινώς σε όλα τα κράτη μέλη. Επομένως, η αντίφαση αυτή δημιουργεί αρκετά ζητήματα στο κόσμο των χρηματαγορών και η μόνη λύση θα έλεγε κανείς είναι η θέσπιση ενός κοινού νομοθετήματος που να ρυθμίζει τις περιπτώσεις όπου υφίσταται παραβίαση ή κατάχρηση λ.χ. Διευθυντικών καθηκόντων και ως εκ τούτου να εφαρμόζεται ο Κανονισμός 596/2014 σε συγκεκριμένες περιπτώσεις οι οποίες κοινώς θα ισχύουν σε όλα τα κράτη μέλη.⁵²

Παρόλαυτα, η πρακτική αυτή δεν μπορεί να σε καμία περίπτωση να κριθεί ως καταχρηστική για την Εσωτερική αγορά. Ίσα ίσα -λαμβάνοντας υπόψη και την αιτιολογική σκέψη (32) του Κανονισμού 596/2014- η πρακτική αυτή θεωρείται πολύ χρήσιμη για τη λειτουργία της αγοράς εφόσον είναι ένα σημαντικό εργαλείο για την εκτίμηση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για μια επερχόμενη συναλλαγή. Είναι ιδιαίτερα ωφέλιμη πρακτική για την αγορά κυρίως “όταν οι αγορές δεν έχουν εμπιστοσύνη, όταν δεν διαθέτουν ένα σχετικό σημείο αναφοράς ή όταν είναι ευμετάβλητες”.⁵³

Αξιοσημείωτη είναι και η περίπτωση κατά την οποία ο συμμετέχων στην αγορά εκμεταλλεύεται την περιστασιακή πρόσβαση του στα ηλεκτρονικά μέσα εκφράζοντας μέσα από αυτά μια γνώμη η οποία δεν στηρίζεται σε ένα πραγματικό γεγονός. Η “γνώμη” αυτή συνήθως αναφέρεται σε χρηματοπιστωτικά μέσα, σε συμβόλαιο εμπορευμάτων, ή ακόμη σε ένα προϊόν που βρίσκεται σε δημοπρασία. Η πρακτική αυτή ονομάζεται “scalping”. Συνήθως αποστέλλονται ανεπιθύμητα μηνύματα μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου με σκοπό να πείσουν τους παραλήπτες για μια σημαντική αύξηση στη τιμή της μετοχής συγκεκριμένων εκδοτών.⁵⁴ Αδιαμφισβήτητα, ένας ανυποψίαστος παραλήπτης ενός τέτοιου μηνύματος, εύκολα μπορεί να πέσει θύμα της απάτης αυτής και λ.χ. να επενδύσει σε χρηματοπιστωτικά μέσα που αλλιώς δεν θα επένδυε.

⁵² ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, “ Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy” ,< <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >, p. 6-7

⁵³ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, αιτ. σκέψη 32

⁵⁴ Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 243

Ακόμη, η απόκτηση ή πώληση δικαιωμάτων εκπομπών ή συναφών παράγωγων στην δευτερογενή αγορά πριν από τη διαδικασία της δημοπρασίας ως αυτή προβλέπεται από τον Κανονισμό 1031/2010 θεωρείται ως μια καταχρηστική συμπεριφορά απέναντι στην εσωτερική αγορά. Ιδιαίτερα όταν η τελική τιμή της δημοπρασία καθορίζεται σε τεχνητό επίπεδο ή εάν οι πλειοδότες παραπλανήθηκαν.⁵⁵

6.ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ MARKET ABUSE – “BEAR RAID”

Στον κόσμο των Χρηματοπιστωτικών μέσων, προκειμένου οι εκδότες να αποκομίσουν δολίως κέρδη προβαίνουν και στον σχεδιασμό συγκεκριμένων πρακτικών. Μια από αυτές είναι και η “Bear Raid”. Σε αυτή τη πρακτική, οι μικρομεσαίοι επιχειρηματίες προσπαθούν να μειώσουν την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου διαδίδοντας ψευδείς πληροφορίες. Με αυτό τον τρόπο, αποκομίζει αρκετά κέρδη από σύντομες πωλήσεις. Ωστόσο, μια τέτοια πρακτική δύναται να θεωρηθεί νόμιμη εάν γίνεται για νόμιμους λόγους όπως για παράδειγμα όταν η εταιρία αντιμετωπίζει προβλήματα ή αν οι εκδότες θεωρούν την εν λόγω μετοχή κίνδυνο για την Εταιρία τότε προτείνουν μια χαμηλή τιμή για να αγοραστεί η μετοχή αυτή για την διασφάλιση της ασφάλειας της Εταιρίας.⁵⁶

Το κλειδί για την λειτουργία της πρακτικής Bear Raid είναι η σύντομη πώληση των μετοχών. Ο πωλητής που θα προβεί στις εν λόγω “γρήγορες” πωλήσεις θα επωφεληθεί από κέρδη μόνο στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής έχει πέσει, την πωλεί σε ψηλή τιμή και μετά την αγοράζει σε χαμηλότερη τιμή.⁵⁷ Τα οφέλη από τις σύντομες πωλήσεις ποικίλουν. Καταρχάς, συμβάλλουν στην αύξηση της ρευστότητας της Αγοράς.⁵⁸

Η περίοδος διάρκειας μιας τέτοιας στρατηγικής δεν φαίνεται να είναι μεγαλύτερη των 3-10 ημερών. Μελέτες έχουν δείξει πως τέτοιες στρατηγικές χρησιμοποιούνται κυρίως σε περιόδους

⁵⁵ Rudiger Veil, “EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW” (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 245

⁵⁶ CMCMarkets, “Market Manipulation”, < <https://www.cmcmarkets.com/en/trading-guides/market-manipulation> >

⁵⁷ Wharton University of Pennsylvania, “Bear Raid Stock Manipulation, How and When it Works, and Who Benefits”, < <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bear-raid-stock-manipulation-how-and-when-it-works-and-who-benefits/> >

⁵⁸ Ibrahim Jamie Arabi, “ Short Sale Transactions in Canada: Striking a Balance Between Investor Protection and Market Efficiency”, < <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3307186.pdf> >, p. 11

όπου παρατηρείται μια αστάθεια στην Αγορά. Ως αποτέλεσμα να επικρατεί στους επενδυτές το αίσθημα της αβεβαιότητας και της ανασφάλειας ως προς την στροφή στην πιο “σωστή” επενδυτική επιλογή τους. Την αβεβαιότητα αυτή έρχονται να εκμεταλλευτούν μέσω της στρατηγικής αυτής οι διάφοροι ενδιαφερόμενοι εκδότες και με αυτό τον τρόπο παρασύρουν πολλούς πιθανούς επενδυτές και κάπως τους κατευθύνουν ως προς την επενδυτική τους επιλογή.⁵⁹

Αξιοσημείωτη είναι η υπόθεση **Fairfax Financial Holdings Limited v SAC Capital Management LLC, 160 A (3d) 1 (NJ Super 2017) [Fairfax 2017]** μέσα από την οποία μπορεί να διαφανεί πλήρως το σκεπτικό που ακολουθείται πίσω από τη πρακτική του bear raid. Η Εταιρία Fairfax λοιπόν κινήθηκε νομικά εναντίον της Εταιρίας SAC για κατάχρηση της αγοράς μέσω της πρακτικής αυτής. Σύμφωνα με την ενάγουσα η Εταιρία SAC είχε βάλει στόχο την οικονομική εκμετάλλευση της Αγοράς και των επενδυτών γενικότερα με τη διάδοση ψευδών πληροφοριών αναφορικά με χρηματοπιστωτικά μέσα. Η ενάγουσα ισχυρίστηκε ότι η δεύτερη Εταιρία συμμετείχε σε μικρές και σύντομες πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων ούτως ώστε να επερχόταν η επιθυμητή μείωση της τιμής των μετοχών. Ακόμη, η εναγόμενη Εταιρία λέγεται από την ενάγουσα ότι προέβη και σε ψευδείς δηλώσεις προς τον Ομοσπονδιακό Γραφείο Ερευνών σχετικά με το θέμα. Επιπρόσθετα, η εναγόμενη Εταιρία δημιούργησε μια Εταιρία της οποίας αποστολή ήταν η διάδοση των παραπλανητικών και ψευδών ειδήσεων σχετικά με την ενάγουσα Εταιρία και τη κατάσταση των χρηματοπιστωτικών της μεσών. Επίσης, η ενάγουσα Εταιρία αναφέρει ότι ανακάλυψε μηνύματα στο ηλεκτρονικό ταχυδρομείο της εναγόμενης Εταιρίας στο οποίο ο ένας εκ των αδικοπραγούντων πρότεινε στην εναγόμενη εταιρία την πρακτική των “σύντομων πωλήσεων” ως μέρος της στρατηγικής bear raid. Εν τέλει, η ενάγουσα αξίωσε αποζημιώσεις ύψους 6 δισεκατομμυρίων δολαρίων από την εναγόμενη για τις φερόμενες ενέργειες εναντίον της. Η υπόθεση ωστόσο, έφτασε μέχρι και το Ανώτατο Δικαστήριο της Αμερικής το οποίο απέρριψε μερικούς ισχυρισμούς της Ενάγουσας χωρίς όμως να κρίνει αδικαιολόγητη εντελώς την αξίωση της. Οι εταιρίες που πέφτουν θύματα της στρατηγικής “Bear Raid” δεν βρίσκουν εύκολα την δικαίωση που επιζητούν, για αυτό και απαιτείται μια πολύμοχθη προσπάθεια εκ

⁵⁹ Benjamin M. Blau and Tyler J. Brough, “Bear Raids by Short Sellers”, <https://www.readcube.com/articles/10.2139%2Fssrn.1777244>, > p. 8 and 16

μέρους τους μέχρι να φτάσουν σε εκείνο το σημείο, να μπορούν δηλαδή να αποδείξουν την ζημιά που υπέστησαν.⁶⁰

7. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ

Επομένως, έχει γίνει αντιληπτό ανωτέρω πως η κατάχρηση της αγοράς σε γενικό επίπεδο, αφορά την εκμετάλλευση των προνομιακών πληροφοριών με σκοπό την άντληση κάποιου συγκεκριμένου οφέλους. Οι “προνομιακές πληροφορίες” μπορούν να διαχωριστούν σε ορισμένες κατηγορίες βάσει του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014. Πρώτη κατηγορία αποτελεί η πληροφορία η οποία είναι ακόμη αδημοσίευτη και αφορά εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα και τυχόν δημοσίευση της θα επηρέαζε την τιμή των μέσων που αφορά (άρθρο 7 (1)(α)). Η πληροφορία η οποία χαρακτηρίζεται αρκετά συγκεκριμένη, ακόμη δεν έχει δημοσιευθεί και αφορά εμπορεύματα ή το σχέδιο παράδοσης αυτών αποτελεί την δεύτερη κατηγορία. (άρθρο 7 (1)(δ)) Τρίτη περίπτωση είναι η οι πληροφορίες που αφορούν δικαιώματα εκπομπής ή εκ πλειστηριαζόμενα προϊόντα και τυχόν δημοσίευση τους θα επέφερε συνέπειες στην τιμή των προαναφερόμενων μέσων. (άρθρο 7 (1)(γ)). Τέλος, προνομιακή πληροφορία δύναται να είναι και οι πληροφορίες οι οποίες διαβιβάζονται από πελάτη και σχετίζονται με ενέργειες που οφείλει ο πελάτης σε χρηματοπιστωτικά μέσα και εάν δημοσιευθεί είναι ικανή να επηρεάσει την τιμή των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων και όλα όσα συνδέονται με αυτά (λ.χ. συμβόλαια εμπορευμάτων).⁶¹

Με άλλα λόγια, προνομιακές πληροφορίες μπορούν να νοηθούν εκείνες οι πληροφορίες που δεν έχουν δημοσιευθεί στο κοινό, δεν είναι δηλαδή ελεύθερα διαθέσιμες προς αυτό, και έχουν άμεση σχέση με κάποιον εκδότη/εκδότες ή ακόμη και με χρηματοπιστωτικά μέσα.⁶² Εάν τέτοια πληροφορία ωστόσο, διαρρεύσει παρανόμως και παρά την ενδεδειγμένη νόμιμη οδό δημοσίευσης τους, ενδεχομένως να επηρεάσει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των παραγώγων τους. Οι συνέπειες από την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών μπορεί να

⁶⁰ Ibrahim Jamie Arabi, “ Short Sale Transactions in Canada: Striking a Balance Between Investor Protection and Market Efficiency”, < <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3307186.pdf> >, σελ 16-18

⁶¹ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 7

⁶² Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1035

ποικίλουν. Για παράδειγμα, ένας γνώστης μιας τέτοιας πληροφορίας μπορεί να την εκμεταλλευτεί για να προβεί σε συναλλαγές στο Χρηματιστήριο που αλλιώς δεν θα έκανε. Επίσης, ενδεχόμενες ακυρώσεις ή τροποποιήσεις παραγγελιών μετά τη γνώση της εμπιστευτικής πληροφορίας από το ενδιαφερόμενο μέρος πιθανόν να επέλθουν δεδομένου ότι πλέον απέκτησε πιο σαφή και “αληθή” εικόνα για κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο.⁶³

Το τι αποτελεί “εμπιστευτική πληροφορία” κρίνεται ανά περίπτωση και στη βάση των ιδιαίτερων περιστατικών της κάθε περίπτωσης. Υπάρχουν παρ’ όλαυτα, ενδεδειγμένες περιπτώσεις που είθισται να αποτελούν προνομιακές πληροφορίες και τυχόν κατάχρησή τους να επιφέρει και τα αντίστοιχα προαναφερόμενα αποτελέσματα. Πληροφορίες όπως η επιχειρησιακή εικόνα μιας επιχείρησης, κάποια αλλαγή στο Διοικητικό Συμβούλιο της, αποφάσεις για μείωση ή αύξηση κεφαλαίου, αποφάσεις σχετικά με συναλλαγές με άλλα Χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν να νοηθούν ως εμπιστευτικές ή προνομιακές συγκεκριμένες πληροφορίες.⁶⁴

Μια πληροφορία η οποία θεωρείται ως “προνομιακή”, σημαίνει πως πρέπει να προστατεύεται από τυχόν αθέμιτη δημοσιοποίηση της στο κοινό. Δηλαδή, απαιτείται όπως το κοινό που θα γνωρίζει για την ύπαρξη της να είναι μερικά άτομα, ομάδες κλπ. Σύμφωνα με τον συγγραφέα κ. Αυγητίδη δημοσιοποίηση της πληροφορία δεν υπάρχει όταν έχει γίνει γνωστή μόνο σε συγκεκριμένα πρόσωπα και όχι στο ευρύ κοινό. Ενώ δημοσιοποίηση της υφίσταται όταν μια μεγάλη ομάδα ατόμων, ένα ευρύ κοινό, έχει λάβει γνώση αυτής της πληροφορίας και δίνεται η επιλογή στον κάθε πιθανόν επενδυτή να την αξιολογήσει αναλόγως. Επίσης, σημειώνεται από τον συγγραφέα η διάκριση αναφορικά ως προς το ποιους αφορά η πληροφορία. Είτε θα αφορά ένα χρηματοπιστωτικό μέσο και θα σχετίζεται με μια μελλοντική πώληση μετοχών, με τις προθέσεις των μετόχων των εκδοτών για εκποιήσεις, με τη τιμή πώλησης ή ό,τι άλλο έχει να κάνει με τη εκμετάλλευση των μετοχών. Είτε ακόμη, θα σχετίζονται με πληροφορίες οι οποίες περιέχουν εταιρικές αποφάσεις και πράξεις υψίστης σημασίας όπως είναι λόγου χάρη οι εξαγορές, συγχωνεύσεις, αλλαγή μετοχικού κεφαλαίου. Είναι στην ουσία πράξεις οι οποίες

⁶³ Willkie Compliance, “Element: Privileged Information”, <
<https://complianceconcourse.willkie.com/resources/insider-dealing-france-element-privileged-information> >

⁶⁴ CESR, “Market Abuse Directive – Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market”, (July 2007)

όποιος επενδυτής λάβει γνώση αυτών θα έχει αποκτήσει αυτόματα το σημαντικό πλεονέκτημα της γνώσης των προαναφερθέντων εταιρικών πράξεων και έτσι δεν θα βρίσκεται πλέον στην ίδια “επιχειρηματική θέση” σε σχέση με τους υπόλοιπους επενδυτές.⁶⁵ Αξιοσημείωτη αποτελεί η επισήμανση που γίνεται στο Αμερικάνικο Δίκαιο το οποίο υποστηρίζει πως μια τέτοια συμπεριφορά η οποία συνιστά κατάχρηση αγοράς στην ουσία είναι ικανή να προκαλέσει ρήξη της σχέσης εμπιστοσύνης που υπήρχε μεταξύ των μερών. Κάτι τέτοιο όμως, δεν επισημαίνεται στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο. Δηλαδή, δεν απαιτείται να αποδεικνύεται παραβίαση της εμπιστοσύνης σε κάθε περίπτωση που αποτελεί χειραγώγηση αγοράς.⁶⁶

8. ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ ΣΧΕΤΙΚΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ

Αξιοσημείωτη είναι η απόφαση του Δικαστηρίου στην υπόθεση **IMC Securities BV v. Stichting Autoriteit Financiële Markten C-445/09** στην οποία το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης κλήθηκε να απαντήσει σε ένα Προδικαστικό ερώτημα ενός Ολλανδικού Κολλεγίου (“College van Beroep voor het bedrijfsleven”). Το ερώτημα του Κολλεγίου ήταν ως προς το ποια είναι η ορθή ερμηνεία του άρθρου 1 (2) (α) της Οδηγίας 2014/57. Συγκεκριμένα το άρθρο 1 της Οδηγίας αναφέρεται στον ορισμό της χειραγώγησης αγοράς και το υπό εδάφιο (α) αναφέρεται στα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης προσπαθώντας να απαντήσει στο προδικαστικό αυτό ερώτημα αναφέρει πως η παρ. (2) του άρθρου 1 πρέπει να ερμηνευθεί ως εξής: Δεν απαιτείται, προκειμένου η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσω να θεωρηθεί ότι έχει καθοριστεί με ένα τεχνητό τρόπο, να διατηρήσει την εν λόγω “τεχνητή” τιμή περισσότερο από μια συγκεκριμένη χρονική διάρκεια.⁶⁷ Άρα, καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα πως, ακόμη και για λίγο χρονικό διάστημα η τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου να καθοριστεί με μη φυσιολογικό και αναμενόμενο τρόπο, δύναται να στοιχειοθετεί ο καθορισμός αυτός κατάχρηση της αγοράς.

⁶⁵ Δημήτρης Κ. Αυγητίδης, “Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς”, (2^η έκδοση), (ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, 2019), σελ. 344-345

⁶⁶ Mathias M Siems, 'The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis' (2008) 2 Law & Fin Mkt Rev 39, p. 40

⁶⁷ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 570

Στην υπόθεση **Spector Photo Group and Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank, Financie en Assurantiewezen C-45/08**, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αρχικά σημείωσε πως εάν ένα άτομο το οποίο κατέχει εσωτερικές πληροφορίες, προβαίνει σε μια συναλλαγή τότε θα υπάρχει αμάχητο τεκμήριο ότι έχει χρησιμοποιήσει τις εν λόγω πληροφορίες. Στην περίπτωση όπου ένα άτομο χρησιμοποίησε τις πληροφορίες που κατείχε ο ίδιος και οι οποίες σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά μέσα που αφορά η συναλλαγή, για να αποκτήσει χρηματοοικονομικά μέσα για δικό του όφελος ή για το όφελος τρίτου. Σε τέτοια περίπτωση, θα υπάρχει το τεκμήριο της χρήσης των εσωτερικών πληροφοριών ωστόσο θα μπορεί να αμφισβητηθεί από το ενδιαφερόμενο μέρος αποδεικνύοντας πως δεν έκανε χρήση των σχετικών πληροφοριών. Επιπρόσθετα, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ανέφερε πως η κάθε περίπτωση πρέπει να κρίνεται στη βάση των δικών της περιστάσεων για να διαπιστώνεται κάθε φορά αν υπήρξε κατάχρηση αγοράς από το πρόσωπο που κατείχε τις εμπιστευτικές πληροφορίες. Συγκεκριμένα, θα ερμηνεύεται η κάθε υπόθεση υπό το φως του σκοπού της οδηγίας ο οποίος είναι να προστατεύεται η ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών.⁶⁸

Η Αρχή FSA έχει υποστηρίξει πως η περίπτωση κατά την οποία ένα άτομο γνωρίζει προνομιακές πληροφορίες, αποτελεί απλώς ενδεικτική “υποψία” πως ίσως ενέργησε χρησιμοποιώντας τις εν λόγω πληροφορίες για ίδιο όφελος ή εάν οι εν λόγω πληροφορίες αποτέλεσαν την βασική επιρροή του ατόμου στο να ενεργήσει με το συγκεκριμένο τρόπο. Για αυτό και στην απόφαση **C-45/08** Spector Photo Group (ανωτέρω) έχει υποστηριχθεί πως εναπόκειται στον κατηγορούμενο να αποδείξει την εγκυρότητα των ισχυρισμών του, ότι δηλαδή, δεν ενέργησε εκμεταλλευόμενος τις εσωτερικές πληροφορίες που είχε στη διάθεσή του. Η απόφαση αυτή ωστόσο, έχει φέρει στην επιφάνεια διάφορες “προβληματικές”. Μια από αυτές είναι το ενδεχόμενο κάποιος να είναι υπεύθυνος για μια συναλλαγή στην οποία προέβη χωρίς όμως να γνωρίζει πως οι πληροφορίες που χρησιμοποίησε ήταν εμπιστευτικού χαρακτήρα. Απαιτείται

⁶⁸ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 569

όπως έχει φανεί από την εν λόγω απόφαση οι κατέχοντες εμπιστευτικές πληροφορίες να είναι πολύ προσεκτικοί ως προς τις συναλλαγές στις οποίες προβαίνουν.⁶⁹

Σχετική επί του θέματος είναι και η υπόθεση **Knud Grongaard and Allan Bang C- 384/02** η οποία είχε τα εξής πραγματικά περιστατικά: Ο Διευθυντής μιας Δανικής εισηγμένης εταιρίας, ο κ. Grongaard, αποκάλυψε πληροφορίες σχετικά με μια εκκρεμούσα εξαγορά με συγχώνευση του εκδότη στον κ. Bang. Ο κ. Bang και ο κ. Grongaard ήταν και οι δύο επικεφαλής του συνδικάτου που εκπροσωπούσε τους υπαλλήλους της εν λόγω εταιρίας. Ο κ. Grongaard αποκάλυψε την πληροφορία για την ενδεχόμενη συγχώνευση διότι ήθελε να προειδοποιήσει το συνδικάτο ότι εάν τελικά γίνει η συγχώνευση αυτή τότε πιθανόν να υπάρξουν πολλαπλές απολύσεις και έτσι θα πρέπει να οργανωθούν από νωρίς για να αντιμετωπίσουν αυτή την πιθανή εξέλιξη. Οι πράξεις τους, έκρινε το Δικαστήριο πως έπρεπε να τιμωρηθούν εφόσον παραβίασαν το καθήκον εμπιστευτικότητας τους έναντι στην εταιρία και με τη πράξη τους αυτή στοιχειοθετείται το αδίκημα της κατάχρησης αγοράς. Το ΔΕΕ κατέστη σαφές πως σε αυτή τη περίπτωση δεν πληρείτο καμία εξαίρεση ως προς την αποκάλυψη των εσωτερικών πληροφοριών. Σε αυτή την περίπτωση δεν καλυπτόταν κανένα κριτήριο για να υφίσταται η οποιαδήποτε εξαίρεση στον κανόνα της απαγόρευσης γνωστοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών και έτσι εάν έκανε εφαρμογή της εξαίρεσης το ΔΕΕ θα υπονόμει το συνολικό σκοπό που αναδύεται από τον γενικό κανόνα.⁷⁰

Ως προς την επιλεκτική αποκάλυψη πληροφοριών το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σημείωσε επίσης στην ανωτέρω απόφαση πως εάν ένας υπάλληλος μιας εταιρίας αποκαλύψει πληροφορίες σε τρίτο άτομο, συχνά μπορεί να θεωρείται ότι δεν καταχράται την εσωτερική αγορά. Και αυτό συμβαίνει διότι οι πληροφορίες αυτές διαδίδονται από λ.χ τον υπάλληλο μιας εταιρίας κατά την κανονική εκτέλεση των καθηκόντων του και χωρίς να εκφεύγει από αυτό τον σκοπό. Τέτοια τρίτα πρόσωπα συνήθως είναι δικηγόροι, λογιστές, που λόγω του επαγγέλματος

⁶⁹ Rt. Hon. Lady JUSTICE ARDEN DBE, " Spector Photo Group and its wider implications. Keynote Address at the UCL Laws conference on Corporate Finance Law: UK and EU perspectives, 28 April 2010", (ECFR 2/2010), p. 344

⁷⁰ Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367, p. 373-374

τους πολλές φορές έρχονται σε επαφή με τέτοιου είδους πληροφορίες και τις οποίες δεσμεύονται σιωπηρά πως θα διατηρήσουν την εμπιστευτικότητά τους. Μπορεί επίσης, το τρίτο άτομο να συνδέεται με κάποιου είδους συμφωνία με την εταιρία και έτσι να δικαιούται να γνωρίζει για αυτές, ωστόσο, να υποχρεούται και αυτό το άτομο στην τήρηση του χαρακτήρα - της εμπιστευτικότητας- των πληροφοριών. Παρόλαυτα, ακόμη και αν καμία από τις παραπάνω “κατηγορίες” να μην ισχύει, όποιος άλλος παραλήπτης λάβει εσωτερικές πληροφορίες και εφόσον ενημερωθεί για τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών οφείλει να τηρήσει κάθε είδους εχεμύθειας ως προς αυτές και να τηρήσει το απόρρητο.⁷¹

Ακόμη μια απόφαση Ελληνική η οποία έφτασε μέχρι το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η **C-391/04, Ipourgos Ikonomikon, Proistamenos DOIAmfissas v Charilaos Georgakis**, στην οποία το Δικαστήριο κατέληξε σε διαφορετικό συμπέρασμα από ότι στις προηγούμενες προαναφερθείσες αποφάσεις. Στην περίπτωση αυτή, μαζεύτηκαν σαν “ομάδα” ορισμένα εύπορα άτομα και συμφώνησαν όπως αγοράζουν και πωλούν ο ένας στον άλλο κινητές αξίες και στη συνέχεια να τα πωλούν σε εταιρίες στις οποίες ήταν επενδυτές. Σε αυτές τις εταιρίες θεωρούνταν ουσιώδης ο ρόλος τους ως επενδυτές και θα πωλούσαν τις εν λόγω μετοχές σε τιμές υψηλότερες από τι συνήθως ούτως ώστε να αποτρέψουν τυχόν πτώση στη τιμή των εν λόγω κινητών αξιών. Στον κατηγορούμενο είχε προσαχθεί η κατηγορία της “κατάχρησης αγοράς”, κάτι το οποίο αμφισβήτησε στην πορεία εφόσον θεωρούσε πως η κατηγορία αυτή δεν συνάδει με τα πραγματικά περιστατικά της υπόθεσης του και δεν πληρούνται τα συστατικά στοιχεία του αδικήματος αυτού. Σε έφεση που έκανε ο κατηγορούμενος, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποφάνθηκε πως η συγκεκριμένη περίπτωση δεν εντάσσεται στο πλαίσιο της κατάχρησης αγοράς διότι οι κατηγορούμενοι δεν αποκόμισαν κάποιο όφελος ή πλεονέκτημα από την χρήση των πληροφοριών αυτών.⁷²

⁷¹ Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367, p. 374

⁷² Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367, p. 376

Στην απόφαση Georgakis, το Δικαστήριο προχώρησε στην εξέταση της έννοιας “αποκόμιση οφέλους” από την χρήση των εσωτερικών πληροφοριών. Αναφέρθηκε στις αποφάσεις Bang και Grangaard και επανέλαβε τα όσα είπε σε αυτές, ότι δηλαδή, ο σκοπός της απαγόρευσης του άρθρου 2 της Οδηγίας 89/592 είναι πρωτίστως να διασφαλίσει την ισοότητα μεταξύ των συμβαλλομένων μερών στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Στόχος δηλαδή είναι η αποτροπή του ενός συμβαλλομένου, ο οποίος γνωρίζει τις εμπιστευτικές πληροφορίες, να αντλήσει όφελος σε βάρος των υπολοίπων μερών δεδομένου ότι βρίσκεται σε πιο πλεονεκτική θέση από αυτούς λόγω αυτής του της γνώσης.⁷³ Άρα, παρόλο που το ΔΕΕ απέρριψε την ύπαρξη του αδικήματος της κατάχρησης αγοράς στην υπόθεση Georgakis, ωστόσο, επισήμανε για ακόμη μια φορά τον ορισμό της έννοιας “κατάχρηση αγοράς”. Τόνισε την ύπαρξη της πλεονεκτικής θέσης του ενός μέρους έναντι των υπολοίπων μερών καθώς και την γνώση πληροφοριών μόνο από το ένα μέρος ενώ το άλλο αγνοεί εντελώς την ύπαρξη τους και έτσι ο πρώτος δύναται να αντλήσει όφελος από αυτή την κατάσταση.⁷⁴

9.ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Με την αναφορά σε “πληροφορίες οι οποίες έχουν άμεση σχέση με εκδότη/ες ή χρηματοπιστωτικά μέσα”, νοούνται οι πληροφορίες εκείνες που προέρχονται είτε από τρίτους προς την Εταιρία. Για παράδειγμα, η περίπτωση όπου η κυβέρνηση ανακοινώνει ότι πρόκειται να “ελευθερώσει” τον κλάδο εκείνο στον οποίο η εν λόγω Εταιρία απασχολείται και κατέχει το μονοπώλιο. Επομένως πλέον, δεν θα έχει το μονοπώλιο. Υπάρχουν ωστόσο, και οι πληροφορίες εκείνες οι οποίες προέρχονται από το εσωτερικό της Εταιρίας και είναι λόγου χάρη η μείωση ή αύξηση που είχε η Εταιρία σχετικά με τα μερίσματα της ή εάν κέρδισε ένα σημαντικό συμβόλαιο. Εν συντομία, καλύπτονται πληροφορίες οι οποίες σχετίζονται άμεσα με συγκεκριμένη Εταιρία ή Εταιρίες, και όχι εκείνες που εφαρμόζονται ή αφορούν με γενικότερο τρόπο στην Οικονομία.⁷⁵

⁷³ Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367, p. 376-377

⁷⁴ Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367, p. 377

⁷⁵ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1036

Όσο αφορά το γεγονός ότι η πληροφορία απαιτείται να είναι ακριβής και συγκεκριμένη. Η έννοια “ακριβής” εμπεριέχει την γνώση. Αν πρόκειται να γίνει κάποια προσφορά εξαγοράς από μια Εταιρία η οποία περιέχει στοιχεία όπως η τιμή που θα προσφερθεί ή η ημερομηνία κατά την οποία θα γίνει η ανακοίνωση, μπορεί να ισοδυναμεί με μια εμπιστευτική και συγκεκριμένη πληροφορία η οποία προστατεύεται κάτω από τις πρόνοιες του Κανονισμού 596/2014. Εάν δεν περιέχει κάτι από τα ανωτέρω ευαίσθητα δεδομένα τότε πιθανόν να μην κατατάσσεται σε αυτή την κατηγορία.⁷⁶ Η προγενέστερη γνώση της προσφερόμενης τιμής είναι ένα σημαντικό στοιχείο που δύναται να μεταβάλει την συναλλακτική συμπεριφορά των επενδυτών.

Ακόμη, δημόσια πληροφορία είναι εκείνη που προέρχεται από μια δημοσίευση που έγινε προς το κοινό, έχει δηλαδή κοινοποιηθεί σε αυτό και το ευρύ κοινό είναι γνώστης αυτής της πληροφορίας. Ο ορισμός αυτός δίνεται από την Αγγλική νομοθεσία (s. 58 Act 1993) και αποσκοπεί στην προστασία των Αναλυτών μιας Εταιρίας διότι οι τελευταίοι αποκτούν πληροφορίες αναφορικά με την προοπτική μιας Εταιρίας δια μέσω μιας συγκεκριμένης έρευνας που γίνεται στη βάση των ήδη δημοσιευμένων πληροφοριών. (**US v. Crpenter (1986) 791 F 2d 1024**) Παρόλαυτα, ένας τρόπος για να κατανοείται κατά πόσο μια πληροφορία είναι δημόσια ή όχι είναι όταν οι πληροφορίες αυτές μπορούν να αποκτηθούν άμεσα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές ή σε όποιον άλλο θα προβεί σε συναλλαγή αναφορικά με χρηματοπιστωτικά μέσα. Επομένως, η ευκολία πρόσβασης στις πληροφορίες χωρίς κανένα εμπόδιο να τίθεται από τη Νομοθεσία σηματοδοτεί και την ύπαρξη μιας “δημόσιας πληροφορίας”. Ζήτημα δεν είναι η γνώση των πληροφοριών αυτών από το κοινό αλλά η δυνατότητα πρόσβασης του σε αυτές. Η έννοια “κοινό” σε αυτή την περίπτωση, περιλαμβάνει τα άτομα εκείνα που ασχολούνται με τα σχετικά χρηματοπιστωτικά μέσα.⁷⁷

10. “ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ” ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ

Όπως έχει προαναφερθεί στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, η πληροφορία εκτός από προνομιακή πρέπει να είναι και “συγκεκριμένη” για να προστατεύεται από την Ευρωπαϊκή

⁷⁶ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1036

⁷⁷ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1037-1038

νομοθεσία και να απαγορεύεται η κατάχρηση της. Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 1 της Οδηγίας 2003/126 μια πληροφορία θεωρείται συγκεκριμένη *“εάν περιλαμβάνει αναφορά σε κατάσταση η οποία υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει, ή αναφορά σε ένα γεγονός το οποίο έλαβε χώρα ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα λάβει χώρα και εφόσον η πληροφορία αυτή είναι αρκούντως συγκεκριμένη ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεομένων με αυτά παράγωγων μέσων.”*⁷⁸ Άρα, είτε είναι μια πληροφορία που έχει ήδη υπάρξει στον κόσμο της Εσωτερικής Αγοράς είτε πρόκειται να υπάρξει στο μέλλον και τυχόν κατάχρηση της θα επιφέρει παραβίαση του Κανονισμού 596/2014.⁷⁹

Ωστόσο, πέρα από τον γενικό ορισμό που δίνεται στο άρθρο 1 της Οδηγίας 2003/126 σχετικά με την έννοια *“συγκεκριμένη πληροφορία”*, για να καθοριστεί πότε μια πληροφορία όντως μπορεί να κριθεί *“συγκεκριμένη”* πρέπει να πληροί και ορισμένα άλλα κριτήρια. Αρχικά, εξετάζονται τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της δεδομένου ότι δεν υπάρχει ένας καθιερωμένος κανόνας. Δεύτερον, το να είναι δεκτικές απόδειξης είναι ένα στοιχείο που λαμβάνεται υπόψη. Τρίτον, εάν ένα γεγονός πρόκειται να επέλθει στο μέλλον δύναται να θεωρηθεί ως συγκεκριμένη πληροφορία εάν ο επενδυτής ευλόγως αναμένει την επέλευση της. Αναφορικά με την πιθανότητα επέλευσης της, οι απόψεις έχουν διχασθεί όπως διαφαίνεται από τη νομολογία. Η μια άποψη υποστηρίζει πως απαιτείται ένα ποσοστό ύψους 50% ως προς τη πιθανότητα επέλευσης για να μπορεί να θεωρείται η συγκεκριμένη μια πληροφορία και κατά τη δεύτερη άποψη υποστηρίζεται πως δεν έχει σημασία το ποσοστό επέλευσης της αλλά ο αντίκτυπος που θα έχει στον εκδότη εάν τυχόν υπάρξει η πληροφορία αυτή. Το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήρθε και διαφώτισε το θέμα αυτό επισημαίνοντας πως το ποσοστό επέλευσης δεν είναι ένα κρίσιμο στοιχείο. Εκείνο που προσμετράτε είναι η ρεαλιστική πιθανότητα που υπάρχει για να επέλθει η συγκεκριμένη κατάσταση μελλοντικά. Ακόμη και αν εν τέλει δεν επέλθει, σημασία έχει ότι τον συγκεκριμένο χρόνο ήταν πολύ πιθανόν να συμβεί. Τέλος, φήμες και αόριστες

⁷⁸ Οδηγία 2003/124/ΕΚ, (22 Δεκεμβρίου 2003), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=EL> >

⁷⁹ Βασίλης Δ. Ταντόπουλος, *“Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”*, (ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 2015), σελ. 320

πληροφορίες χωρίς συγκεκριμένο νόημα ή περιεχόμενο δεν μπορούν να θεωρηθούν συγκεκριμένες πληροφορίες υπό αυτή την έννοια.⁸⁰

Παρόλαυτα, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προχώρησε σε περισσότερη ανάλυση της έννοιας της “συγκεκριμένης πληροφορίας”. Πρόσθεσε ένα δεύτερο κριτήριο αναγνώρισης μιας πληροφορίας ως τέτοιας λέγοντας πως ένα κριτήριο είναι τα στοιχεία που παρέχει να μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Για αυτό και η κάθε περίπτωση θα πρέπει να κρίνεται στη βάση των δικών της περιστατικών και να γίνεται μια αυτοτελής εξέταση της κάθε περίπτωσης. Με άλλα λόγια το Δικαστήριο διευκρινίζει πως εφόσον μια πληροφορία δύναται να έχει αντίκτυπο στην Εσωτερική Αγορά εάν καταστεί αντικείμενο εκμετάλλευσης, τότε πληροί το στοιχείο της έννοιας “συγκεκριμένη πληροφορία”. Υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες η εξακρίβωση του χαρακτήρα της πληροφορίας είναι ένα αρκετά δύσκολο έργο. Για παράδειγμα, οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές αποτελούν τέτοιες καταστάσεις. Δηλαδή, όταν ένα γεγονός ή μια κατάσταση κλιμακώνονται σε πολλά και διαφορετικά στάδια μεταξύ τους.⁸¹

11. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΥΠΑΡΞΗ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ

Σύμφωνα επίσης με τον συγγραφέα MATTHIAS M. SIEMS , διαχωρίζονται σε τέσσερις οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται σε κάθε περίπτωση για να αναφέρεται κανείς σε εμπιστευτική ή προνομιακή πληροφορία. Πρώτον, η “πληροφορία” θα πρέπει να είναι ακριβής και δεύτερο να μην έχει πρόσβαση το κοινό ή αλλιώς να μην είναι μια δημόσια πληροφορία απευθυνόμενη στο ευρύ κοινό. Τρίτον, να είναι πληροφορίες οι οποίες σχετίζονται με την Αγορά είτε άμεσα είτε έμμεσα καθώς και με επενδυτές ή χρηματοπιστωτικά μέσα. Τέλος, ο συγγραφέας αναφέρεται στις ευαίσθητες αναφορές που θα περιέχονται στην εν λόγω πληροφορία. Το περιεχόμενο των αναφορών αυτών είναι συνήθως η χρηματική τιμή, γεγονός που καθιστά την δημοσιοποίηση της πληροφορίας αυτής ακόμη πιο επικίνδυνη δεδομένου ότι είναι δυνατό να επηρεαστεί σημαντικά το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και κατ’ επέκταση και η τιμή ενός προϊόντος.⁸²

⁸⁰ Βασίλης Δ. Ταντόπουλος, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 2015), σελ. 320-321

⁸¹ Δημήτρης Κ. Αυγητίδης, “Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς”, (2^η έκδοση), (ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, 2019), σελ.340-341

⁸² Mathias M Siems, 'The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis' (2008) 2 Law

Σημειώνει ωστόσο ο συγγραφέας, πως εκτός από αυτές τις προϋποθέσεις θα πρέπει να υπάρχει μια πράξη όμοια με εμπόριο η οποία να αποσκοπεί στην πώληση ή αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων. Ακόμη, στην περίπτωση της αναγκαστικής αποκάλυψης πληροφοριών προκειμένου να παρασχεθεί μια υπηρεσία στον γνώστη αυτής της πληροφορίας οφείλει να γίνεται εντός των αυστηρών ορίων που θέτει ο νομοθέτης. Για παράδειγμα, εάν υπάρχει ανάγκη λήψης νομικής συμβουλής από εξωτερικούς συνεργάτες λ.χ. δικηγόρους.⁸³

Ο κανονισμός 596/2014 στο άρθρο 7 παρ. 2 αναφέρει πως ακόμη και στη περίπτωση που μια κατάσταση αποτελείται από περισσότερα του ενός στάδια και όμως αποσκοπεί στην επέλευση ενός μελλοντικού συγκεκριμένου γεγονότος, μπορεί να θεωρηθεί ως μια “συγκεκριμένη” πληροφορία και άρα να προστατεύεται από τον παρών Κανονισμό. Μέχρι και τα διάφορα στάδια της διαδικασίας αυτής μπορεί να αποτελέσουν πληροφορίες οι οποίες να προστατεύονται, δεδομένου ότι συνδέονται άμεσα με την επέλευση του εν λόγω μελλοντικού γεγονότος και εφόσον πληρούν τα κριτήρια μιας “προνομιακής πληροφορίας” όπως αυτή ορίζεται στο Κανονισμό 596/2014.⁸⁴

Στην απόφαση **C-19/11 Gettl v. Daimler AG**, ο Γενικός Εισαγγελέας στις προτάσεις του αναφέρει, μεταξύ άλλων, πως πληροφορίες οι οποίες σχετίζονται με τα ενδιάμεσα στάδια μια κατάστασης μπορούν να θεωρηθούν ως εμπιστευτικές εάν το μελλοντικό γεγονός που πρόκειται να συμβεί είναι ικανό να επηρεάσει σημαντικά την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου. Εάν απλώς η επέλευση του μελλοντικού γεγονότος είναι πιθανή να επέλθει χωρίς όμως να επηρεάζεται κάτι στην Εσωτερική Αγορά από αυτό, τότε δεν θα θεωρούνται ως προνομιούχες αυτές οι πληροφορίες. Επομένως, ακόμη και ένα ενδιάμεσο γεγονός το οποίο δημοσιοποιείται στο κοινό είναι πιθανόν να κριθεί ως “προνομιούχο” εφόσον από την δημοσίευση του μπορεί να επέλθει ο επηρεασμός στην οικονομική αξία ενός χρηματοπιστωτικού μέσου. Μέσα από τις απόψεις του Γενικού Εισαγγελέα στην απόφαση του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, **C-19/11 Gettl v. Daimler AG**, έχει γίνει σαφές πως εάν υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να συμβεί το μελλοντικό γεγονός το οποίο αφορά η εν λόγω προνομιακή πληροφορία ή αν η επέλευση του γεγονότος θα

& Fin Mkt Rev 39, p. 40

⁸³ Mathias M Siems, 'The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis' (2008) 2 Law

& Fin Mkt Rev 39, p. 40

⁸⁴ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 7 (2) και (3)

επηρεάσει σίγουρα τις τιμές των μετοχών, τότε μπορεί να χαρακτηριστεί ως “εμπιστευτική” ή αλλιώς “προνομιακή”.⁸⁵

Η περιληπτική απόδοση των περιστατικών της Υπόθεσης *Geltl v. Daimler* είναι η εξής: Μετά από τη ολοκλήρωση της Γενικής Συνέλευσης της Εταιρίας κατά τον μήνα Απρίλιο του 2005, ο Γενικός Διευθυντής αποφάσισε όπως παραιτηθεί από τα καθήκοντα του. Τον επόμενο μήνα ενημέρωσε τον Πρόεδρο του Εποπτικού Συμβουλίου για αυτή του την επιθυμία. Μεταξύ Ιουνίου και Ιουλίου του ίδιου έτους είχαν ενημερωθεί και άλλα μέλη του εποπτικού συμβουλίου σχετικά με το θέμα αυτό. Στις 13 Ιουλίου δόθηκαν προσκλήσεις στο προσωπικό και στο Εποπτικό συμβούλιο για να τους προταθεί να συμμετάσχουν σε συνεδρίαση, χωρίς όμως να αναφέρεται στις προσκλήσεις η πρόθεση του Διευθυντή για παραίτηση. Όταν τελικά έλαβε χώρα η συνεδρίαση, αποφασίστηκε εν τέλει ο τερματισμός του συγκεκριμένου Διευθυντή. Η απόφαση αυτή δημοσιεύθηκε αμέσως μετά υπό τύπο ανακοίνωσης. Επομένως, είχε μεσολαβήσει ένα σημαντικό χρονικό διάστημα από τον Μάιο -όταν δηλαδή ο Διευθυντής ανακοίνωσε την επερχόμενη παραίτηση του- μέχρι τον Ιούλιο που το Εποπτικό Συμβούλιο επικύρωσε την παραίτηση του Διευθυντή επισήμως.⁸⁶

Σημειώνει επίσης το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης πως εμπιστευτική πληροφορία μπορεί να αποτελεί ακόμα και “ένα σύνολο περιστάσεων το οποίο μπορεί εύλογα να αναμένεται να συμβεί”. Ακόμη και τα ενδιάμεσα στάδια πριν την πραγματοποίηση μιας περίπτωσης ή ενός γεγονότος, δύναται να προστατεύονται ως το περιεχόμενο των εσωτερικών πληροφοριών.⁸⁷ Εξάλλου, το άρθρο 1 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ θεμελιώνει την εγκυρότητα των ανωτέρω προαναφερθέντων με την αναφορά του στις εμπιστευτικές πληροφορίες και τη ρητή συμπερίληψη σε αυτές, “πληροφορίες οι οποίες εύλογα αναμένεται ότι θα λάβουν χώρα”.⁸⁸ Μέσω της απόφασης *Geltl v. Daimler* διαπιστώνεται ακόμη ότι για να καταλήξει κανείς στο

⁸⁵ Προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα Paolo Mengozzi της 21 Μαρτίου 2012 στην υπόθεση C-19/11 *Markus Geltl and Daimler AG*, < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:62011CC0019&from=EN> >, σημείο 35 και 37

⁸⁶ Schaumburg-Müller, Peer. ‘Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect Do ‘Intermediate Steps’ Have on the Statutory Disclosure Date?’. *European Company Law* 10, no. 1 (2013): 7–10. (p.8)

⁸⁷ Schaumburg-Müller, Peer. ‘Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect Do ‘Intermediate Steps’ Have on the Statutory Disclosure Date?’. *European Company Law* 10, no. 1 (2013): 7–10. (p.8)

⁸⁸ Οδηγία 2003/124/ΕΚ, (22/12/2003), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=EL> >

συμπέρασμα ότι ένα συγκεκριμένο γεγονός αναμένεται ευλόγως ότι θα δημιουργηθεί σε μελλοντικό χρόνο, θα μελετήσει τα δεδομένα που έχει την εκάστοτε δεδομένη στιγμή στην διάθεση του καθώς και την συνεκτίμηση των εν λόγω παραγόντων.⁸⁹

Ορισμένα παραδείγματα μέσα από τη νομολογία μπορούν να κάνουν ακόμη κατανοηότερη την ερμηνεία της “εμπιστευτικής πληροφορίας”. Άξια αναφοράς αποτελεί η “κατηγορία” της Φινλανδικής Εποπτικής Αρχής απέναντι σε ένα Παραγωγό εξόρυξης Ορυκτού για το γεγονός ότι ο εν λόγω παραγωγός δεν αποκάλυψε πληροφορίες έγκαιρα –κατά τον επιτρεπτό χρόνο αποκάλυψης τους- αναφορικά με μια προγραμματισμένη προσφορά εξαγοράς που θα λάμβανε χώρα. Ακόμη, στην εν λόγω εταιρία παρατηρήθηκε και η απουσία σύνταξης ενός καταλόγου που να αναφέρει τα ονόματα αυτών που κατέχουν τις προνομιακές πληροφορίες (άρθρο 18 Κανονισμός 596/2014). Έτσι, κρίθηκε ότι με αυτή την καθυστέρηση ανακοίνωσης των προαναφερθέντων πληροφοριών, οι επενδυτές επηρεάστηκαν άμεσα γιατί δεν είχαν μια τεκμηριωμένη εικόνα πριν την λήψη των αποφάσεων τους. Το πρόστιμο στη συγκεκριμένη περίπτωση ανήλθε στο 1,45 εκατομμύρια ευρώ, πράγμα που καταδεικνύει την αυστηρότητα στις ποινές που επιβάλλονται σε τέτοιες περιπτώσεις.⁹⁰

Ένα δεύτερο παράδειγμα χρονολογείται γύρω στα τέλη του 2019 και αφορούσε τον Διευθύνων Σύμβουλο μιας Διεθνούς Ναυτιλιακής Εταιρίας. Ο συγκεκριμένος Σύμβουλος λόγω της παράλειψης του να ειδοποιήσει τις αρχές για τις προσωπικές συναλλαγές. Έπρεπε εντός μερικών ημερών να το πράξει και αυτός παρέλειψε με αποτέλεσμα να του επιβληθεί πρόστιμο ύψους 50,000 ευρώ. Οι παραλείψεις του έγκειται στο γεγονός της μη συμμόρφωσης του με εσωτερικούς κανονισμούς της εταιρίας οι οποίοι στην ουσία επιβάλουν την υποχρέωση αποκάλυψης των πληροφοριών αυτών. Λόγω της παραβίασης αυτής, δεν θα μπορούσε να αποφευχθεί η χρηματική ποινή δεδομένου ότι πρόκειται για κατάχρηση αγοράς ή/και παραβίαση εσωτερικών πληροφοριών. Δεν θα μπορούσε να μην αναφερθεί και το υπέρογκο σε ύψος χρηματικό πρόστιμο των 20 εκατομμυρίων ευρώ με το οποίο ήρθε αντιμέτωπη η Αμερικανική Τράπεζα, έπειτα διαπίστωσης χειραγώγησης ομολόγων. Η αρμόδια Γαλλική Αρχή

⁸⁹ Schaumburg-Müller, Peer. ‘Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect Do ‘Intermediate Steps’ Have on the Statutory Disclosure Date?’. European Company Law 10, no. 1 (2013): 7–10. (p.9)

⁹⁰ Complylog, “Market Abuse Penalties Under MAR + 5 Case studies”, (August 13, 2020), < <https://blog.complylog.com/market-abuse-penalties> >

ανάφερε το πόρισμα της σχετικά με την τράπεζα αυτή, ότι δηλαδή, η εν λόγω τράπεζα χειραγωγούσε τις τιμές ομολόγων και μελλοντικών συμβολαίων μεταξύ αυτών και Γαλλικά ομόλογα.⁹¹

Αξιοσημείωτη είναι η απόφαση του Αμερικάνικου Δικαστηρίου στην υπόθεση **Diamond v. Oreamuno (1969) 248 N.E 2d 910**. Εάν οι Διευθυντές μιας Εταιρίας κάνουν χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών για δικό τους όφελος, πιθανόν θα παραβιάζεται με αυτό τον τρόπο το καθήκον που έχουν απέναντι στην Εταιρία. Μέσα από την απόφαση αυτή, έχει αναδειχθεί το εξής συμπέρασμα: Η Εταιρία η οποία άσκησε την πολιτική αγωγή εναντίων των Διευθυντών της για παραβίαση του Εταιρικού καθήκοντος τους δεν χρειάστηκε να αποδείξει συγκεκριμένη ζημιά. Παρά μόνο ότι, οι εναγόμενοι έβγαλαν κέρδος εις βάρος της Εταιρίας μέσω της παράνομης χρήσης των εν λόγω πληροφοριών. Αντιλαμβανόμενες οι Εταιρίες την ηθική βλάβη που θα υποστούν, προκειμένου να τιμωρήσουν έναν ή περισσότερους από τους Διευθυντές τους για κατάχρηση των καθηκόντων τους, συνήθως προτιμούν την οδό της παραίτησης του εν λόγω ατόμου.⁹²

Στην προαναφερόμενη απόφαση, αναφορά γίνεται στους Διευθυντές μιας εταιρίας ενώ όσο αφορά τους παραλήπτες των εμπιστευτικών πληροφοριών έχει ασχοληθεί η Νομολογία και συγκεκριμένα στην απόφαση **Schering Chemicals Ltd v. Falkman Ltd (1982) Q.B. 1 CA**. Στην περίπτωση που ο παραλήπτης γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι πρόκειται για εμπιστευτικές πληροφορίες τότε φέρει και αυτός μερίδιο ευθύνης στην παραβίαση αυτή. Το φάσμα των προσώπων που καλύπτονται ως “παραλήπτες” είναι πιο ευρύ από εκείνο που δίνει τις πληροφορίες που συνήθως θα είναι π.χ. Διευθυντής της Εταιρίας. Δηλαδή, καθήκον εμπιστοσύνης φέρουν οι παραλήπτες οι οποίοι γνώριζαν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι γίνεται διάδοση μιας εμπιστευτικής πληροφορίας κατά παράβαση των κανονισμών που ισχύουν για τη προστασία της Εσωτερικής Αγοράς. Η υποχρέωση αυτή επεκτείνεται και στους συμβούλους Εταιριών οι οποίοι έχουν εμπλακεί στην προετοιμασία μιας προσφοράς εξαγοράς, αλλά και στους υπαλλήλους αυτών των Συμβούλων. Και αυτό ισχύει δεδομένου ότι δεν απαιτείται να

⁹¹Complylog, “Market Abuse Penalties Under MAR + 5 Case studies”, (August 13, 2020), <<https://blog.complylog.com/market-abuse-penalties> >

⁹² Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1029

υπάρχει κάποιος συμβατικός δεσμός ανάμεσα στον δότη και παραλήπτη της πληροφορίας ούτως ώστε να θεμελιώνεται υποχρέωση τήρησης της εμπιστοσύνης.⁹³ Επομένως, πράγματι η ευθύνη επεκτείνεται και στους παραλήπτες οι οποίοι γνωρίζουν ότι η κοινοποίηση της πληροφορίας αυτής έγινε από άτομο το οποίο δεν σεβάστηκε και παραβίασε το καθήκον εμπιστοσύνης του.

12. ΚΑΤΟΧΟΙ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Οι κάτοχοι των εμπιστευτικών ή εσωτερικών πληροφοριών δύναται να κατηγοριοποιηθούν σε ορισμένες κατηγορίες. Είναι εκείνοι οι οποίοι αποκτούν πληροφορίες μέσω της ιδιότητας τους στο περιβάλλον όπου εργάζονται ήτοι λ.χ. διευθυντές, υπάλληλοι, εκδότες μετοχών. Η μόνη απαίτηση που πρέπει να πληρείται είναι η ύπαρξη της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της απασχόλησης και της απόκτησης των πληροφοριών αυτών, χωρίς να είναι απαραίτητο οι εν λόγω πληροφορίες να έχουν αποκτηθεί κατά τη διάρκεια της απασχόλησης του εργαζομένου. Αναφορικά με τους μετόχους, ναι μεν δεν περιλαμβάνονται στην ανωτέρω κατηγορία των “κάτοχων πληροφοριών” αλλά αυτό δεν είναι απόλυτο αν λάβει κανείς υπόψη ότι μερικοί θεσμικοί μέτοχοι δύναται να έχουν πρόσβαση στα χαρτοφυλάκια ορισμένων μεγάλων Εταιριών.⁹⁴

Η δεύτερη κατηγορία κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών εμπεριέχει εκείνους οι οποίοι αποκτούν τις σχετικές πληροφορίες “μέσω της πρόσβασης που έχουν σε αυτές λόγω της απασχόλησης τους ή του επαγγέλματος τους”, ανεξάρτητα από το αν υπάρχει σχέση απασχόλησης με κάποιον εκδότη. Σε αυτή την περίπτωση ανήκουν όσοι κάτοχοι πληροφοριών έχουν εργοδοτηθεί για παράδειγμα από έναν σύμβουλο Εταιριών, από ένα αναλυτή επενδύσεων, υπάλληλο εφημερίδας, και οι οποίοι δεν έχουν επιχειρηματική σχέση ή σύνδεση με τον εκδότη. Αυτοί οι υπάλληλοι οι οποίοι λόγω του επαγγέλματος τους έρχονται σε επαφή με τις εμπιστευτικές πληροφορίες, λαμβάνονται και αυτοί ως “κάτοχοι εσωτερικών

⁹³ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1030

⁹⁴ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1039-1040

πληροφοριών” και έτσι φέρουν ευθύνη μη αποκάλυψης των πληροφοριών αυτών.⁹⁵ Σχετική επί του θέματος είναι η υπόθεση Schering Chemicals Ltd v Falkman Ltd (1982) Q.B. 1 CA στην οποία γίνεται αναφορά λ.χ στους συμβούλους των Εταιριών οι οποίοι συμμετέχουν στην προετοιμασία μιας προσφοράς εξαγοράς την οποία σχεδιάζει η Εταιρία να δημοσιεύσει.⁹⁶

Εάν όμως ο κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας ο οποίος εμπίπτει σε μια από τις δύο προαναφερόμενες κατηγορίες, ενθαρρύνει τρίτο άτομο να προβεί σε κάποια πράξη ή συμφωνία χωρίς όμως να του μεταφέρει οτιδήποτε εμπιστευτικό, τότε δεν ευθύνεται για καμία παραβίαση.⁹⁷

Η Τρίτη κατηγορία καλύπτει τις περιπτώσεις όπου περιέρχεται εις γνώση κάποιου ατόμου η εσωτερική πληροφορία χωρίς κατά ανάγκη να αποτελούσε τον αποδέκτη αυτής. Η κατηγορία αυτή έρχεται σαν “δικλείδα ασφαλείας” στις προηγούμενες δύο κατηγορίες διότι, εάν κάτι δεν μπορεί να εμπίπτει σε αυτές, θα καλύπτεται από την Τρίτη κατηγορία. Ένα παράδειγμα που μπορεί να επεξηγήσει την συγκεκριμένη κατηγορία είναι η περίπτωση όπου ένας υπάλληλος μιας Εταιρίας ακούσει ένα συνάδελφο του να αναφέρει μια εμπιστευτική πληροφορία στην παρουσία του. Αυτομάτως, ο υπάλληλος αυτός εμπίπτει στην Τρίτη κατηγορία και έτσι θα πρέπει να τηρήσει την απαραίτητη εχεμύθεια. Ουδέτερο αποτελεί το στοιχείο της αποκάλυψης της εν λόγω πληροφορίας συνειδητά, από τον κάτοχο της πληροφορίας. Είτε συνειδητά το έχει αποκαλύψει είτε ασυνείδητα και κατά λάθος έχει φθάσει εις γνώση του δεύτερου υπαλλήλου, η προστασία της εν λόγω πληροφορίας δεν παύει να υφίσταται.⁹⁸

Ένα παράδειγμα που σκιαγραφεί μια περίπτωση όπου διαπράχθηκε το αδίκημα της κατάχρησης αγοράς είναι το ως γνωστό “Σκάνδαλο Martha Stewart”. Η Μάρθα Stewart κατείχε υψηλόβαθμη θέση ως Διευθύνων Σύμβουλος σε μια φαρμακευτική εταιρία. Η οικογένεια και φίλοι της είχαν επενδύσει σε αυτή την Εταιρία μέσω των μετοχών. Η Εταιρία βρισκόταν στο στάδιο της αναζήτησης έγκρισης ενός φαρμάκου ενάντια στον καρκίνο από την Υπηρεσία Τροφίμων και

⁹⁵ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1040

⁹⁶ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1030

⁹⁷ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1041

⁹⁸ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1040-1041

Φαρμάκων της Αμερικής. Η κ. Μάρθα βασισμένη στις πληροφορίες που είχε τη δεδομένη στιγμή, λίγο πριν βγει το τελικό πόρισμα της Υπηρεσίας αυτής για το εάν θα εγκρίνει ή όχι το εν λόγω φάρμακο, ενημέρωσε τους φίλους και συγγενείς της όπως πωλήσουν τις μετοχές που είχαν επενδύσει για το εν λόγω πειραματικό φάρμακο. Λίγες μέρες μετά την συγκεκριμένη παρότρυνση της κ. Μάρθας η Υπηρεσία τροφίμων και φαρμάκων ανακοίνωσε την μη έγκριση της για το φάρμακο ενάντια στον καρκίνο. Αναπόφευκτα, η τιμή της μετοχής είχε πέσει ραγδαία. Επομένως, ήταν ολοφάνερο πως η κ. Μάρθα είχε προβεί σε χειραγώγηση της αγοράς ενημερώνοντας ουσιαστικά από πριν τους συγκεκριμένους επενδυτές όπως προβούν σε άμεση πώληση των χρηματοπιστωτικών τους μέσων. Γεγονός που, με δεδομένες τις διατάξεις για τη κατάχρηση της αγοράς του Κανονισμού 596/2014 παραβιάζει την γενική απαγόρευση που έχουν οι κάτοχοι των εμπιστευτικών πληροφοριών ώστε να μην τις διαδίδουν στο ενδιαφερόμενο κοινό παρανόμως.^{99 100}

Στο μεταξύ, υφίσταται και η υποχρέωση των εκδοτών να καταγράφουν τα ονόματα εκείνων που κατέχουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες και να διατηρούν ένα σχετικό μητρώο. Θα πρέπει να καταγράφεται κάπου η ημερομηνία που απέκτησε πρόσβαση το εκάστοτε άτομο στην εσωτερική πληροφορία της Εταιρίας καθώς και την ημέρα που καταρτίστηκε το μητρώο αυτό. Να υπάρχει δηλαδή, η απαιτούμενη διαφάνεια έτσι ώστε να εμπνέεται η ασφάλεια δικαίου σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.¹⁰¹ Επίσης, οι εκδότες απαιτείται όπως δικαιολογούν τυχόν καθυστέρηση αποκάλυψης μιας εμπιστευτικής πληροφορίας

Επιπρόσθετα, ως “κάτοχοι” των εμπιστευτικών πληροφοριών και κατά συνέπεια υπεύθυνοι για οποιαδήποτε παραβίαση που αφορά την εμπιστευτικότητα αυτών δύναται, πέρα από τα πρόσωπα που φέρουν “εκδήλως” την ευθύνη, να είναι και τα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου αλλά και οι εκδότες των κινητών αξιών. Σχετικό ερώτημα επί του θέματος, τέθηκε ενώπιον του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης στα πλαίσια της υπόθεσης **C-430/05 Ntioni Anonimi**

⁹⁹ Daniels Fund Ethics Initiative University of New Mexico. By Leyla Baykal, Debbie Thorne McAlister, and Jennifer Sawayda, “Martha Stewart’s Insider Trading Scandal”, <<https://danielsethics.mgt.unm.edu/pdf/martha%20stewart%20case.pdf>>

¹⁰⁰ Cmc Markets, “Market Manipulation”, <<https://www.cmcmarkets.com/en/trading-guides/market-manipulation>>

¹⁰¹ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 574

Etairia Emporias H/Y, Logismikou kai Paroxis Ypiresion Michanografisis and Ioannis Michail

Pikoulas v. Epitropi Kefalaiagoras, (2007) ECR I-05835, κατά πόσο δηλαδή μπορεί ο εθνικός νομοθέτης να θεσπίσει διατάξεις όπου τα προαναφερόμενα πρόσωπα να φέρουν ευθύνη για παραβίαση της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών. Το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, απαντώντας στο ερώτημα αυτό, ανέφερε πως ένας Εθνικός νομοθέτης δεν εμποδίζεται από το να θεσπίσει διατάξεις οι οποίες να επιβάλουν διοικητικές κυρώσεις και στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ανεξάρτητα εάν τα μέλη προσδιορίζονται ρητά στα στοιχεία καταχώρισης ως δυνητικά υπεύθυνοι σε περίπτωση κατάχρησης της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών. Επομένως, στις περιπτώσεις όπου διαδίδονται πληροφορίες παραπλανητικές ή ψευδείς με σκοπό την χειραγώγηση των επενδυτών ως προς τα χρηματοπιστωτικά μέσα, διοικητικές κυρώσεις μπορεί να επιβληθούν και στα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου αλλά και στους εκδότες των κινητών αξιών. Βέβαια, αυτό είναι στη διακριτική ευχέρεια του κάθε κράτους μέλους εάν το επιθυμεί να θεσπίσει τέτοιες διατάξεις. Η οδηγία 2001/34 δεν προβλέπει ρητά ένα σύστημα κυρώσεων για τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα, για αυτό και τα κράτη μέλη είναι ελεύθερα να χαράξουν τα ίδια το νομοθετικό τους πλαίσιο αναφορικά με τις κυρώσεις που επιθυμούν τα ίδια να εφαρμόζονται. Νοείται ότι οι νομοθετικές διατάξεις δεν πρέπει να εκφεύγουν του σκοπού της οδηγίας που δεν είναι άλλος από την εξασφάλιση της επαρκούς πληροφόρησης των επενδυτών.¹⁰²

Όσο αφορά τους κατόχους εμπιστευτικών πληροφοριών, αυτοί για να μπορέσει κανείς να τους αποδώσει ευθύνη και κυρίως ποινικής φύσεως, θα πρέπει να πληρείται το εξής κριτήριο. Αυτό το κριτήριο είναι η γνώση από τον κατηγορούμενο για τον χαρακτήρα της πληροφορίας ότι δηλαδή αποτελούσε μια εμπιστευτική πληροφορία η οποία έπρεπε να προστατευθεί ως τέτοια και να μην διαδοθεί αυθαίρετα. Το να αποδειχθεί όμως η ύπαρξη της γνώσης δεν είναι πάντοτε εύκολο αν λάβει κανείς υπόψη του ότι η πληροφορία αυτή πριν φτάσει στον κατηγορούμενο πέρασε από πολλούς άλλους υπήρξε δηλαδή μια “αλυσίδα επικοινωνιών”. Επομένως, το στοιχείο της γνώσης δεν θα είναι το ευκολότερο να αποδειχθεί ιδιαίτερα αν η πληροφορία είχε διαδοθεί μεταξύ πολλών ατόμων πριν καταλήξει στον κατηγορούμενο.¹⁰³

¹⁰² Nicola De Luca, “European Company Law”, (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021), p. 442

¹⁰³ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1041

13.ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΣΤΗΝ ΑΠΟΚΑΛΥΨΗ ΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Ο κανονισμός 596/2014 επιτρέπει την καθυστέρηση όσο αφορά την αποκάλυψη των πληροφοριών σε ορισμένες καθορισμένες εξ αυτών περιπτώσεις. (αιτ. σκέψη αρ. (49)) Ένας εκδότης, με δίκη του ευθύνη, μπορεί να καθυστερήσει την ενημέρωση μέσω των πληροφοριών αυτών, μόνο εάν η αποκάλυψη πρόκειται να βλάψει ή προδικάσει τα νόμιμα συμφέροντα του εκδότη. Βέβαια, προθέεται και το κριτήριο η καθυστέρηση αυτή να μην είναι ικανή να παραπλανήσει το κοινό καθώς και ο εκδότης να μπορεί να διασφαλίσει το απόρρητο των εν λόγω πληροφοριών. Οφείλουν όμως οι εκδότες σε μια τέτοια περίπτωση καθυστέρησης, να ενημερώνουν τις αρμόδιες Εθνικές Αρχές για την αιτία της ύπαρξης της και να αποδεικνύουν την ικανοποίηση των ανωτέρω προαναφερθέντων προϋποθέσεων.¹⁰⁴

14.ΤΟ ΟΦΕΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΟΚΑΛΥΨΗ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Σύμφωνα με την συγγραφέα κ.Payne, η υποχρεωτική γνωστοποίηση των εσωτερικών πληροφοριών μπορεί εν τέλει να μην είναι και τόσο επωφελής για τους επενδυτές. Και ο λόγος που μπορεί να συμβεί αυτό είναι λόγω του ογκώδους χαρακτήρα των πληροφοριών που λαμβάνουν οι επενδυτές καθώς και των πολύπλοκων τεχνικών χαρακτηριστικών τους. Ακόμη, παρατηρήθηκε και η πληροφόρηση των επενδυτών με λανθασμένες πληροφορίες και ως εκ τούτου δεν ήταν καθόλου χρήσιμες για αυτούς. Έχει παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια πως η απλή παροχή πληροφοριών στους επενδυτές, δεν συνεπάγεται αυτομάτως και την βέλτιστη επιλογή επενδυτικών αποφάσεων από πλευράς επενδυτών.¹⁰⁵

Οι ρυθμιστικές αρχές των κρατών μελών έχουν ανταποκριθεί σε αυτό το φαινόμενο, μέσω μιας συγκεκριμένης απαίτησης τους προς τους εκδότες που συμμετέχουν στη πρωτογενή αγορά. Θα πρέπει οι τελευταίοι όταν θα δημοσιεύουν ένα ενημερωτικό δελτίο, να το κάνουν σε κατανοητή γλώσσα και με μη τεχνητούς όρους έτσι ώστε να μην είναι δυσνόητο σε ένα απλό επενδυτή.

¹⁰⁴ Arad Reisberg and Anna Donovan, "Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law", (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 575

¹⁰⁵ Ecgj: University of Oxford and ECGI, Jennifer Payne, " Disclosure of Inside Information", (August 2019), <<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3244401.pdf> >, p. 6-7

Επιπλέον, το περιεχόμενο του απαιτείται όπως περιέχει μόνο τις πληροφορίες εκείνες που θα φανούν χρήσιμες στους επενδυτές.¹⁰⁶

Μια άλλη ανησυχητική πρακτική που υιοθετούν οι εκδότες όσο αφορά την αποκάλυψη ορισμένων εμπιστευτικών πληροφοριών προς τους επενδυτές είναι εκείνη κατά την οποία οι ρυθμιστικές αρχές θα είναι εκείνες που θα επιλέξουν τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν και ποιες όχι. Αυτή η διαρρύθμιση όμως, φέρει μαζί της τον κίνδυνο οι πληροφορίες που επιλέγονται να κοινοποιηθούν στους επενδυτές έναντι εκείνων που δεν θα κοινοποιηθούν να είναι εν τέλει όχι τόσο χρήσιμες για αυτούς. Επομένως, οι ρυθμιστικές αρχές και οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής μπορεί δύναται να μην εκτελούν σωστά το καθήκον τους αυτό και έτσι οι επενδυτές να μένουν κάπως “απροστάτευτοι” ως προς την πληροφόρηση που θα παίρνουν από αυτούς. Διότι αν οι πληροφορίες που τους δίνονται δεν είναι οι χρήσιμες για αυτούς πληροφορίες, τότε εγκυμονεί διάφορους κινδύνους. Για παράδειγμα, η υποχρέωση που επιβάλλει το Ευρωπαϊκό Δίκαιο ως προς την αποκάλυψη στο κοινό οποιαδήποτε θέση πώλησης υψηλότερη από το 0,5 τις εκατό των μετοχών μιας Εταιρίας μπορεί να εκληφθεί ως επιθυμία να περιοριστούν συγκεκριμένοι πωλητές. Ένα τέτοιο χαμηλό όριο μπορεί να θεωρηθεί ότι λειτουργεί ως δυνητικός περιορισμός των μικρών πωλήσεων (“short selling”) και ως εκ τούτου δυνητικά αρνητικός αντίκτυπος στην αποτελεσματικότητα της Αγοράς.¹⁰⁷

Επιπρόσθετα, από το σκεπτικό του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην υπόθεση **C-19/11 Geltl v Daimler AG** δημιουργείται ο εξής προβληματισμός. Τι γίνεται στην περίπτωση όπου η ανακοίνωση προς τους επενδυτές γίνεται σε πολύ πρώιμο στάδιο των γεγονότων και έτσι υπάρχει περίπτωση να βλάψει τα έννομα συμφέροντα τους μια τέτοια αποκάλυψη? Όπως επίσης, σε μια τέτοια περίπτωση ανησυχία δημιουργείται και ως προς την ενδεχόμενη ζημιά που μπορεί να προκληθεί στην ευρύτερη Αγορά και να την καταστήσει αναποτελεσματική. Διότι μια ανακοίνωση δυνητικά αναξιόπιστων πληροφοριών μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποτελεσματικότητα της αγοράς και να δημιουργήσει αμφιβολίες στους επενδυτές ως προς την εμπιστοσύνη τους έναντι αυτής, μεταγενέστερα. Η απαίτηση αποκάλυψης πληροφοριών στους

¹⁰⁶ Ecgj: University of Oxford and ECGI, Jennifer Payne, “ Disclosure of Inside Information”, (August 2019), <<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3244401.pdf>>, p. 7

¹⁰⁷ Ecgj: University of Oxford and ECGI, Jennifer Payne, “ Disclosure of Inside Information”, (August 2019), <<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3244401.pdf>>, p. 7

επενδυτές σχετικά με μια εξελισσόμενη κατάσταση ενέχει τον κίνδυνο σύγχυσης τους, δεδομένου ότι τους παρέχονται πληροφορίες αναφορικά με αβέβαια γεγονότα. Το Ευρωπαϊκό Δίκαιο σε κάποιο βαθμό έχει προβλέψει για τη δυνατότητα των εκδοτών να καθυστερούν την γνωστοποίηση αν αυτό είναι προς το συμφέρον των επενδυτών. Ωστόσο, το καθεστώς της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι πολύ υπέρ της έγκαιρης γνωστοποίησης και έτσι η δυνατότητα καθυστέρησης της είναι αρκετά περιορισμένη.¹⁰⁸

Για τον κάθε επενδυτή όμως, ελλοχεύει ο κίνδυνος της μη υπάρχουσας “ατομικής του προστασίας”. Υπάρχουν τέσσερεις κίνδυνοι στην Κεφαλαιαγορά που ο κάθε επενδυτής πιθανόν να έλθει αντιμέτωπος. Η απώλεια της ουσίας της επένδυσής τους, είτε ολικώς είτε μερικώς, αποτελεί ένα από τους πιο διαδεδομένους κινδύνους. Ακόμη, η λήψη λανθασμένων αποφάσεων εξαιτίας της παραπληροφόρησης τους ή της ανεπαρκούς πληροφόρησης τους, όπως επίσης και η ελαττωματική εκτέλεση των επενδυτικών τους συναλλαγών. Τέλος, η επένδυση του κεφαλαίου τους με όχι τόσο κατάλληλους και ευνοϊκούς όρους συναλλαγής.¹⁰⁹

Η προστασία ωστόσο του επενδυτή δύναται να επέλθει με δύο τρόπους. Ο ένας τρόπος αναφέρεται στην θέσπιση κανόνων και μέτρων ικανών να προστατεύσουν τους επενδυτές, μέσω όμως της διατήρησης της ακεραιότητας της εσωτερικής αγοράς (έμμεση προστασία). Κατά δεύτερον τρόπο, οι επενδυτές να προφυλάξουν τα έννομα τους συμφέροντα τους μέσω της αυτοτελούς προστασίας των οικονομικών τους συμφερόντων. Η κρατούσα άποψη έχει τη θέση ότι το παράγωγο Κοινωνικό δίκαιο δεν επιθυμεί να εκλάβει τον επενδυτή σαν ένα “αυτοτελές υποκείμενο έννομης προστασίας” έναντι των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην αγορά. Επομένως, ναι μεν η προστασία του επενδυτή μπορεί να θεωρηθεί ως ένας από τους στόχους της Εσωτερικής αγοράς, πλην όμως δεν επιθυμείται να ληφθούν ξεχωριστά και αυτοτελή διαβήματα για την προστασία του.¹¹⁰

Ο Ευρωπαϊκός νομοθέτης, δεν έχει θεσπίσει διατάξεις που να προνοούν για την ατομική δικαστική προστασία των επενδυτών. Ο νομοθέτης προσανατολίζεται κυρίως στην ευρύτερη και

¹⁰⁸ Ecgj, University of Oxford and ECGI, Jennifer Payne: “ Disclosure of Inside Information”, (August 2019), <<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3244401.pdf>> , p. 9

¹⁰⁹ Nbonline, Γ. Τριανταφυλλάκη, “Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση)”, (Τεύχος 4/2008, Απρίλιος)

¹¹⁰ Nbonline, Γ. Τριανταφυλλάκη, “Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση)”, (Τεύχος 4/2008, Απρίλιος)

γενικότερη προστασία της εσωτερικής αγοράς, έτσι ώστε να επέλθει μια ενοποιημένη χρηματοπιστωτική αγορά. Αφήνοντας έτσι, την ατομικότητα των επενδυτών στην διακριτική ευχέρεια του Εθνικού νομοθέτη.¹¹¹

15. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΔΕΝ ΥΦΙΣΤΑΤΑΙ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (ΕΞΑΙΡΕΣΕΙΣ)

Ο Κανονισμός 596/2014 κατηγοριοποιεί ορισμένες περιπτώσεις οι οποίες εμπίπτουν στις εξαιρέσεις της κατάχρησης αγοράς και έτσι δεν μπορούν να στοιχειοθετήσουν το αδίκημα αυτό.

Ο Κανονισμός αυτός δεν εφαρμόζεται όπου υπάρχει διαπραγμάτευση μετοχών στο πλαίσιο του “buy-back” προγράμματος ή όταν πρόκειται για διαπραγμάτευση μετοχών η οποία αποσκοπεί στη σταθεροποίηση των μετοχών. (αιτ. σκέψη αρ. (11)). Ακόμη, εάν μια συναλλαγή ακολουθεί τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς τότε σύμφωνα με το άρθρο 12 (α) (ii) του Κανονισμού 596/2014 εξαιρείται από τις καταχρηστικές συμπεριφορές που θεσπίζει ο Κανονισμός αυτός.¹¹²

Τα προγράμματα επαναγοράς (“buy-back”) μπορούν υπό αυστηρές προϋποθέσεις να μην συνιστούν κατάχρηση αγοράς σύμφωνα με το άρθρο 5 του Κανονισμού 596/2014. Στην έννοια του προγράμματος επαναγοράς περιλαμβάνονται οι επαναγορές ιδίων μετοχών. Για να εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 5 ένα τέτοιο πρόγραμμα ο σκοπός του θα πρέπει να είναι η μείωση του κεφαλαίου του εκδότη, η εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι ανταλλάξιμα σε μετοχικά κεφάλαια ή η εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από κατανομές μετοχών σε υπαλλήλους κλπ.¹¹³

Ωστόσο, για το τι αποτελεί “αποδεκτή πρακτική αγοράς” ελέγχεται στη βάση του άρθρου 13 του Κανονισμού 596/2014 ούτως ώστε να πληροί τα κριτήρια που θέτει το άρθρο αυτό. Η αρμόδια αρχή του κάθε κράτους αποφασίζει κατά πόσο θα νομιμοποιήσει ορισμένες πρακτικές και θα τις εξαιρέσει από τις καταχρηστικές πρακτικές. Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 13, θα πρέπει η εν λόγω πρακτική να παρέχει μια διαφάνεια στην αγορά, να έχει θετικό αντίκτυπο στο σύνολο της

¹¹¹ Nbonline, Γ. Τριανταφυλλάκη, “Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση)”, (Τεύχος 4/2008, Απρίλιος)

¹¹² Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) , < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, αιτ. σκέψη (11) και άρθρο 12.

¹¹³ OSLO BORS, “Guidelines for buy-back programmes and price stabilisation FOR ISSUERS OF SHARES AND EQUITY CERTIFICATES ON OSLO BØRS, EURONEXT EXPAND AND EURONEXT GROWTH OSLO”, (February, 2021), < file:///C:/Users/User/Downloads/Notice%20-%20Guidelines%20for%20buy-back%20programmes%20and%20price%20stabilisation_0.pdf > p.2

εσωτερικής αγοράς κ.λ.π.¹¹⁴ Στην ουσία τίθενται ορισμένα κριτήρια για να διασφαλίζεται με αυτό τον τρόπο πως καμία πρακτική η οποία είναι επιβλαβής τόσο γενικά για την αγορά αλλά και ειδικά για τους επενδυτές, μετόχους δεν θα γίνεται αποδεκτή ως νόμιμη. Για αυτό και η εθνική αρμόδια αρχή πριν δεχθεί μια πρακτική ως νόμιμη και μη καταχρηστική θα πρέπει να συμβουλευτεί τους κατάλληλους σχετικούς φορείς (παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών που ασχολείται με την Ευρωπαϊκή Αγορά (“European Securities and Market Authority”)).¹¹⁵ Το άρθρο αυτό δίδει την απαιτούμενη προστασία στα εμπλεκόμενα μέρη, δεδομένου ότι ό,τι δεν εμπίπτει στο αυστηρό πλαίσιο του άρθρου 13, δύναται να θεωρηθεί ως καταχρηστικό για την εσωτερική αγορά.

Σχετική επί του θέματος της περίπτωσης κατά την οποία δεν υφίσταται κατάχρηση αγοράς είναι η υπόθεση C-384/02, Grøngaard and Bang στην οποία το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ερμήνευσε αυστηρά το άρθρο 4(2) της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ. Το Δικαστήριο αποφάσισε ότι μια πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί ότι αποκαλύπτεται από τον συμμετέχοντα στην αγορά, κατά την συνήθη εκτέλεση των καθηκόντων του, της απασχόλησης του ή του επαγγέλματος του, στις εξής μόνο περιπτώσεις: Αρχικά, θα πρέπει να υπάρχει στενή σχέση μεταξύ της αποκάλυψης της πληροφορίας και της κανονικής εκτέλεσης των καθηκόντων, κατά δεύτερον η γνωστοποίηση αυτή να είναι άκρως απαραίτητη για την άσκηση του επαγγέλματος ή απασχόλησης του ατόμου αυτού. Ως εκ τούτου, παρατηρήθηκε μια πιο στενή και αυστηρότερη ερμηνεία του άρθρου 4(2) της Οδηγίας για τη κατάχρηση της αγοράς έτσι ώστε να μην καταλήγουν σε κατάχρηση του οι συμμετέχοντες στην αγορά.¹¹⁶

Ωστόσο, υπάρχει ακόμα μια περίπτωση κατά την οποία δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι υφίσταται κατάχρηση αγοράς κατά την έννοια του Κανονισμού 596/2014. Όταν δηλαδή, κάποιος χρησιμοποιεί ή “αποκαλύπτει” πληροφορίες οι οποίες αφορούν μια δημόσια εξαγορά ή συγχώνευση. Η προϋπόθεση που απαιτείται να πληρείται όμως στη προκειμένη περίπτωση,

¹¹⁴ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >, άρθρο 13

¹¹⁵ ESMA, “Market Abuse and Accepted Market Practices” < <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse> >

¹¹⁶ ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, “ Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy” ,< <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >, p. 6

είναι το άτομο αυτό να χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές που άντλησε κατά τη “δημόσια” διαδικασία αποκλειστικά για τον σκοπό της εν λόγω διαδικασίας. Επίσης, είναι αναγκαίο κατά το στάδιο της λ.χ. αποδοχής της εξαγοράς της Εταιρίας, οι εσωτερικές πληροφορίες να έχουν ήδη δημοσιοποιηθεί ή/και να έχουν πάψει να περιέχουν οποιαδήποτε εμπιστευτικό περιεχόμενο. Οι Εθνικές αρχές του εκάστοτε κράτους μπορούν να θεσπίσουν αποδεκτές πρακτικές αγοράς πάντοτε όμως, υπό την καθοδήγηση του Κανονισμού 596/2014 ως προς τις προϋποθέσεις και τα κριτήρια νομιμότητας που εμπεριέχονται σε αυτόν.¹¹⁷

16. ΠΟΤΕ ΠΑΥΕΙ ΜΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ ΝΑ ΕΙΝΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗΣ ΦΥΣΕΩΣ

Σε ορισμένες περιπτώσεις μια πληροφορία που εξαρχής θεωρείτο ως εμπιστευτικού χαρακτήρα, μπορεί να πάψει να λαμβάνεται ως τέτοια εάν πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Εάν η πληροφορία έχει γίνει γνωστή μέσω της δημοσιοποίησης της στην αρμόδια αγορά με τους προβλεπόμενους τρόπους. Η γνωστοποίηση της πληροφορίας με οποιοδήποτε τρόπο στο διαδίκτυο ή σε άλλο μέσο, ακόμη και αν απαιτείται πληρωμή έτσι ώστε να γίνει διαθέσιμη, προκαλεί την απώλεια του “εμπιστευτικού” ποσίμου της πληροφορίας αυτής. Ακόμη, εάν η εσωτερική πληροφορία συνάγεται από άλλη πληροφορία που έχει γίνει γνωστή στο κοινό ή/και αν μπορεί να γίνει συναχθεί με βάση κάποια γεγονότα που γίνονται γνωστά στο κοινό.¹¹⁸

Τέλος, όταν μια πληροφορία μπορεί να συναχθεί από πληροφορίες που είναι ήδη διαθέσιμες στο κοινό. Αν υπάρχουν δηλαδή, πληροφορίες οι οποίες είναι ευκόλως προσβάσιμες σε όλο το κοινό και μέσω εκείνων μπορούν να συμπεραθεί η ύπαρξη άλλων εσωτερικών πληροφοριών. Σε μια τέτοια περίπτωση, καμία από αυτές τις πληροφορίες δεν μπορεί να θεωρηθεί ως προνομιακή. Ακόμη και αν είτε ο τελικός παραλήπτης της δεν μπορεί να την εκμεταλλευτεί διότι δεν κατέχει τις γνώσεις είτε μπορεί εφόσον είναι επαγγελματίας επενδυτής, και στις δύο περιπτώσεις δεν θα γίνεται αναφορά σε εσωτερική, προνομιακή ή εμπιστευτική πληροφορία.¹¹⁹

¹¹⁷ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 574

¹¹⁸ Nbonline, Χ. Λιβαδά, “Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς”, (Τεύχος 2/2007), (Περιοδικό: Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών).

¹¹⁹ Nbonline, Χ. Λιβαδά, “Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς”, (Τεύχος 2/2007), (Περιοδικό: Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών).

16.ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΑΡΧΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΚΑΙ ΑΓΟΡΩΝ

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έχει ιδρυθεί η αρχή “European Securities and Markets Authority (ESMA)”, γύρω στο 2011 και είναι επιφορτισμένη με την διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών γενικότερα. (Ευρωπαϊκός Κανονισμός Αρ. 1095/2010)¹²⁰ Η αποστολή της χωρίζεται σε τρεις πυλώνες. Αρχικά, η προστασία των καταναλωτών τίθεται στους πρωταρχικούς στόχους της Αρχής με την κωδικοποίηση των ξεκάθαρων δικαιωμάτων των επενδυτών και την άμεση προστασία τους. Ακόμη, η ανάγκη για ύπαρξη διαφάνειας στην αγορά κρίνεται από την αρχή ως επιτακτική καθώς και η ορθή λειτουργία μιας καλά δομημένης αγοράς. Τέλος, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι μέσα στους στόχους της Αρχής.¹²¹

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (“ΕΑΚΑΑ”) (“*European Securities and Market Authority*”) είναι υπεύθυνη να εποπτεύει τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες εκάστου κράτους μέλους. Λειτουργεί ως ανεξάρτητη αρχή και μέσα στα καθήκοντα της είναι η υπεύθυνη λογοδοσία προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, την Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Ενημερώνει τα εν λόγω θεσμικά όργανα για τις δραστηριότητες της σχετικά με τις χρηματαγορές των κρατών μελών μέσω συνεδριάσεων της με τα όργανα αυτά, αλλά και μέσω μιας ετήσιας έκθεσης που συντάσσει η αρχή αυτή με αποδέκτες τα προαναφερθέντα θεσμικά όργανα. Εν συντομία οι αρμοδιότητες της Αρχής αυτής είναι η αξιολόγηση των κινδύνων για τους επενδυτές αλλά και για την αγορά γενικότερα, η δημιουργία ενός εγχειριδίου το οποίο να περιέχει συγκεκριμένους κανόνες σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τέλος, η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οντοτήτων.¹²² Η Ευρωπαϊκή Ένωση μέσω της δημιουργίας της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών προσπαθεί να θέσει στο “μικροσκόπιο” τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών της Εσωτερικής αγοράς έτσι ώστε η πιθανότητα για κατάχρηση της εσωτερικής αγοράς να απομακρύνεται όλο ένα και περισσότερο.

¹²⁰ Κανονισμός (ΕΕ) Αρ. 1059/2010, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=EN>>

¹²¹ Europa.eu, “The European Securities and Markets Authority (ESMA)”, <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en>

¹²² Europa.eu – ESMA, “Esma in Brief”, <<https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief>>

Επιπρόσθετα, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών αξιών και Αγορών (“ESMA”) αξιολογεί τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι επενδυτές και προωθεί την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και διαφάνεια. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της παροχής πληροφοριών στους επενδυτές μέσω δημόσιων μητρώων. Επίσης, παρέχει κανονισμούς στα κράτη μέλη για το πώς αναμένεται να λειτουργούν οι χρηματοπιστωτικές τους αγορές, ούτως ώστε να ψηφίζουν με τη σειρά τους τα κράτη ειδικά καθοριζόμενους νόμους, και τους παρέχει παράλληλα τεχνητά πρότυπα από τα οποία δύναται να εμπνεόνται.¹²³

Πιο ειδικά αναφορικά με την κατάχρηση της εσωτερικής αγοράς, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών εξουσιοδοτείται από το Κανονισμό 596/2014 να αναπτύσσει σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων και να τα εφαρμόζει. Το πρώτο δημοσιευμένο από την ΕΑΚΑΑ σχέδιο τεχνικών προτύπων χρονολογείται το έτος 2015 και περιλάμβανε τα εξής στοιχεία: τους όρους και τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης και υποβολής εκθέσεων για τα προγράμματα επαναγοράς, τις απαιτήσεις τήρησης αρχείων για τα άτομα που διενεργούν ανάλυση της αγοράς, την καθιέρωση και κατάργηση των αποδεκτών προτύπων της αγοράς, τα τεχνικά μέσα για την δημόσια αποκάλυψη εσωτερικών πληροφοριών.¹²⁴ Η συνεργασία της ΕΑΚΑΑ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της ορθής λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι εκείνη που θα δώσει την τελική έγκριση στο σχέδιο τεχνικών προτύπων που θα δημοσιεύσει η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών. (αιτ. σκέψη (84) του Κανονισμού 596/2014).¹²⁵

17. ΑΡΧΗ FSA/ ΜΕΤΟΝΟΜΑΣΙΑ ΣΕ FCA

Η ονομαζόμενη Αγγλική αρχή FSA (“Financial Services Authority”) είναι εξουσιοδοτημένη με τον εντοπισμό ύποπτων ενεργειών που μπορεί να συνιστούν “κατάχρηση αγοράς”. Γύρω στο 1998 ο Γερμανός Υπουργός Οικονομικών της Αγγλίας Alastair Darling, πρόσθεσε στις εξουσίες της FSA την δυνατότητα εντοπισμού και αντιμετώπισης των πράξεων που συνιστούν κατάχρηση της

¹²³ Europa.eu, “The European Securities and Markets Authority (ESMA)”, <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en>

¹²⁴ Europa.eu, ESMA, “Market Abuse and Accepted Market Practices”, <<https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>>

¹²⁵ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL>>, αιτ. σκέψη (84)

αγοράς. Ωστόσο, προτάθηκαν ορισμένες εξουσίες οι οποίες στοχεύουν συγκεκριμένα στην καταπολέμηση του φαινομένου αυτού. Οι εξουσίες αυτές είναι οι εξής: Η πρώτη εξουσία είναι η δίωξη υποθέσεων που σχετίζονται με εμπιστευτικές συναλλαγές, χειραγώγηση της αγοράς και ξέπλυμα χρήματος. Ακόμη, η επιβολή προστίμου είναι μια εξουσία καθώς και η καθιέρωση ενός “Κώδικα Συμπεριφοράς” ο οποίος οφείλεται να ακολουθείται από όλες τις Εταιρίες και Ιδιώτες στην Εσωτερική Αγορά.¹²⁶

Η αρχή αυτή εντοπίζει τυχόν ύποπτες συναλλαγές που γίνονται εντός της Εσωτερικής Αγοράς και εάν κρίνει σκόπιμο δύναται να προβεί σε δέουσες έρευνες των Εταιριών μετά την εξασφάλιση εντάλματος. Η αποστολή της εν λόγω αρχής ξεκινάει από τη στιγμή που υπάρχει μια υποψία ότι κάποια εταιρία ή ένα άτομο προβαίνει σε κάποια κατάχρηση. Στο επόμενο στάδιο, θα διοριστούν άτομα υπεύθυνα να διεξάγουν την έρευνα στις εν λόγω Εταιρίες διευθετώντας τα κατάλληλα ραντεβού με αυτές ούτως ώστε να τους εξηγήσουν οι ερευνητές τα έγγραφα και τις πληροφορίες που ενδεχομένως θα εξετάσουν στην Εταιρία αυτή. Ακόμη και άτομα εκτός της Εταιρίας τα οποία είναι πρόθυμα να βοηθήσουν σε αυτή την έρευνα μπορούν να το πράξουν. Η πρόσβαση σε έγγραφα της Εταιρίας κατά τη διάρκεια της έρευνας, θεωρείται αυτονόητη.¹²⁷

Η Αγγλική Αρχή FSA έχει μετονομαστεί σε “Financial Conduct Authority” (“FCA”).¹²⁸ Εξακολουθεί όμως να έχει την εξουσία να επιβάλει διοικητικές κυρώσεις σε πρόσωπα ή εταιρίες που έχουν διαπράξει το αδίκημα της κατάχρησης αγοράς. Οι ποινές αυτές επιβάλλονται σε άτομα που είτε έχουν ήδη προβεί σε χειραγώγηση της αγοράς είτε ακόμη και σε άτομα που ενθάρρυναν τρίτο άτομο να προβεί σε αυτή τη πράξη. Περιλαμβάνονται όλες οι συμπεριφορές των οποίων το αποτέλεσμα είναι το ίδιο, η κατάχρηση της Εσωτερικής αγοράς. Σε περίπτωση που το πρόστιμο δεν αποπληρωθεί ή εάν ο αδικοπραγών δεν αποδέχεται την ποινή που του επιβλήθηκε και για αυτό δεν προβαίνει στην αποπληρωμή του ποσού, ενεργοποιείται η

¹²⁶ CMSLaw-Now, “Fsa receives new power to combat market abuse”, (15.07.1998), < https://www.cms-lawnow.com/ealerts/1998/07/rsa-receives-new-power-to-combat-market-abuse?cc_lang=en >

¹²⁷ CMS Law.Tax, “FSA market abuse investigations and civil enforcement process for firms/ individuals”, < <file:///C:/Users/User/Downloads/Fsaenforcementprocess.pdf> >

¹²⁸ Equityreleasesupermarket.com, By Mark Gregory, “The FSA is now the Financial Conduct Authority (FCA)”, (22/2/21) , < <https://www.equityreleasesupermarket.com/news/details/the-fsa-is-now-the-financial-conduct-authority-fca> >

διαδικασία του ένδικου μέσου της προσφυγής σε αρμόδιο Δικαστήριο. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, η αρχή αυτή μπορεί να μην επιβάλει ποινές. Για να γίνει αυτό θα πρέπει να υπάρχουν εύλογοι λόγοι που να πείθουν την αρχή ότι το συγκεκριμένο άτομο δεν γνώριζε ότι η συμπεριφορά του συνιστούσε κατάχρηση αγοράς ή ότι όταν το αντιλήφθηκε, έλαβε όλα τα μέτρα για να αποφύγει τη συνέχισή της συμπεριφοράς αυτής.¹²⁹

Στόχος της αρχής αυτής είναι η προστασία τόσο του ιδίου του καταναλωτή αλλά και γενικότερα της όλης χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ωστόσο, συγκεκριμένα ασχολούνται και με την πρόληψη αλλά και καταπολέμηση του φαινομένου της κατάχρησης αγοράς μέσω διάφορων τρόπων. Υπάρχει στενή συνεργασία της αρχής αυτής με βιομηχανία των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, τις υπηρεσίες επιβολής των νόμων και άλλες τέτοιου είδους αρχές οι οποίες επιφορτίζονται με τον περιορισμό τέτοιων φαινομένων. Η Αρχή αυτή δύναται να κάνει την δική της εποπτεία ούτως ώστε να εντοπίζει συμπεριφορές που καταδεικνύουν χειραγώγηση αγοράς. Αναλαμβάνει τον έλεγχο τυχόν ύποπτων συναλλαγών καθώς και την επεξεργασία και ανάλυση των διάφορων δεδομένων σχετιζόμενα με τις συναλλαγές, βιβλία παραγγελιών κ.ά. Επίσης, της δίνεται η εξουσία επιβολής προστίμων ή άλλου είδους ποινών εάν υπάρξει παραβίαση των Κανονισμών του Ηνωμένου Βασιλείου.¹³⁰

Η FCA έχει πλέον αποδειχθεί πολύ αποτελεσματική και ένας αξιόπιστος οργανισμός. Μερικές από τις επιτυχείς δράσεις της είναι, μεταξύ άλλων, η κατηγορία που προσάφθηκε στον Anjam Ahmad, πρώην έμπορος αμοιβαίων κεφαλαίων, στις 28 Απριλίου 2010 για συνωμοσία προς κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών. Ακόμη, κατά το έτος 2010 η αρχή αυτή εντόπισε ακόμη μια παραβίαση από ένα Διευθυντή Οικονομικών καθώς και δύο δικηγόρους. Τα άτομα αυτά, καταχράστηκαν εμπιστευτικές πληροφορίες κατά τη διάρκεια μιας εξαγοράς μιας Εταιρίας.¹³¹

Ένα ενδεικτικό παράδειγμα ως προς την αποστολή της αρχής FSA είναι ότι έχει εντοπίσει μια σειρά από περιπτώσεις κατά τις οποίες ορισμένοι έμποροι παράγωγων προβήκαν σε συναλλαγές λίγο πριν τις Ανακοινώσεις της Υπηρεσίας Πληροφόρησης αναφορικά με τις επικείμενες ημερομηνίες πρώτων μερισμάτων των "FTSE" Εταιριών. Έπειτα από έρευνες η αρχή

¹²⁹ Arad Reisberg and Anna Donovan, "Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law", (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 564

¹³⁰ FCA, Financial Conduct Authority, "Market Abuse", (4/5/16), < <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse> >

¹³¹ Reuters, By Reuters staff, "Timeline- FSA clamps down on market abuse", (20/5/2010), <<https://www.reuters.com/article/uk-britain-fsa-factbox-idUKTRE64J4FR20100520>>

διαπίστωσε ότι το Τμήμα Επενδυτικών Υπηρεσιών των προαναφερόμενων εταιριών ενδέχεται να ενημέρωσε τους εμπόρους για την προτεινόμενη ημερομηνία πρώτου μερίσματος πριν να πραγματοποιηθεί η επίσημη Ανακοίνωση σχετικά με το θέμα αυτό. Η αρχή, συμφωνεί με το ότι η πληροφορία αυτή μπορεί να ισοδυναμεί με εμπιστευτική πληροφορία σε ορισμένες περιπτώσεις. Ωστόσο, μια γενική υποχρέωση που βαρύνει τους εκδότες είναι η ανάγκη να γνωρίζουν τις συνέπειες αποκάλυψης ορισμένων πληροφοριών στους επενδυτές προτού ανακοινωθούν επισήμως από την αρμόζουσα Υπηρεσία αναφορικά με τις προσεχείς ημερομηνίες πρώτων μερισμάτων. Οι εκδότες δύναται να παρέχουν μόνο όσες πληροφορίες επιτρέπονται βάσει νομοθεσίας στους επενδυτές σε τυχόν ερωτήσεις που τους υποβάλλονται από τους τελευταίους. Επομένως, πάντοτε η διατάξεις της νομοθεσίας για την κατάχρηση αγοράς πρέπει να λαμβάνονται αυστηρά υπόψη από τους εκδότες και γενικότερα από τις σχετικές Εταιρίες.¹³²

Μέσα στις εξουσίες της Αρχής συγκαταλέγεται και το δικαίωμα της για αίτημα προς το Δικαστήριο για έκδοση σχετικών διαταγμάτων. Δηλαδή, η αρχή δύναται να ζητήσει διάταγμα που να απαγορεύει συγκεκριμένη μελλοντική καταχρηστική συμπεριφορά, άσχετα εάν έχει ήδη συμβεί ή όχι, εάν υπάρχει “εύλογη υπόνοια” ότι μια τέτοια συμπεριφορά πιθανόν να εκδηλωθεί. Ακόμη, εάν στο πλαίσιο εξέτασης της εν λόγω αίτησης το Δικαστήριο καταλήξει πως ένα άτομο έχει εμπλακεί σε μια καταχρηστική πρακτική, θα μπορεί να διατάξει την δέσμευση όλων ή μέρος των περιουσιακών του στοιχείων για να διασφαλιστεί η υπακοή του ατόμου αυτού σε μια μελλοντική διαταγή του Δικαστηρίου.¹³³

Δεν θα μπορούσε να μην γίνει αναφορά στο πρόστιμο που επιβλήθηκε στην διάσημη εταιρία Πετρελαίου Shell. Η παραβατική συμπεριφορά της εταιρίας αυτής έγκειτο στις ψευδείς και παραπλανητικές δηλώσεις στις οποίες προέβη αναφορικά με τα αποθέματα υδρογονανθράκων και τους δείκτες αντικατάστασης των αποθεμάτων για τα έτη 1998-2003. Η FCA σε αυτή την περίπτωση είχε επιβάλει πρόστιμο ύψους 17 εκατομμυρίων λιρών. Συμπεραίνει κανείς πως, το αρκετά υψηλό ποσό του προστίμου που η Αρχή επιβάλλει σε κάθε τέτοια παρόμοια κατάσταση,

¹³² Herbert Smith Freehills, “FSA warning about disclosure of information and trading in advance of RIS announcements of ex-dividend dates”, (5/10/12) ,< <https://hsfnotes.com/fsrandcorpcrime/2012/10/05/fsa-warning-about-disclosure-of-information-and-trading-in-advance-of-ris-announcements-of-ex-dividend-dates/> >

¹³³ Paul L. Davies and Sarah Worthington, “Principles of modern Company Law”, (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016), p. 1063-1064

δεικνύει την σοβαρότητα της παραβίασης και την ανάγκη για αποτροπή τέτοιων συμπεριφορών.¹³⁴

Η πρώτη υπόθεση που ανέλαβε η αρχή αυτή ήταν η **R v. Rigby, Bailey and Rowley (2005) EWCA Crim. 3487** κατά το έτος 2005. Τα πραγματικά περιστατικά της απόφασης αυτής καταδεικνύουν την έννοια της χειραγώγησης της αγοράς με τον πλέον ξεκάθαρο τρόπο. Η πρακτική που χρησιμοποιήθηκε μπορεί να χαρακτηριστεί ότι επέφερε την “άμεση” χειραγώγηση της αγοράς. Οι δύο πρώτοι κατηγορούμενοι στην παρούσα υπόθεση ήταν Διευθυντές της Εταιρίας “AIT” και προέβησαν σε δήλωση προς το κοινό στην οποία αναφερόταν ο κύκλος εργασιών της Εταιρίας καθώς και τα κέρδη της. Ήθελαν να δηλώσουν ότι όλα βαίνανε ομαλώς και με βάση τις προσδοκίες τους, ότι δηλαδή η Εταιρία ήταν αρκετά κερδοφόρα. Για να γίνουν πιο πειστικοί προς το κοινό και την ευρύτερη αγορά έλαβαν υπόψη τους και κατέδειξαν στο κοινό συμβάσεις οι οποίες δεν υπήρχαν στην πραγματικότητα, με σκοπό φυσικά, την παραπλάνηση του ενδιαφερόμενου κοινού. Και οι δύο κατηγορούμενοι καταδικάστηκαν σε ποινή φυλάκισης με την νομική αιτιολογική βάση αυτή της “κατάχρησης της αγοράς”.¹³⁵

Τον Ιούνιο του 2011 ακόμη ένας Διευθύνων Σύμβουλος της Εταιρίας “Crown Corporation Limited” καταδικάστηκε για χειραγώγηση της αγοράς. Στην υπόθεση **Serious Fraud Office (SFO) v. Pearson**, ο κ. Pearson καταδικάστηκε σε τρεις κατηγορίες σχετικά με τις παραπλανητικές δηλώσεις στις οποίες προέβαινε ο ίδιος. Ισχυρίστηκε ψευδώς ότι η Εταιρία κατείχε ορισμένα περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας “Banco”, κάτι το οποίο δεν ευσταθούσε. Όπως επίσης, και ότι κάποια περιουσιακά στοιχεία μεταφέρθηκαν στην Εταιρία όπου εργαζόταν. Οι ισχυρισμοί του κ. Pearson έγιναν μέσω επίσημων ανακοινώσεων του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου οι οποίοι και έπειτα μεταφέρθηκαν προσωπικά στους επενδυτές. Στόχος των εν λόγω ανακοινώσεων ήταν να σκιαγραφήσουν το προφίλ της επιχείρησης ως μια εύπορη Εταιρία ώστε να καθίσταται αρκετά ελκυστική στους δυνητικούς επενδυτές, αυξάνοντας παράλληλα την τιμή

¹³⁴ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 564-565

¹³⁵ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 563

των χρηματοπιστωτικών μέσων της Εταιρίας. Εν τέλει, επιβλήθηκε και σε αυτή την περίπτωση ποινή φυλάκισης στον συγκεκριμένο Διευθύνων Σύμβουλο.¹³⁶

Επιπρόσθετα, ακόμη μια περίπτωση στην οποία η Αρχή αυτή επενέβη για να σταματήσει την κατάχρηση που λάμβανε χώρα ήταν πριν περίπου από ένα χρόνο και αφορούσε τον διαχειριστή ενός χαρτοφυλακίου ,κ. Corrado Abbattista. Μεταξύ 20 Ιανουαρίου και 15 Μαΐου 2017 ο κ. Abbattista προχωρούσε σε υποβολή μεγάλων παραγγελιών συμβολαίων που αφορούν τις μετοχές πέντε εισηγμένων εκδοτών, τις οποίες δεν σκόπευε εν τέλει να εκτελέσει. Η FCA διαπίστωσε ότι γινόταν προσπάθεια εκ μέρους του διαχειριστή, για παραπλανητικές παραγγελίες οι οποίες σκόπευαν στην παρουσία μια ψευδής πρόθεσης για αγορά ή πώληση των μετοχών αυτών. Κατά συνέπεια αυτή η παρουσίαση της ψευδούς πρόθεσης χειραγωγεί το κοινό ως προς την αληθινή ζήτηση των εν λόγω μετοχών.¹³⁷

Η Αρχή “FCA”, τον Αύγουστο του 2006 διέταξε την καταβολή του υψηλότερου ποσού ως προστίμου για κατάχρηση αγοράς από τον ανώτερο διαχειριστικό Έμπορο της Εταιρίας GLG κ. Jabre. ο έμπορος αυτός γνώριζε για την νέα έκδοση μετατρέψιμων μετοχών της Τράπεζας. Υπήρχε όμως, απαγόρευση από την Τράπεζα να μην χρησιμοποιηθεί η εν λόγω προνομιακή και εμπιστευτική πληροφορία με την μεταφορά της σε τρίτα άτομα έως ότου πραγματοποιηθεί επίσημη ανακοίνωση περί του θέματος. Ο κ. Jabre, παρόλαυτα αγνόησε τον περιορισμό αυτό και προχώρησε στην πώληση 16 εκατομμυρίων μετοχών της τράπεζας. Όταν ανακοινώθηκε η νέα έκδοση των μετοχών από την τράπεζα, ο κ. Jabre είχε πλέον αποκομίσει υψηλό κέρδος από την πώληση που έκανε πριν την ανακοίνωση αυτή. Ο κ. Jabre και η Τράπεζα “GLG” καταδικάστηκε σε πρόστιμο ύψους 750,000 λιρών δεδομένου ότι παραβίαση τις βασικές αρχές που θεσπίζει η αρχή “FCA”. Η υπόθεση αυτή κατέδειξε την αυστηρή τάση της αρχής όσο αφορά υποθέσεις που αφορούν ατομικώς ένα φυσικό πρόσωπο, σε αντίθεση με εκείνες που αφορούν την Εταιρία αποκλειστικά. Ακολούθησαν και άλλα υψηλά πρόστιμα από την Αρχή σε φυσικά πρόσωπα, φτάνοντας μέχρι και τα 8,3 εκατομμύρια που επιβλήθηκαν σε 15 φυσικά πρόσωπα. Μεταξύ αυτών των προστίμων, το υψηλότερο καταγράφηκε γύρω στα 2.8 εκατομμύρια ενάντια

¹³⁶ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 563

¹³⁷ Hannah Brown, Nick Chapman, Clare Coppel, Sarah Hitchins, Tom Marsh and Jodi Norman of Allen & Overy LLP: “The market abuse regulation - The first five years”, (PLC magazine, 2021), (Thomson Reuters), σ. 3

στον κ. Eagle. Γενικότερα, τέτοιου είδους κυρώσεις έχουν στόχο την αφαίρεση του κέρδους από τον αδικοπραγούντα με την πληρωμή του σχετικού προστίμου αλλά και να αποτρέψουν μελλοντικές παρόμοιες παραβάσεις από άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα.¹³⁸

18.ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΥΠΡΟΥ

Στην Κύπρο, η αρμόδια αρχή για να διασφαλίζει την εφαρμογή των διατάξεων του Νόμου 102(I)/2016 και κατ' επέκταση του Ευρωπαϊκού Κανονισμού 596/2014 είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Έχει εξουσία να συλλέγει πληροφορίες, να προβαίνει στις δέουσες έρευνες και να επιβάλλει πρόστιμα εκεί όπου απαιτείται. Δύναται να επιβάλει διοικητικά πρόστιμα αλλά και οποιοδήποτε άλλο αναγκαίο μέτρο για παύση της παραβίασης. (άρθρο 6 (4) και (3) του Ν. 102(I)/2016). Η Επιτροπή, δύναται να έχει πρόσβαση σε όλα τα έγγραφα που θεωρεί σχετιζόμενα καθώς και να ζητά πληροφορίες από πρόσωπα που έλαβαν μέρος στην εν λόγω εργασία. Επιπρόσθετα, δύναται να προβαίνει σε επιτόπιες έρευνες και να κατάσχει έγγραφα από διάφορες εγκαταστάσεις τα οποία σχετίζονται με την υπόθεση που διερευνά για κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών. Ακόμη, έχει την εξουσία να διατάζει την άμεση παύση της πρακτικής την οποία θεωρεί ότι αντιβαίνει με τις διατάξεις του Νόμου 102(I)/2016 και του Κανονισμού 596/2014. (άρθρο 6 Ν. 102(I)/2016). Ωστόσο, σύμφωνα με το άρθρο 10 του Ν.102(I)/2016 η Επιτροπή ορίζει τους τρόπους τους οποίους μπορούν να αναφέρονται οι παραβάσεις.¹³⁹

Ωστόσο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου σύμφωνα με τον Νόμο 102(I)/2016 και συγκεκριμένα το άρθρο 7 (2), μπορεί να διατάξει την άμεση παύση της καταχρηστικής συμπεριφοράς αλλά και να αποστερήσει τα έσοδα που έχουν αποκτηθεί μέσω αυτής από το "δικαιούχο" (άρθρο 7 (2) (α-β)). Πέρα από αυτά, τις δίνεται και η εξουσία να πάρει την άδεια λειτουργίας από κάποια επιχείρηση η οποία προβαίνει σε τέτοιες συμπεριφορές είτε προσωρινά είτε μόνιμα. (άρθρο 7 (2) (ε-ζ)). Συνεπώς, διαφαίνεται μια σημαντική προσπάθεια εκ μέρους της Κυπριακής Δημοκρατίας τόσο στο να προλάβει τέτοιου είδους συμπεριφορές και να

¹³⁸ Arad Reisberg and Anna Donovan, "Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law", (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 565

¹³⁹ Ο Περί της Κατάχρησης Αγοράς Νόμος του 2016 Ν.102(I)/2016, <
<https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=f6eaf521-0eba-466e-b1ea-89056326e1e3> >

τις αποτρέψει ή αποθαρρύνει αλλά και να τιμωρήσει τους παραβάτες αυτών με ένα τρόπο αρκετά παραδειγματικό.¹⁴⁰

19. ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Όπως και σε άλλους τομείς έτσι και στον τομέα της οικονομίας η τεχνολογία πια, αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της οικονομικής εξέλιξης. Η εισαγωγή της στον κόσμο της τεχνολογίας έχει επιφέρει πολλά και σημαντικά οφέλη καθώς παρατηρείται ολοένα και περισσότερο μείωση στο κόστος του Κεφαλαίου, επέκταση των Χρηματοπιστωτικών αγορών καθώς και μείωση στα κόστη συναλλαγής. Όλα αυτά όμως από μια άλλη σφαίρα οπτικής επέφεραν μαζί αρκετούς προβληματισμούς στο κόσμο των Συναλλαγών. Ιδιαίτερα λόγω της ευκολίας που δίνεται στα μέρη εξαιτίας αυτής της τεχνολογικής εξέλιξης, να προβούν σε συναλλαγές, ολοένα και αυξάνονται οι καταχρήσεις αγοράς. Το σημερινό νομοθετικό πλαίσιο το οποίο προστατεύει την Εσωτερική Αγορά από τυχόν καταχρήσεις της, σύμφωνα με τον συγγραφέα κ. Ryan, δεν είναι επαρκώς εξοπλισμένο με τις κατάλληλες διατάξεις αναφορικά με τη διαδικτυακή κατάχρηση αγοράς. Οι ρυθμιστικές αρχές βρίσκονται σε ένα συνεχή αγώνα αναπροσαρμογής του παρόντος Νομοθετικού καθεστώτος, σε μια προσπάθεια να κατοχυρωθεί όσο το περισσότερο δυνατό η ασφάλεια της Αγοράς, τόσο της Εσωτερικής Αγοράς γενικότερα αλλά και της διαδικτυακής ειδικότερα.¹⁴¹

Σε αντίθεση με την παραδοσιακή χειραγώγηση της αγοράς όπου εκεί πρωταγωνιστής είναι το ανθρώπινο μυαλό, η “νέα” χειραγώγηση της αγοράς επιτυγχάνεται με τεχνολογικά μέσα τα οποία πλέον είναι ευρέως διαδεδομένα ανά το παγκόσμιο. Η νέα αυτή χειραγώγηση γίνεται διαμέσω των ηλεκτρονικών επικοινωνιών, των τεχνολογικών συστημάτων πληροφοριών, των αλγορίθμων της νέας χρηματοπιστωτικής αγοράς υψηλής τεχνολογίας. Και σε αυτή τη περίπτωση, σκοπός είναι η διαστρέβλωση της πραγματικότητας των χαρακτηριστικών των χρηματοπιστωτικών μέσων και συναλλαγών, λόγου χάρη της τιμής αυτών κλπ. Διαφθείρεται ο τρόπος με τον οποίο επικοινωνούν οι άνθρωποι με αυτές τις νέες τεχνολογίες μηχανές καθώς

¹⁴⁰ Ο Περί της Κατάχρησης Αγοράς Νόμος του 2016 Ν.102(Ι)/2016, < <https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=f6eaf521-0eba-466e-b1ea-89056326e1e3> >

¹⁴¹ Deirdre Ryan, 'Dealing with the Market Abuse Regulation: A Case for Modernisation' (2019) 8 King's Inns Student L Rev 60, P:83-84

και την επικοινωνία των δύο τελευταίων με την χρηματοπιστωτική αγορά στο σύνολο της. Σε ορισμένες περιπτώσεις γίνεται χρήση της νέας χρηματοοικονομικής τεχνολογίας για την υλοποίηση παλαιότερων σχεδίων χειραγώγησης, ενώ σε άλλες γίνεται η χρήση της νέας τεχνολογίας για υλοποίηση καινούργιων καταχρηστικών πρακτικών. Ωστόσο, είναι συγκεκριμένες οι πρακτικές αυτές οι οποίες χρησιμοποιούνται στην “νέα καταχρηστική πραγματικότητα”.¹⁴²

Οι αναδυόμενοι τρόποι χειραγώγησης της αγοράς μέσω διαδικτύου χαρακτηρίζονται ως ιδιαίτερα προκλητικοί για τις Ρυθμιστικές Αρχές οι οποίες δεν έχουν τους κατάλληλους και επαρκείς πόρους. Είναι απίστευτα δύσκολο να εντοπιστούν τέτοιες συμπεριφορές λόγω της επιταχυνόμενης ταχύτητας και του κατακλυσμού των δεδομένων. Ο άνευ προηγουμένου γρήγορος ρυθμός με τον οποίο κινούνται οι σημερινές ηλεκτρονικές συναλλαγές, καθιστά πολύ δύσκολο το έργο των Ρυθμιστικών Αρχών να εντοπίσουν τα συνεχιζόμενα εξελισσόμενα προγράμματα χειραγώγησης της Αγοράς.¹⁴³

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ολοένα και περισσότερο η αποθήκευση των πληροφοριών πλέον να γίνεται ψηφιακά. Οι πληροφορίες αυτές μπορεί να είναι διαφόρων ειδών, για παράδειγμα τα δεδομένα των κοινωνικών μέσων, δεδομένα χαρτογράφησης, δεδομένα καταναλωτών κ.ά. Δηλαδή, οι οικονομικού χαρακτήρα πληροφορίες δεν είναι οι μόνες πληροφορίες που αποθηκεύονται διαδικτυακά. Καθώς ο αυξανόμενος αριθμός των πληροφοριών αυτών στο ψηφιακό κόσμο γίνεται αντιληπτός, αυτό σημαίνει πως περισσότερα πλέον ψηφιακά δεδομένα είναι διαθέσιμα για τα αλγοριθμικά προγράμματα τα οποία έχουν καταστεί “κινητήριες μηχανές” της Αγοράς.¹⁴⁴

Ωστόσο, παρά τις προσπάθειες των Ρυθμιστικών Αρχών για να εξελιχθούν οι τεχνολογικές τους δυνατότητες, εξακολουθούν να μην έχουν ακόμη τα μέσα για να συμβαδίσουν με τη νέα πραγματικότητα. Ο ρυθμός με τον οποίο κινούνται οι επενδύσεις στις ιδιωτικές Εταιρίες, ολοένα και επιταχύνεται. Έχει διαφανεί πως η μέση περίοδος επένδυσης στις Ηνωμένες Πολιτείες έχει

¹⁴² EMORY LAW JOURNAL: Tom C.W. Lin, “ THE NEW MARKET MANIPULATION”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1287-1288

¹⁴³ EMORY LAW JOURNAL: Tom C.W. Lin, “ THE NEW MARKET MANIPULATION”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1296-1297

¹⁴⁴ EMORY LAW JOURNAL: Tom C.W. Lin, “ THE NEW MARKET MANIPULATION”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1298

μειωθεί δραματικά τα τελευταία χρόνια από χρόνια σε μήνες και από μήνες σε μερικά μόλις δευτερόλεπτα. Η εκπληκτική ταχύτητα με την οποία εξελίσσεται η Αγορά, φαίνεται πως οι Ρυθμιστικές αρχές δεν μπορούν να την διαχειριστούν επί του παρόντος. Δεν έχουν την δυνατότητα να παρακολουθούν ουσιαστικά σε πραγματικό χρόνο κάθε συναλλαγή για τον εντοπισμό των ύποπτων συναλλαγών. Προς το παρόν περιορίζονται στην εκ των υστέρων ανάλυση των δεδομένων και στην διεξαγωγή ερευνών έτσι ώστε να συμπεράνουν το βαθμό της χειραγώγησης που υφίσταται η Αγορά.¹⁴⁵ Η δυνατότητα πρόληψης αυτών των συμπεριφορών όπως φαίνεται, βρίσκεται ακόμη σε αρκετά πρώιμο στάδιο για τις Ρυθμιστικές Αρχές.

20. ΝΕΕΣ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ)

Μερικές πρακτικές που προωθούνται λόγω της νέας τεχνολογικής εμπλοκής στην κατάχρηση της αγοράς είναι το “ringing”, “electroning front running”, και η “μαζική παραπληροφόρηση”.¹⁴⁶

Αρχίζοντας από τη πρακτική “ringing”, αυτή η στρατηγική ουσιαστικά περιγράφει το φαινόμενο των πολλών μικρών παραγγελιών που υποβάλλονται ταυτόχρονα για ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο και ακυρώνονται πριν από την εκτέλεση τους από ειδικές μηχανογραφημένες πλατφόρμες. Στόχος είναι η παραπληροφόρηση αρκετών επενδυτών οι οποίοι θα παραπλανηθούν από αυτό το γεγονός και θα υποβάλουν τις παραγγελίες τους. Η εξέλιξη της τεχνολογίας στην Εσωτερική Αγορά διατηρεί την στρατηγική αυτή σε σημαντικό βαθμό, προωθώντας έτσι την ύπαρξη των πρακτικών που διεκπεραιώνονται μέσω μηχανογραφημένων μέσων. “Electroning front running” σημαίνει την εκτέλεση συναλλαγών σε μια συγκεκριμένη τιμή, γνωρίζοντας οι εκδότες πως λίαν συντόμως στο μέλλον η τιμή αυτή θα αλλάξει. Έτσι, εκμεταλλεύονται τη δυνατότητα που τους δίνει το ηλεκτρονικό εμπόριο καθώς και οι νέοι μηχανισμοί υψηλής τεχνολογίας για να ανακαλύψουν τις μελλοντικές αλλαγές στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων και έτσι να αντλήσουν όφελος από τις σημερινές τους

¹⁴⁵ EMORY LAW JOURNAL: Tom C.W. Lin, “ THE NEW MARKET MANIPULATION”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1297

¹⁴⁶ EMORY LAW JOURNAL, Tom C.W. Lin, “ THE NEW MARKET MANIPULATION”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1288

συναλλαγές. Ο ορισμός της πρακτικής αυτής, είναι η γνώση που έχουν ορισμένοι επενδυτές για την επικείμενη αλλαγή των χρηματοπιστωτικών μέσων στα επόμενα λεπτά ή και δευτερόλεπτα. Η αλλαγή στη τιμή δηλαδή, μπορεί να γίνει σε κλάσματα δευτερολέπτου, όμως λόγω της υψηλής τεχνολογίας στα μηχανήματα που χρησιμοποιείται, ακόμη και μερικά δευτερόλεπτα μπορεί να τύχουν εκμετάλλευσης από τα συγκεκριμένα μέρη και να αποφέρουν όφελος εις βάρος των υπολοίπων ενδιαφερόμενων επενδυτών οι οποίοι δεν μπορούσαν να γνωρίζουν για αυτή την αλλαγή νωρίτερα. Ωστόσο, οι ρυθμιστικές αρχές προσπάθησαν να εξαλείψουν την εν λόγω πρακτική, προτάσσοντας ένα Κανονισμό ο οποίος όμως δεν υιοθετήθηκε ποτέ. Παρ'όλαυτα μερικές ιδιωτικές συναλλαγές έχουν με δική τους πρωτοβουλία απαγορεύσει την χρήση της πρακτικής αυτής.¹⁴⁷

Η πρακτική της παραπληροφόρησης δεν είναι άλλη από εκείνη που χειρίζεται δολίως την αγορά μέσω ψευδών πληροφοριών, πλαστών κανονιστικών καταθέσεων, καθώς και με εικονικές αναφορές ειδήσεων. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της πλήρους αξιοποίησης των νέων εξελιγμένων τεχνολογικά μηχανισμών και σκοπός είναι η διατάραξη της χρηματοπιστωτικής πραγματικότητας. Με δεδομένο ότι η νέα χρηματοπιστωτική πραγματικότητα εξαρτάται πολύ από τη τεχνολογία και τα μέσα που αυτή χρησιμοποιεί, μια απλή παραπληροφόρηση μπορεί να έχει τεράστιο αντίκτυπο στην αγορά βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα να επηρεάσει σημαντικά την εμπιστοσύνη του κοινού στη συγκεκριμένη αγορά. Εξού και η Αμερικάνικη Κοινότητα Πληροφοριών ("US Intelligence Community") έχει χαρακτηρίσει την εν λόγω πρακτική ως μια πολύ σοβαρής μορφής Παγκόσμια Απειλή για την Αγορά. Έχει διαπιστωθεί με βάση τα σημερινά δεδομένα, πως με τη πάροδο των χρόνων και την συνεχόμενη εξέλιξη της τεχνολογίας η πρακτική αυτή θα συνεχίζει να χρησιμοποιείται από τους χειραγωγούς της Αγοράς και θα παραμορφώνει την ομαλή λειτουργία της.¹⁴⁸

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίπτωση κατά την οποία είτε μια εταιρία καταχράται την δεσποζουσα θέση που κατέχει στην αγορά επί της προσφοράς ή ζήτησης χρηματοπιστωτικών μέσων, είτε ακόμη προσπαθεί να διασφαλίσει την κατοχή της θέσης αυτής με αθέμιτα μέσα.

¹⁴⁷ EMORY LAW JOURNAL, Tom C.W. Lin, " THE NEW MARKET MANIPULATION", < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1288-1291,

¹⁴⁸ EMORY LAW JOURNAL, Tom C.W. Lin, " THE NEW MARKET MANIPULATION", < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > p. 1294

Σύμφωνα με τον συγγραφέα κ. Veil το παράδειγμα αυτό δεν αποτελεί την παραδοσιακή περίπτωση κατάχρησης της αγοράς όπου παράνομα καθίσταται μια εμπιστευτική πληροφορία προσβάσιμη στο κοινό. Ωστόσο, και η συγκεκριμένη πρακτική είναι ικανή να επιφέρει την χειραγώγηση του κοινού. Πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για Εταιρίες που επιθυμούν να αποκτήσουν ή να διατηρήσουν κυρίαρχη θέση στην αγορά μέσω διάφορων πρακτικών, γεγονός που απαγορεύεται να συμβαίνει εφόσον είναι δυνατό να επηρεάσουν την εμπιστοσύνη του κοινού στην ευρύτερη εσωτερική αγορά. Μια πρακτική είναι λ.χ. ο επηρεασμός άμεσα ή έμμεσα των τιμών αγοράς ή πώλησης. Ο τρόπος με τον οποίο επιτυγχάνεται αυτό είναι μέσω της πραγματοποίησης πολλών μικρών μη ανακαλυφθεισών συναλλαγών που έχουν ως συνέπεια, οι μετοχές της αντίστοιχης εταιρίας να αποκτούν μεγάλη ζήτηση στην αγορά.¹⁴⁹

Προσφάτως κατά το έτος 2017, μια μαζική παγκόσμια επίθεση μέσω του διαδικτύου επηρέασε χιλιάδες επιχειρήσεις και οργανισμούς σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών Αγορών της Κίνας. Σύμφωνα με τον συγγραφέα Tom Lin δεν αρκεί μόνο η Ρυθμιστικές αρχές να λάβουν δράση ενάντια στο φαινόμενο αυτό αλλά απαιτείται όπως συνεργαστούν συντονισμένα με τις Αρχές και οι ιδιωτικές επιχειρήσεις για να ενισχυθεί η ασφάλεια στον κυβερνοχώρο. Δυστυχώς όμως, οι ιδιωτικές εταιρίες επικεντρώνονται στην αποκόμιση κερδών και αντίστοιχα στην μείωση των δαπανών τους και έτσι δεν διαθέτουν τα κατάλληλα κίνητρα για επενδύσουν στην αναβάθμιση της ασφάλειας του διαδικτύου από φαινόμενα κατάχρησης της αγοράς.¹⁵⁰

21. ΠΟΙΝΙΚΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2014/57 ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ 596/2014

Η οδηγία αυτή θεσπίστηκε για να προσφέρει τη δυνατότητα στα κράτη μέλη να επιβάλουν αυστηρότερες ποινές για συγκεκριμένα αδικήματα που σχετίζονται με την παράνομη αποκάλυψη προνομιακών πληροφοριών, και με οποιεσδήποτε συμπεριφορές συνιστούν κατάχρηση της Αγοράς.¹⁵¹ Με αυτό τον τρόπο, συμβάλλει και το εν λόγω νομοθετικό κείμενο

¹⁴⁹ Rudiger Veil, "EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW" (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 242

¹⁵⁰ SSRN, Tom C.W. Lin, "The New Market Manipulation", < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >, p. 1307-1308

¹⁵¹ European Commission, " REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on the implementation of Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on

στη διασφάλιση της ακεραιότητας της Εσωτερικής Αγοράς και της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Η οδηγία 2014/57 απαριθμεί συγκεκριμένες περιπτώσεις κατά τις οποίες θα υπάρχει Ποινικό Αδίκημα εάν οι συμμετέχοντες στην αγορά προβούν στις συγκεκριμένες ενέργειες. Για παράδειγμα, το άρθρο 6 της Οδηγίας κάνει αναφορά στην υποκίνηση, υποβοήθηση αδικημάτων κατάχρησης της αγοράς ως συμπεριφορές που πρέπει να τιμωρούνται και να θεωρούνται ως σοβαρής μορφής ποινικά αδικήματα. Ακόμη, στο κείμενο της εν λόγω Οδηγίας θεμελιώνονται οι μέγιστες ποινές που προβλέπονται για τέτοιας φύσης αδικήματα. Στη περίπτωση των φυσικών προσώπων που προβαίνουν σε καταχρηστικές συμπεριφορές προς την αγορά, ως μέγιστη ποινή είναι εκείνη των τεσσάρων χρόνων φυλάκισης. (άρθρο 7 Οδηγίας 2014/57)¹⁵²

Στη περίπτωση των Νομικών προσώπων, σύμφωνα με το άρθρο 9 της Οδηγίας Αρ. 2014/57 οι ποινές σε περίπτωση διάπραξης των εν λόγω Ποινικών αδικημάτων της κατάχρησης της αγοράς, ποικίλουν. Λόγου χάρη, ίσως απαγορευθεί από μια Εταιρία η συνέχιση άσκησης της εμπορικής της δραστηριότητας προσωρινά ή οριστικά. Ή μια άλλη πιθανή συνέπεια μπορεί να είναι ο αποκλεισμός από παροχές ή ενισχύσεις του Δημοσίου. (άρθρο 9 (α)).

Ωστόσο, οι συμπεριφορές που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς δύναται να τιμωρούνται και με διοικητικής φύσης κυρώσεις. Σύμφωνα με το άρθρο 30 του Κανονισμού Αρ. 596/2014 τα κράτη μέλη έχουν την εξουσία να επιβάλουν στους παραβάτες διοικητικές κυρώσεις καθώς και διοικητικά μέτρα. Για παράδειγμα, σύμφωνα με το άρθρο 30(2) οι αρμόδιες αρχές εξουσιοδοτούνται όπως απαιτήσουν από το πρόσωπο που είναι υπεύθυνο για την παράβαση να διακόψει την συμπεριφορά του αυτή και να μην την επαναλάβει. Ακόμη τα κέρδη που έχει αποκομίσει μέσω της εν λόγω παράβασης επιτρέπεται όπως του αποστερηθούν κ.ά.¹⁵³

22. ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ ΠΟΥ ΠΡΟΚΑΛΕΙΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)", (Brussels, 13.3.2020 COM(2020) 99 final), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0099&rid=2> > , p.1

¹⁵² European Commission, " REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on the implementation of Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)", (Brussels, 13.3.2020 COM(2020) 99 final), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0099&rid=2> > , p.2

¹⁵³ Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) , < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> > ,

Το ζήτημα της αντιμετώπισης των διάφορων προβλημάτων που δημιουργεί στην Εσωτερική Αγορά οι νέες τεχνολογίες έρχεται σε συνεχή αντιπαράθεση με το ζήτημα των πόρων. Ειδικότερα, οι ρυθμιστικές αρχές στερούνται των πόρων που απαιτούνται για την καταπολέμηση του φαινομένου που στρεβλώνουν την λειτουργία της αγοράς. Εν αντιθέσει με τις ιδιωτικές επιχειρήσεις οι οποίες όχι μόνο δεν στερούνται οικονομικών πόρων αλλά εκμεταλλεύονται τους πόρους τους για την συνεχόμενη βελτιστοποίηση των συστημάτων τους μέσω νέας τεχνολογίας. Επομένως, παρατηρείται μια τεχνολογική ανισότητα μεταξύ των δύο, ενώ παράλληλα οι ρυθμιστικές αρχές δεν εκσυγχρονίζονται στις πολιτικές που ακολουθούν καθώς συνεχίζουν να χρησιμοποιούν πολιτικές οι οποίες πλέον δεν δύναται να αποφέρουν σημαντικά αποτελέσματα με βάση τα σημερινά τεχνολογικά δεδομένα.¹⁵⁴ Αδιαμφισβήτητα, οι ρυθμιστικές αρχές έρχονται αντιμέτωπες με τη κρίσιμη πρόκληση της τεχνολογικής ανισότητας όπως επίσης και με αυτή της έλλειψης πόρων. Η επιθυμία τους για καταπολέμηση των νέων πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς διαφαίνεται πως απαιτείται όπως ακολουθήσει ορισμένα πρότυπα, ικανά να αντιμετωπίσουν τέτοιες πρακτικές.¹⁵⁵

Παρόλη την προαναφερόμενη ανισότητα που υπάρχει μεταξύ ρυθμιστικών αρχών και ιδιωτικών επιχειρήσεων, υπάρχουν ωστόσο προκαταρκτικά μέτρα που μπορούν να ληφθούν για αντιμετώπιση των επικείμενων επιπτώσεων που έρχονται αντιμέτωποι οι επενδυτές και οι ρυθμιστικές αρχές. Καταρχάς, οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πρέπει να ενδυναμωθούν σαν “φύλακες” ενάντια στην κατάχρηση της Αγοράς εφόσον οι καταχρήσεις της αγοράς συμβαίνουν σε ενδιάμεσα επίπεδα και όχι σε επίπεδο ευρύτερης Αγοράς. Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί χρησιμεύουν ως βασικοί χώροι χειραγώγησης της αγοράς. Βασική ιδανικά ιδέα είναι, η συνεργασία των ιδιωτικών επιχειρήσεων με τις ρυθμιστικές αρχές ούτως ώστε να καταφέρουν να καταπολεμήσουν το φαινόμενο αυτό. Βέβαια, αυτό δεν είναι κάτι εύκολο να συμβεί στη πράξη δεδομένου ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι ιδιωτικές και είναι οι ίδιες

¹⁵⁴ SSRN, Tom C.W. Lin, “The New Market Manipulation”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >, p. 1295

¹⁵⁵ SSRN, Tom C.W. Lin, “The New Market Manipulation”, < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >, p. 1296

οι οποίες εκμεταλλεύονται τα κενά του συστήματος και προβαίνουν σε κατάχρηση αγοράς.¹⁵⁶ Η αποκόμιση κέρδους που αποφέρει η χειραγώγηση αγοράς θα είναι πιο σημαντικό να διατηρηθεί παρά να βρεθεί μια λειτουργική συνεργασία μεταξύ των δύο επιχειρήσεων και των ρυθμιστικών αρχών. Επομένως, ίσως αυτό που χρειάζεται είναι η δημιουργία κινήτρων προς τις επιχειρήσεις έτσι ώστε να προτιμήσουν την “άλλη οδό”, αυτή της συνεργασίας.

23.ΠΩΣ Η ΤΕΧΝΗΤΗ ΝΟΗΜΟΣΥΝΗ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΕΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΑ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ

Σύμφωνα με τον κ. Tim Estes ιδρυτή της ιδιωτικής Εταιρίας η οποία ασχολείται με την χρήση της τεχνητής νοημοσύνης για την ανάλυση των ανθρωπίνων δεδομένων, η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να βοηθήσει ουσιαστικώς στην δραματική μείωση του φαινομένου της χειραγώγησης της αγοράς. Ο κ. Estes προχώρησε σε επεξήγηση της έννοιας αυτής λέγοντας πως η τεχνητή νοημοσύνη και συγκεκριμένα το λογισμικό “Digital Reasoning” ειδικεύεται στο “ξεκλείδωμα” των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται στις εσωτερικές επικοινωνίες. Αντί να γίνεται αναζήτηση συγκεκριμένων λέξεων και όρων, το εν λόγω λογισμικό αναζητά οικεία μοτίβα ή ενδεικτικές ανωμαλίες και εξάγει με αυτό τον τρόπο συμπεράσματα. Με αυτό το λογισμικό, γίνονται προσπάθειες εντοπισμού παρόμοιων προγενέστερων συνομιλιών, έτσι ώστε τα κομμάτια επικοινωνίας που θα θέλει να ελέγξει, να μπορεί να τα συγκρίνει με τις προγενέστερες συνομιλίες και να καταλάβει αν χρησιμοποιούνται παρόμοια μοτίβα ακόμη και αν οι λέξεις ή οι όροι τους διαφέρουν.¹⁵⁷

Ακόμη, το εν λόγω λογισμικό έχει τη δυνατότητα να εντοπίζει τις ύπουλες προθέσεις των συμμετεχόντων στην Αγορά και να προλαμβάνει με αυτό τον τρόπο, τυχόν απάτες στην εσωτερική αγορά. Διότι, σύμφωνα με τον κ. Estes το σύστημα Digital Reasoning έχει σχεδιαστεί ώστε να είναι αρκετά ευαίσθητο και έτσι να μπορεί να διακρίνει ακόμη και τις “πολύ αδιάκριτες προθέσεις” των μερών μέσα σε μια επικοινωνία. Διότι, για να εκδηλωθεί μια ολοκληρωμένη συμπεριφορά που να χαρακτηρίζεται ως κατάχρηση αγοράς θα πρέπει πρώτα να εκφραστεί η

¹⁵⁶ Harvard Law School Forum on Corporate Governance: Tom C.W. Lin, “The New Market Manipulation” (Temple University) , (3/8/2017), < <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/03/the-new-market-manipulation/> >

¹⁵⁷ Fia Market Voice, Richard Hill, “ How artificial intelligence can stop market manipulation”, (11/6/2018), <<https://www.fia.org/marketvoice/articles/how-artificial-intelligence-can-stop-market-manipulation> >

πρόθεση από τα μέρη. Επομένως, η πρόθεση θα έλεγε κανείς είναι κάτι το οποίο εάν εντοπιστεί έγκαιρα μπορεί να προληφθεί μια συμπεριφορά ικανή να προκαλέσει την χειραγώγηση της Αγοράς.¹⁵⁸

Αξίζει να σημειωθεί βέβαια πως, πολλές τράπεζες έχουν μεγάλες ομάδες αναλυτών οι οποίοι σαρώνουν τις εσωτερικές επικοινωνίες των Τραπεζών. Η πρακτική αυτή όμως, διαφέρει από την τεχνητή νοημοσύνη δεδομένου ότι η τεχνητή νοημοσύνη είναι πολύ πιο επεκτάσιμη. Η εφαρμογή λοιπόν της τεχνητής νοημοσύνης θα βοηθούσε τους τραπεζικούς οργανισμούς εφόσον καθημερινά λαμβάνουν χώρα χιλιάδες ηλεκτρονικές επικοινωνίες μέσω emails αλλά και άλλων ειδών επικοινωνιών. Επίσης, τα συστήματα τεχνητής νοημοσύνης έχουν απείρως επεκτάσιμη μνήμη σε σχέση με τον άνθρωπο. Δηλαδή, ό,τι αποθηκεύεται από αυτά δεν διαγράφεται ποτέ και είναι διαθέσιμο ανά πάσα ώρα και στιγμή. Έχοντας συμμαζεμένες όλες αυτές τις πληροφορίες, το σύστημα αυτό θα μπορεί να εντοπίζει τυχόν νέες καταχρηστικές συμπεριφορές και να ενημερώνει τους υπευθύνους. Διότι θα μπορεί να αναγνωρίζει τις καταχρηστικές συμπεριφορές που γίνονται, εφόσον εκείνες που έγιναν στο παρελθόν τις έχει αποθηκεύσει και επεξεργαστεί σαν λογισμικό.¹⁵⁹

Σταδιακά, η τεχνητή νοημοσύνη εφαρμόζεται για την εποπτεία του εμπορίου με στόχο την πρόληψη των καταχρηστικών συμπεριφορών. Στην ουσία είναι συστήματα ικανά να εντοπίζουν τον σκοπό πίσω από τις ηλεκτρονικές επικοινωνίες καθώς και το νόημα των λέξεων καθώς και των φράσεων που χρησιμοποιούνται συνήθως σε μια ενδεχόμενη κατάχρηση που πρόκειται να συμβεί στην Αγορά.¹⁶⁰ Τις τελευταίες δύο δεκαετίες η τεχνολογία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει εισαχθεί στην εσωτερική αγορά με αποτέλεσμα να επέλθει μια μετασχηματιστική αλλαγή στη φύση και τις λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Το ανθρώπινο μυαλό καθώς και η όλη η προσπάθεια που καταβάλλεται από τους ανθρώπους, έχει πλέον αντικατασταθεί σε σημαντικό βαθμό από τον ηλεκτρονικό αυτοματισμό και την τεχνητή νοημοσύνη, δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο μια βιομηχανία όπου οι μηχανές κατέχουν τον

¹⁵⁸ Fia Market Voice, Richard Hill, " How artificial intelligence can stop market manipulation", (11/6/2018), <<https://www.fia.org/marketvoice/articles/how-artificial-intelligence-can-stop-market-manipulation> >

¹⁵⁹ Fia Market Voice, Richard Hill, " How artificial intelligence can stop market manipulation", (11/6/2018), <<https://www.fia.org/marketvoice/articles/how-artificial-intelligence-can-stop-market-manipulation> >

¹⁶⁰ The Realization Group, "The future of trade surveillance – Separating the spoof from the truth", <<https://www.therealizationgroup.com/portfolio/the-future-of-trade-surveillance/> >

ίδιο ουσιώδη ρόλο –ή και σημαντικότερο- στην αγορά όπως ο ανθρώπινος. Το μέλλον, επιφυλάσσεται από συνεχόμενες τεχνολογικές εναλλαγές τις οποίες μόνο ένα καλά “θωρακισμένο” νομοθετικό πλαίσιο θα είναι ικανό να αντιμετωπίσει όπου και εάν χρειάζεται.¹⁶¹

24.ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΕΠΙΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2010 δημοσίευσε μια συμβουλευτική έκθεση απευθυνόμενη προς τα κράτη μέλη προκειμένου να τα παροτρύνει να ακολουθεί συγκεκριμένες πρακτικές για να συμβάλουν στην μείωση του φαινομένου της κατάχρησης της αγοράς όσο το δυνατό είναι εφικτό.

Αρχικά, επισημαίνει την ανάγκη για ελεγχόμενη αποκάλυψη των εμπιστευτικών πληροφοριών. Προτείνει λοιπόν, όταν θα υπάρξει ανάγκη για καθυστέρηση δημοσιοποίησης των πληροφοριών να υποχρεούνται οι εκδότες να ενημερώνουν σχετικά την Ρυθμιστική Αρχή του κράτους τους. Σε αντίθεση με το ισχύον καθεστώς το οποίο επιτρέπει την καθυστέρηση ανακοίνωσης πληροφοριών νοουμένου ότι υπάρχει νόμιμο συμφέρον και ότι οι εσωτερικές πληροφορίες θα παραμείνουν εμπιστευτικές. Η Επιτροπή ωστόσο έρχεται να προτείνει την διεύρυνση της εφαρμογής της εν λόγω διάταξης με την προσθήκη αυτής της μορφής “υποχρεωτικότητας” προς τους εκδότες. Επομένως, τα κράτη μέλη εάν το επιθυμούν δύναται να υποχρεώνουν τους εκδότες να ενημερώνουν τις αρμόδιες αρχές για την καθυστέρηση δημοσιοποίησης των πληροφοριών. Μερικά κράτη το εφαρμόζουν, άλλα ακόμη –μεταξύ αυτών και η Αγγλία-.¹⁶²

Ένα δεύτερο μέτρο που προτάθηκε στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι η περαιτέρω διερεύνηση της έκτακτης ανάγκης για χρηματοδότηση μιας Εταιρίας από το κράτος. Σε μια τέτοια περίπτωση τα κράτη μέλη δύναται να εξουσιοδοτούν τις Ρυθμιστικές τους αρχές όπως απαιτούν την αποκάλυψη των εσωτερικών πληροφοριών που σχετίζονται με την υπόθεση αυτή, δηλαδή της έκτακτης ανάγκης για χρηματοδότηση. Η περίπτωση κατά την οποία μια ρυθμιστική αρχή θα επιτρέψει την μη αποκάλυψη των πληροφοριών θα είναι μόνο όταν πειστεί από την

¹⁶¹ Tom C. Lin, “The New Market Manipulation”, 66 Emory L. J. 1253 (2017), p. 1271

¹⁶² Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 570

εταιρία ότι μια τέτοια αποκάλυψη δύναται να βλάψει σοβαρά το δημόσιο συμφέρον και για αυτό η εμπιστευτικότητα τους επιβάλλεται όπως συνεχίσει να υφίσταται.¹⁶³

Στόχος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μέσα από αυτή την Έκθεση “παρότρυνσης” προς τα κράτη μέλη ήταν η ενίσχυση της προστασίας της Εσωτερικής Αγοράς. Με την επέκταση της εφαρμογής του νομοθετικού πλαισίου της Οδηγίας για την Κατάχρηση της αγοράς (Οδηγία 2003/06/ΕΚ) ήθελε να δημιουργήσει ένα ισχυρότερο ρυθμιστικό πεδίο για την κατάχρηση της αγοράς που να εφαρμόζεται παράλληλα με τον νέο Κανονισμό 596/2014.¹⁶⁴

Τέλος, η Επιτροπή προτείνει την εκτενέστερη διερεύνηση των υποθέσεων χειραγώγησης αγοράς με το δικαίωμα των Ρυθμιστικών αρχών να έχουν πρόσβαση στις τηλεφωνικές και ηλεκτρονικές συνομιλίες των αδικοπραγούντων. Επίσης, η λήψη δικαστικής άδειας για την κατάσχεση σχετικών εγγράφων με την υπόθεση, κρίνεται ως η εισήγηση της επιτροπής, σημαντική δυνατότητα για τις Ρυθμιστικές αρχές.¹⁶⁵

25.ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Συμπερασματικά, η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην Αγορά τα τελευταία χρόνια αδιαμφισβήτητα έχει επηρεαστεί δραματικά. Το γεγονός αυτό όμως δεν είναι και τόσο πρωτοφανές. Η χειραγώγηση της αγοράς είναι ένα φαινόμενο που χρονολογεί την έναρξη του αρκετά δεκάδες χρόνια πριν, όταν είχε δημιουργηθεί η πρώτη αγορά κινητών αξιών. Ωστόσο, η έλλειψη εμπιστοσύνης που δημιουργεί στους επενδυτές η κατάχρηση της Αγοράς είναι μια απειλή την οποία χρειάζεται να αντιμετωπιστεί όσο το συντομότερο και με όσο το δυνατό τεχνολογικά εξελιγμένα μέσα κατέχουν οι Αρμόδιες Ρυθμιστικές Αρχές. Σύμφωνα με μελέτες, η πιο διαδεδομένη πρακτική χειραγώγησης της αγοράς έχει καταστεί η ανεπαρκής πληροφόρηση

¹⁶³ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 571

¹⁶⁴ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 571

¹⁶⁵ Arad Reisberg and Anna Donovan, “Pettet, Lowry & Reisberg’s Company Law”, (Fifth Edition), (Pearson, 2018), p. 571

σχετικά με τις τιμές των μετοχών καθώς και η γενικότερη παραπληροφόρηση των επενδυτών. Συνεπεία αυτών, παρατηρείται μια απροθυμία για επένδυση.¹⁶⁶

Η κατάχρηση της αγοράς δεν υπολογίζει κρατικά σύνορα. Για αυτό το λόγο ο εμπλουτισμός του νομοθετικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης χρήζει συνεχούς επικαιροποίησης λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα της κάθε εποχής. Οι ενιαίοι ισχύοντες κανόνες στα κράτη μέλη είναι από τα πιο εύλογα μέτρα προς αντιμετώπιση της κατάστασης αυτής.¹⁶⁷ Όσο πιο ισχυρό γίνει το νομοθετικό πλαίσιο, τόσο πιο αντιμετωπίσιμη θα είναι η κατάσταση σε μια ταχέως εξελισσόμενη χρηματοπιστωτική Αγορά. Η εμφάνιση των νέων μεθόδων χειραγώγησης της αγοράς που αξιοποιούν τις νέες τεχνολογίες απειλεί άμεσα την ακεραιότητα και την αξιοπιστία των χρηματοπιστωτικών Αγορών. Θετικό γεγονός αποτελεί η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και η προσπάθειά της να ανευρεθούν ουσιαστικοί τρόποι αντιμετώπισης του ζητήματος. Όπως επίσης και η εκμετάλλευση της τεχνητής νοημοσύνης η οποία μπορεί να δώσει τόσους τρόπους για να καταστεί η κατάσταση ελέγξιμη, θα πρέπει να μην αγνοηθεί από τις Ρυθμιστικές Αρχές των εκάστοτε κρατών μελών.

Ο Κανονισμός 596/2014 είχε σκοπό να επεκτείνει τη προστασία και να γεφυρώσει τα νομικά κενά της Οδηγίας του 2003, γεγονός που έχει επιτευχθεί σε μεγάλο βαθμό. Η απόπειρα του κανονισμού να καλύψει όσο το δυνατό περισσότερες συμπεριφορές οι οποίες στοιχειοθετούν χειραγώγηση της αγοράς από τη μια έχει επιτύχει, από την άλλη όμως, δεν αποκλείει να συμπεριληφθούν ως καταχρηστικές συμπεριφορές οι οποίες δεν καλύπτονται στο κείμενο του Κανονισμού. Η μη ρητή συμπερίληψη καταχρηστικών συμπεριφορών που μπορεί να προκύψουν, δεν αποκλείει την εφαρμογή του Κανονισμού όπου απαιτείται.¹⁶⁸ Όπως διαφάνηκε από τα παραδείγματα που δόθηκαν στη παρούσα μελέτη, οι πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς ποικίλουν. Μερικές από αυτές είναι τόσο διαδεδομένες που δεν αποκλείεται στο μέλλον, η περαιτέρω διεύρυνση του περιεχομένου τους. Επομένως, η συνεχής επαγρύπνηση τόσο του Εθνικού όσο και του Ευρωπαϊκού νομοθέτη είναι ζωτικής σημασίας για την αμερόληπτη και διαφανή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς.

¹⁶⁶ Bahram Moazeni, Faride Asadollahi, Allameh Tabataba, "Manipulation of stock price and its consequences" (European Online Journal of Natural and Social Sciences 2013, Vol. 2 N.3(s), p. 430-433) (www.european-science.com), p. 432

¹⁶⁷ SSRN, Mathias M. Siems, "The EU Market Abuse Directive: A case based analysis", p. 264

¹⁶⁸ Rudiger Veil, "EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW" (Second Edition), (Hart Publishing, 2017), p. 259

ΠΗΓΕΣ- ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΑΡΘΡΑ:

1. Maastricht Journal of European and Comparative Law (2012), Mathias Siems and Matthijs Nelemans, " The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?",<
<https://finnel.com/wp-content/uploads/2016/01/The Reform of the EU Market Abuse Law Re-1.pdf> >
2. LexisPSL, "Market Abuse Regulation (MAR)- Essentials"
3. SSRN, Tālis J. Putniņš, " An overview of market manipulation" , (October 2018),
4. Vladislav Borisov, "Market Abuse' Concept Under UK Law", Athens Journal of Law - Volume 2, Issue 2 – Pages 105-114, P:111 < <https://www.athensjournals.gr/law/2016-2-2-3-Borisov.pdf>>
5. Lexis PSL, "Market Abuse Regulation – unlawful disclosure of inside information and market 11 – quick guide"
6. SSRN, Tom C.W. Lin, "The New Market Manipulation",< [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >
7. ECGI, Stefano Lombardo and Federico M. Mucciarelli, " Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy" ,<
<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3012183.pdf> >
8. Willkie Compliance, "Element: Privileged Information" , <
<https://complianceconcourse.willkie.com/resources/insider-dealing-france-element-privileged-information>
9. CESR, "Market Abuse Directive – Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market" , (July 2007)
10. Jesper Lau Hansen, 'Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR' (2017) 14 ECFR 367,
11. Complylog, "Market Abuse Penalties Under MAR + 5 Case studies" , (August 13, 2020), <
<https://blog.complylog.com/market-abuse-penalties> >
12. Daniels Fund Ethics Initiative University of New Mexico. By Leyla Baykal, Debbie Thorne McAlister, and Jennifer Sawayda, " Martha Stewart's Insider Trading Scandal" , <
<https://danielsethics.mgt.unm.edu/pdf/martha%20stewart%20case.pdf> >
13. Cmc Markets, "Market Manipulation" , < <https://www.cmcmarkets.com/en/trading-guides/market-manipulation> >
14. OSLO BORS, "Guidelines for buy-back programmes and price stabilisation FOR ISSUERS OF SHARES AND EQUITY CERTIFICATES ON OSLO BØRS, EURONEXT EXPAND AND EURONEXT GROWTH OSLO" , (February, 2021), < file:///C:/Users/User/Downloads/Notice%20-%20Guidelines%20for%20buy-back%20programmes%20and%20price%20stabilisation_0.pdf
15. CMSLaw-Now, "Fsa receives new power to combat market abuse" , (15.07.1998),<
https://www.cms-lawnow.com/ealerts/1998/07/fsa-receives-new-power-to-combat-market-abuse?cc_lang=en >
16. CMS Law.Tax, "FSA market abuse investigations and civil enforcement process for firms/ individuals" , <<file:///C:/Users/User/Downloads/Fsaenforcementprocess.pdf> >
17. Equityreleasesupermarket.com, By Mark Gregory, "The FSA is now the Financial Conduct Authority (FCA)" , (22/2/21) ,< <https://www.equityreleasesupermarket.com/news/details/the-fsa-is-now-the-financial-conduct-authority-fca> >

18. Reuters, By Reuters staff, "Timeline- FSA clamps down on market abuse", (20/5/2010), <<https://www.reuters.com/article/uk-britain-fsa-factbox-idUKTRE64J4FR20100520> >
19. Herbert Smith Freehills, "FSA warning about disclosure of information and trading in advance of RIS announcements of ex-dividend dates", (5/10/12) ,< <https://hsfnotes.com/fsrandcorpcrime/2012/10/05/fsa-warning-about-disclosure-of-information-and-trading-in-advance-of-ris-announcements-of-ex-dividend-dates/> >
20. Wharton University of Pennsylvania, "Bear Raid Stock Manipulation: How and When it Works, and Who Benefits", < <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/bear-raid-stock-manipulation-how-and-when-it-works-and-who-benefits/> >
21. Ibrahim Jamie Arabi, " Short Sale Transactions in Canada: Striking a Balance Between Investor Protection and Market Efficiency", < <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3307186.pdf> >
22. Benjamin M. Blau and Tyler J. Brough, "Bear Raids by Short Sellers", <https://www.readcube.com/articles/10.2139%2Fssrn.1777244> ,>
23. Ecgi, University of Oxford and ECGI: Jennifer Payne: " Disclosure of Inside Information", (August 2019), <<file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3244401.pdf> >
24. Deirdre Ryan, 'Dealing with the Market Abuse Regulation: A Case for Modernisation' (2019) 8 King's Inns Student L Rev 60
25. EMORY LAW JOURNAL, Tom C.W. Lin, " THE NEW MARKET MANIPULATION", < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) >
26. SSRN, Tom C.W. Lin, "The New Market Manipulation", < [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2996896%20(1).pdf) > ,
27. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Tom C.W. Lin, "The New Market Manipulation" (Temple University) , (3/8/2017), < <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/03/the-new-market-manipulation/> >
28. Fia Market Voice, Richard Hill, " How artificial intelligence can stop market manipulation", (11/6/2018), <<https://www.fia.org/marketvoice/articles/how-artificial-intelligence-can-stop-market-manipulation> >
29. The Realization Group, "The future of trade surveillance – Separating the spoof from the truth", < <https://www.therealizationgroup.com/portfolio/the-future-of-trade-surveillance/> >
30. Bahram Moazeni, Faride Asadollahi, Allameh Tabataba, "Manipulation of stock price and its consequences" (European Online Journal of Natural and Social Sciences 2013, Vol. 2 N.3(s), p. 430-433) (www.european-science.com)
31. SSRN, Mathias M. Siems, "The EU Market Abuse Directive: A case based analysis"
32. Rt. Hon. Lady JUSTICE ARDEN DBE, " Spector Photo Group and its wider implications. Keynote Address at the UCL Laws conference on Corporate Finance Law: UK and EU perspectives, 28 April 2010", (ECFR 2/2010)
33. Schaumburg-Müller, Peer. 'Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect Do 'Intermediate Steps' Have on the Statutory Disclosure Date?'. European Company Law 10, no. 1 (2013): 7–10.
34. Hannah Brown, Nick Chapman, Clare Coppel, Sarah Hitchins, Tom Marsh and Jodi Norman of Allen & Overy LLP: "The market abuse regulation - The first five years" , (PLC magazine, 2021), (Thomson Reuters)
35. Emiliios Avgouleas, "The Mechanics and regulation of market abuse (A legal and economic analysis)", (Oxford, University press)
36. Tom C. Lin, "The New Market Manipulation", 66 Emory L. J. 1253 (2017).

ΒΙΒΛΙΑ (και ηλεκτρονικά):

1. Arad Reisberg and Anna Donovan, "Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law", (Fifth Edition), (Pearson, 2018)
2. Matthias Haentjens & Pierre De Gioia-Carabellese, "European Banking and Financial Law", (Routledge, 2015)
3. Nbonline, Γ. Τριανταφυλλάκη, "Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση)", (Τεύχος 4/2008, Απρίλιος)
4. Nicola De Luca, "European Company Law", (Second Edition), (Cambridge University Press, 2021)
5. Paul L. Davies and Sarah Worthington: "Principles of modern Company Law", (Tenth Edition), (Thomson Reuters, 2016)
6. Rudiger Veil, "EUROPEAN CAPITAL MARKETS LAW" (Second Edition), (Hart Publishing, 2017)
7. Βασίλης Δ. Ταντόπουλος, "Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς", (ΣΑΚΚΟΥΛΑ, 2015),
8. Δημήτρης Κ. Αυγητίδης, "Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς", (2^η έκδοση), (ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, 2019)

ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ:

1. Περί Κατάχρησης της Αγοράς Νόμος 2016 (Ν. 102(Ι)/2016), <<https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=f6eaf521-0eba-466e-b1ea-89056326e1e3> >
2. Κανονισμός ΕΚ Αρ. 596/2014, (16/4/14) ,< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EL> >
3. Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) /* COM/2011/0651 τελικό - 2011/0295 (COD), < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0651&from=EN> >
4. Οδηγία 2003/124/ΕΚ, (22 Δεκεμβρίου 2003),< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=EL> >
5. Κανονισμός (ΕΕ) Αρ. 1059/2010 , <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=EN> >

ΆΛΛΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ:

1. Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης C 177, Ανακοινώσεις και Πληροφορίες (55ο έτος), (20 Ιουνίου 2012),< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2012:177:FULL&from=EN> >
2. Προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα Paolo Mengozzi της 21 Μαρτίου 2012 στην υπόθεση C-19/11 Markus Gelll and Daimler AG, < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:62011CC0019&from=EN> >
3. ESMA, "Market Abuse and Accepted Market Practices" < <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse> >

4. Europa.eu, “The European Securities and Markets Authority (ESMA)”, <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en >
5. Europa.eu – ESMA, “Esma in Brief”, <<https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief> >
6. European Commission: “ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on the implementation of Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)”, (Brussels, 13.3.2020 COM(2020) 99 final), <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0099&rid=2> >
7. Οδηγία 2003/124/EK, (22/12/2003), <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=EL> >

NΟΜΟΛΟΓΙΑ:

1. **C-19/11 Geltl v. Daimler AG**
2. **C-391/04, Ipourgos Ikonomikon, Proistamenos DOIAmfissas v Charilaos Georgakis**
3. **C-430/05 Ntionik Anonimi Etairia Emporias H/Y, Logismikou kai Paroxis Ypiresion Michanografisis and Ioannis Michail Pikoulas v. Epitropi Kefalaiagoras, (2007) ECR I-05835**
4. **Diamond v. Oreamuno (1969) 248 N.E 2d 910.**
5. **Fairfax Financial Holdings Limited v SAC Capital Management LLC, 160 A (3d) 1 (NJ Super 2017) [Fairfax 2017]**
6. **IMC Securities BV v. Stichting Autoriteit Financiële Markten C-445/09**
7. **Knud Gronggaard and Allan Bang C- 384/02**
8. **R v. Rigby, Bailey and Rowley (2005) EWCA Crim. 3487**
9. **Santa Fe Industries v. Green 430 U.S. 462, 476 (1977)**
10. **Schering Chemicals Ltd v. Falkman Ltd (1982) Q.B. 1 CA**
11. **Serious Fraud Office (SFO) v. Pearson**
12. **Spector Photo Group and Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank, Financie en Assurantiewezen C-45/08**
13. **US v. Crpenter (1986) 791 F 2d 1024**