

ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Στόχοι δικαίου κεφαλαιαγοράς:

- 1) Εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία των αγορών (integrity, transparency),
- 2) Σταθερότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (καλή λειτουργία και εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων, προστασία του επενδυτή –με διαβαθμίσεις, αναλόγως αν πρόκειται για το μέσο επενδυτή ή για επαγγελματία). Για τους **επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους** δεν υπάρχει καμιά προστασία. Ο ιδιώτης επενδυτής θεωρείται **καταναλωτής**, δεδομένου ότι δρα εκτός του πλαισίου της επαγγελματικής του δραστηριότητας και είναι αποδέκτης μιας τελικής υπηρεσίας.

Οργανωμένη αγορά (σκοπός της η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών):

- 1) Πολυμερές σύστημα υπό διεύθυνση/ διαχείριση ενός διαχειριστή αγοράς
- 2) Πλείονα συμφέροντα που καταλήγουν σε σύμβαση
- 3) Άδεια λειτουργίας (αδειοδοτημένη αγορά)

Μόνο τα μέλη της οργανωμένης αγοράς (Πιστωτικά Ιδρύματα, ΑΕΠΕΥ, Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης) μπορούν να προβαίνουν σε αγοραπωλησίες κινητών αξιών, για λογαριασμό των επενδυτών- πελατών τους ή για ίδιο συμφέρον. Προκειμένου η ΑΕΠΕΥ να αδειοδοτηθεί θα πρέπει να παρέχει **τουλάχιστον μία επενδυτική υπηρεσία** και όσες παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες επιθυμεί. Οι Α.Ε.Ε.Δ. μπορούν να παρέχουν μόνο συγκεκριμένες (ακίνδυνες) επενδυτικές υπηρεσίες, γι' αυτό και οι προϋποθέσεις σύστασής τους είναι χαλαρότερες.

Π.Μ.Δ. (μη οργανωμένες αγορές, άυλα συστήματα συναλλαγών) : Γι' αυτούς δεν απαιτείται διαχειριστής αγοράς (μπορεί να το διαχειρίζεται μια ΑΕΠΕΥ, ή ένα πιστωτικό ίδρυμα να διαθέτει δική του αγορά). Και οι Π.Μ.Δ. διαθέτουν κανόνες λειτουργίας, οι οποίοι ωστόσο είναι χαλαρότεροι σε σχέση με εκείνους της οργανωμένης αγοράς. Οι προϋποθέσεις χρηματοδότησης είναι επίσης χαλαρότερες (είναι φθηνότερο να ενταχθεί κανείς σε Π.Μ.Δ., απ' ό,τι σε οργανωμένη αγορά), το ίδιο και η εποπτεία. Π.χ. η ΕΝ.Α (εναλλακτική αγορά Χρηματιστηρίου Αθηνών), η οποία τελεί υπό τη διαχείριση του Χ.Α. και λειτουργεί βάσει των κανόνων που έχουν θεσπισθεί από αυτό και γνωστοποιηθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Εξωχρηματιστηριακές Αγορές: Οργανωμένες, αλλά μη χρηματιστηριακές αγορές, αποσύνδεση της αγοράς από συγκεκριμένο φυσικό τόπο, διαθέτει κανόνες λειτουργίας. Π.χ. ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων) άυλοι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου.

Επενδυτές (αποδέκτες επενδυτικών υπηρεσιών):

- 1) Ιδιώτες (όσοι δεν είναι επαγγελματίες) έλεγχος **καταλληλότητας** (για παροχή επενδυτικών συμβουλών και διαχείριση χαρτοφυλακίου) και έλεγχος **συμβατότητας** (για λοιπές επενδυτικές υπηρεσίες) (αρ.25 ν.3606/2007), **ισχυρό πλέγμα προστασίας του επενδυτή.**

- 2) Επαγγελματίες επενδυτές (αρ. 2§7, 6, 7 ν.3606/2007) πείρα, γνώσεις και εξειδίκευση για λήψη επενδυτικών αποφάσεων και εκτίμηση κινδύνων που σχετίζονται με τις αποφάσεις αυτές.
- 3) Επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι καμμία προστασία, κυρίως θεσμικοί επενδυτές.

Είναι δυνατόν ο επαγγελματίας να ζητήσει να αντιμετωπίζεται ως ιδιώτης (αρ.6§2), ώστε να απολαμβάνει μεγαλύτερης προστασίας (αλλά και μικρότερης δυνατότητας κέρδους) και ο ιδιώτης να ζητήσει να αντιμετωπίζεται ως επαγγελματίας (αρ.7), εφόσον ο πάροχος των υπηρεσιών πειστεί πως ο ιδιώτης δύναται να λαμβάνει μόνος του επενδυτικές αποφάσεις και να αξιολογεί τους σχετικούς κινδύνους. Για το τελευταίο πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, π.χ. κατάρτιση **τουλάχιστον 10 συναλλαγών επαρκούς όγκου ανά τρίμηνο στη συγκεκριμένη αγορά τα τελευταία 4 χρόνια**. Και οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν υπό προϋποθέσεις να αντιμετωπιστούν ως ιδιώτες.

Επενδυτικές υπηρεσίες (αρ.4 ν.3606/2007):

- 1) Εκτέλεση εντολών: κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών
- 2) Λήψη και διαβίβαση εντολών: **ατελής σύμβαση**, δεν έχουμε εκτέλεση, μόνο διαβίβαση σ' αυτόν που θα εκτελέσει, π.χ. Α.Ε.Ε.Δ. (σύμβαση εντολής, αντιπροσώπευσης). Η εντολή εκτελείται βάσει υποχρέωσης **βέλτιστης εκτέλεσης εντολών** = εκτέλεση εντολών με τους πιο ευνοϊκούς όρους για τον πελάτη, αφορά σε συνεργάτη και τόπο της αγοράς.
- 3) Σύμβαση επενδυτικών συμβουλών: η τελική απόφαση θα ληφθεί από τον ίδιο τον πελάτη.
- 4) Σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου: η εταιρεία δρα με διακριτική ευχέρεια, έχοντας παράλληλα υποχρέωση πληροφόρησης του πελάτη, ως προς την πορεία του χαρτοφυλακίου.

Προϋποθέσεις εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά αφορούν σε Κύρια Αγορά

Α. Προϋποθέσεις που αφορούν στην εταιρεία

- 1) Νομιμότητα
- 2) Ελάχιστον μέγεθος- Ύψος ιδίων κεφαλαίων (3.000.000 ευρώ βάσει Κανονισμού Χ.Α.)
- 3) Διάρκεια (δημοσίευση ή κατάθεση προς δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων 3 τουλάχιστον οικονομικών χρήσεων που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής)
- 4) Κερδοφορία (2.000.000 ευρώ προ φόρων)
- 5) Φορολογικός έλεγχος (τελευταία 3 χρόνια)
- 6) Τήρηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης

Β. Προϋποθέσεις που αφορούν στο αντικείμενο (μετοχές)

- 1) Νόμιμες μετοχές
- 2) Ελεύθερα διαπραγματεύσιμες μετοχές: κωλύματα που προκύπτουν από το καταστατικό (όχι εξωεταιρικές συμφωνίες, αφού αυτές έχουν ενοχικό χαρακτήρα). Τα κωλύματα του καταστατικού κανονικά αίρονται με

τροποποίησή του.

- 3) Επαρκής διασπορά των μετοχών: περισσότεροι μέτοχοι = ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου κυκλοφορεί ελεύθερο **ελεύθερη εμπορευσιμότητα των μετοχών**. Απαιτείται τουλάχιστον το 25% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας να διατίθεται στο κοινό.
- 4) Πλήρως αποπληρωμένες μετοχές: να έχει καταβληθεί το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.
- 5) Δημιουργία Ομίλου: το Χ.Α. ζητεί από την εταιρεία της οποίας η δραστηριότητα δεν παρουσιάζει συνοχή και πληρότητα να προβεί στην **εξαγορά** εταιρειών συνδεδεμένων με αυτήν, ή εταιρειών με την ίδια εταιρική σύνθεση.
- 6) Διοικητικές προϋποθέσεις
- 7) Δημόσια Εγγραφή (δεν απαιτείται πλέον). Απαιτείτο παλαιότερο, εφόσον η εταιρεία δεν είχε επαρκή διασπορά. Πλέον αυτή λαμβάνει τοις πράγμασι χώρα μέσω της **σύμβασης ανάληψης μετοχών**.

Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς αυτεπάγγελτη απόφαση Χ.Α.:

- 1) Χαμηλή διασπορά (κάτω του 15% του συνόλου των εισηγμένων μετοχών ή
- 2) Μείωση του ποσοστού διασποράς κάτω του 10% λόγω **έκτακτων γεγονότων** που ανακοινώνει η εταιρεία.

Κατηγορία Επιτήρησης διαπραγμάτευση σε άλλες ώρες:

- Ζημίες μεγαλύτερες του 30% των ιδίων κεφαλαίων

Κατηγορία προς Διαγραφή:

- 1) Μικρά έσοδα ή
- 2) Διασπορά μικρότερη του 10% του συνόλου των εισηγμένων μετοχών.

Η απόφαση για μεταφορά σε μία από τις παραπάνω κατηγορίες είναι **ιδιωτικής φύσης** και μπορεί να ανακληθεί, καθώς το Χ.Α. αποφασίζει σχετικά 2 φορές το χρόνο.

Ενημερωτικό Δελτίο (ν.3401/2005), απαιτείται για:

- 1) Δημόσια προσφορά κινητών αξιών (αρ.3§1)
- 2) Εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά (αρ.3§6)

-Δεν έχω υποχρέωση έκδοσης όταν απευθύνομαι σε:

- 1) Ειδικούς (επαγγελματίες) επενδυτές (μόνο)
- 2) Λιγότερα από 150 άτομα που δεν είναι ειδικοί επενδυτές
- 3) Επενδυτές που αποκτούν κινητές αξίες άνω των 100.000 ευρώ ο καθένας

Η αναδοχή είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά.

Είδη αναδοχής:

- 1) Απλή αναδοχή (best efforts underwriting): ο ανάδοχος αναλαμβάνει να διαθέσει το δίκτυο πωλήσεών του, δεν αναλαμβάνει όμως και τον οικονομικό κίνδυνο αποτυχίας της ανάληψης των προσφερόμενων αξιών

- 2) Εγγυητική αναδοχή (stand-by underwriting): ο ανάδοχος αναλαμβάνει και την υποχρέωση αγοράς των τυχόν αδιάθετων αξιών
- 3) Σταθερή αναδοχή (firm commitment underwriting): ανάδοχος αναλαμβάνει να προωθήσει τις κινητές αξίες ιδίω κινδύνω (ουσιαστικά χρηματοδοτεί την εταιρεία).

Ευθύνη αναδόχου: νόθος αντικειμενική, αφού η υπαιτιότητά του τεκμαίρεται (αρ.25§3)

Προϋποθέσεις ευθύνης αναδόχου

- 1) Ενημερωτικό δελτίο
- 2) Απόκτηση μετοχών (ως χρονική συνέχεια και συνέπεια της κυκλοφορίας του Ε.Δ.)
- 3) Πλημμέλεια του Ε.Δ. (η παράλειψη αναφοράς σε παράνομη συμπεριφορά θα πρέπει να αποδοθεί σε ακούσια παράλειψη του νομοθέτη)
- 4) Υπαιτιότητα (αρκεί και ελαφρά αμέλεια, αφού δεν γίνεται διάκριση στο νόμο)
- 5) Ζημία (θετική, αποκλεισμένης της δυνατότητας αναζήτησης διαφυγόντων κερδών)
- 6) Αιτιώδης συνάγεια (μείωση της αξίας των μετοχών ως πρόσφορο αποτέλεσμα της υπαίτιας και παράνομης συμπεριφοράς του αναδόχους, της πλημμέλειας δηλαδή του Ε.Δ.
- 7) Παραγραφή (οι αξιώσεις για αποζημίωση παραγράφονται μετά την παροδο 3 ετών από τη δημοσίευση του Ε.Δ., επομένως αφετηρία συνιστά το **τυπικό γεγονός** της δημοσίευσης του Ε.Δ.

Σχέση ανάμεσα στο δίκαιο της Α.Ε. και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς (αποκλίσεις σε σχέση με το κοινό εταιρικό δίκαιο)

- 1) **Εποπτεία:** αρμοδιότητα της διοίκησης να ελέγχει και να εγκρίνει το αρχικό καταστατικό και τις τροποποιήσεις του
- 2) **Μητρώο:** Από το 2011 όλες οι Α.Ε. (και οι εισηγμένες) εγγράφονται υποχρεωτικά στο ΓΕΜΗ
- 3) **Δημόσια εγγραφή:** εγκατάλειψη της προσπάθειας ρύθμισης της διαδικασίας δημόσιας εγγραφής για όλες τις ΑΕ
- 4) **Κεφάλαιο:** απαγορεύεται η παράλειψη καταβολής ή η μερική καταβολή και συνεπάγονται ακυρότητα
- 5) **Μετοχές:** άυλη μορφή (δεν υπάρχει έγγραφο, μόνο μετοχική έννομη σχέση). Με την έξοδο από την οργανωμένη αγορά παύει και η υποχρέωση αποϋλοποίησης και ενδέχεται η εταιρεία να υποχρεωθεί να τις επανυλοποιήσει. + υποχρέωση ελεύθερης διαπραγματευσιμότητας της μετοχής
- 6) **Μεταβολές ως προς λειτουργία Δ.Σ.**
- 7) **Μεταβολές ως προς λειτουργία Γ.Σ.**
- 8) **Τακτικός έλεγχος:** υποχρεωτικός εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών θα πρέπει να ελέγχονται από έναν τουλάχιστον ορκωτό ελεγκτή.
- 9) **Έκτακτος έλεγχος:** δικαίωμα υποβολής αιτήματος για διενέργεια έκτακτου ελέγχου διαθέτει και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- 10) **Εφαρμογή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ):** υποχρεωτική υπό προϋποθέσεις.

Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance), ν.3016/2002 που αφορά στις εισηγμένες:

Προέκυψε ιστορικά λόγω διαπίστωσης της ανάγκης αντιμετώπισης της **διάστασης συμφερόντων** μεταξύ διοικούντων και μετόχων σε μια εταιρεία με **ευρεία διασπορά**, όπου οι μέτοχοι είναι κατά κανόνα απάθεις ή αδύναμοι να ασκήσουν έλεγχο στα όργανα διοίκησης. Στόχος η διαφανής διοίκηση και η αρμονική συνύπαρξη. Σχετίζεται με θέματα εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνου. Εφαρμογή του agency theory στις εισηγμένες Α.Ε. με στόχο της εξασφάλιση της διαφάνειας στη λειτουργία της αγοράς (κατά μία άποψη εφαρμόζεται και στις μη εισηγμένες). Ο ν.3016/2002 στοχεύει στην καλύτερη συμπεριφορά του (θεσμικού επενδυτή) μετόχου, ώστε αυτός να μην ενδιαφέρεται μόνο να αποκομίσει κέρδη, αλλά να ενδιαφέρεται και για τη διοίκηση της εταιρείας.

Διοικητικό Συμβούλιο στον ν.3016/2002:

Διάκριση (όχι σαφής) μελών σε:

- 1) εκτελεστικά: ενασχόληση με καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας
- 2) μη εκτελεστικά: αποτελούν τουλάχιστον το 1/3 των μελών του Δ.Σ. και είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. υπάρχουν τουλάχιστον 2 **ανεξάρτητα** μέλη, τα οποία σχετίζονται με την **διαχείριση κινδύνου** και την προάσπιση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας. Δεν διορίζονται από τους μετόχους και δεν κατέχουν μετοχές της εταιρείας. Η διασφάλιση της ανεξαρτησίας επιτυγχάνεται με την ανεξαρτησία καθ' εαυτή και με την τεχνογνωσία.

Σε περίπτωση που η σύνθεση του Δ.Σ. δεν ανταποκρίνεται στα παραπάνω προβλεπόμενα, προβλέπεται επιβολή διοικητικού προστίμου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ωστόσο η μη τήρηση των προϋποθέσεων αυτών **δεν συνεπάγεται ακυρότητα των αποφάσεων του Δ.Σ.!**

Υποχρεώσεις μελών Δ.Σ.

- 1) Υποχρέωση ενίσχυσης της αξίας και προάσπισης του εταιρικού συμφέροντος
- 2) Απαγόρευση επιδίωξης ιδίων συμφερόντων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας
- 3) Υποχρέωση έγκαιρης αποκάλυψης στα λοιπά μέλη του Δ.Σ. των ιδίων συμφερόντων.

Κεφάλαιο: Ο τρόπος χρησιμοποίησης των ποσών σε μετρητά που προέρχονται από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων Α.Ε. αποτελεί αντικείμενο **ειδικής έκθεσης** του Δ.Σ., η οποία υποβάλλεται στη Γ.Σ. που θα αποφασίσει την αύξηση.

Οργανωτικές ρυθμίσεις:

- 1) **Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας** ως προϋπόθεση εισαγωγής των μετοχών σε οργανωμένη αγορά.
- 2) Οργάνωση και λειτουργία **Εσωτερικού Ελέγχου** που πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, ως άλλη προϋπόθεση εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά.
- 3) **Υπηρεσία Εξυπηρέτησης Μετόχων**
- 4) **Υπηρεσία Εταιρικών Ανακοινώσεων**

Δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης: Περιλαμβάνεται στην ετήσια έκθεση της εισηγμένης και περιέχει παραπομπή στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που η εταιρεία εφαρμόζει ή στις ίδιες πρακτικές που εφαρμόζει. Εφόσον αποκλίνει από τον κώδικα, οφείλει να αιτιολογεί την απόκλιση αυτή (comply or explain). Εδώ εμπεριέχεται **αντίφαση**, καθώς ο κανόνας δικαίου αναφέρεται σε soft law, το οποίο η εταιρεία **υποχρεούται** να εφαρμόζει, ειδικά να εξηγεί την απόκλιση.

Οδηγία 2013/16, ευρωπαϊκός «Κανονισμός της Βασιλείας», αφορά και σε εταιρική διακυβέρνηση, με λεπτομερέστερες του ν.3016/2002 διατάξεις που αφορούν σε Δ.Σ. και μέλη αυτού.

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

A. Υποχρεώσεις πληροφόρησης και διαφάνειας

B. Υποχρέωση αποχής από συναλλαγές που συνιστούν κατάχρηση της αγοράς

Γ. Υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης ή υποχρέωση εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας

A1. Υποχρεώσεις πληροφόρησης εισηγμένων εταιρειών: βασική προϋπόθεση για την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς; Είναι η έγκαιρη, ορθή και πλήρης ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σχετικά με την περιουσιακή κατάσταση και την εν γένει επιχειρηματική δραστηριότητα των εταιρειών με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

- 1) **Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων (που βρίσκονται στην ίδια θέση):**
εγκατάσταση ενός συστήματος **πρόσβασης** των επενδυτών στο περιεχόμενο της πληροφόρησης, το οποίο θα εξασφαλίζει την ισότιμη μεταχείρισή τους.
Δεσμευτικό κριτήριο συμπεριφοράς όλων των εταιρικών οργάνων.
Εξασφαλίζεται όχι μόνον η ισότιμη και αναλογική άσκηση των περιουσιακών και διοικητικών δικαιωμάτων που απορρέουν από κάθε μετοχή, αλλά επιπλέον διασφαλίζεται η δυνατότητα του κάθε μεμονωμένου μετόχου – επενδυτή **να διαφυλάττει την αξία της συμμετοχής του και να συμμετέχει ισότιμα στο χρηματιστηριακό γίγνεσθαι.**

- 2) **Τακτική πληροφόρηση:**

Περιλαμβάνει:

- α) τη βασική τακτική πληροφόρηση (οικονομικές καταστάσεις) και
- β) την πρόσθετη τακτική πληροφόρηση (δυννητική)

- 3) **Έκτακτη πληροφόρηση:**

- συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου
- προνομιακές πληροφορίες
- υποχρεώσεις έκτακτης ενημέρωσης βάσει Κανονισμού Χ.Α.
- σχολιασμός δημοσιευμάτων

Α2. Υποχρεώσεις γνωστοποίησης συναλλαγών: υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών να πληροφορούν το κοινό σχετικά με κάθε μεταβολή των δικαιωμάτων που ενσωματώνονται στις διάφορες κατηγορίες των μετοχών τους, η οποία τους γνωστοποιείται από μετόχους τους.

- 1) Υποχρέωση γνωστοποίησης μεταβολής συμμετοχών
- 2) Υποχρέωση γνωστοποίησης συναλλαγών διευθυντικών στελεχών

Κατάχρηση Αγοράς (market abuse)

Στόχος η ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτή και η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς

- 1) **Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών** ισότιμη πληροφόρηση των επενδυτών
- 2) **Χειραγώγηση αγοράς** απρόσκοπτη λειτουργία του μηχανισμού της προσφοράς και της ζήτησης

1): Α. Πρωτογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών (Αρ.3 ν.3340/2005), π.χ. μέλη των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη και όσοι συμμετέχουν στο κεφάλαιο του εκδότη.

Απαγορεύεται η χρησιμοποίηση των πληροφοριών που κατέχουν για την απόκτηση, την διάθεση ή την προσπάθεια απόκτησης ή διάθεσης, για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αφορούν οι πληροφορίες. **Οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές εξαιρούνται, καθώς εκεί τα μέρη διαθέτουν το ίδιο επίπεδο πληροφόρησης.** Απαγορεύονται επίσης (αρ.4) η ανακοίνωση των προνομιακών πληροφοριών σε άλλο πρόσωπο και η σύσταση εκ μέρους των πρωτογενών κατόχων προς άλλο πρόσωπο, καθώς και η παρακίνηση αυτού να αποκτήσει ή να διαθέσει χρηματοπιστωτικό μέσο.

Δημιουργείται μαχητό τεκμήριο γνώσης για τους πρωτογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών

το ΔΕΕ στην υπόθεση Spector έκρινε πως το γεγονός ότι ο πρωτογενής κάτοχος διενεργεί πράξη αγοραπωλησίας κινητών αξιών, τις οποίες αφορούν οι πληροφορίες αυτές, σημαίνει ότι το εν λόγω πρόσωπο χρησιμοποίησε τις πληροφορίες αυτές κατά την έννοια του αρ.2 παρ.1 της Οδηγίας (**δυνατή η ανταπόδειξη**).

Β. Δευτερογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών (αρ.5): κάθε πρόσωπο, φυσικό ή νομικό που κατέχει την προνομιακή πληροφορία και την χρησιμοποιεί για να προβεί στις ανωτέρω πράξεις.

Εδώ απαιτείται **υποκειμενικό στοιχείο**, καθώς διατηρείται η γνώση του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας ως προϋπόθεσης της παραβατικής συμπεριφοράς.

Προνομιακή πληροφορία (αρ.6):

- 1) Να είναι συγκεκριμένη, δηλαδή να αφορά κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει ή γεγονός που έλαβε χώρα ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα λάβει χώρα **και** επιτρέπει την τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.
- 2) Δεν έχει δημοσιευθεί
- 3) Αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- 4) Η δημοσιοποίησή της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, **δηλαδή πρόκειται για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε, μεταξύ άλλων, ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων.**

Χειραγώγηση αγοράς

- 1) Συναλλαγές ή εντολές προς διενέργεια συναλλαγών με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, ζήτηση, ή τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο.
- 2) Συναλλαγές ή εντολές προς διενέργεια συναλλαγών που συνδυάζονται με ή αποτελούν **παραπλανητικές μεθοδεύσεις** ή άλλο τέχνασμα.
- 3) Διάδοση δια των ΜΜΕ και του διαδικτύου πληροφοριών, φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, **εφόσον αυτός που διαδίδει γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει πως τα στοιχεία αυτά είναι ψευδή ή παραπλανητικά.**

- Π.χ. 1) Πρόκληση στενότητας και απόκτηση δεσπόζουσας θέσης
 2) Αγοραπωλησία στο κλείσιμο της αγοράς
 3) Δημιουργία εσφαλμένης συναλλακτικής δραστηριότητας
 4) Εκμετάλλευση της πρόσβασης στα ΜΜΕ

Εξαιρέσεις για κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών:

- 1) αρ.3παρ.3: συναλλαγές που πραγματοποιούνται **προς εκπλήρωση υποχρέωσης**, όταν η υποχρέωση αυτή αυτή απορρέει από (συγκεκριμένη) συμφωνία συναφθείσα **πριν** από την απόκτηση της προνομιακής πληροφορίας από το εν λόγω πρόσωπο.
- 2) Η πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες για μια άλλη εταιρεία και η χρησιμοποίησή τους στο πλαίσιο μιας δημόσιας προσφοράς εξαγοράς προς απόκτηση του ελέγχου της συγκεκριμένης εταιρείας ή συγχώνευσης με αυτήν δεν θα πρέπει να θεωρείται καθ' αυτή ως κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.

Εξαιρέσεις για χειραγώγηση αγοράς (αρ.7 παρ.2): Το πρόσωπο που κατήρτισε τις συναλλαγές ή το πρόσωπο για λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές ή το πρόσωπο που έδωσε τις εντολές για διενέργεια συναλλαγών αποδεικνύει πως οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν ή ότι έδωσε τις εντολές για τη διενέργεια των συναλλαγών αυτών **για θεμιτούς λόγους** και ότι οι συναλλαγές ή εντολές είναι **σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς.**

Γενικές εξαιρέσεις για κατάχρηση αγοράς (αρ.9)

- 1) Πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών όταν αποσκοπείται μείωση κεφαλαίου και όταν ασκούνται δικαιώματα αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων (stock option)
- 2) Πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που θέτει ο Κανονισμός (ΕΚ) 2273/2003.

Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς (takeover bids) αφορά καταρχήν μετοχές με δικαίωμα ψήφου (όχι προνομιούχες)

- 1) Προαιρετικές δημόσιες προτάσεις (αποδέσμευση της υποβολής προαιρετικής δημόσιας πρότασης από την επιδίωξη απόκτησης εταιρικού ελέγχου και κατάργηση του ορίου του 40% ως κατώτατου ελάχιστου ορίου που δύναται να θέσει ο προτείνων.
- 2) Υποχρεωτικές δημόσιες προτάσεις ως **συνέπεια** της απόκτησης ελέγχου της εταιρείας καθ' οιονδήποτε τρόπο. Ο ν.3461/2006 αναφέρεται στο 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό απόκτηση εταιρείας.

Ως προς την υποχρέωση ουδετερότητας του Δ.Σ., ο Έλληνας νομοθέτης επέλεξε να την εισαγάγει (Δ.Σ. εκφράζει μόνο γνώμη και μπορεί να αναζητήσει εναλλακτική προσφορά). Δεν μπορεί να λάβει κανένα άλλο μέτρο αμύνης **χωρίς προηγούμενη εξουσιοδότηση από τη Γ.Σ.**

Ως προς το μη αντιτάξιμο των περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών και στα δικαιώματα ψήφου έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια ισχύος της δημόσιας πρότασης, ο Έλληνας νομοθέτης δεν υιοθέτησε την προτεινόμενη στην Οδηγία ρύθμιση (επιτρέπεται ωστόσο στις εταιρείες με καταστατική έδρα στην Ελλα΄δα να επιλέξουν με απόφαση της Γ.Σ. την εφαρμογή του μη αντιταξίμου).