
ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. ΕΝΝΟΙΑ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η έννοια της Κεφαλαιαγοράς αποτελείται από δύο συστατικά στοιχεία. Αφενός, το πρώτο στοιχείο είναι η *έννοια της αγοράς*, έναν ιδεατό χώρο όπου είναι δυνατή η συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης, όπου μπορούν δηλαδή να διαξαχθούν συναλλαγές και όπου κυριαρχεί το στοιχείο του ανταγωνισμού των συμμετεχόντων. Αφετέρου, *απαρτίζεται από το κεφάλαιο*, δηλαδή τα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως αυτά ορίζονται στον Ν. 3606/2007¹. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε 4 κατηγορίες:

- Κινητές Αξίες: μετοχές, ομολογίες, μετοχοποιήσιμοι τίτλοι και πιστοποιητικά κατάθεσης
 - Μετοχοποιήσιμοι τίτλοι: αξιόγραφα που παρέχουν στον κάτοχο δικαίωμα ανταλλαγής τους με μετοχές ΔΕΚΟ ή εταιρειών του Δημοσίου. Είναι έντοκα και αν δεν χρησιμοποιηθούν αποπληρώνονται στη λήξη τους.
 - Πιστοποιητικά Κατάθεσης: τίτλοι παραστατικοί αξιών αλλοδαπών εκδοτών που παρέχουν στον κάτοχο τα δικαιώματα που προβλέπονται στη σύμβαση μεταξύ του εκδότη των αξιών και του εκδότη των πιστοποιητικών (ΣΑΤ, κάποιο άλλο μητρώο ή πιστωτικό ίδρυμα που παρέχει την υπηρεσία φύλαξης κινητών αξιών)
- Μέσα Χρηματαγοράς: (money market assets). Χαρακτηριστικό της χρηματαγοράς είναι η βραχυπρόθεσμη διάρκεια που δεν υπερβαίνει το 1 έτος.
 - Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου
 - Εμπορικά Γραμμάτια (Commercial Paper)
- Παράγωγα Χρηματοπιστωτικά Μέσα: η αξία τους είναι συνάρτηση ενός υποκειμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, του underlying (το οποίο μπορεί να είναι κινητή αξία, νόμισμα, επιτόκια, δείκτες, εμπορεύματα, ακόμη και καιρικά φαινόμενα). Στη Ελλάδα λειτουργεί οργανωμένη αγορά παραγώγων (option, warrants (Bermudan) και futures), το *Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών*. Διακρίνονται σε 3 βασικά είδη:
 - Προθεσμιακές Συμβάσεις (Futures και Forwards)

¹ Πρόκειται για την ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Ευρωπαϊκής οδηγίας MiFID.

- Δικαίωμα Προαιρέσεως (Call και Put Options)
- Συμβάσεις Ανταλλαγής (Swaps)
- Μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων: *Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες* (ΟΣΕΚΑ) αποτελούν ομάδες περιουσίας, αποτελούμενες από κινητές αξίες και μετρητά, οι οποίες αντλούν τα κεφάλαιά τους από το επενδυτικό κοινό και των οποίων τα κεφάλαιά τους ανήκουν εξ αδιαιρέτου στους μεριδιούχους. Στην Ελλάδα οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων παίρνουν την μορφή *Αμοιβαίων Κεφαλαίων*² (δεν ταυτίζονται με ΟΣΕΚΑ αλλά έχουν σχέση γένους-είδους), τα οποία δεν έχουν νομική προσωπικότητα και διαχειρίζονται από μία *Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων* (ΑΕΔΑΚ). Οι μεριδιούχοι δεν μπορούν να μεταβιβάσουν τα μερίδια τους, καθώς μία τέτοια συναλλαγή θα ήταν άκυρη. Μπορούν μόνο να τα πωλήσουν πίσω στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, το οποίο πρέπει να το εξαγοράσει, ύστερα από αίτηση του ενδιαφερόμενου. Τρία είναι τα βασικά χαρακτηριστικά των ΟΣΕΚΑ:
 - Αποκλειστικός σκοπός είναι η επένδυση συλλογικών κεφαλαίων αντλούμενων από το κοινό σε κινητές αξίες.
 - Τα μερίδιά τους εξαγοράζονται ή εξοφλούνται από τα ίδι, ύστερα από αίτηση του μεριδιούχου.
 - Η λειτουργία τους βασίζεται στην αρχή κατανομής των κινδύνων.

2. ΣΚΟΠΟΣ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Ο πρώτος και κυριότερος σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της **εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς**. Η εύρυθμη λειτουργία αυτή αποτελείται από δύο στοιχεία αφενός την *διαφάνεια* (transparency) και αφετέρου την *ακεραιότητα* (integrity). Οι επενδυτές επενδύοντας τα κεφάλαιά τους, αναλαμβάνουν μεν κάποιο ρίσκο, δεν αναλαμβάνουν ωστόσο το ρίσκο της αγοράς. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο πρέπει να διασφαλίζεται η διαφάνεια και η φερέγγυα λειτουργία της αγοράς. Η εύρυθμη λειτουργία αυτή διασφαλίζεται με την εποπτεία των οργανωμένων αγορών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, την ειδική αδειοδότηση που απαιτείται, αλλά και μέσω κανόνων ρύθμισης.

Ο δεύτερος σκοπός του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς είναι η **προστασία του επενδυτή**³, εκείνου δηλαδή, ο οποίος συναλλάσσεται. Οι κανόνες προστασίας του επενδυτή έχουν διττή φύση. Αφενός έχουν *δημόσιο σκοπό* και αφετέρου αφορούν *ιδιωτικές συναλλαγές*.

Ωστόσο, η προστασία αυτή δεν είναι ενιαία και υπάρχει διαβάθμιση τους μεγέθους της:

² Ν. 3284/2004

³ αν πρόκειται για επενδυτικές δραστηριότητες και όχι επενδυτικές υπηρεσίες δεν τίθεται ζήτημα προστασίας του πελάτη, διότι απλούστατα δεν υπάρχει πελάτης αλλά η ΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα λειτουργεί προς ίδιο λογαριασμό.

- Ιδιώτης Επενδυτής (man on the street): του παρέχεται πλήρης προστασία
- Επαγγελματίας Επενδυτής: ως τέτοιοι λογίζονται όσοι έχουν γνώση της αγοράς (συμπεριλαμβάνονται και οι θεσμικοί) και τους παρέχεται μερική προστασία.
- Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι: πρόκειται για ειδική κατηγορία θεσμικών επενδυτών που επενδύουν σε εξωτικά κεφάλαια και δεν χρήζουν καμίας προστασίας.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα της σχέσης ανάμεσα στην προστασία που παρέχει στον επενδυτή το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς και το Δίκαιο Προστασίας του Καταναλωτή (Ν.2251/1994). Με βάση τον ευρύ ορισμό καταναλωτής θεωρείται ο τελικός αποδέκτης προϊόντων ή υπηρεσιών και συνεπώς προστατεύονται όλες οι κατηγορίες επενδυτών. Με βάση ωστόσο τον στενότερο ευρωπαϊκό ορισμό καταναλωτής θεωρείται μόνον εκείνος ο οποίος δρα εκτός της επαγγελματικής του σφαίρας, και συνεπώς άξιος προστασίας θεωρείται μόνο ο Ιδιώτης επενδυτής. Σε κάθε περίπτωση σωρεύουν και οι δύο προστασίες, τόσο αυτή του Δικαίου του καταναλωτή που προστατεύει από καταχρηστικούς ΓΟΣ, όσο και αυτή του Δικαίου της κεφαλαιαγοράς κύριο μέλημα της οποίας είναι η διασφάλιση της διαφάνειας της αγοράς, ιδίων στην διαμόρφωση των τιμών.

3. ΠΗΓΕΣ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Οι πηγές του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι κυρίως τρεις: το εθνικό, το ευρωπαϊκό και κανόνες δικαίου που διαμορφώνονται από διεθνούς φορείς όπως η International Organization of Securities and Commissions (IOSCO) καθώς και από την Επιτροπή της Βασιλείας για τα Πιστωτικά Ιδρύματα. Όσον αφορά το Ενωσιακό Δίκαιο αυτό θα μπορούσε να διακριθεί σε *τρία επίπεδα*:

- Επίπεδο 1: Οδηγίες ή κανονισμοί μέσω συναπόφασης του ΕυΚοινβ και του Συμβουλίου
- Επίπεδο 2: Οδηγίες ή κανονισμοί που εκδίδονται απευθείας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Commission Européenne) και εξειδικεύουν τις νομοθετικές πράξεις του επιπέδου 1. Οι Εθνικές Εποπτικές Αρχές σχηματίζουν ένα “Agency” την ESMA (European Securities and Markets Authority) και βοηθούν την Commission στην έκδοση οδηγιών και κανονισμών. Τύποις η λειτουργία της ESMA είναι επικουρική, ωστόσο στην πράξη αυτή διαμορφώνει σχέδια κανονισμών ή οδηγιών τα οποία η Επιτροπή είτε αποδέχεται είτε απορρίπτει.
- Επίπεδο 3: η ESMA δύναται να εκδίδει και *κατευθυντήριες γραμμές* (Guidelines), οι οποίες απευθύνονται στις εθνικές εποπτικές αρχές. Έχουν ισχύ soft law, δηλαδή μη εξαναγκάστου δικαίου, ισχύει ωστόσο η αρχή *comply and explain*.

4. ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ LEHMAN BROTHERS

Η χρεοκοπία του επενδυτικού κολοσσού Lehman Brothers το 2008 αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα γεγονότα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, που κλονίζει τις αγορές. Οι επιπτώσεις της πτώσης της επενδυτικής τράπεζας έφτασαν και την Ελλάδα, όταν ιδιώτες που είχαν επενδύσει σε ομόλογα της Lehman έφεραν αγωγές εναντίον των πιστωτικών ιδρυμάτων που τους τα είχαν προτείνει. Η σημαντικότερες υποθέσεις είναι οι εξής:

- Η πρώτη αφορά την περίπτωση ενός ναυτικού, ο οποίος είχε επενδύσει στα εν λόγω ομόλογα. Το πιστωτικό ίδρυμα το οποίο του τα πρότεινε και από το οποίο τα αγόρασε τον είχε ενημερώσει για τους κινδύνους των επενδύσεων σε ομόλογα και για το ρίσκο πτώχευσης του εκδότη. Εντούτοις, το δικαστήριο έκρινε ότι λόγω της έλλειψης του μορφωτικού επιπέδου του πελάτη και της αδυναμίας του να αντιληφθεί τους κινδύνους που ανελάμβανε, έχρηζε προστασίας παρά την ενημέρωση.
- Η δεύτερη απόφαση αναφέρεται σε έναν υπάλληλο του ΟΠΑΠ, όπου το δικαστήριο έκρινε ότι δεν τίθεται ζήτημα ευθύνης του πιστωτικού ιδρύματος διότι υπήρχε ο απαιτούμενος έλεγχος και η ενημέρωση, καθώς και η αντίληψη του κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ

1. ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ (Αρθρ. 2 § 10 Ν.3606/2007)

Πολυμερές σύστημα που τελεί υπό την διαχείριση διαχειριστή (π.χ. Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.) επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση περισσότερων συμφερόντων τρίτων για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, εντός συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, καταλήγοντας στη σύναψη σύμβασης σχετική με χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση και η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας με βάση τις διατάξεις του ΣΤ΄Κεφαλαίου.

Τα στοιχεία λοιπόν της οργανωμένης αγοράς είναι:

- i. Πολυμερές Σύστημα
- ii. Ύπαρξη διαχειριστή
- iii. Συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης
- iv. Περιορισμός προσώπων που δικαιούνται πρόσβαση σε αυτή (μόνο μέλη)
- v. Ύπαρξη αναγκαστικών κανόνων ρύθμισης της αγοράς
- vi. Σύναψη συμβάσεων τυποποιημένης μορφής
- vii. Αδειοδότηση από Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Οργανωμένες Αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα

- Χρηματιστήριο Αθηνών – Διαχειριστής Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (EXAE)
- Ηλεκτρονικής Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) – Διαχειριστής Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ)

2. ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΑΓΟΡΩΝ

Λειτουργία που επιτελεί η αγορά

- i. Πρωτογενής Αγορά: όταν τίθεται για πρώτη φορά σε κυκλοφορία μία μετοχή, είτε λόγω δημόσιας προσφοράς (IPO⁴) είτε λόγω αύξησης κεφαλαίου.
- ii. Δευτερογενής Αγορά: όταν μία μετοχή διαπραγματεύεται μετά την πρώτη κυκλοφορία της.

Χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται

- i. Χρηματαγορά: διαπραγμάτευση μέσων χρηματαγοράς
- ii. Κεφαλαιαγορά: διαπραγμάτευση μετοχών ή ομολόγων
- iii. Αγορά Παραγώγων: διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών παραγώγων

Τρόπος Οργάνωσης Αγοράς

- i. Οργανωμένες Αγορές
- ii. Εναλλακτικοί Πολυμερείς Μηχανισμοί (ΠΜΔ και Συστηματικός Εσωτερικοποιητής)
- iii. Μη-οργανωμένες Αγορές (OTC⁵)

3. ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Οποιαδήποτε είδους συναλλαγή στα πλαίσια οργανωμένων αγορών θα πρέπει να γίνεται μέσω μελών αυτής (Brokers) που συνήθως έχουν την μορφή ΑΕΠΕΥ⁶ ή Πιστωτικών Ιδρυμάτων⁷ στα πλαίσια του Universal Banking System. Οι λόγοι πίσω από την απαγόρευση ευθείας διενέργειας συναλλαγών σε οργανωμένες αγορές είναι δύο.

Ο πρώτος έγκειται στη προστασία του επενδυτή. Για να γίνει κάποιος πελάτης ΑΕΠΕΥ περνάει ενδελεχή έλεγχο ώστε να διασφαλιστεί η φερεγγυότητά του. Με το τρόπο αυτό η ΑΕΠΕΥ δύναται να παρέχει πληροφορίες στον επενδυτή της, ώστε να τον προστατέψει, αλλά και ο επενδυτής παρέχει πληροφορίες στην ΑΕΠΕΥ ώστε να προστατευθεί ή ίδια. Ο δεύτερος λόγος συνίσταται στην διασφάλιση της διαφάνειας, της ομαλής λειτουργίας της αγοράς ώστε να εξαληφθεί το συστημικό ρίσκο και

⁴ Initial Public Offering, η αρχική δημόσια προσφορά

⁵ Over-the-counter

⁶ Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

⁷ Ο νόμος δεν απαριθμεί συγκεκριμένες μορφές εταιριών που μπορούν να γίνουν μέλη. Αντιθέτως, ορίζει συγκεκριμένες προϋποθέσεις τις οποίες μπορεί να τηρεί οποιοδήποτε είδος.

φυσικά το ρίσκο του αντισυμβαλλόμενου (το counter-party risk) που αποτελεί και τον λόγο για τον οποίο προτιμούνται οι οργανωμένες αγορές από τις αγορές OTC.

4. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

- i. Επενδυτικές υπηρεσίες: αυτές οι οποίες παρέχονται σε τρίτους από ΑΕΠΕΥ
- ii. Επενδυτική δραστηριότητα: γίνεται από την ίδια την ΑΕΠΕΥ ή το Πιστωτικό Ίδρυμα για λογαριασμό των ιδίων (proprietary trading), χωρίς ωστόσο να αποτελεί υπηρεσία.
- iii. Παρεπόμενες υπηρεσίες: παρέχονται λόγω και εξ αφορμής των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών (π.χ. δάνειο margin account). Δεν είναι ωστόσο δυνατή η παροχή αποκλειστικά παρεπόμενων υπηρεσιών, απαιτείται τουλάχιστον μία επενδυτική υπηρεσία

5. ΠΟΛΥΜΕΡΕΙΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ

Πρόκειται για όρο, ο οποίος προσιδιάζει ιδιαίτερα στην οργανωμένη αγορά διαφέρουν ωστόσο σε συγκεκριμένα καίρια σημεία. Κατ' αρχάς οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) αποτελούν κατηγορία επενδυτικών υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν οι ΕΠΕΥ. Οι ΠΜΔ αποτελούν *άυλα συστήματα συναλλαγών*, που διέπεται από κανόνες, *όχι απαραίτητα δεσμευτικού χαρακτήρα*. Στην Ελλάδα ο μοναδικός ΠΜΔ είναι η *ΕΝΑ*, η Εναλλακτική Αγορά, την οποία διαχειρίζεται η ΕΧΑΕ. Τα βασικά στοιχεία των ΠΜΔ είναι:

- Αποτελεί πολυμερές σύστημα (κοινό στοιχείο με τις οργανωμένες αγορές).
- Διαχειρίζεται από ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα. Αυτή αποτελεί και την σημαντικότερη διαφορά από τις οργανωμένες αγορές
- Συνάπτονται συμβάσεις εντός του συστήματος βάσει κανόνων που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια (κοινό στοιχείο με τις οργανωμένες αγορές).
- Καταλήγει στη σύναψη συμβάσεων (κοινό στοιχείο με τις οργανωμένες αγορές).

6. ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΠΟΙΗΣΗ

Ως συστηματικός εσωτερικοποιητής (systematic internaliser) ορίζεται στο Αρθρ. 2 παρ. 4 η ΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα που συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ. Η μείζων διαφορά ανάμεσα στη συστηματική εσωτερικοποιητής και την οργανωμένη αγορά ή τον ΠΜΔ είναι ότι οι συναλλαγές γίνονται εκτός οργανωμένης αγοράς. Τα κριτήρια για το κατά πόσον μία ΕΠΕΥ ή ένα πιστωτικό ίδρυμα συναλλάσσονται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά ορίζονται στον Κανονισμό 1287/2006/ΕΚ της Επιτροπής.

Στις μη ρυθμιζόμενες αγορές (OTC) οι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών συναλλάσσονται είτε για ίδιο λογαριασμό, είτε για λογαριασμό πελατών τους σε

τιμές που διαμορφώνονται με βάση την προσφορά και την ζήτηση. Φυσικά δεν υπόκεινται στις υποχρεώσεις διαφάνειας που χαρακτηρίζουν τις οργανωμένες αγορές, ούτε στους κανόνες που τις διέπουν. Η μόνη υποχρέωση των ΕΠΕΥ ή των πιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ σε συναλλαγές μετοχών που είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά είναι να δημοσιοποιούν κατ' ελάχιστον τον όγκο και την τιμή των συναλλαγών τους καθώς και το χρονικό σημείο κατάρτισής τους (Αρθρ. 54 Ν.3606/2007).

Στην ουσία οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές, αντί να καταφεύγουν συνεχώς στις οργανωμένες αγορές, φέρνουν σε επαφή την προσφορά και την ζήτηση ταιριάζοντας στο εσωτερικό τους αντίθετες εντολές πελατών τους. Π.χ. αν ένας πελάτης μίας ΕΠΕΥ θέλει να πουλήσει 100 μετοχές της Alpha Bank και αντίστοιχα κάποιος άλλος πελάτης θέλει να αγοράσει 100 μετοχές η ΕΠΕΥ δεν θα καταφύγει στο ΧΑ, την οργανωμένη αγορά όπου διαπραγματεύονται οι μετοχές, αλλά θα ταιριάζει και θα εκτελέσει τις δύο εντολές εσωτερικά. Ο δεύτερος πελάτης λοιπόν θα βρεθεί με τις μετοχές του πρώτου και ο πρώτος με τα χρήματα του δεύτερου.

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Προβλέπεται στον Ν. 1969/1991 (όπως ισχύει). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕπΚεφ) είναι η ελληνική εποπτική αρχή που εποπτεύει τις οργανωμένες αγορές στην ελληνική επικράτεια. Πέραν της εποπτείας των αγορών είναι υπεύθυνη για την αδειοδότηση των μελών των αγορών αυτών. Παράλληλα, εποπτεύει και τις Εισηγμένες Α.Ε., των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χ.Α.

Ζήτημα δημιουργείται με την εποπτεία των εισηγμένων πιστωτικών ιδρυμάτων. Η αρχή υπεύθυνη για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ). Έτσι δημιουργείται ζήτημα διπλής αρμοδιότητας των εποπτικών αρχών. Κατ' αρχήν τις επενδυτικές υπηρεσίες των πιστωτικών ιδρυμάτων τις εποπτεύει η ΤτΕ κυρίως και σε μικρότερο βαθμό η ΕπΚεφ.

ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Υπάρχουν ορισμένες διατάξεις οι οποίες εφαρμόζονται αφενός σε κάθε επενδυτή ανεξαρτήτως της κατηγορίας στην οποία των εντάσσει η ΕΠΕΥ του και αφετέρου σε κάθε επενδυτική υπηρεσία. Συστηματικά οι διατάξεις αυτές θα μπορούσαν να ενταχθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Διατάξεις για την κατηγοριοποίηση των επενδυτών
- Διατάξεις για την αποφυγή και τον εντοπισμό συγκρούσεων συμφερόντων
- Διατάξεις που καθιερώνουν υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς

2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Όπως αναφέρεται και παραπάνω ο Ν.3606/2007 διακρίνει τους επενδυτές σε τρεις κατηγορίες:

- Επαγγελματίες επενδυτές: ως επαγγελματίας επενδυτής κατά τον ορισμό του Αρθρ. 2 παρ. 7 ορίζεται εκείνος που διαθέτει (ι) πείρα, (ιι) γνώσεις και (ιιι) εξειδίκευση ώστε να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται. Ο ορισμός εξειδικεύεται περαιτέρω στο Άρθρ. 6 του Ν.3606/2007 και αναγνωρίζονται τέσσερις κατηγορίες επαγγελματιών επενδυτών:
 - i. Επιχειρήσεις του χώρου: σε αυτές ανήκουν τα πιστωτικά ιδρύματα, η ΕΠΕΥ και ΑΕΠΕΥ, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΑΕΕΧ κλπ.
 - ii. Μεγάλες επιχειρήσεις: οι επιχειρήσεις εκείνες που ανεξαρτήτως χώρου στον οποίο δραστηριοποιούνται πληρούν δύο από τα εξής στοιχεία σύνολο ισολογισμού 20.000.000 €, καθαρό κύκλο εργασιών 40.000.000 €, ή ίδια κεφάλαια 2.000.000 €.
 - iii. Κυβερνήσεις και Διεθνείς Φορείς: συμπεριλαμβανομένων των κεντρικών τραπεζών, του ΔΝΤ, της ΕΚΤ και της World Bank, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.
 - iv. Άλλοι θεσμικοί επενδυτές: των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των οντοτήτων που έχουν σκοπό την τιτλοποίηση ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές αλλαγές.

Οι επαγγελματίες επενδυτές, μπορούν ύστερα από αίτηση τους να αντιμετωπίζονται από την ΕΠΕυ τους ως ιδιώτες επενδυτές. Η ΕΠΕΥ οφείλει να ενημερώνει ότι ο εκάστοτε επενδυτής θεωρείται επαγγελματίας πελάτης καθώς και ότι μπορεί να ζητήσει την αλλαγή των όρων της σύμβασης του. Ωστόσο, όπως είναι φυσικό ο πελάτης έχει το βάρος να ζητήσει υψηλότερο επίπεδο προστασίας.

Δυνατή είναι και η αντίστροφη περίπτωση, δηλαδή ένας ιδιώτης πελάτης που δεν εμπίπτει στις ειδικές περιπτώσεις του Αρθρ. 6 να αντιμετωπίζεται ως επαγγελματίας διότι διαθέτει την απαιτούμενη πείρα, γνώση και εξειδίκευση ώστε να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους και να εμπίπτει στον γενικό ορισμό του Αρθρ. 2 παρ. 7. Τέτοια παραίτηση από την αυξημένη προστασία προβλέπεται στο Αρθρ. 7 και υπόκειται σε πολύ αυστηρές προϋποθέσεις. Η ΕΠΕΥ θα πρέπει να πεισθεί ευλόγως, μετά από κατάλληλη αξιολόγηση (συνήθως μέσω ερωτηματολογίων) της ικανότητας, της πείρας και των γνώσεων του επενδυτή και να λάβει κάθε εύλογο μέτρο, ώστε ο πελάτης να πληροί τουλάχιστον δύο από τα παρακάτω κριτήρια:

- i. Κατά μέσο όρο 10 συναλλαγές επαρκούς όγκου (κρίνεται ανάλογα με την εκάστοτε αγορά) ανά τρίμηνο στη σχετική αγορά στη διάρκεια των τελευταίων 4 τριμήνων.
- ii. Αξία χαρτοφυλακίου 500.000 €.

- iii. Κατέχει ή κατείχε επί 1 έτος τουλάχιστον επαγγελματική θέση στον χρηματοπιστωτικό τομέα.
- Ιδιώτες επενδυτές: στο Αρθρ. 2 παρ. 8 ως ιδιώτες επενδυτές ορίζονται όσοι δεν μπορούν να θεωρηθούν επαγγελματίες επενδυτές.
 - Επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι: πρόκειται για ειδική κατηγορία θεσμικών επενδυτών των οποίων η γνώση και πείρα φτάνουν σε τέτοιο βαθμό ώστε να μην χρήζουν καμίας προστασίας. Περίπτωση επιλέξιμου αντισυμβαλλόμενου αποτελούν (α) οι επαγγελματίες επενδυτές (β) συνταξιοδοτικά ή ασφαλιστικά ταμεία, (γ) οι κυβερνήσεις, (δ) οι υπερεθνικοί οργανισμοί και (ε) οι κεντρικές τράπεζες. Οι διαφορές μεταξύ επαγγελματιών και επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων:
 - Αφορούν μόνο τις επενδυτικές υπηρεσίες εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών, τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, τη λήψη και διαβίβαση εντολών και οποιαδήποτε παρεπόμενη σε αυτές υπηρεσία.
 - Απλούστερη διαδικασία για την ένταξη επενδυτή στην κατηγορία αυτή. Απαιτείται απλώς ρητή επιβεβαίωση από τον πελάτη για την ένταξη του στην κατηγορία αυτή.
 - Για την κατηγορία αυτή επιφυλάσσεται ο χαμηλότερος βαθμός προστασίας.

Η ταξινόμηση των πελατών γίνεται ανάλογα με την εσωτερική πολιτική της εκάστοτε ΕΠΕΥ και πάντοτε σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου. Οι ΕΠΕΥ έχουν διακριτική ευχέρεια για την ταξινόμηση των επενδυτών-πελατών τους. Είναι συχνό το φαινόμενο π.χ. ΕΠΕΥ ή πιστωτικά ιδρύματα να κατατάσσουν όλους ανεξαιρέτως τους πελάτες τους στην κατηγορία των ιδιωτών επενδυτών ώστε να αποφύγουν πιθανή έκθεση σε αγωγές αποζημιώσεως κλπ.

3. ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Οι συγκρούσεις συμφερόντων (conflicts of interest) είναι συχνό φαινόμενο στα πλαίσια της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών είτε ανάμεσα στην ΕΠΕΥ και κάποιον πελάτη, είτε ανάμεσα στους πελάτες μεταξύ τους. Οι συγκρούσεις εμφανίζονται κυρίως στις περιπτώσεις που η ΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα λειτουργεί ως dealer, δηλαδή για ίδιο λογαριασμό και όχι ως broker για λογαριασμό των πελατών της.

Έτσι οι ΕΠΕΥ οφείλουν να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο για τον εντοπισμό, την αποφυγή και τη γνωστοποίηση συγκρούσεων συμφερόντων είτε μεταξύ τους, είτε μεταξύ των πελατών τους (Αρθρ. 12 παρ. 3 και Αρθρ. 13 παρ. 1). Αναγνωρίζοντας όμως ο νομοθέτης ότι παρά την λήψη αυτών των μέτρων δεν είναι πάντοτε δυνατή η πρόληψη των συγκρούσεων καθιερώνει την υποχρέωση γνωστοποίησης με σαφήνεια της γενικής φύσης και της πηγής της συγκρούσεως (Αρθρ. 13 παρ. 2 και Απόφαση ΔΣ ΕπΚεφ 1/452/2007). Δεν θα πρέπει δηλαδή η ΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα να

πουν ακριβώς το πρόβλημα, θα πρέπει ωστόσο να γνωστοποιήσουν την ύπαρξη συγκρούσεως, διότι όσα Chinese walls και να χρησιμοποιούνται, είναι αδύνατο να αποφευχθούν όλα τα conflicts.

Περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων δεν θεωρείται απλώς η δυνατότητα του πάροχου επενδυτικών υπηρεσιών να αποκομίσει κέρδος. Θα πρέπει να υπέχει δυνατότητα αποκόμισης κέρδους εις βάρος του πελάτη της. Θα πρέπει δηλαδή η ΑΕΠΕΥ να έχει άλλο συμφέρον από αυτό του πελάτη της. Παράδειγμα συγκρούσεως των συμφερόντων της ΕΠΕΥ και των πελατών της εμφανίζεται όταν ο πάροχος υπηρεσιών συμβουλεύει μία εταιρία για ένα ομολογιακό δάνειο και παράλληλα προωθεί αυτό το δάνειο στους άλλους πελάτες της.

Στην περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων πελατών αντίστοιχα δεν αρκεί απλώς η δυνατότητα να επωφελείται ένας πελάτης, αλλά θα πρέπει το όφελος αυτό να αποκομίζεται εις βάρος άλλου πελάτη. Απαιτείται δηλαδή και το ενδεχόμενο κέρδος του ενός αλλά και το ενδεχόμενο ζημίας άλλου πελάτη. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η περίπτωση κατά την οποία ένα πιστωτικό ίδρυμα συμβουλεύει παράλληλα δύο ανταγωνιστές για την εξαγορά μίας εταιρίας.

- Υποχρέωση Γνωστοποίησης και τήρησης αρχείου: αν παρά τα μέτρα και τις διαδικασίες που έχουν υιοθετηθεί, το πιστωτικό ίδρυμα δεν διασφαλίζει σε ικανοποιητικό βαθμό την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων των πελατών του, υποχρεούται να γνωστοποιήσει σε αυτούς πριν από την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών τη γενική φύση και τις πηγές της σύγκρουσης. Η γνωστοποίηση γίνεται αφηρημένα, ώστε να δίνεται η δυνατότητα στον πελάτη να λάβει απόφαση αξιολογώντας και την παράμετρο της σύγκρουσης.
Το πιστωτικό ίδρυμα οφείλει να τηρεί αρχείο αναφορικά με συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες, κατά την παροχή των οποίων προέκυψαν συγκρούσεις που συνεπάγονταν ουσιώδη κίνδυνο ζημίας των συμφερόντων ενός ή περισσότερων πελατών.
- Μέτρα για την παρεμπόδιση συναλλαγών καλυπτόμενων προσώπων: καθότι τα καλυπτόμενα πρόσωπα διαθέτουν προνομιακές πληροφορίες, θεσπίζονται ειδικές υποχρεώσεις για αυτά.

Προσωπικό Πεδίο Εφαρμογής: οι προηγούμενες υποχρεώσεις καλύπτουν έναν ιδιαίτερα ευρύ κύκλο προσώπων, τα οποίο προσδιορίζονται εξαντλητικά από τον νομοθέτη. Πρόκειται για το πιστωτικό ίδρυμα, τα καλυπτόμενα πρόσωπα όπως μέλη ΔΣ, διευθυντικά στελέχη, μέτοχοι με πάνω από 5%, υπάλληλοι, αντιπρόσωποι κλπ. (βλ. Σελ 315) και πρόσωπα που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με το πιστωτικό ίδρυμα με σχέση ελέγχου.

Η έννοια του πελάτη περιλαμβάνει τόσο τον υφιστάμενο, όσο και τον δυνητικό πελάτη. Επίσης για τις υποχρεώσεις αυτές δεν έχει σημασία η κατηγορία στην οποία υπάγεται ο πελάτης.

Κριτήρια ανίχνευσης συγκρούσεων: Άρθρο 21 της Αποφ. ΔΣ ΕπΚεφ 2/452/2007

- i. η ΑΕΠΕΥ είναι πιθανό να αποκομίσει οικονομικό όφελος ή να αποφύγει ζημία σε βάρος του πελάτη.
- ii. η ΑΕΠΕΥ έχει ως προς την έκβαση μιας υπηρεσίας που παρέχεται στον πελάτη ή μιας συναλλαγής που πραγματοποιείται για λογαριασμό του διαφορετικό συμφέρον από το συμφέρον του πελάτη.
- iii. η ΑΕΠΕΥ έχει οικονομικό ή άλλο κίνητρο να ευνοήσει τα συμφέροντα άλλου πελάτη σε βάρος των συμφερόντων του πελάτη.
- iv. η ΑΕΠΕΥ ασκεί την ίδια επιχειρηματική δραστηριότητα με τον πελάτη.
- v. η ΑΕΠΕΥ λαμβάνει ή θα λάβει από πρόσωπο διαφορετικό από τον πελάτη αντιπαροχή σχετιζόμενη με υπηρεσία που παρέχεται στον πελάτη, υπό μορφή χρημάτων, αγαθών ή υπηρεσιών, πέραν της συνήθους προμήθειας ή αμοιβής για την παροχή της υπηρεσίας αυτής.

Παραδείγματα Σύγκρουσης Συμφερόντων	
Σύγκρουση μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη	Το πιστωτικό ίδρυμα έχει πληροφόρηση σχετικά με οικονομικές δυσχέρειες εταιρίας και προβαίνει σε συναλλαγές χρηματοπιστωτικών μέσων της εν λόγω εταιρίας.
	Το πιστωτικό ίδρυμα παρέχει συμβουλές σε ομολογιακό δάνειο εταιρίας και παράλληλα προωθεί το εν λόγω δάνειο στους πελάτες της.
Σύγκρουση μεταξύ πελατών του ίδιου πιστωτικού ιδρύματος	Το πιστωτικό ίδρυμα συμβουλεύει δύο ανταγωνίστριες εταιρίες στην εξαγορά μίας ίδιας εταιρίας.
	Το πιστωτικό ίδρυμα διενεργεί έρευνα σχετικά με μία επιχείρηση ή έναν όμιλο, στα οποία παρέχει παράλληλα χρηματοπιστωτικές συμβουλές.

7. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ

Οι κανόνες αυτοί είναι ιδιαίτερα διεξοδικοί και εφαρμόζονται κατά την παροχή όλων των επενδυτικών υπηρεσιών. Η ΕΠΕΥ οφείλει να ενεργεί κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών με *αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό*, ώστε να προωθεί τα συμφέροντα των πελατών της (Άρθρ. 25 και Απόφ. ΔΣ ΕπΚεφ 1/452/2007). Αυτή είναι η γενική υποχρέωση των πάροχων επενδυτικών υπηρεσιών.

Η ΕΠΕΥ θα πρέπει λοιπόν να παρέχει πληροφόρηση στους πελάτες πριν, κατά τη διάρκεια καθώς και μετά τη σύναψη σύμβασης. Η υποχρέωση αυτή καλύπτει και τις διαφημιστικές ανακοινώσεις εκτός αν ορίζεται άλλως. Οφείλουν τα πιστωτικά ιδρύματα πέρα από την πληροφόρηση να συνάπτουν *έγγραφες* συμβάσεις με τους ιδιώτες πελάτες και να τηρούν αρχείο με τα έγγραφα και τις συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ του πελάτη και του πιστωτικού ιδρύματος.

Η διατάξεις για την πληροφόρηση αποτελούν την συντριπτική πλειοψηφία των καθαιρούμενων κανόνων για τις υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς. Σκοπός της πληροφόρησης είναι κατά την § 3 του Αρθρ. 25 να καθίσταται οι επενδυτές ευλόγως σε θέση να κατανοούν την φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας και της συγκεκριμένης κατηγορίας του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις επί τη βάσει αντικειμενικής πληροφόρησης. Για τους λόγους αυτούς η πληροφόρηση πρέπει να είναι κατάλληλη και να παρέχεται σε κατανοητή μορφή.

Η παρεχόμενη πληροφόρηση που πρέπει να είναι σαφής, ακριβής και μη παραπλανητική αφορά:

- Το πιστωτικό ίδρυμα και τις υπηρεσίες του: απευθύνεται στον ιδιώτη πελάτη και αναφέρεται σε γενικής φύσεως στοιχεία όπως τον τρόπο επικοινωνίας του με το πιστωτικό ίδρυμα, τον τρόπο αποστολής και λήψης εντολών και συνοπτική περιγραφή της πολιτικής που ακολουθεί το πιστωτικό ίδρυμα για την αντιμετώπιση συγκρούσεων συμφερόντων.
- Τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποίηση σχετικά με τους κινδύνους των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων: η πληροφόρηση διαφοροποιείται ανάλογα με το αν ο πελάτης είναι επαγγελματίας ή ιδιώτης. Το ίδρυμα πρέπει να παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τυχόν κατοχή εκ μέρους του μέσων ή κεφαλαίων πελατών
- Τους τόπους εκτέλεσης των εντολών
- Το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις: ο νόμος εστιάζει στο συνολικό κόστος και όχι μόνο την αμοιβή που καταβάλλεται στο ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα.

Σχετικά με της διαφημιστικές ανακοινώσεις προβλέπονται ειδικές ρυθμίσεις οι οποίες πρέπει, όπως και η παρεχόμενη πληροφόρηση να είναι σαφείς, ακριβείς και μη παραπλανητικές.

Ο νομοθέτης προτάσσει την έγγραφη παροχή της πληροφόρησης, η οποία πρέπει να γίνεται σε εύθετο χρόνο.

8. ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΣΥΜΒΑΤΟΤΗΤΑΣ

Οι έλεγχοι αυτοί οφείλουν να διενεργούνται πριν από την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών. Ο έλεγχος καταλληλότητας (Αρθρ. 25 παρ. 4) διενεργείται πριν την παροχή υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή παροχής επενδυτικής συμβουλής, ενώ ο έλεγχος συμβατότητας (Αρθρ. 25 παρ. 5) γίνεται σε περίπτωση παροχής όλων των υπόλοιπων επενδυτικών υπηρεσιών.

Ο έλεγχος καταλληλότητας περιλαμβάνει:

- i. Διάγνωση των γνώσεων και της εμπειρίας του πελάτη είτε όσον αφορά το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο είτε γενικά σχετικό με τον τομέα.
- ii. Παροχή πληροφοριών σχετικά με την χρηματοοικονομική κατάσταση του πελάτη και την πηγή των εισοδημάτων του.
- iii. Εξερεύνηση των στόχων του πελάτη καθώς του επενδυτικού προφίλ του και του κινδύνου που θέλει να αναλάβει.

Ζητούμενο του ελέγχου συμβατότητας είναι κατά πόσον, η σχεδιαζόμενη να παρασχεθεί επιμέρους επενδυτική υπηρεσία ή επιμέρους χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλη για τον πελάτη, καθώς και αν ο πελάτης έχει την απαιτούμενη πείρα, ώστε να είναι σε θέση να κατανοεί τους κινδύνους που ενέχουν.

Στα πλαίσια του ελέγχου συμβατότητας το πιστωτικό ίδρυμα έχει δύο υποχρεώσεις προειδοποίησης του πελάτη του. Η πρώτη υπάρχει αν το πιστωτικό ίδρυμα διαγνώσει πώς η συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία ή το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο είναι ακατάλληλα για τον πελάτη. Η δεύτερη υπάρχει όταν ο πελάτης δεν παράσχει καθόλου ή δεν παράσχει επαρκείς πληροφορίες, το πιστωτικό ίδρυμα οφείλει να τον προειδοποιήσει ότι δεν είναι σε θέση να κρίνει κατά πόσο η επενδυτική υπηρεσία ή το χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα για αυτόν.

Τα συμπεράσματα που μπορούν να συναχθούν από την ρύθμιση αυτή είναι δύο. Αφενός η υποχρέωση και η ευθύνη του πιστωτικού ιδρύματος εξαντλούνται στην γνωστοποίηση της προβλεπόμενης προειδοποίησης στη δύο παραπάνω περιπτώσεις. Αφετέρου συνάγεται ότι επαφίεται στην διακριτική ευχέρεια του πελάτη η λήψη της τελικής επενδυτικής απόφασης και η ανάληψη του κινδύνου που συνδέεται με την εκάστοτε υπηρεσία ή χρηματοπιστωτικό μέσο.

Πρόβλεψη περί των ως άνω προειδοποιήσεων δεν υπάρχει στον έλεγχο καταλληλότητας. Στη μεν διαχείριση του χαρτοφυλακίου το πιστωτικό ίδρυμα ενεργεί κατά τη διακριτική του ευχέρεια με βάση την εντολή του πελάτη, ενώ η επενδυτική συμβουλή προϋποθέτει εκ της φύσεώς της την αναζήτηση εκ μέρους του πελάτη του κατάλληλου χρηματοπιστωτικού μέσου. Επομένως δεν τίθεται θέμα ευθύνη του πιστωτικού ιδρύματος.

Ωστόσο στην περίπτωση μη παροχής των ζητούμενων πληροφοριών εκ μέρους του πελάτη ορίζεται ότι το πιστωτικό ίδρυμα δεν προβαίνει στην διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ή την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Αυτό που δεν ορίζεται είναι αν υπάρχει η ίδια υποχρέωση και στην περίπτωση παροχής ανεπαρκών πληροφοριών εκ μέρους του πελάτη.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Οι υπηρεσίες που παρέχει μία ΑΕΠΕΥ διακρίνονται σε υπηρεσίες *επενδυτικές* και *παρεπόμενες* (εννοείται παρεπόμενες ως προς τις επενδυτικές- πχ χορήγηση πίστωσης για αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων). Μια ακόμη βασική διάκριση είναι αυτή

μεταξύ επενδυτικών υπηρεσιών (παροχή υπηρεσιών από την ΑΕΠΕΥ σε πελάτη) και επενδυτικών δραστηριοτήτων (δραστηριότητα της ΑΕΠΕΥ για ίδιο λογαριασμό).

Οι βασικές επενδυτικές υπηρεσίες προβλέπονται στο Αρθρ. 4 Ν. 3606/2007 και είναι:

1. Λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

Περιέχει 2 σκέλη:

- i. τη λήψη εντολής
- ii. τη διαβίβασή της προς εκτέλεση.

Αφορά σε συναλλαγές σε οποιαδήποτε χρηματοπιστωτικά μέσα ανεξαρτήτως είδους. Η εκτέλεση της εντολής μπορεί να γίνεται είτε από το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα (εφόσον έχει αδειοδοτηθεί προς αυτό) είτε από τρίτο πρόσωπο.⁸ Πρόκειται για σύμβαση εντολής και ταυτόχρονα για μια ατελή συναλλαγή, καθώς ολοκληρώνει τον κύκλο της με τη διαβίβαση της εντολής προς εκτέλεση σε μέλος της οργανωμένης αγοράς και όχι με την ίδια την εκτέλεση. Έτσι η επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολής δεν έχει αυτοτέλεια και το πιστωτικό ίδρυμα ενεργεί ως *μεσίτης*. Το πιστωτικό ίδρυμα προς τα έξω ενεργεί ως αντιπρόσωπος του επενδυτή. Η επενδυτική αυτή υπηρεσία παρέχεται είτε από ΑΕΕΔ⁹ που δεν είναι μέλη μίας οργανωμένης αγοράς, είτε από ΑΕΠΕΥ που δεν έχουν πρόσβαση σε συγκεκριμένες αγορές π.χ. του εξωτερικού και διαβιβάζουν την εντολή σε άλλες που έχουν πρόσβαση, με τις οποίες συνεργάζονται.

2. Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών

Συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων. Προϋποθέτει το ότι το πιστωτικό ίδρυμα είναι μέλος της οργανωμένης αγοράς. Περιλαμβάνει περισσότερες δικαιοπραξίες (εντολή πελάτη που διαβιβάστηκε προς εκτέλεση στο μέλος της οργανωμένης αγοράς - υποσχετική δικαιοπραξία και αγορά ή πώληση μετοχών - εκποιητική δικαιοπραξία) Αυτός που εκτελεί τη συναλλαγή την εκτελεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό του πελάτη (*σύμβαση παραγγελίας*- καλείται συχνά σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, αν και ο όρος είναι μάλλον αδόκιμος). Ισχύουν οι διατάξεις για την εντολή και συμπληρωματικά για την σύμβαση έργου. Εφόσον οι αγορασθέντες τίτλοι παραμένουν στα χέρια του πιστωτικού ιδρύματος εφαρμόζονται οι διατάξεις της παρακαταθήκης.

Για να επέλθει το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα απαιτούνται 4 επιμέρους πράξεις:

- i. Η εντολή αγοράς ή πώλησης εκ μέρους του πελάτη, την οποία αποδέχεται το πιστωτικό ίδρυμα.

⁸ Αυτό συμβαίνει είτε όταν η ΑΕΕΔ δεν είναι μέλος οργανωμένης αγοράς, είτε όταν μία ΑΕΠΕΥ ή ένα πιστωτικό ίδρυμα δεν είναι μέλος μίας συγκεκριμένης αγοράς, όπου διαπραγματεύεται το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο. Στις περιπτώσεις αυτές, η εκτέλεση γίνεται με συνεργασία με άλλη ΑΕΠΕΥ.

⁹ Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης

- ii. Η κατάρτιση της υποσχετικής δικαιοπραξίας με τον αντισυμβαλλόμενο στο όνομα του πιστωτικού ιδρύματος, αλλά για λογαριασμό του πελάτη.
- iii. Η εκτέλεση εκ μέρους του πιστωτικού ιδρύματος της υποσχετικής δικαιοπραξίας προς τον αντισυμβαλλόμενο και η εκ μέρους του μεταβίβαση των μετοχών ή του τιμήματος.
- iv. Και η μεταβίβαση των τίτλων ή του τιμήματος από το πιστωτικό ίδρυμα στον πελάτη.

Ιδιαιτερότητες συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα σε σχέση με τυπικές συναλλαγές επί αξιογράφων:

- Προϋποτίθεται το πιστωτικό ίδρυμα να είναι μέλος της εκάστοτε οργανωμένης αγοράς. Αντίστοιχα και ο αντισυμβαλλόμενος θα είναι μέλος της οργανωμένης αγοράς.
- Η κατάρτιση των υποσχετικών συμβάσεων και η εκτέλεση των υποχρεώσεων εκτελούνται σε πολυμερή βάση, βάσει ειδικών κανόνων της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς.
- Εκτέλεση (διακανονισμός) των αναληφθησών υποχρεώσεων πρέπει να συντελεσθεί εντός τριών ημερών **T+3** από την κατάρτιση της συναλλαγής, σε ότι αφορά τις κινητές αξίες εκτός των ομολόγων. Αυτό ωστόσο δεν σημαίνει ότι η μεταβίβαση από το πιστωτικό ίδρυμα στον πελάτη θα πρέπει να γίνει στην ίδια προθεσμία.
- Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί άυλων μετοχών γίνεται από την ΕΧΑΕ, μετά την απορρόφηση του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ) και του Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), στο οποίο καταχωρούνται οι άυλες μετοχές και παρακολουθούνται οι μεταβιβάσεις επ αυτών μέσω των Λογαριασμών Αξιών των επενδυτών. Η καταχώριση αξιών στα αρχεία της ΕΧΑΕ γίνεται απευθείας στο όνομα του επενδυτή, χωρίς οι μετοχές να περνάνε πρώτα από το πιστωτικό ίδρυμα.

Υποχρέωση Βέλτιστης Εκτέλεσης Εντολών

Η εκτέλεση των εντολών θα πρέπει να είναι η βέλτιστη δυνατή (Αρθρ. 27). Οι ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβάνοντας υπόψη:

- i. την τιμή
- ii. το κόστος
- iii. την ταχύτητα
- iv. την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού
- v. τον όγκο
- vi. τη φύση και
- vii. οποιονδήποτε άλλον παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής (π.χ. τόπο εκτέλεσης αν η μετοχή διαπραγματεύεται σε πολλές αγορές, βλ. ΕΤΕ)

Ειδικά σε ότι αφορά ιδιώτες πελάτες σημασία έχει το συνολικό τίμημα, δηλαδή η τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, καθώς και κάθε άλλο κόστος που εμπεριέχεται

στη συναλλαγή. Επίσης προβλέπεται η παροχή πληροφόρησης για την πολιτική εκτέλεση εντολών που ακολουθεί το πιστωτικό σύστημα.

Για τους επαγγελματίες πελάτες, το πιστωτικό ίδρυμα λαμβάνει υπόψιν τα χαρακτηριστικά του πελάτη της για τον προσδιορισμό των επιμέρους βαρών που θα αποδώσει στους παραπάνω παράγοντες.

Κύριο εργαλείο για την επίτευξη της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών αποτελεί ή εφαρμογή από τα πιστωτικά ιδρύματα *πολιτικής εκτέλεσης εντολών*, η οποία τους επιτρέπει να επιτυγχάνουν την βέλτιστη αυτή εκτέλεση.

Σε περίπτωση που υπάρχουν συγκεκριμένες οδηγίες του πελάτη, η ΑΕΠΕΥ εκτελεί την εντολή σύμφωνα με αυτές τις οδηγίες. Με λίγα λόγια, δεν πρόκειται για απλή εκτέλεση μιας εντολής (σεβασμός στο περιεχόμενο της εντολής του πελάτη) αλλά για εκτέλεσή της με τον καλύτερο τρόπο για τον πελάτη και με στόχο το βέλτιστο αποτέλεσμα.

Ο χρόνος (trading) είναι $t+3$, θα πρέπει δηλαδή εντός τριών ημερών από την λήψη της εντολής, οι τίτλοι να βρίσκονται στον λογαριασμό του πελάτη. Η στιγμή που εισέρχονται στον λογαριασμό του πελάτη ονομάζεται *στιγμή εκκαθάρισης και διακανονισμού*.

Κανόνες Εκτέλεσης Εντολών

Εκτός από την υποχρέωση βέλτιστης εκπλήρωσης τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να υπακούουν και σε 3 ακόμη κανόνες κατά την εκτέλεση εντολών, έναν πρώτο γενικό έναν δεύτερο που αφορά τις εντολές με όριο και σε έναν τρίτο που αφορά την υποχρέωση ενημέρωσης και επιβεβαίωσης της εκτέλεσης

Ο γενικός κανόνας αφορά την υποχρέωση του πιστωτικού ιδρύματος να εξασφαλίζει την *έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση* των εντολών των πελατών του σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών του ή με τα συμφέροντα του ίδιου του πιστωτικού ιδρύματος. Έτσι σε συγκρίσιμες εντολές ισχύει ο κανόνας της *χρονικής προτεραιότητας*. Επιπλέον ο νόμος απαγορεύει την αθέμιτη χρήση πληροφοριών περί εκκρεμών εντολών τόσο από τα πιστωτικά ιδρύματα, όσο και από τα καλυπτόμενα πρόσωπα.

Ο δεύτερος κανόνας αφορά τις *εντολές με όριο για μετοχές* και όχι για άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Εντολή με όριο (limit order) είναι εκείνη με την οποία έχει συμφωνηθεί ορισμένη τιμή αγοράς ή πώλησης έχει καθοριστεί ανώτατο ή κατώτατο όριο αντίστοιχα. Αν λοιπόν μία τέτοια εντολή δεν μπορεί να εκτελεστεί άμεσα με βάση τις συνθήκες της αγοράς, το πιστωτικό ίδρυμα οφείλει να διευκολύνει την εκτέλεση της εντολής ανακοινώνοντας αμέσως δημόσια την εντολή με τρόπο προσιτό στους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Η υποχρέωση αυτή θεωρείται ότι εκπληρώνεται αν η εντολή διαβιβαστεί σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ. Εξάιρεση για την ενημέρωση υπάρχει σχετικά με μεγάλες εντολές σε σχέση με το κανονικό μέγεθος της αγοράς για τη συγκεκριμένη μετοχή.

Τέλος το πιστωτικό ίδρυμα μετά την εκτέλεση της εντολής οφείλει να ενημερώσει και να αποστείλει ειδοποίηση για την επιβεβαίωση της εντολής.

Σύγκριση Λήψης και Διαβίβασης Εντολών με Εκτέλεση Εντολών

- η πρώτη εξαντλείται στην διαβίβαση της εντολής, ενώ η δεύτερη προχωρά και στην εκτέλεσή της.
- Στην εκτέλεση εντολών λόγω της φύσης της ισχύουν επιπρόσθετοι κανόνες, προς διασφάλιση των επενδυτών.
- Η εκτέλεση εντολών έχει αυτοτέλεια, πράγμα που ελλείπει από την λήψη και διαβίβαση εντολών.

3. Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό

Πρόκειται για επενδυτική δραστηριότητα και όχι επενδυτική υπηρεσία. Η ΑΕΠΕΥ προβαίνει σε συναλλαγές με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα για ίδιο λογαριασμό. Η άσκηση της δραστηριότητας αυτής δεν απευθύνεται σε πελάτες και δεν δημιουργεί υποχρεώσεις για το πιστωτικό ίδρυμα, παρά μόνο έμμεσα στο βαθμό που δημιουργούνται συγκρούσεις συμφερόντων.

Σκοπός της δραστηριότητας αυτή είναι η αποκόμιση *κέρδους* και την παροχή *ρευστότητας στην αγορά*. Το γεγονός ότι εξ ορισμού η ΑΕΠΕΥ έχει άριστη γνώση της αγοράς, της επιτρέπει να καταρτίζει επικερδείς συναλλαγές. Από την άλλη, είναι εμφανής ο κίνδυνος σύγκρουσης συμφερόντων. Ενδέχεται δηλαδή τα πιστωτικά ιδρύματα να προβαίνουν στη διαχείριση χαρτοφυλακίων και την παροχή επενδυτικών συμβουλών με τέτοιο τρόπο ώστε να αντίστοιχη στην πολιτική και την στρατηγική επενδύσεών τους για ίδιο λογαριασμό.

Έτσι προκειμένου να διασφαλιστεί η *έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση* των εντολών των πελατών του σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών ή με τα συμφέροντα του ίδιου του πιστωτικού ιδρύματος προβλέπονται τα εξής:

- Η ομαδοποίηση εντολών επιτρέπεται υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, μεταξύ των οποίων και η θέσπιση και εφαρμογή πολιτικής, ώστε να πραγματοποιείται ο δίκαιος επιμερισμός ομαδοποιημένων εντολών.
- Όταν ομαδοποιείται μία εντολή και εκτελείται εν μέρει ο επιμερισμός γίνεται με βάση την παραπάνω εντολή.
- Όταν ομαδοποιείται εντολή πελάτη με συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και αυτή εκτελείται εν μέρει, θα πρέπει κατά τον επιμερισμό να δίνεται προτεραιότητα στην εντολή του πελάτη.

Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό διακρίνεται τόσο από την *εκτέλεση εντολών* για λογαριασμό πελατών όσο και από την *συστηματική εσωτερικοποίηση*, στην οποία συναλλάσσεται για ίδιο λογαριασμό, ωστόσο εκτελεί εντολές πελατών του και οι συναλλαγές γίνονται εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ.

4. Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Συνίσταται στη διαχείριση έναντι αμοιβής κατά τη *διακριτική ευχέρεια* της ΑΕΠΕΥ χαρτοφυλακίων πελατών της στο πλαίσιο εντολής τους. Η σύμβαση διαχείρισης

χαρτοφυλακίου (portfolio management) είναι σύμβαση παροχής ανεξαρτήτων υπηρεσιών με έντονο εμπιστευτικό χαρακτήρα.

Τα χαρτοφυλάκια μπορούν να περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ο επενδυτής συνάπτει σύμβαση με την ΑΕΠΕΥ, με την οποία της αναθέτει τη διαχείριση είτε του ήδη υπάρχοντος χαρτοφυλακίου του είτε ενός ορισμένου χρηματικού ποσού. Το σημαντικό στοιχείο της υπηρεσίας αυτή είναι ότι η ΑΕΠΕΥ διαθέτει διακριτική ευχέρεια στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Η ΑΕΠΕΥ αμείβεται μέσω προμηθειών (στις συναλλαγές, τα κεφάλαια υπό διαχείριση ή τα κέρδη) και προβλέπεται περαιτέρω πληροφόρηση του πελάτη σχετικά με την επίδοση και τα συστατικά του χαρτοφυλακίου.

Υπάρχουν διάφορα είδη συμβάσεων διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ανάλογα με το αν έχει συμφωνηθεί ότι το πιστωτικό ίδρυμα έχει δικαίωμα να λαμβάνει μόνο του επενδυτικές αποφάσεις, τις οποίες και θα εκτελεί, ή αν θα απαιτείται ειδική εντολή ή συμφωνία του πελάτη προς τούτο. Το στοιχείο αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία τόσο για την ευθύνη της ΑΕΠΕΥ, όσο και για την διάκριση της διαχείρισης από την εκτέλεση εντολών, καθώς και την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

Υποχρεώσεις του πιστωτικού ιδρύματος:

- Υιοθέτηση κατάλληλης μεθόδου αξιολόγησης και σύγκρισης βασισμένη στους εκάστοτε επενδυτικούς στόχους του πελάτη και τα είδη των χρηματοπιστωτικών μέσων του χαρτοφυλακίου, ώστε να αξιολογείται η απόδοση του χαρτοφυλακίου
- Παροχή πληροφόρησης στον πελάτη σχετικά με κινδύνους κλπ.
- Περιοδική ενημέρωση σε εξαμηνιαία βάση αναφορικά με την διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.
- Λήψη κάθε ευλόγου μέτρου για την επίτευξη του καλύτερου αποτελέσματος όταν το πιστωτικό ίδρυμα δίνει εντολές σε τρίτους για λογαριασμό των πελατών τους. Οι παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω σχετικά με την βέλτιστη εκτέλεση εντολών λαμβάνονται υπόψιν και εδώ.

5. Παροχή Επενδυτικών Συμβουλών¹⁰

Η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών έχει ως αντικείμενο την παροχή προσωπικών συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεως του είτε με πρωτοβουλία του πιστωτικού ιδρύματος σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα. Πρόκειται για παροχή εξατομικευμένης σύστασης προς έναν υφιστάμενο ή δυνητικό επενδυτή, η δε σύσταση αυτή παρουσιάζεται ως κατάλληλη για το πρόσωπο. Η συμβουλή είναι μη-δεσμευτική.

Πέραν των γενικών υποχρεώσεων δεν προβλέπονται άλλες σχετικά με την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

Διάκριση Επενδυτικής Συμβουλής και Διαχείρισης Χαρτοφυλακίων

¹⁰ Παλαιότερα αποτελούσε παρεπόμενη υπηρεσία, ενώ με την Οδηγία 93/22/ΕΚ συμπεριλήφθηκε στις επενδυτικές υπηρεσίες.

Οι δύο επενδυτικές υπηρεσίες παρουσιάζουν καταρχάς ορισμένες ομοιότητες. Και οι δύο αποσκοπούν στην παροχή βοήθειας στον πελάτη με επαγγελματικό τρόπο και σύμφωνα με το προφίλ του ως επενδυτή. Αντίστοιχα και για τις δύο διενεργείται έλεγχος καταλληλότητας.

Η κύρια διαφορά των δύο επενδυτικών υπηρεσιών έγκειται στο ότι στην μεν επενδυτική συμβουλή η τελική επενδυτική απόφαση λαμβάνεται από τον επενδυτή, ο οποίος μπορεί να λάβει ή όχι υπόψη του την επενδυτική συμβουλή, στη δε διαχείριση ο διαχειριστής είναι εκείνος που αποφασίζει και εκτελεί τις συναλλαγές κατά τη διακριτική του ευχέρεια και σύμφωνα με την εντολή του πελάτη του.

Επιπλέον η επενδυτική συμβουλή αφορά συνήθως τη λήψη συγκεκριμένων επιμέρους επενδυτικών αποφάσεων, ενώ η διαχείριση χαρτοφυλακίου έχει ένα γενικότερο και σφαιρικότερο χαρακτήρα, καθώς αφορά συνολικά το χαρτοφυλάκιο του πελάτη.

6. Αναδοχή Χρηματοπιστωτικών Μέσων ή Τοποθέτηση με Δέσμευση Ανάλυσης

Σε περίπτωση που πρόκειται να εκδοθούν νέα χρηματοπιστωτικά μέσα, ιδίως μετοχές ή ομολογίες, με σκοπό να διατεθούν στο ευρύ κοινό, η ελληνική νομοθεσία (Ν. 3401/2005) επιβάλλει την διάθεσή τους με την διαμεσολάβηση *αναδόχου ή συμβούλου* (underwriter), δηλαδή ΕΠΕΥ ή πιστωτικών ιδρυμάτων. Διαμεσολάβηση αναδόχου απαιτείται όταν πρόκειται να *εισαχθούν* νέα ή ήδη υφιστάμενα χρηματοπιστωτικά μέσα στο ΧΑ, με ή χωρίς δημόσια προσφορά. Τέλος η διαμεσολάβηση αναδόχου απαιτείται και όταν πρόκειται να διενεργηθεί εντός ή εκτός ΧΑ *εκποίηση* ήδη υφιστάμενων κινητών αξιών με δημόσια προσφορά.

- Ως *Σύμβουλος* ορίζεται¹¹ το πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που έχει άδεια παροχής της υπηρεσίας αναδοχής χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάλυσης και παρέχει κάθε είδους συμβουλευτικές υπηρεσίες ως προς την εν γένει διαδικασία της δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής στο ΧΑ, και το οποίο αναγράφεται ως τέτοιο στο ενημερωτικό δελτίο
- Ως *Ανάδοχος* ορίζεται επίσης το πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που παρέχει εκτός των ως άνω υπηρεσιών και εκείνη της τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάλυσης.

Η διαμεσολάβηση του αναδόχου ή συμβούλου (εφεξής όταν χρησιμοποιούμε τον όρο «ανάδοχος» εννοείται και ο σύμβουλος) συνίσταται κυρίως στην ανάλυση του κινδύνου μη-κάλυψης από το επενδυτικό κοινό όλων των προσφερόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων. Πρόκειται για ένα είδος *εγγυητικής ή ασφαλιστικής* λειτουργίας, η οποία προσδίδει κύρος και αξιοπιστία στην έκδοση.

Περαιτέρω ιδιαίτερα σημαντική είναι η υποχρεωτική σύμπραξη του αναδόχου στην κατάρτιση του *ενημερωτικού δελτίου* (prospectus), η δημοσίευσή του οποίου απαιτείται τόσο για δημόσια προσφορά, όσο και για την εισαγωγή κινητών αξιών για

¹¹ Απόφαση ΔΣ ΕπΚεφ 3/460/10.01.2008 *Κανονισμός Αναδοχών*, ο οποίος αφορά κυρίως κοινοπρακτικές αναδοχές (consortium underwriting).

διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Η σύμπραξη αυτή αποσκοπεί στη διασφάλιση της πληρότητας και ασφάλειας των πληροφοριών που περιέχονται σε αυτό.

Ανάλυση Περιπτώσεων στις Οποίες Απαιτείται η Διαμεσολάβηση Αναδόχου

- Δημόσια Προσφορά: απαιτείται όταν ΑΕ, προκειμένου να διαθέσει τις νεοεκδιδόμενες ομολογίες ή μετοχές της, είτε επί ιδρύσεως, είτε επί αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου προσφεύγει στις διατάξεις για την δημόσια προσφορά.

Οι λόγοι διαμεσολάβησης είναι τόσο πραγματικοί, όπως η οργάνωση (υποκαταστήματα) και οι διασυνδέσεις του αναδόχου που θα επιτρέψουν την απορρόφηση των αξιών, καθώς και οι συμβουλές του σχετικά με τον χρόνο και την τιμή προσφοράς, όσο και νομικοί οι οποίοι εξαρτώνται από το συμφωνημένο είδος αναδοχής (βλ. παρακάτω).

- Εισαγωγή Κινητών Αξιών προς Διαπραγμάτευση: διαμεσολάβηση απαιτείται σε κάθε περίπτωση εισαγωγής αξιών σε οργανωμένη αγορά. Κάθε ΑΕ εφόσον πληροί τους όρους της χρηματιστηριακής νομοθεσίας μπορεί να εισάγει τις μετοχές ή τις ομολογίες της σε οργανωμένη αγορά.

Ο λόγος διαμεσολάβησης αναδόχου δεν έγκειται απλώς στην οργάνωση του αναδόχου, αλλά κυρίως στην εξασφάλιση του επενδυτικού κοινού. Η διαμεσολάβηση ενός αμερόληπτου τρίτου, καθώς και η παράλληλη ευθύνη σε περίπτωση ανακρίβειών εγγυάται την ακρίβεια και πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου.

- Διάθεση Ήδη Υφιστάμενων Μετοχών ή Ομολογιών: διαμεσολάβηση απαιτείται τέλος όταν πρόκειται να διατεθούν στο κοινό (και άρα όχι σε προκαθορισμένα άτομα) με δημόσια εγγραφή (εκποίηση) ήδη υφιστάμενες μετοχές ή ομολογίες από μέτοχο ή ομολογιούχο εισηγμένες ή μη στο ΧΑ

Είδη Συμβάσεων Αναδοχής

Το περιεχόμενο της σύμβασης αναδοχής ποικίλλει ανάλογα με το αν ο ανάδοχος αναλαμβάνει τον κίνδυνο μη διάθεσης των κινητών αξιών ή αν ο κίνδυνος αυτός παραμένει στην εκδότρια εταιρία.

- i. Παραγγελιοδοχική Αναδοχή (Best Efforts Underwriting): η ανάδοχος τράπεζα απλώς διευκολύνει τη διάθεση των νέων τίτλων μέσω των υποκαταστημάτων της ενεργώντας ως άμεσος ή έμμεσος αντιπρόσωπος. Δεν αναλαμβάνει τον κίνδυνο μη διάθεσης και δεν έχει καμία δέσμευση ανάληψης.
- ii. Εγγυημένη Αναδοχή (Stand-by Underwriting)¹²: ο ανάδοχος ενεργεί ως πληρεξούσιος της εκδότριας εταιρίας και αναλαμβάνει έναντι της την υποχρέωση να καλύψει όσους τίτλους μείνουν τελικά αδιάθετοι. Και στην

¹² Άλλως «αναδοχή αναμονής» ή old-fashioned underwriting.

περίπτωση αυτή η κάλυψη των τίτλων είναι εξασφαλισμένη, ενώ το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί μετά να πωλήσει του αδιάθετους τίτλους.

- iii. Σταθερή Αναδοχή (Firm Commitment): ο ανάδοχος αγοράζει τους τίτλους από την εταιρία και στη συνέχεια τους πωλεί στο επενδυτικό κοινό, οπότε η κάλυψη του κεφαλαίου ή του ομολογιακού δανείου είναι εξασφαλισμένη, αφού τον κίνδυνο μη απορρόφησης των τίτλων τον φέρει ο ανάδοχος.

Οι εταιρίες που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου πρέπει να συμμορφώνονται με τον *Κανονισμό Αναδοχών* (Απόφαση ΔΣ ΕπΚεφ 3/460/10.01.2008)

Σχέση Εκδότριας Εταιρίας –Αναδόχου

Δεδομένου ότι το ελληνικό δίκαιο δεν περιέχει ειδικές ρυθμίσεις για κανένα από τα τρία ειδικότερα είδη αναδοχής, και αναγνωρίζει ρητά την εγγυημένη αναδοχή η ανάπτυξη θα περιοριστεί σε αυτή.

Η σύμβαση εγγυημένης αναδοχής είναι *σύμβαση έργου με στοιχεία εντολής*. Προς τα έξω το πιστωτικό ίδρυμα δρα ως αντιπρόσωπος της εκδότριας (*σχέση πρακτορείας*).

Επί δημόσιας προσφοράς δύο είναι οι κύριες υποχρεώσεις που προκύπτουν από τη σύμβαση αναδοχής. Η πρώτη είναι η *υποχρέωση διαμεσολάβησης*, ώστε να καταστεί δυνατή η διάθεση όλων των τίτλων. Συναφείς με την υποχρέωση αυτή είναι και οι παρεπόμενες υποχρεώσεις πρόσκληση προς το κοινό (που γίνεται από τον ανάδοχο και όχι την εκδότρια), οργάνωσης της διαδικασίας εγγραφής κλπ. Συναφής υποχρέωση είναι η *σύνταξη και δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου*, το οποίο περιέχει τα κατά νόμον στοιχεία. Το ενημερωτικό δελτίο αποτελεί το σπουδαιότερο μέσο πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού σχετικά με τη δημόσια προσφορά. Το ενημερωτικό δελτίο υπογράφεται άλλωστε υποχρεωτικά και από τον ανάδοχο.

Η δεύτερη κύρια υποχρέωση συνίσταται στην ανάληψη από την τράπεζα των αδιάθετων μετοχών. Ο κίνδυνος και το κόστος της υποχρέωσης αυτής είναι μεγάλος. Βέβαια το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να διαθέσει τις μετοχές αυτές αργότερα είτε με ιδιωτική τοποθέτηση, είτε με πρόσκληση στο κοινό ακόμη και σε τιμή υψηλότερη από την τιμή έκδοσης.

Σχέση Αναδόχου – Εγγραφόμενων

Δεδομένου ότι η ανάδοχος εταιρία λειτουργεί ως αντιπρόσωπος της εκδότριας, τόσο οι δηλώσεις βουλήσεως των εγγραφόμενων, με τις οποίες καταρτίζεται σύμβαση ανάληψης μετοχών όσο και η καταβολή των εισφορών και η παράδοση των τίτλων γίνονται από και προς τον ανάδοχο. Το πιστωτικό δεν υπέχει υποχρέωσης συμβουλών και διαφώτισης των εγγραφόμενων, οι οποίοι δεν είναι πελάτες του.

Σε περίπτωση σταθερής αναδοχής ο ανάδοχος γράφεται σε όλους τους τίτλους και στη συνέχεια προσφέρει τις μετοχές σε όσους έχουν δηλώσει συμμετοχή στο νέο κεφάλαιο.

Ευθύνη Αναδόχου

Η σύμπραξη του αναδόχου στην εισαγωγή ή τη διάθεση των κινητών αξιών επιφέρει επιπλέον υποχρεώσεις και ευθύνες. Η δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, το οποίο πρέπει να έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αποτελεί προϋπόθεση εισαγωγής των κινητών αξιών στον χρηματιστήριο, υποχρεωτικό δε περιεχόμενό του είναι η τιμή διάθεσης των αξιών, οποία καθορίζεται από τον ανάδοχο. Ο ανάδοχος είναι ο *πυλωρός* (gatekeeper).

Στο ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνονται δηλώσεις προσώπων που φέρουν την ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο, που βεβαιώνουν ότι καθόσον γνωρίζουν ι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι *αληθείς* και *δεν υπάρχουν παραλείψεις* που να αλλοιώνουν το περιεχόμενό του.

Τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο κατά το Αρθρ. 6 Ν.3401/2005 ευθύνονται εις ολόκληρον έναντι αυτών που απέκτησαν κινητές αξίες μέσα στους πρώτους 12 μήνες από τη δημοσίευση του δελτίου για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν λόγω υπαιτιότητας υπευθύνου προσώπου ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου.

Ο ανάδοχος και τα ευθυνόμενα πρόσωπα φέρουν το βάρος απόδειξης της ελλείψεως πταίσματος (*due diligence defense*). Ο ζημιωθείς οφείλει να αποδείξει την ζημία που υπέστη, καθώς και τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της ζημίας και του πταίσματος του αναδόχου. Οι αξιώσεις για αποζημίωση παραγράφονται μετά πάροδο 3 ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου. Όπως ρητά προβλέπεται στην § 5 του Αρθρ. 25 Ν.3401/2005 για την αστική ευθύνη των υπευθύνων προσώπων δεν περιορίζουν ούτε επηρεάζουν την ευθύνη των ιδίων προσώπων έναντι των επενδυτών ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου.

7. ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ

Παραβίαση των ως άνω γενικών και ειδικών ανά επενδυτική υπηρεσία υποχρεώσεων αφενός επισύρουν διοικητικές κυρώσεις εις βάρος του πιστωτικού ιδρύματος και αφετέρου δημιουργεί υποχρέωση αποζημίωσης σε βάρος του πιστωτικού ιδρύματος. Υποχρέωση αποζημίωσης μπορεί να στοιχειοθετηθεί και στην περίπτωση μη τήρησης των οδηγιών του πελάτη είτε στο πλαίσιο εκτέλεσης εντολών είτε στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Σημασία επίσης έχει και το Αρθρ. 8 του Ν. 2251/1994 σχετικά με την προστασία του καταναλωτή το οποίο καθιερώνει ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες. Σημαντικό ρόλο για την ευθύνη του αναδόχου παίζει η γνώση στάση του επενδυτή, όπως π.χ. η γνώση των κινδύνων, η αποδοχή αυτών καθώς και η έκταση της επέμβασής του κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών.

Ειδικά για τη διαχείριση χαρτοφυλακίων, είναι δυσχερής η στοιχειοθέτηση πταίσματος, καθότι σε περίπτωση πρόκλησης ζημίας από επιλεγέν χρηματοπιστωτικό μέσο, απαιτείται η ζημία να ήταν προβλέψιμη απί έναν έμπειρο διαχειριστή, στοιχείο το οποίο ωστόσο είναι εξαιρετικά ρευστό.

8. ΦΥΛΑΞΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Παλαιότερα η φύλαξη χρημάτων και πολύτιμων μετάλλων ανήκαν στις βασικές τραπεζικές εργασίες. Πλέον σημασία έχει ιδίως η φύλαξη αξιογράφων¹³ ή άλλων τίτλων. Το αν στις υποχρεώσεις που αναλαμβάνει το πιστωτικό ίδρυμα είναι και η διαχείριση τίτλων είναι θέμα συμφωνίας των μερών. Το σύνηθες είναι το πιστ. Ίδρυμα να αναλαμβάνει και την διαχείρισή τους. Βέβαια μετά την αποϋλοποίηση των τίτλων, ο συνδυασμός των δύο υποχρεώσεων έχει χάσει πλέον την αξία του.

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία θα πρέπει να διακρίνεται ο συνδυασμός της φύλαξης και της *απλής διαχείρισης* τίτλων, δυνάμει τις οποίας το πιστωτικό ίδρυμα φυλάσσει και εκτελεί εντολές επ' αυτών και της *διαχείρισης χαρτοφυλακίου* όπου δεν συμπεριλαμβάνεται η φύλαξη και έχει ως περιεχόμενο τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Το ελληνικό δίκαιο, σε αντίθεση με άλλα, δεν έχει ειδικές διατάξεις σχετικά με την φύλαξη και ως εκ τούτου θα εφαρμοσθούν γενικές διατάξεις. Εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα αναλαμβάνει απλώς τη φύλαξη εφαρμόζονται οι διατάξεις περί *παρακαταθήκης*.¹⁴ Αν δεν έχει συμφωνηθεί εγγράφως το πιστωτικό ίδρυμα δεν δικαιούται να διαθέσει τους τίτλους (Αρθρ. 830 § 2 ΑΚ), οι δε δανειστές δεν μπορούν να επιληφθούν των παρακατεθιμένων τίτλων. Αν ωστόσο ο πελάτης έχει δώσει στο πιστωτικό ίδρυμα το δικαίωμα διάθεσης των τίτλων εφαρμόζονται οι διατάξεις για τη *ανώμαλη παρακαταθήκη*.

Η αναφερόμενη στον Ν.3601/2007 και τον Ν.3606/2007 δεν είναι απλή σύμβαση παρακαταθήκης, διότι συνδυάζεται με πρόσθετη συμφωνία απλής διαχείρισης τίτλων. Πρόκειται για *μεικτή σύμβαση*, ως προς την οποία ισχύουν πέρα από της διατάξεις της παρακαταθήκης, οι διατάξεις για την εντολή, και ενδεχομένως τη σύμβαση έργου ή και τη σύμβαση ανεξαρτήτων υπηρεσιών.

Πράξεις απλής διαχείρισης είναι π.χ. η άσκηση δικαιώματος ψήφου ή προτιμήσεως, η ανάληψη νέων μετοχών, η είσπραξη τοκομεριδίων αλλά και η πώληση τίτλων κατόπιν εντολής του πελάτη, ή αντίστροφα η αγορά και φύλαξη νέων μετοχών.

¹³ Η σύμβαση φύλαξης θα πρέπει να διακρίνεται από την εκμίσθωση θυρίδας, που αποτελεί τραπεζική εργασία.

¹⁴ Κατά την κρατούσα άποψη πρόκειται για *re* καταρτιζόμενη σύμβαση.

ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

Το κομβικό στοιχείο που οδήγησε την Ανώνυμη Εταιρία στο να γίνει η επικρατέστερη μορφή εταιρίας είναι το περιορισμένο της ευθύνης των μετόχων, όπως ορίζεται στο Αρθρ. 1 Ν.2190/1920. Οι μέτοχοι δεν ευθύνονται με την προσωπική τους περιουσία για τις υποχρεώσεις της εταιρίας. Με το τρόπο αυτό η τιμή των μετοχών των ΑΕ είναι *ενιαία* και καθορίζεται από παράγοντες κοινούς για όλες τις μετοχές, ανεξάρτητα από το πρόσωπο του κατόχου τους. Η διαμόρφωση ενιαίας τιμής για όλες της μετοχές της ίδιας κατηγορίας επιτρέπει στις κεφαλαιαγορές να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και επιτρέπει τον ευδιάκριτο επηρεασμό της τιμής από τα αποτελέσματα και τις προοπτικές της εταιρίας.

Το Δίκαιο της ΑΕ και το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς τέμνονται σε κάποιο βαθμό στο ζήτημα της ρύθμισης της *Εισηγμένης ΑΕ*, δηλαδή της ανώνυμης εταιρίας με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά. Από τις ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με την εισηγμένη ΑΕ άλλες μπορούν συστηματικό να ενταχθούν στο Δίκαιο της ΑΕ και άλλες στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Όλες όμως έχουν ως κοινό δικαιοπολιτικό πόλο την προστασία του *μετόχου-επενδυτή*, ώστε η ένταξη μίας ρύθμισης στο ένα ή στο άλλο δίκαιο να μην είναι πάντοτε ευχερής.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΧΑ

1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Κατά την παραδοσιακή άποψη το χρηματιστήριο αποτελεί την *ειδικευμένη, συνεχώς λειτουργώσα και ελεύθερα προσιτή αγορά δημόσιας διαμόρφωσης τιμών*, όπου λαμβάνουν χώρα *τυποποιημένες συναλλαγές, σε τυποποιημένα προϊόντα, από ορισμένα πρόσωπα* τα οποία δύνανται να ενεργούν, είτε για δικό τους λογαριασμό είτε για λογαριασμό τρίτων.

Ειδικότερα στο Χρηματιστήριο Αξιών, λαμβάνουν χώρα συναλλαγές μεταξύ πωλητών και αγοραστών κινητών αξιών. Ο μέτοχος μίας εταιρία επιδιώκει την εκποίηση των μετοχών του με τους καλύτερους δυνατούς όρους. Έτσι το αντίτιμο που καταβάλλει ο αγοραστή δεν προορίζεται για την εκδότρια εταιρία, αλλά τον μέτοχο της, τον πωλητή. Για αυτό και το χρηματιστήριο θεωρείται *δευτερογενής αγορά*, καθότι λαμβάνουν χώρα μετά το στάδιο της συγκέντρωσης του κεφαλαίου από τους αρχικούς μετόχους.

Αντίθετα, κυριολεκτική αγορά κεφαλαίου έχουμε στην *πρωτογενή αγορά*, όπου οι συναλλαγές γίνονται εκτός χρηματιστηρίου με τη βοήθεια επαγγελματιών που αναλαμβάνουν τη συγκέντρωση του κεφαλαίου από φορείς προσφοράς. Στην πρωτογενή αγορά συναντάται η εκδότρια με τους επενδυτές-υποψηφίους μετόχους της. Από την άλλη η δευτερογενής αγορά διευκολύνει τις συναλλαγές μετοχών που έχουν ήδη εκδοθεί κατά την πρωτογενή διαδικασία άντλησης κεφαλαίων. Έτσι η τιμή διαπραγμάτευσης μίας μετοχής στη δευτερογενή αγορά διαμορφώνει και

συγκαθορίζει την τιμή των μετοχών που εκδίδονται στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς.

Ο σημαντικότερος λόγος για τον οποίο μία ΑΕ επιλέγει να εισαγάγει μετοχές της σε χρηματιστήριο είναι η άντληση κεφαλαίων από το κοινό

2. ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Το Χρηματιστήριο αποτελεί μία *οργανωμένη αγορά* με την τεχνική έννοια του όρου, στην οποία συναντώνται και τα 7 χαρακτηριστικά των οργανωμένων αγορών, όπως αναφέρονται παραπάνω.

Παραδοσιακά η αγορά ήταν συνδεδεμένη με στοιχεία *τοπικού χαρακτήρα*, όπως η υποδομή του και ο χώρος συνεδριάσεων (το παραδοσιακό *κάγκελο* στη Σοφοκλέους). Επιπλέον παραδοσιακά τα χρηματιστήρια αποτελούσαν *μονοπώλιο*. Η αντίληψη αυτή εγκαταλείφτηκε με την Οδηγία 2004/39/EK. Πλέον οποιοσδήποτε μπορεί να δημιουργήσει οργανωμένη αγορά, εφόσον φυσικά *αδειοδοτηθεί* από την ΕπΚεφ. Επιπλέον το τοπικό στοιχείο έχει εγκαταλειφτεί υπέρ ενός *λειτουργικού στοιχείου*, το οποίο συνίσταται στη διαδικασία συνάντησης των της προσφοράς και της ζήτησης με τον τύπο και τη μορφή που επιτρέπουν οι οικείοι κανόνες. Τέλος ο όρος *Χρηματιστήριο* έχει εγκαταλειφτεί για τον όρο *Διαχειριστή Αγοράς*.

Η Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (EXAE) αποτελεί το φορέα διαχείρισης των οργανωμένων αγορών:

- i. Αγορά Αξιών
- ii. Αγορά Παραγώγων
- iii. Αγορά Repos

Βασικότετη προϋπόθεση λειτουργίας οργανωμένης αγοράς είναι η κατάρτιση Κανονισμού Λειτουργίας με τον οποίο ρυθμίζονται, μεταξύ άλλων, θέματα σχετικά με τους κανόνες διαπραγμάτευσης καθώς και κανόνες για την αναστολή και διαγραφή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Τέτοιο Κανονισμό έχει και το ΧΑ.

3. ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Μία οργανωμένη αγορά είναι δυνατόν να διαθέτει κανόνες που ρυθμίζουν την πρόσβαση σε αυτή, αλλά να λειτουργεί εκτός χρηματιστηρίου, να μην αποτελεί δηλαδή οργανωμένη *χρηματιστηριακή* αγορά.

Παράδειγμα τέτοιας είναι η ΗΔΑΤ, της οποίας διαχειριστής είναι η ΤτΕ, όπου διενεργούνται συναλλαγές σε άυλους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, «μέσω τηλεματικών κυκλωμάτων από συμμετέχοντες φορείς». Έτσι, η ΗΔΑΤ παρότι ηλεκτρονική αγορά δεν στερείται κανόνων, ωραρίου, και ωραρίου λειτουργίας.

Διεθνώς χαρακτηριστικό παράδειγμα οργανωμένης εξωχρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί ο NASDAQ.¹⁵ Η αφορά αυτή δεν διαθέτει φυσικό χώρο συναλλαγών, ούτε υποβάλλεται σε αυστηρούς κανόνες λειτουργίας οργάνωσης και πρόσβασης. Οι συναλλαγές διενεργούνται με τη χρήση ηλεκτρονικού και τηλεφωνικού δικτύου από επαγγελματίες (*securities firms*). Βέβαια η αποσύνδεση από φυσικό χώρο της ΗΔΑΤ

¹⁵ National Association for Securities Dealers Automated Quotation

και του NASDAQ δεν φτάνει σε τέτοιο βαθμό, ώστε να θεωρείται μη οργανωμένη αγορά διότι συνεχίζει να διέπεται από κανόνες, έστω και αν είναι ηπιότεροι ή ελαστικότεροι.

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΑ

Η εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών (Listing) διέπεται από τους Ν. 3371/2005 και Ν. 3401/2005. Οι διατάξεις των νόμων αυτών εφαρμόζονται σε συνδυασμό με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και με τις Αποφάσεις τις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αθηνών, που έχουν εκδοθεί κατ' εξουσιοδότηση των ως άνω νόμων.

Πλέον οι διατάξεις των νόμων σχετικά με την εισαγωγή περιορίζονται στις βασικότερες, ενώ ο όγκος των ρυθμίσεων εντοπίζεται στον Κανονισμό του ΧΑ.

Είδη Εισαγωγής προβλεπόμενα στον Κανονισμό

- Πρωτογενής Εισαγωγή: αν εισάγονται για πρώτη φορά στο ΧΑ
- Δευτερογενής Εισαγωγή: αν διαπραγματεύονται ήδη σε άλλη οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ
- Παράλληλη Εισαγωγή: ταυτόχρονη αίτηση εισαγωγής στο ΧΑ και σε άλλη οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ
- Έμμεση Εισαγωγή: όταν η εισαγωγή μετοχών μη εισηγμένης στο ΧΑ συντελείται με πράξη άλλη εισηγμένης, όπως π.χ. στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω συγχώνευσης με απορρόφηση, αναδοχής κλάδου, η απόκτηση μη εισηγμένης με μετατροπή ομολογιών κλπ.

1. ΑΠΟΦΑΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Τα βασικά σημεία της εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά περιγράφονται στο Αρθρ. 2 Ν. 3371/2005 και στις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού του ΧΑ. Το πρώτο το οποίο απαιτείται για την εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά είναι *Απόφαση του οικείου χρηματιστηρίου*. Αν και δεν ορίζεται στον νόμο το διαχειριστικό και εκπροσωπευτικό όργανο του διαχειριστή είναι αρμόδιο για την λήψη της απόφασης αυτής, εν προκειμένω το ΔΣ της ΕΧΑΕ.

Για την εισαγωγή η εκδότρια εταιρία υποβάλλει αίτηση στο χρηματιστήριο. Παράλληλα με την αίτηση υποβάλλεται και αίτηση στην ΕπΚεφ για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και για την χορήγηση άδειας διενέργειας δημόσια εγγραφής, εφόσον αυτή απαιτείται.¹⁶

Προϋποθέσεις για την Λήψη της Απόφασης Εισαγωγής

- Πλήρωση ελάχιστων προϋποθέσεων εισαγωγής (Αρθρ. 3-10 Ν. 3371/2005)
- Πλήρωση όρων και προϋποθέσεων Ενότητας 3 του Κανονισμού του ΧΑ

¹⁶ Παρότι ο νόμος αναφέρει την δημόσια εγγραφή τέτοια, μετά την τροποποίηση του Αρθρ. 8^α του Ν. 2190/1920 δεν προβλέπεται πλέον και η ΕπΚεφ εγκρίνει μόνο το ενημερωτικό δελτίο.

iii. Να έχει εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο κατά της διατάξεις του Ν. 3401/2005.

Μετά την υποβολή της αίτησης η διαδικασία της απόφασης ακολουθεί τρία διακριτά στάδια. Κατά το πρώτο στάδιο το ΧΑ διαπιστώνει τη συνδρομή όλων των νομίμων προϋποθέσεων εισαγωγής και ενημερώνει σχετικώς την ΕπΚεφ, ώστε να προχωρήσει στην έγκριση του ενημερωτικού δελτίου. Στο δεύτερο στάδιο η ΕπΚεφ εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο. Στο τρίτο στάδιο το ΧΑ αποφασίζει επί της αιτήσεως, *αποφαινόμενο οριστικά* για την συνδρομή των προϋποθέσεων. Η οριστική απόφαση πρέπει να ληφθεί εντός ενός μηνός από την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου.

Ειδικά για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών του ΧΑ ο Κανονισμός προβλέπει τρία στάδια που αφορούν αποκλειστικά τη διαδικασία εισαγωγής όπως εξελίσσεται εντός του Χρηματιστηρίου. Αυτά είναι (i) η αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής, (ii) έγκρισης της εισαγωγής στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και (iii) έναρξη διαπραγμάτευσης εντός 15 ημερών από τη έγκρισης εισαγωγής στο ΧΑ.

Το ΧΑ έχει *διακριτική ευχέρεια* να απόρριψη την αίτηση ακόμη και εάν πληρούνται οι προϋποθέσεις του νόμου εφόσον θεωρεί ότι *δεν διασφαλίζεται η ορθή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς ή τα συμφέροντα των επενδυτών*. Επιπλέον, οι αιτήσεις απορρίπτονται αν δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις του νόμου και οι *ad hoc* που τυχόν έχει θέσει το ΧΑ. Για την απόρριψη το ΧΑ ενημερώνει την αιτούσα, τον Κύριο Ανάδοχο και την ΕπΚεφ. Η εταιρία δύναται εντός 10 ημερών από τη γνωστοποίηση της απόρριψης να ζητήσει την ανάκληση της απορριπτικής απόφασης εκθέτοντας λόγους που θεμελιώνουν το αίτημά της.

Το ΧΑ *οφείλει* να απορρίψει την αίτηση εισαγωγής αν δεν εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο. Η απόφαση αυτή ανακαλείται μόνο εφόσον ακυρωθεί ή ανακληθεί η απορριπτική απόφαση της ΕπΚεφ. Η απόφαση της ΕπΚεφ, προσβάλλεται με αίτηση ακύρωση στο Διοικητικό Εφετείο, εντός 60 ημερών από την κοινοποίησή της. Κατά της απόφασης του Εφετείου προβλέπεται δυνατότητα έφεσης στο ΣτΕ.

2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ

Μέχρι το 2011 προβλεπόταν η εισαγωγή των μετοχών ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση τους στην κατηγορία της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (Large Cap) ή της Μικρής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (Mid & Small Cap). Πλέον δεν ισχύει η διάκριση αυτή και όλες οι κινητές αξίες εισάγονται σε μία Γενική Κατηγορία Διαπραγμάτευση Κινητών Αξιών, την *Κύρια Αγορά*. Ειδικές Αγορές προβλέπονται για τα Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (ΣΧΠ), του Τίτλου Σταθερού Εισοδήματος (Fixed Income Securities) και τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETF). Τα κριτήρια εισαγωγής στην κύρια αγορά είναι ενιαία για όλες τις εκδότριες, ενώ επιπλέον προϋποθέσεις προβλέπονται για τις ασφαλιστικές, τις κατασκευαστικές και τις εταιρίες εμπορίας αυτοκινήτων.

Μετά την εισαγωγή τους οι Εταιρίες μπορούν να εισαχθούν στην Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς, Επιτήρησης ή στην Κατηγορία Διαγραφής.

Στην Κατηγορία Χαμηλής Διασποράς εντάσσονται εάν έχουν ένα από τα ακόλουθα:

- i. Χαμηλή διασπορά μικρότερη του 15% του συνόλου των εισηγμένων μετοχών
- ii. Μείωση του ποσοστού διασποράς κάτω του 10%, η οποία προκύπτει από έκτακτα γεγονότα που ανακοινώνουν οι εταιρίες όπως π.χ. δημόσια πρόταση ή άλλες αποκτήσεις συμμετοχών.

Στην Κατηγορία Επιτήρησης¹⁷ εντάσσονται εάν έχουν ένα από τα ακόλουθα:

- i. Αρνητικά ίδια κεφάλαια
- ii. Ζημίες κατά τη χρήση μεγαλύτερες από 30% των ιδίων κεφαλαίων, χωρίς παράλληλα η εταιρία να έχει δεσμευθεί να προχωρήσει εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος σε συγκεκριμένες ενέργειες, όπως ιδίως η πρόσκληση σε ΓΣ για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, από τις οποίες θα προκύπτει με αιτιολογημένο από τον εκδότη τρόπο, η μη πλήρωση ή άρση του κριτηρίου.
- iii. Σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές
- iv. Κατάθεση αίτησης για υπαγωγή σε προπτωχευτική διαδικασία (διαδικασία εξυγίανσης και διαδικασία ειδικής εκκαθάρισης)
- v. Ανακοίνωση ή εμφάνιση γεγονότων που δημιουργούν σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρίας να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα.
- vi. Σε περιπτώσεις έμμεσης εισαγωγής μη εισηγμένης από τη δημοσιοποίηση της απόφασης της μη πλήρωσης των προϋποθέσεων εισαγωγής, μέχρι τη λήψη της απόφασης για διενέργεια της εταιρικής πράξης που επιφέρει έμμεση εισαγωγή, από το αρμόδιο όργανο, εφόσον δεν απαιτείται άλλη απόφαση εταιρικού οργάνου. Αν μετά την πάροδο του διαστήματος αυτού παραμένει η μη πλήρωση των προϋποθέσεων εισαγωγής οι μετοχές της εταιρίας τίθενται σε αναστολή.
- vii. Οι μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνται σε κλάδους που απαιτούν ειδικές προϋποθέσεις ή ειδικές άδειες μένουν στην κατηγορία επιτήρησης μέχρι την πλήρωση των προϋποθέσεων ή την λήψη της άδειας.
- viii. Μετοχές εταιριών που παραβιάζουν *καθ'υποτροπήν* τις υποχρεώσεις ενημέρωσης.
- ix. Το ίδιο συμβαίνει και σε περίπτωση επαναδιαπραγμάτευσης μετά την άρση αναστολής. Στην τελευταία περίπτωση μένουν υπό επιτήρηση για 1 μήνα και μετά μπαίνουν πάλι στην κατηγορία που θα εντάσσονταν κανονικά.
- x. Μετοχές για τις οποίες η ΕπΚεφ έχει προβεί σε *αρνητικές διατυπώσεις*, όπως (α) ασαφείς ή αρνητικές διατυπώσεις στο πιστοποιητικό του ορκωτού ελεγκτή, (β) έλλειψης στις περιοδικές ή ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και (γ) έλλειψη συμμόρφωσης με την νομοθεσία για την εταιρική διακυβέρνηση.

¹⁷ Στόχος της δημιουργίας της κατηγορίας αυτής είναι η προειδοποίηση του επενδυτικού κοινού ότι η εκδότρια εταιρία αντιμετωπίζει σημαντικά προβλήματα που καθιστούν αναγκαία τη διαφοροποίηση του τρόπου διαπραγμάτευσης της

Στην Κατηγορία προς Διαγραφή υπάγονται όσες έχουν:

- i. Χαμηλά Έσοδα: εάν τα ετήσια συνολικά έσοδα της εταιρίας είναι μικρότερα από 2.000.000 €, οι μετοχές μεταφέρονται προς διαγραφή άμεσα από τη συνεδρίαση της Αγοράς του ΧΑ που έπεται της Απόφασης του ΔΣ του ΧΑ. Αν κατά την ετήσια τακτική αναθεώρηση διαπιστωθεί ότι η εταιρία συνεχίζει να έχει κέρδη μικρότερα των 2.000.000 € οι μετοχές διαγράφονται αμέσως.
- ii. Πολύ Χαμηλή Διασπορά: εάν η διασπορά των μετοχών της εκδότρια είναι μικρότερη του 10% του συνόλου των κοινών μετοχών, η οποία είναι κατανεμημένη σε λιγότερους από 30 μετόχους, οι μετοχές της εκδότριας μεταφέρονται στην κατηγορία προς διαγραφή. Αν το ως άνω κριτήριο παραμένει και μετά την πάροδο δμήνου από τη διαπίστωσή του χορηγείται στη εταιρία δμνηνη προθεσμία άρσης του. Αν και αυτή περάσει άπρακτη οι μετοχές θα διαγράφονται.

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Για την εισαγωγή μετοχών στην αγορά αξιών του ΧΑ απαιτείται η προηγούμενη δημοσίευση και έγκριση ενημερωτικού δελτίου (prospectus). Οι ρυθμίσεις για το ενημερωτικό δελτίο βρίσκονται στον Ν. 3401/2005¹⁸, με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία 2003/71/EK (Prospectus Directive). Η υποχρέωση δημοσίευσης και έγκρισης ενημερωτικού δελτίου απαιτείται για δημόσιες προσφορές κινητών αξιών και για εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση.

Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει πληροφορίες σχετικά με τον εκδότη και τις κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής. Περιλαμβάνει επίσης και *περιληπτικό σημείωμα* διατυπωμένο σε μη τεχνική γλώσσα με συνοπτικό τρόπο, ώστε να περιέχει όλες τις βασικές πληροφορίες στη γλώσσα στην οποία συντάχθηκε αρχικά το ενημερωτικό δελτίο. Το περιληπτικό σημείωμα, μαζί με το ενημερωτικό δελτίο περιέχουν όλες τις βασικές πληροφορίες για τα ουσιώδη στοιχεία των κινητών αξιών, με σκοπό την παροχή βοήθειας στους επενδυτές, όταν αυτοί εξετάζουν αν θα επενδύσουν στις εν λόγω κινητές αξίες. Το ενημερωτικό δελτίο αποτελεί *βασική πηγή* πληροφόρησης για τους επενδυτές και οφείλει να παρέχει *πλήρη πληροφόρηση* τόσο σε σχέση με τον εκδότη όσο και με τις κινητές αξίες.

Το ενημερωτικό δελτίο μπορεί να καταρτίζεται σε ένα ενιαίο έγγραφο, ή σε περισσότερα. Στην δεύτερη περίπτωση πέραν του περιληπτικού σημειώματος (summary), απαιτείται και *έγγραφο αναφοράς* (registration document) που περιέχει τις πληροφορίες για τον εκδότη και *σημείωμα κινητών αξιών* με πληροφορίες για τις κινητές αξίες (security note). Με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η έκδοση μετοχών

¹⁸ Σημαντικές τροποποιήσεις στον νόμο επέφερε ο Ν. 4099/2012 που ενσωμάτωσε την Οδηγία 2010/73/EK. Στόχος των νέων ρυθμίσεων είναι η μείωση του κόστους, η προστασία των επενδυτών και η διασφάλιση της ορθής λειτουργίας των αγορών κινητών αξιών.

από εταιρίες που έχουν ήδη εισηγμένες μετοχές και απλώς διαθέτουν έγγραφο αναφοράς ήδη εγκεκριμένο από την ΕπΚεφ και εκδίδουν νέο σημείωμα κινητών αξιών. Στην περίπτωση αυτή το σημείωμα περιέχει πληροφορίες που κανονικά θα περιλαμβάνονταν στο έγγραφο αναφοράς, εφόσον έχουν επέλθει σημαντικές αλλαγές ή πρόσφατες εξελίξεις από την έγκριση της τελευταίας έκδοσης.

Οι ελάχιστες πληροφορίες που πρέπει να περιέχει το ενημερωτικό δελτίο ορίζονται στον Ν. 3401/2005. Η ΕπΚεφ μπορεί να επιτρέψει να μην περιληφθούν στο ενημερωτικό δελτίο ορισμένες πληροφορίες που προβλέπονται στο Ν. 3401/2005, εφόσον:

- i. Η γνωστοποίηση είναι αντίθετη στο δημόσιο συμφέρον.
- ii. Η γνωστοποίηση βλάπτει σοβαρά τα συμφέροντα της εκδότρια, εφόσον όμως η παράλειψή τους δεν είναι παραπλανητική προς το κοινό σχετικά με γεγονότα που είναι σημαντικά για την αξιολόγηση της εκδότριας ή του προσφέροντος των μετοχών ή του εγγυητή.
- iii. Οι πληροφορίες είναι ήσσονος σημασίας και δεν μπορούν να επηρεάσουν την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και των προοπτικών της εταιρίας, του προσφέροντος ή του εγγυητή.

Το ενημερωτικό δελτίο δημοσιεύεται μόνο μετά την έγκρισή του από την ΕπΚεφ. Η τελευταία οφείλει να κοινοποιήσει την απόφασή της στην αιτούσα εταιρία εντός 10 εργάσιμων ημερών από την αίτηση ή εντός 20 εργάσιμων ημερών αν οι μετοχές της εταιρίας εισάγονται για πρώτη φορά σε διαπραγμάτευση ή αποτελούν για πρώτη φορά αντικείμενο δημόσιας προσφοράς.

Αν ελληνική ΑΕ υποβάλλει προς έγκριση ενημερωτικό δελτίο η ΕπΚεφ δύναται να μεταφέρει την αρμοδιότητά της σε αρμόδια αρχή άλλου κράτους-μέλους μετά από συμφωνία με την αρχή και ύστερα από ενημέρωση της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών¹⁹ (ΕΑΚΑ) και ενημερώνοντας σχετικά την εκδότρια, εντός 3 εργάσιμων ημερών από την ημερομηνία λήξης της απόφασής της.

2. ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΤΟΥ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

Μετά την έγκριση από την ΕπΚεφ το ενημερωτικό δελτίο γίνεται διαθέσιμο στο κοινό το συντομότερο δυνατόν. Ειδικότερα:

- Αν οι μετοχές γίνονται διαθέσιμες με δικαίωμα προτίμησης (right of first refusal), το ενημερωτικό δελτίο γίνεται διαθέσιμο στο ευρύ κοινό το αργότερο μέχρι την τελευταία εργάσιμη μέρα πριν την αποκοπή του δικαιώματος προαίρεσεως.
- Σε περίπτωση που οι μετοχές προσφέρονται με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης και η διάθεση γίνεται με ή χωρίς δημόσια προσφορά το δελτίο καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το αργότερο 3 εργάσιμες μέρες πριν την έναρξη της δημόσιας προσφοράς ή την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση.

¹⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA)

- Στις περιπτώσεις εισαγωγής χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου χωρίς δημόσια προσφορά το δελτίο καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το αργότερο 3 εργάσιμες μέρες πριν την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση.
- Στην περίπτωση δημόσιας προσφοράς μετοχών εταιρίας που εισάγεται για πρώτη φορά προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, ή διαθέτει τις μετοχές της για πρώτη φορά με δημόσια προσφορά το δελτίο καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το αργότερο 6 εργάσιμες μέρες πριν την έναρξη της προσφοράς.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις η δημοσίευση του δελτίου γίνεται εναλλακτικά:

- i. Με καταχώριση σε μία ή περισσότερες εφημερίδες ευρείας ή εθνικής κυκλοφορίας.
- ii. Σε έντυπη μορφή που διατίθεται δωρεάν στα γραφεία της οργανωμένης αγοράς ή της εκδότριας εταιρία και τα γραφεία των αναδόχων ή συμβούλων
- iii. Σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της εκδότριας ή των Αναδόχων ή Συμβούλων εφόσον υπάρχει ρητή αναφορά στην ιστοσελίδα του εκδότη της ανάρτησης στις ιστοσελίδες των αναδόχων.
- iv. Σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της οργανωμένης αγοράς
- v. Σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της ΕπΚεφ.

Η εκδότρια εταιρία οφείλει εφόσον εκείνη ζητά την εισαγωγή των μετοχών να δημοσιεύει *ανακοίνωση* σε τουλάχιστον μία εθνική οικονομική ή πολιτική εφημερίδα σχετικά με τον τρόπο και τον τόπο δημοσίευσης του ενημερωτικού δελτίου. Όταν το δελτίο διατίθεται σε ηλεκτρονική μορφή η εταιρία και η ανάδοχοι οφείλουν αν χορηγούν αντίγραφα του δελτίου σε επενδυτές κατόπιν αιτήσεώς τους.

Η ΕπΚεφ διατηρεί κατάλογο στην ιστοσελίδα της με τα ενημερωτικά δελτία των τελευταίων 12 μηνών.

3. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΙΜΗΣ

Σε περίπτωση εισαγωγής μετοχών προς διαπραγμάτευση στο ΧΑ η αρχική τιμή διαπραγμάτευσης ανακοινώνεται από τον Ανάδοχο ή προσδιορίζεται με την Υπηρεσία του Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών (ΗΒΙΠ). Η ΗΒΙΠ δεν έχει υποχρεωτικά ως αποτέλεσμα την κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών, αλλά τον προσδιορισμό της βέλτιστης τιμής εντός συγκεκριμένου εύρους που προσδιορίζει ο Ανάδοχος ή ο εκδότης. Πρόκειται για μία *ιδιότυπη πλειοδοτική διαδικασία*, προϊόν της οποίας είναι ο προσδιορισμός της βέλτιστης τιμής.

Εάν η τελική τιμή διάθεσης και ο αριθμός των μετοχών δεν μπορεί να συμπεριληφθεί στο ενημερωτικό δελτίο, συμπεριλαμβάνονται τα κριτήρια και οι προϋποθέσεις με τα οποία θα προσδιορισθούν τα παραπάνω καθώς και η ανώτατη τιμή διάθεσης. Αν οι πληροφορίες αυτές δεν συμπεριλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο, ο επενδυτής έχει δικαίωμα να αποσύρει την αίτηση συμμετοχής του εντός δύο εργάσιμων ημερών από τον τελικό καθορισμό της τιμής. Η δυνατότητα απόσυρσης του επενδυτή αναγράφεται ευκρινώς στο ενημερωτικό δελτίο.

4. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΥΘΥΝΗΣ ΑΝΑΔΟΧΟΥ

Τα πρόσωπα που ευθύνονται για το ενημερωτικό δελτίο είναι:

- i. Η εκδότρια εταιρία, ο προσφέρων τις μετοχές σε δημόσια πρόταση, ή όποιος ζητά την εισαγωγή της εταιρίας σε οργανωμένη αγορά αν είναι διαφορετικά πρόσωπα.
- ii. Τα μέλη του ΔΣ της εκδότριας ή των άλλων προσώπων που αναφέρονται παραπάνω
- iii. Το πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο ως Ανάδοχος ή Σύμβουλος
- iv. Και όσα πρόσωπα προσδιορίζονται ρητά στο ενημερωτικό δελτίο ότι ευθύνονται για ορισμένα τμήματά του (βλ. Δικηγόροι)

Τα πρόσωπα που ευθύνονται για το σύνολο ή τμήμα του ενημερωτικού δελτίου θα πρέπει να προσδιορίζονται σε αυτό με σαφήνεια με αναφορά του ονόματός τους και της ιδιότητάς τους και για νομικά πρόσωπα της επωνυμίας και της καταστατικής τους έδρας.

Η συνδρομή της ευθύνης των παραπάνω προσώπων τελεί υπό τις εξής προϋποθέσεις:

- i. Ενημερωτικό Δελτίο: νοείται κάθε ενημερωτικό δελτίο που είναι υποχρεωτικό κατά τον νόμο, δηλαδή κάθε ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφορά ή εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά.
- ii. Απόκτηση Μετοχών: απαιτείται απόκτηση μετοχών τις οποίες αφορά το ενημερωτικό δελτίο από τον επενδυτή που επικαλείται ευθύνη.
- iii. Πλημμέλεια του Ενημερωτικού Δελτίου: πρόκειται για την παράνομη συμπεριφορά,²⁰ η οποία συνίσταται στην έλλειψη ακρίβειας ή πληρότητας του ενημερωτικού δελτίου. Οι δύο όροι δεν αναφέρονται σε ευχερώς διακριτές περιπτώσεις πλημμέλειας. Γενικότερα έλλειψη ακρίβειας ή πληρότητας θεωρείται η *ενιαία, αρνητική αξιολόγηση* του περιεχομένου από την σκοπιά της ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού. Ανεξάρτητα από τον χαρακτηρισμό ως ανακρίβεια ή ατέλεια αρκεί η διαπίστωση μίας εκ των δύο για να πληρωθεί η προϋπόθεση της ευθύ

Ειδικά για το περιληπτικό σημείωμα πλημμέλεια υπάρχει όταν αυτό είναι *παραπλανητικό, ανακριβές, ασυνεπές ή δεν παρέχει, όταν διαβάζεται μαζί με τα άλλα μέρη του ενημερωτικού δελτίου, βασικές πληροφορίες για την επενδυτική απόφαση των επενδυτών*. Δεν περιλαμβάνεται επομένως ως λόγος πλημμέλειας η έλλειψη πληρότητας.

- iv. Υπαιτιότητα: Γίνεται δεκτό ότι αρκεί και *ελαφρά αμέλεια*, ενώ ειδικά για τον Ανάδοχο αρκεί να μην έδειξε την επιμέλεια του *μέσου αναδόχου*. Βέβαια η ευθύνη δεν είναι αμιγώς υποκειμενική αλλά προσιδιάζει σε νόθο αντικειμενική καθώς η ύπαρξη πταίσματος τεκμαίρεται και το βάρος

²⁰ Ο Νόμος κάνει λόγο μόνο για υπαιτιότητα και όχι για παράνομη ενέργεια, ωστόσο θεωρείται ότι πρόκειται για ακούσια παράλειψη του Νομοθέτη.

απόδειξης έλλειψής του φέρουν τα ευθυνόμενα πρόσωπα. Βέβαια ο ανάδοχος μπορεί να επικαλεστεί το *due diligence defense*.

- v. Ζημία: τα πρόσωπα ευθύνονται μόνο για θετική ζημία. Έτσι ο επενδυτής αποκλείεται από το να ζητήσει διαφυγόντα κέρδη και μπορεί να αξιώσει μόνο τη μείωση της υπάρχουσας περιουσίας του που προκαλείται από τη μεταγενέστερη πώληση των κινητών αξιών σε τιμή χαμηλότερη, εξαιτίας της αποκάλυψης της πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου. Ωστόσο η διάταξη αυτή δεν περιορίζει την ευθύνη των προσώπων αυτών με βάση τις γενικές διατάξεις. Ωστόσο πλέον δεν είναι απαραίτητη η πώληση για την ύπαρξη ζημίας. Άλλωστε υπάρχει πιθανότητα να είναι αδύνατη η πώληση λόγω διαγραφής ή έλλειψης ρευστότητας της αγοράς.
- vi. Αιτιώδης Συνάφεια: ο ζημιωθείς φέρει το βάρος απόδειξης της ύπαρξης αιτιώδους συνάφειας. Πρέπει να αποδειχθεί ότι η ζημία που υπέστη αποτέλεσε *πρόσφορο αποτέλεσμα* της υπαίτιας και παράνομης συμπεριφοράς των υπευθύνων προσώπων.

Ειδικότερα πρέπει να αποδείξει ότι αγόρασε τις μετοχές εμπιστευόμενος τις πληροφορίες του ενημερωτικού δελτίου, οι οποίες αργότερα αποδείχθηκαν εσφαλμένες και ατελείς. Έτσι θα πρέπει να αποδειχθεί αφενός ότι ο επενδυτής διάβασε προσεκτικά το ενημερωτικό δελτίο, αλλά και ότι ήταν σε θέση να κατανοήσει τις πληροφορίες που αναγράφονταν σε αυτό και ότι η απόφαση του στηρίχθηκε στις πληροφορίες αυτές. Τέλος, θα πρέπει να αποδείξει ότι η μεταγενέστερη πώση οφείλεται στις ανακριβείς πληροφορίες του ενημερωτικού δελτίου και στην αποκάλυψη της έλλειψης πληρότητας του.
- vii. Παραγραφή: παραγράφονται μετά την πάροδο 3 ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου. Μέτρο σύγκρισης είναι ο μέσος επενδυτής που μπορεί να διαβάσει έναν ισολογισμό.

Προστασία παρέχει στου επενδυτές και το Αρθρ. 8 Ν. 2251/1994, σχετικά με την προστασία των καταναλωτών. Εγκαθιδρύει νόθο αντικειμενική ευθύνη, μόνο για τον ανάδοχο όχι για την εκδότρια ή το ΔΣ.

5. ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΑΝΑΔΟΧΩΝ

Η παράβαση των υποχρεώσεων του αναδόχου μπορούν να οδηγήσουν , πέρα από την αστική ευθύνη προς τους ζημιωθέντες επενδυτές και στην επιβολή *διοικητικών κυρώσεων* από τη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, είτε λόγω παράβασης του Αρθρ. 25 ν. 3606/2007 είτε των διατάξεων του Κανονισμού Αναδοχών.

Οι υποχρεώσεις που προβλέπονται στον Κανονισμό Αναδοχών αποτελούν την εξασφάλιση της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών, της διασφάλισης της πραγματικής καταβολής χρηματικού ποσού, ο έλεγχος των στοιχείων των συμμετεχόντων της σε δημόσια προσφορά κλπ. Επιπλέον, αν δεν υπάρχει Σύμβουλος ο Ανάδοχος οφείλει να ενημέρωση την ΕπΚεφ, χωρίς υπαίτια βραδύτητα για την λήξη της δημόσιας προσφοράς. Τέλος, ο ανάδοχος οφείλει να ενημερώνει την ΕπΚεφ, για το ενδεχόμενο ενέργειας από αυτούς σταθεροποιητικών πράξεων.

Για κάθε παράβαση υποχρέωσης του Κανονισμού Αναδοχών, η ΕπΚεφ, μπορεί να επιβάλλει *πρόστιμο* μέχρι 3.000.000 € ή να *αναστείλει* ή να *διακόψει* τις διαδικασίες εισαγωγής ή δημόσιας προσφοράς. Για την επιμέτρηση του προστίμου λαμβάνονται ενδεικτικά υπόψη η βαρύτητα της παράβασης, η επίπτωση στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, ο κίνδυνος πρόκλησης βλάβης σε επενδυτές η υπαιτιότητα κλπ.

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΑ

Το γενικό πλαίσιο των προϋποθέσεων εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά διαγράφονται στον Ν. 3371/2005 καθώς και στον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι σχετικές διατάξεις του Κανονισμού βρίσκουν πλέον έρεισμα στο Αρθρ. 44 του ν. 3606/2007, όπου προβλέπεται ότι ο κανονισμός οργανωμένης αγοράς περιλαμβάνει *σαφείς και διαφανείς κανόνες για την εισαγωγή των χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση*.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής μπορούν συστηματικά να διακριθούν σε δύο κατηγορίες: εκείνες που αφορούν τον *εκδότη των μετοχών*, και εκείνες που αφορούν το *αντικείμενο εισαγωγής*.

1. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ

Οι σχετικές με την εταιρία προϋποθέσεις είναι οι εξής:

- i. Νομιμότητα: πρόκειται για την υποχρέωση συμμόρφωσης της εταιρίας με τις κείμενες διατάξεις όσον αφορά την ίδρυση και την καταστατική της λειτουργία.
- ii. Ελάχιστο Μέγεθος: 1.000.000 € ίδια κεφάλαια, και 3. 000.000 € ενοποιημένη βάση αν πρόκειται για εισαγωγή στην Γενική Κατηγορία Διαπραγμάτευσης. Το ελάχιστο ύψος αναφέρεται ρητά ότι χρειάζεται να συντρέχει προκειμένου να εισαχθεί συμπληρωματική σειρά μετοχών.
- iii. Διάρκεια της Εταιρίας: απαιτείται δημοσίευση ή κατάθεση από την εταιρία ετήσιων οικονομικών καταστάσεων για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται τις αίτησης εισαγωγής. Οι καταστάσεις αυτές πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Παρέκκλιση από τον κανόνα αυτό μπορεί να υπάρξει με σχετικά απόφαση της ΕπΚεφ ύστερα από σχετικό αίτημα του χρηματιστηρίου αν προβλέπεται από σχετικό νόμο ή αν μια τέτοια παρέκκλιση δικαιολογείται από ειδικούς λόγους που αφορούν την εταιρία και η πληροφόρηση στους επενδυτές είναι επαρκής.
- iv. Κερδοφορία: η προϋπόθεση αυτή δεν προβλέπεται στον Ν. 3371/2005 αλλά στον Κανονισμό του ΧΑ. Ειδικότερα για την εισαγωγή στην Κύρια Αγορά είναι 2.000.000 € ή EBITDA (κέρδη προ τόκων, φόρων, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) καθώς και θετικό EBITDA στις δύο τελευταίες χρήσεις, σε ενοποιημένη βάση.

- v. Φορολογικός Έλεγχος: ο Κανονισμός προβλέπει ότι προτού εισαχθεί η εταιρία πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά. Ο έλεγχος θα πρέπει να αφορά όλα τα αντικείμενα και όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί οι οικονομικές καταστάσεις πλην της τελευταίας. Ο έλεγχος αφορά και τις εταιρίες οι οποίες σε ενοποιημένη βάση έπρεπε να συμπεριληφθούν στην τελευταία πριν την εισαγωγή ενοποίησης.
- vi. Εφαρμογή Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης: αποτελεί διαρκή υποχρέωση των εταιρών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ. Προβλέπεται στον Ν. 3601/2002 και στον Κανονισμό του ΧΑ.

2. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι σχετικές με τις μετοχές προϋποθέσεις είναι οι εξής:

- i. Νομιμότητα: οι μετοχές που αποτελούν το αντικείμενο της εισαγωγής πρέπει να βρίσκονται σε νομική κατάσταση σύμφωνη με τους νόμους και κανονισμούς στους οποίους υπόκειται.
- ii. Ελεύθερη Διαπραγματευσιμότητα: οι μετοχές πρέπει να είναι ελευθέρως διαπραγματεύσιμες, ωστόσο η εξάρτηση απόκτησης από έγκριση δεν κωλύει την εισαγωγή του, εφόσον η πρόβλεψη για την έγκριση δεν είναι τέτοιας φύσης ώστε να διαταράσσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Σκοπός είναι η διασφάλιση της *ταχύτητας και της ασφάλειας* των συναλλαγών. Έτσι, εάν εξαιτίας υφιστάμενων περιορισμών πρέπει να ακολουθηθεί μία χρονοβόρα διαδικασία ή διατρέχεται ο κίνδυνος μεταγενέστερης προβολής ακυρότητας της συναλλαγής οι περιορισμοί συνιστούν κωλύματα εισαγωγής. Περιορισμοί επομένως θεωρούνται οι ρήτρες δεσμεύσεις μετοχών²¹ που εμπεριέχονται στο καταστατικό εταιρίας καθώς και οι δεσμεύσεις μετοχών για τις περιπτώσεις εισφοράς κλάδου ή συγχώνευσης με χρήση των προβλεπόμενων ευεργετημάτων.

Αντίθετα δεν αποτελούν κώλυμα περιορισμοί που προέρχονται από *εξωτερικές συμφωνίες* μετόχων στο βαθμό που έχουν μόνο ενοχικά αποτελέσματα και δεν συνεπάγονται ακυρότητα της συναλλαγής.

- iii. Απαγόρευση Μεταβίβασης Μετοχών: ορισμένες διατάξεις εισάγουν απαγόρευση μεταβίβασης των μετοχών για το αμέσως μετά την εισαγωγή χρονικό διάστημα.

Τέτοια διάταξη εισάγει η § 9 του Αρθρ. Του Ν. 2843/2000, σύμφωνα με την οποία στους μετόχους, οι οποίοι πριν την εισαγωγή κατείχαν άνω του 20% να πωλήσουν πάνω από 10% των μετοχών τους το 1^ο έτος και πάνω από 20% το 2^ο έτος, προσαυξημένο με το τυχόν ποσό από το 10% που δεν πωλήθηκε το 1^ο έτος ή ολόκληρο το 10% αν δεν πώλησε καμία μετοχή κατά το 1^ο έτος.

Απαγόρευση μεταβίβασης εισάγει και η § 3.1.2.1.7 του Κανονισμού του Χ.Α. σύμφωνα με την οποία απαγορεύεται στους μετόχους εταιριών με

²¹ Π.χ. εξάρτηση της μεταβίβασης από έγκριση του ΔΣ ή της ΓΣ και δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων στη μεταβίβαση μετοχών.

εκτιμώμενη κεφαλαιοποίηση μικρότερη των 100.000.000 €, οι οποίοι κατά τον χρόνο της εισαγωγής διαθέτουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% δεν μπορούν να μεταβιβάσουν κατά το 1^ο έτος διαπραγμάτευσης ποσοστό μεγαλύτερο του 25% των μετοχών τους. Η απαγόρευση δεν ισχύει για μεταβίβαση λόγω κληρονομιάς.

- iv. Επαρκής Διασπορά: κάθε χρηματιστήριο οφείλει να διασφαλίζει την επαρκή διασπορά, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση. Ο νομοθέτης ορίζει τα *ελάχιστα όρια* κάτω από τα οποία το χρηματιστήριο δεν μπορεί να θέσει τα όρια. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές που αποτελούν αντικείμενο αίτησης εισαγωγής κατανέμονται στο κοινό κατά ποσοστό 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Επιπλέον, ο κανονισμός απαιτεί η κατανομή των μετοχών να γίνει σε 2.000 άτομα, από τα οποία κανένα δεν έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2%. Όσον αφορά τις μετοχές εταιριών με κεφαλαιοποίηση ίση ή μεγαλύτερη των 700.000.000 € πρέπει να κατανέμεται το 15% του συνόλου των μετοχών σε 7.000 άτομα, από τα οποία κανένα δεν έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2%.

κατ' εξαίρεση είναι δυνατή η εισαγωγή μετοχής προς διαπραγμάτευση, αν το χρηματιστήριο εκτιμά ότι θα πραγματοποιηθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα επαρκής διασπορά.

Η διασπορά κατά την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών κρίνεται στο σύνολο των μετοχών που έχουν εκδοθεί. Επιπλέον ισχύουν ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με τη δευτερογενή και την παράλληλη εισαγωγή.

Τέλος πρέπει να επισημανθεί ότι η υποχρέωση ύπαρξης επαρκούς διασπορά αποτελεί *διαρκή υποχρέωση* των εισηγμένων ΑΕ. Έτσι, αν η ΕπΚεφ ή το ΧΑ κρίνουν ότι μία εταιρία δεν έχει επαρκή διασπορά ώστε να διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς της τάσσουν προθεσμία για την επίτευξη της επαρκούς διασποράς. Μετά την άπρακτη πάροδο της προθεσμίας μπορεί να επιβληθεί ακόμη και αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής.

- v. Δημόσια Εγγραφή: πλέον δεν απαιτείται η διενέργεια δημόσια εγγραφής για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η δημόσια εγγραφή προβλέπεται πλέον στην § 3 του Αρθρ. 4 Ν. 3371/2005, ορίζοντας ότι στην περίπτωση δημόσιας εγγραφής, η εισαγωγή θα πρέπει να πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου κατά την οποία είναι δυνατή η υποβολή αιτήσεως συμμετοχής στη δημόσια εγγραφή.
- vi. Αποπληρωμή Μετοχών: οι μετοχές που αποτελούν αντικείμενο εισαγωγής πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες. Αποκλείεται έτσι εισαγωγή μετοχών στις οποίες έχει γίνει τμηματική καταβολή κατά το Αρθρ. 12 Ν. 2190/1920. Αν και δεν ορίζεται ρητά στο νόμο, γίνεται δεκτό ότι η αποπληρωμή θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί με την πιστοποίηση καταβολής του αντιτίμου των

- υπό εισαγωγή μετοχών, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης του ΧΑ για την εισαγωγή.
- vii. Δημιουργία Ομίλου: εφόσον το ΧΑ κρίνει ότι η δραστηριότητα της εταιρίας δεν παρουσιάζει *συνοχή και πληρότητα* με αποτέλεσμα να δημιουργείται κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό, μπορεί να ζητήσει από την εκδότρια την εξαγορά συνδεδεμένων με αυτή εταιριών κατά την έννοια του 42ε του Ν. 2190/1920, ή και μετοχικών εταιριών που έχουν την ίδια μετοχική σύνθεση με την εταιρία ή ακόμη και την απορρόφηση συγκεκριμένων εταιριών και κλάδων των συνδεδεμένων εταιριών ή οποιεσδήποτε άλλες διασφαλίσεις απαιτεί για την προστασία του επενδυτικού κοινού. Για την πραγματοποίηση των ενεργειών αυτών τίθεται εύλογη προθεσμία, άπρακτη πάροδος της οποίας συνεπάγεται απόρριψη της αίτησης εισαγωγής.
- viii. Διοικητικές Προϋποθέσεις: το ΧΑ κάνοντας χρήση της διακριτικής ευχέρειας που του παρέχουν το Αρθρ. 10 § 3 Ν.3371/2005 και Αρθρ. 43 § 1 στοιχ. ζ' Ν. 3606/2007 έχει τη δυνατότητα να εξαρτά την εισαγωγή των μετοχών από *οποιοδήποτε ειδικό όρο*, αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών και την ομαλή λειτουργία της αγοράς, τον οποίο όμως θα πρέπει να ανακοινώνει *έγκαιρα και με τρόπο σαφή* στον αιτούντα. Η χρήση της διακριτικής ευχέρειας αυτής γίνεται σε εξατομικευμένες περιπτώσεις. Επιπλέον ο νόμος παρέχει στον κανονισμό κάθε οργανωμένης αγοράς, και επομένως και του ΧΑ τη δυνατότητα να θέτει *πρόσθετους ή αυστηρότερους όρους*, οι οποίοι θα ισχύουν για όλους τους εκδότες, ή για συγκεκριμένη κατηγορία εκδοτών. Έτσι ο κανονισμός του ΧΑ προβλέπει ήδη πρόσθετε προϋποθέσεις για τις ασφαλιστικές, τις κατασκευαστικές και τις εταιρίες εμπορίας αυτοκινήτων.

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΕΝΑ

Η Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α.) αποτελεί πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης που τελεί υπό τη διαχείριση του Χρηματιστηρίου Αθηνών και η λειτουργία της έχει εγκριθεί από την ΕπΚεφ με την απόφαση υπ' αριθμό 4/443/6.9.2007.

Η ΕΝΑ απευθύνεται σε εταιρίες που αναζητούν χρηματοδότηση και ευκολότερη πρόσβαση στη δευτερογενή αγορά και σε επενδυτές που αναζητούν επιπλέον μορφές επένδυσης αποδεχόμενοι μεγαλύτερο ρίσκο.

Το βασικό πλεονέκτημα τη ΕΝΑ ότι δεν προϋποθέτει την τήρηση των αυστηρών όρων εισαγωγής και παραμονής των μετοχών που προβλέπονται για την Αγορά Αξιών του ΧΑ. Έτσι δεν εφαρμόζονται στην ΕΝΑ οι διατάξεις για την αγορά αξιών και παραγώγων.

Περαιτέρω θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ελλείπει ευθείας νομοθετικής παραπομπής σε αυτές δεν εφαρμόζονται στην ΕΝΑ οι διατάξεις του Ν. 3371/2005 για τις προϋποθέσεις εισαγωγής, του Ν. 3401/2005 για το ενημερωτικό δελτίο (εκτός αν η εταιρία πρόκειται να εισάγει τις μετοχές της με δημόσια προσφορά), του Ν.

3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση, ενώ μπορεί να υποστηριχθεί ότι δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις των Ν. 3461/2005 για τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών. Αντίθετα εφαρμόζονται οι διατάξεις αυτών των νόμων στις οποίες παραπέμπει ο Κανονισμός της ΕΝΑ καθώς και οι διατάξεις του Ν. 3340/2005 για την κατάχρηση αγοράς, ο οποίος μετά τη τροποποίηση του Ν. 3756/2009 εφαρμόζεται πλέον και σε ΠΜΔ.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην ΕΝΑ είναι οι εξής:

- i. Νομική Κατάσταση: η εταιρία πρέπει να έχει μορφή ΑΕ ή εάν είναι αλλοδαπή την αντίστοιχη αλλοδαπή νομική μορφή. Επιπλέον πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και κανονισμούς στους οποίους υπόκειται.
- ii. Διαπραγματευσιμότητα και Άυλη Μορφή: οι μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες κατά την έναρξη της διαπραγμάτευσης και άυλες μετά από αυτή.
- iii. Καθαρή Θέση: η καθαρή θέση θα πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.000.000 € σε ενοποιημένη βάση.
- iv. Οικονομικές Καταστάσεις: απαιτείται δημοσίευση ή κατάθεση από την εταιρία ετήσιων οικονομικών καταστάσεων για 2 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται τις αίτησης εισαγωγής. Οι καταστάσεις αυτές πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Γίνεται και η εισαγωγή μετοχών με δημοσίευση των καταστάσεων για μία μόνο οικονομική χρήση, κατόπιν επαρκούς τεκμηρίωσης από το *Σύμβουλο Εισαγωγής*.
- v. Φορολογικό Έλεγχος: η εταιρία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες πλην των δύο τελευταίων, εκτός αν η εταιρία καταρτίσει ενοποιημένες καταστάσεις.
- vi. Ζημιές: αν υπάρχουν ζημιογόνες χρήσεις, αυτές δεν πρέπει να ξεπερνούν το 50% της καθαρής θέσης.
- vii. Δέσμευση Μετοχών: προβλέπεται δέσμευση για τους μετόχους που συμμετέχουν στ μετοχικό κεφάλαιο με ποσοστό άνω του 5%, για μη μεταβίβαση των μετοχών τους για 1 χρόνο μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης, εφόσον η εταιρία εισάγεται για διαπραγμάτευση με λιγότερες των δύο χρήσεων ή εμφανίζει ζημιές για τις δύο προηγούμενες χρήσεις.
- viii. Διασπορά: θεωρείται επαρκής αν οι μετοχές που είναι κατανεμημένες στο κοινό, σε ποσοστό άνω του 10% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας σε τουλάχιστον 50 άτομα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει πάνω από το 2% του κεφαλαίου. Η διασπορά πρέπει να υπάρχει τουλάχιστον μέχρι την λήψη της απόφασης έναρξης διαπραγμάτευσης.
- ix. Σύμβουλος: προβλέπεται ως υποχρεωτικός ο ορισμός Συμβούλου κατά την έγκριση διαπραγμάτευσης και για 2 χρόνια μετά από αυτή και προαιρετικώς για το λοιπό χρόνο παραμονής στην αγορά.
- x. Καταλληλότητα: την καταλληλότητα της εταιρίας για εισαγωγή στον ΕΝΑ αιτιολογεί και υποστηρίζει ο Σύμβουλος (α) με τις πληροφορίες που παρέχει

στο ΧΑ με τα έντυπα και δικαιολογητικά (β) με της παρουσίαση στην Επιτροπή Αξιολόγησης του ΧΑ και (γ) με κάθε άλλο μέσο που ο ίδιος κρίνει κατάλληλο ή του το ζητάει το ΧΑ. Η καταλληλότητα αξιολογείται από το ΧΑ το οποίο αποφασίζει κατά διακριτική ευχέρεια.

- xi. Ενημερωτικό Δελτίο – Πληροφοριακό Έγγραφο: η εισαγωγή μπορεί να γίνει είτε με ή χωρίς αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε με ή χωρίς δημόσια προσφορά. Εφόσον γίνει με δημόσια προσφορά θα πρέπει να δημοσιευθεί ενημερωτικό δελτίο κατά τον Ν. 3401/2005. Σε κάθε άλλη περίπτωση που δεν απαιτείται ενημερωτικό δελτίο, μαζί με την αίτηση εισαγωγής κατατίθεται και πληροφοριακό έγγραφο που δεν χρειάζεται έγκριση και περιέχει λιγότερες πληροφορίες από το δελτίο.

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Σκοπός της εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) είναι η αντιμετώπιση της διάστασης συμφερόντων μεταξύ διοικούντων και μετόχων. Αποβλέπει δηλαδή η εταιρική διακυβέρνηση στη δημιουργία ενός συστήματος ελέγχου το οποίο θα προωθεί την αποτελεσματική διοίκηση της εταιρίας. Παρατηρείται δηλαδή το φαινόμενο του Agency Theory, όπου δημιουργούνται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μελών του ΔΣ, των agents και των μελών της ΓΣ, των principals.

Η εγκατάσταση συστήματος διακυβέρνησης θεωρείται αναγκαία στις εισηγμένες ΑΕ, όπου η λήψη αποφάσεων τρέχουσας και εξαιρετικής διαχείρισης από την ΓΣ θα ήταν δυσχερής έως αδύνατη. Στις μη εισηγμένες η θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης δεν εφαρμόζεται διότι δεν συντρέχει ο δικαιολογητικός της λόγος, η προστασία του μετόχου επενδυτή.

Διαφωνία υπάρχει με το εάν η εταιρική διακυβέρνηση εντάσσεται συστηματικά στο εταιρικό δίκαιο, ή στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Ουσιαστικά εντάσσεται και στα δύο. Στο εταιρικό καθότι αφορά την διακυβέρνηση εταιριών και στο κεφαλαιαγοράς λόγω των συγκεκριμένων σκοπών του. Ανάλογα με την έννομη τάξη στην οποία εξετάζεται γέρνει είτε προς τη μία είτε προς την άλλη μεριά. Έτσι στην Μεγάλη Βρετανία όπου οι κανόνες δεν αναφέρονται αναλυτικά στο ΔΣ εντάσσεται στο δίκαιο κεφαλαιαγοράς, ενώ στην Ελλάδα εντάσσεται κυρίως στο εταιρικό δίκαιο.

Οι κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης είναι κατ' αρχήν soft law, και άρα μη εξαναγκαστοί. Ωστόσο οι κανόνες του soft law διακρίνονται από τους κανόνες αυτορρύθμισης. Οι κανόνες αυτορρύθμισης είναι πάντοτε soft law ενώ οι κανόνες soft law δεν είναι πάντοτε κανόνες αυτορρύθμισης. Οι ρυθμίσεις της εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών στην ελληνική έννομη τάξη έχουν σε σημαντικό βαθμό ενσωματωθεί στον Ν. 3016/2002, ο οποίος κατά ρητή διάταξή του υπερισχύει τυχόν αντίθετων διατάξεων του Ν. 2190/1920. Συγκεκριμένα οι ελληνικοί κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης αφορούν:

- Το Διοικητικό Συμβούλιο

- Το Κεφάλαιο
- Οργανωτικές Ρυθμίσεις
- Τη Δήλωση Εταιρικής Διακυβέρνησης

1. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Ο Ν. 2190/1920 προβλέπει την ελεύθερη σύνθεση των ΔΣ με μόνο περιορισμό την υποχρέωση να έχει 3 μέλη τουλάχιστον. Αντίθετα το Αρθρ. 3 του Ν. 3016/2002 εισάγει του ακόλουθους περιορισμούς:

- Τη διάκριση των μελών σε *εκτελεστικά* που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα της εταιρίας και *μη εκτελεστικά*, τα οποία είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών δεν μπορεί να είναι του 1/3 του συνολικού αριθμού. Τα μη εκτελεστικά μέλη ασκούν έναν «έλεγχο» ή «εποπτεία» στα εκτελεστικά.²² Ο ορισμός των μελών ως διοικητικών ή μη ορίζεται από το ίδιο το ΔΣ κατά τη συγκρότηση του σε σώμα και την ανάθεση των αρμοδιοτήτων. Το σχετικό πρακτικό του ΔΣ υποβάλλεται στην ΕπΚεφ, εντός 20 ημερών από τη συνεδρίαση του.
- Την ύπαρξη 2 τουλάχιστον *ανεξαρτήτων μελών* μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών, τα οποία ορίζονται από τη Γενική Συνέλευση. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική όταν στο ΔΣ ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας, δηλαδή πρόσωπα οριζόμενα με βάση το 18 § 3 του Ν. 2190/1920.

Η διάκριση σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη πλέον έχει ιδιαίτερη σημασία καθότι με βάση το νέο Αρθρ. 22α του Ν. 2190/1920 αποτελεί κριτήριο για το μέτρο ευθύνης κάθε μέλους ΔΣ. Αυτό διότι κατά τη ρητή πρόβλεψη του παραπάνω άρθρου η επιμέλεια του συνετού επιχειρηματία κρίνεται *με βάση και την ιδιότητά του κάθε μέλους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί*. Ανάλογα δηλαδή με την ιδιότητά του ως εκτελεστικού ή μη κρίνεται *ad hoc* η ευθύνη κάθε μέλους.

Εάν η σύνθεση του ΔΣ δεν είναι η προβλεπόμενη δίνεται η δυνατότητα στη ΕπΚεφ να επιβάλλει επίπληξη ή πρόστιμο στα μέλη του ΔΣ από 3.000 μέχρι 1.000.000 €. Ωστόσο η εγκυρότητα της απόφασης του ΔΣ δεν θίγεται.²³

Η κύρια υποχρέωση των μελών του ΔΣ είναι η αναφερόμενη στο Αρθρ. 2 του Ν. 3016/2002, *διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας και προάσπιση του εταιρικού συμφέροντος*. Σκοπός της ρύθμισης είναι η καθιέρωση της υποχρέωσης προστασίας της αξίας της εταιρικής συμμετοχής. Η απαλλαγή των αποφάσεων του ΔΣ από την εξυπηρέτηση οποιουδήποτε άλλου συμφέροντος, πλην του εταιρικού αποσκοπεί στη θεμελιακή ενδυνάμωση των δικαιωμάτων του μετόχου μιας εισηγμένης εταιρίας.

Εντούτοις η πρακτική σημασία της διάταξης είναι δύσκολο να ανιχνευθεί. Πράγματι εξειδικεύεται το καθήκον πίστης που υπέχουν τα μέλη του ΔΣ προς την

²² Για αυτό και η *Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου* απαρτίζεται κυρίως από μη εκτελεστικά μέλη συνήθως.

²³ Εκεί στηρίζεται το επιχείρημα ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί εποπτικό δίκαιο και άρα μέρος του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

εταιρία. Έτσι η διάταξη θα μπορούσε να αποτελέσει εργαλείο για τον καταλογισμό ευθύνης σε μέλη ΔΣ. Ωστόσο η εισαγωγή του business judgment rule δημιουργεί έντονα ερμηνευτικά προβλήματα λόγω της συρροής των διατάξεων. Επιπλέον λόγω της διατύπωσης της διάταξης ο νομοθέτης φαίνεται να διακρίνει ανάμεσα ενίσχυσης της οικονομικής αξίας και γενικού εταιρικού συμφέροντος. Τέλος, το ζήτημα του τι εστί εταιρικό συμφέρον παραμένει ανοιχτό. Η διάταξη φαίνεται να παίρνει θέση υπέρ της μονιστικής θεώρησης του shareholders value, ωστόσο με την εισαγωγή του «γενικού» συντάσσεται και με την πλουραλιστική θεώρηση του stakeholders value.

Τα μέλη του ΔΣ πέραν της γενικής έχουν και άλλες υποχρεώσεις. Κατ' αρχάς απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν σε αυτά της εταιρίας. Επιπλέον οφείλουν να αποκαλύπτουν έγκαιρα στα υπόλοιπα μέλη του ΔΣ τα ίδια συμφέροντά τους που μπορεί να ανακύψουν στις συναλλαγές που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους και κάθε άλλη σύγκρουση συμφερόντων.

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Η χρησιμοποίηση των ποσών που προέρχονται από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων ΑΕ αποτελεί αντικείμενο ειδικής έκθεσης του ΔΣ. Η έκθεση αυτή υποβάλλεται στη ΓΣ που αποφασίζει για την αύξηση. Η έκθεση πρέπει να περιλαμβάνει γενικές κατεύθυνσης του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα, καθώς και απολογισμό από την προηγούμενη αύξηση αν από αυτή δεν έχει παρέλθει χρόνος μεγαλύτερος των 3 ετών. Για την νομιμότητα από σημαντικών αποκλίσεων στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που ορίζεται στην απόφαση της ΓΣ και το ενημερωτικό δελτίο, απαιτείται απόφαση του ΔΣ με πλειοψηφία $\frac{3}{4}$ και έγκριση της ΓΣ που συγκαλείται για τον σκοπό αυτό. Παράλειψη της προδικασίας αυτή οδηγεί σε ακύρωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

3. ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΠΥΘΜΙΣΕΙΣ

Ο Ν. 3016/2002 στα Αρθρ. 6-8 αναφέρεται σε οργανωτικά θέματα της εταιρίας και εισάγει την υποχρέωση κατάρτισης επαρκή κανονισμό λειτουργίας, την δημιουργία τμήματος ελέγχου, υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων και υπηρεσίας εταιρικών ανακοινώσεων.

- i. Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας: προβλέπεται και ως προϋπόθεση εισαγωγής μετοχών μίας εταιρίας στο χρηματιστήριο. Καταρτίζεται από το ΔΣ της εταιρίας και περιλαμβάνει:
 - Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενα και την σχέση τους με τη διοίκηση της εταιρίας.
 - τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ.
 - Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών.
 - Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών που πραγματοποιούν τα πρόσωπα της εταιρίας (με σύμβαση εργασίας και όσα έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες), και άλλων

οικονομικών δραστηριοτήτων των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα.

- Τις διαδικασίες δημόσια γνωστοποίησης συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και άλλων προσώπων στενά συνδεδεμένων με αυτά, για τα οποία η εταιρία έχει υποχρέωση γνωστοποίησης κατά την κείμενη νομοθεσία.
- Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιριών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και τη γνωστοποίησή τους.

ii. Εσωτερικός Έλεγχος: προβλέπεται ως προϋπόθεση εισαγωγής μετοχών μίας εταιρίας στο χρηματιστήριο η κατάρτιση και οργάνωση *Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου* με τις εξής αρμοδιότητες:

- Παρακολούθηση εφαρμογής του κανονισμού εσωτερικού ελέγχου, του καταστατικού της εταιρίας και εν γένει της κείμενης νομοθεσίας.
- Αναφορά στο ΔΣ περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων των μελών του με αυτά της εταιρίας.
- Έγγραφη ενημέρωση του ΔΣ για τον διενεργούμενο έλεγχο τουλάχιστον ανά τρίμηνο.
- Παράσταση στις ΓΣ των μετόχων
- Παροχή μετά από έγκριση του ΔΣ, οποιασδήποτε πληροφορίας ζητηθεί από τις εποπτικές αρχές, συνεργασία με αυτές και διευκόλυνση του έργου τους.

Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το ΔΣ και είναι πλήρους απασχόλησης, ενώ η εταιρία οφείλει να ενημερώνει την ΕπΚεφ για οποιαδήποτε μεταβολή στη σύνθεση της υπηρεσίας. Οι ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται σε ιεραρχικό έλεγχο και εποπτεύονται από 1 έως 3 μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Έχουν δικαίωμα να λαμβάνουν γνώση κάθε εγγράφου, αρχείου, λογαριασμού κλπ της εταιρίας.

Διάφορη από την Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου είναι η *Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου*, η οποία αποτελείται τουλάχιστον από 2 μη εκτελεστικά και ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του ΔΣ. Όλα τα μέλη της ορίζονται από τη ΓΣ ενώ το ανεξάρτητο μέλος πρέπει να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση λογιστικής και ελεγκτικής. Η επιτροπή έχει τις εξής υποχρεώσεις:

- Παρακολούθηση διαδικασίας χρηματοοικονομικής πληροφόρησης
- Παρακολούθηση αποτελεσματικής λειτουργίας συστήματος εσωτερικού ελέγχου.
- Παρακολούθηση πορείας υποχρεωτικού ελέγχου ατομικών και ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.
- Επισκόπηση θεμάτων σχετικών με την διατήρηση της αντικειμενικότητας του και ανεξαρτησίας του νόμιμου ελεγκτή ή του

ελεγκτικού γραφείου,²⁴ ιδίως σε ότι αφορά την παροχή άλλων υπηρεσιών στην εταιρία από τον ελεγκτή ή το ελεγκτικό γραφείο.

- iii. Υπηρεσία Εξυπηρέτησης Μετόχων: έχει την ευθύνη της άμεσης και ισότιμης πληροφόρησης των μετόχων και την εξυπηρέτηση της άσκησης των νόμιμων και καταστατικών δικαιωμάτων τους. Η υπηρεσία αυτή φροντίζει για την διανομή των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων στη ΓΣ αλλά και την ενημέρωση του μετοχολογίου και την επικοινωνία με τη ΕΧΑΕ.
- iv. Υπηρεσία Εταιρικών Ανακοινώσεων: σε αυτήν ανατίθεται η αρμοδιότητα συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού, και η επικοινωνία με τις αρμόδιες αρχές. Αν οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται και σε αλλοδαπές οργανωμένες αγορές, η υπηρεσία θα πρέπει να διασφαλίζει ότι οι επενδυτές σε κάθε χώρα θα λαμβάνουν ισότιμη πληροφόρηση.

4. ΔΗΛΩΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Οι εταιρίες πρέπει (Αρθρ. 43α § 3δ Ν. 2190/1920) να περιλαμβάνουν στην ετήσια έκθεση διαχείρισης του ΔΣ και δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Η δήλωση αυτή περιέχει:

- i. Αναφορά στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται ή αυτοβούλως εφαρμόζει η εταιρία.
- ii. Αναφορά στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρία επιπλέον των προβλέψεων του νόμου.
- iii. Περιγραφή των συστημάτων ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρίας.
- iv. Στοιχεία σχετικά με τον έλεγχο των εταιριών που απαιτεί η Οδηγία 2006/46/EK για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς
- v. Πληροφορίες για τον τρόπο λειτουργίας της ΓΣ.
- vi. Πληροφορίες σχετικά με τη Σύνθεση και τον τρόπο λειτουργία του ΔΣ.
- vii. Περιγραφή τυχόν αποκλίσεις της εταιρίας από τον κώδικα διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρία και εξήγηση των λόγων της απόκλισης (comply or explain)

Το ελληνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι ιδιότυπο διότι οι διατάξεις του Ν. 3016/2002 αποτελούν hard law και επιφέρουν βαρύτερες κυρώσεις. Από την άλλη υπάρχουν και προαιρετικοί κώδικες, όπως του ΣΕΒ και η «Γαλάζια Βίβλος» της ΕπΚεφ, οι οποίοι αποτελούν soft law, δεν μπορούν ωστόσο να αποκλίνουν από τις ρυθμίσεις του νόμου.

²⁴ Γίνεται με πρόταση του ΔΣ και αποφασίζει κάθε τακτική ΓΣ.

ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ

Η απαγόρευση της κατάχρησης της αγοράς προβλέπεται στον Ν. 3340/2005 για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης, ο οποίος αποτελεί ενσωμάτωση στην έννομη τάξη της Οδηγία 206/6/EK (Market Abuse Directive - MAD). Κατά το νομοτεχνικό πρότυπο του κοινοτικού νομοθέτη στον νόμο περιλαμβάνονται 2 διακριτές μορφές κατάχρησης αγοράς (α) η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών και (β) η χειραγώγηση της αγοράς. Η απαγόρευση της κατάχρησης αγοράς αποσκοπεί στην ισότιμη πληροφόρηση των επενδυτών, ενώ η χειραγώγηση αποσκοπεί στην απρόσκοπτη λειτουργία του μηχανισμού της προσφοράς και της ζήτησης.

Στο πεδίο εφαρμογής του Ν. 3340/2005 μέχρι πρότινος ενέπιπταν πράξεις ή παραλείψεις που ελάμβαναν χώρα στην Ελλάδα ή την αλλοδαπή σε σχέση με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα ή υπό εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα καθώς και σε πράξεις ή παραλείψεις που ελάμβαναν χώρα στην Ελλάδα σε σχέση με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα ή υπό εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος μέλος. Μετά την τροποποίηση του Ν. 3756/2009 αφορά πλέον και τις πράξεις ή παραλείψεις που λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα ή την αλλοδαπή σε σχέση με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα ή υπό εισαγωγή σε ΠΜΔ, τον οποίο διαχειρίζεται ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα που έχει λάβει άδεια από την ΕπΚεφ ή την ΤτΕ.

Η πρόταση κανονισμού για τις πράξεις διαχείρισης διευρύνει το πεδίο εφαρμογής ώστε να συμπεριλαμβάνει και οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο υπόκειται σε διαπραγμάτευση σε *ρυθμιζόμενη αγορά*, ΠΜΔ ή άλλους Οργανωμένους Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης και μάλιστα ανεξάρτητα από το αν οι συναλλαγές διενεργούνται εντός ή εκτός των μηχανισμών αυτών.

ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Σκοπός της ρύθμισης είναι η εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των κεφαλαιαγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών από την εγγύηση της ίσης μεταχείρισης.

1. ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΚΑΤΟΧΟΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Πρωτογενείς κάτοχοι θεωρούνται εκείνοι που βρίσκονται στον πυρήνα λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων της ανώνυμης εταιρίας και συνεπώς εγγύτερα στην πηγή των προνομιακών πληροφοριών. Σε αυτούς περιλαμβάνονται όσοι λόγω της ιδιότητάς τους ως *διοικητικών διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων* της εκδότης ή λόγω της *συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο* έχουν άμεση πρόσβαση σε αυτές κατά την άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του.

Κατά την § 1 Αρθρ 3 αντικείμενο της απαγόρευσης είναι η *χρησιμοποίηση* των προνομιακών πληροφοριών για απόκτηση ή διάθεση ή την προσπάθεια απόκτησης ή διάθεσης για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου αμέσως ή εμμέσως χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αφορούν οι πληροφορίες και τα οποία συμπεριλαμβάνονται και οι μετοχές της εισηγμένης.

Η παραβατική συμπεριφορά εκδηλώνεται με πράξη αγοράς ή πώλησης από τον πρωτογενή κάτοχο χρηματοπιστωτικών μέσων, ή με την απόπειρα σύναψης μιας τέτοιας συναλλαγής, χρησιμοποιώντας την προνομιακή πληροφορία. Σύμφωνα με την κρατούσα άποψη από την απαγόρευση αυτή εξαιρούνται οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ (face to face συναλλαγές) καθώς θεωρείται ότι τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν το ίδιο επίπεδο πληροφόρησης.

Από την απαγόρευση καταλαμβάνεται τόσο ο εντολέας της συναλλαγής είτε τα αποτελέσματα έρχονται απευθείας σε αυτόν είτε σε τρίτο παρένθετο πρόσωπο, όσο και οι επαγγελματίες διαμεσολαβητές, ενεργώντας είτε για τους εαυτούς τους ατομικά, είτε για λογαριασμό του εντολέα. Βέβαια οι επαγγελματίες διαμεσολαβητές εντάσσονται στους *δευτερογενείς κατόχους*, για τους οποίους υπάρχει άλλη μεταχείριση.

Εκτός από την πράξη ή απόπειρα απόκτησης η απαγόρευση καταλαμβάνει και:

- i. Την ανακοίνωση της προνομιακής πληροφορίας σε 3^ο πρόσωπο.
- ii. Τη σύσταση ή την παρακίνηση τρίτου προσώπου να αποκτήσει ή να διαθέσει το ίδιο ή μέσω τρίτου, τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αφορά η πληροφορία.

Στην πρώτη περίπτωση το βάρος απόδειξης ότι η ανακοίνωση έγινε στο σύνηθες πλαίσιο άσκησης εργασίας επαγγέλματος ή αρμοδιότητας φέρει το πρόσωπο που προβαίνει στην ανακοίνωση.

Σε αντίθεση με το προηγούμενο νομικό καθεστώς πλέον δεν απαιτείται η *εν γνώσει εκμετάλλευση* των προνομιακών πληροφοριών. Έτσι δημιουργείται μαχητό τεκμήριο γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών. Ειδικά ως προς τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να θεωρείται *αυτονόητη* εκ της φύσεως της θέσεως των προσώπων αυτών η γνώση, δεδομένου ότι συμμετέχουν στις επιχειρηματικές αποφάσεις της εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση ωστόσο είναι δυνατή η ανταπόδειξη.

Ζήτημα τίθεται με το κατά πόσον η διενέργεια πράξης από τους πρωτογενείς κατόχους συνιστά σε κάθε περίπτωση *χρησιμοποίηση* των προνομιακών πληροφοριών. Αυτό τέθηκε ενώπιον του ΔΕΚ στην *Υπόθεση Spector*²⁵ μέσω προδικαστικού ερωτήματος για το κατά πόσον απαιτείται η «εν γνώσει» *χρησιμοποίηση* των πληροφοριών κατά τη διενέργεια συναλλαγής. Εκκινώντας από την γραμματική ερμηνεία και την εξάλειψη της φράσης «εν γνώσει» και λαμβάνοντας υπόψιν και τον σκοπό της Οδηγίας επέκτεινε στην ουσία το μαχητό τεκμήριο ως προς τη γνώση του προνομιακού χαρακτήρα και στη *χρησιμοποίηση* τους, χωρίς να απαιτείται η απόδειξη του κατά πόσον οι πληροφορίες αυτές προκάλεσαν την απόφαση διενέργειας της εν λόγω συναλλαγής.

²⁵ Υπόθεση ΔΕΚ C-45/08 Spector Photo Group NV κατά CBFA

Από τον συνδυασμό των παραπάνω λοιπόν για την ύπαρξη παραβατικής συμπεριφοράς από τους πρωτογενείς κατόχους απαιτείται:

- i. Ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας
- ii. Κατοχή προνομιακής πληροφορίας
- iii. Απόκτηση ή διάθεση ή απόπειρα απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικού μέσου, το οποίο αφορά η πληροφορία.

Η γνώση του προνομιακού χαρακτήρα και η χρησιμοποίηση εν γνώσει τεκμαίρονται εκ της ιδιότητας του ως πρωτογενούς κατόχου.

2. ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΕΙΣ ΚΑΤΟΧΟΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Υποκείμενο της ρύθμισης για τους δευτερογενείς κατόχους είναι *κάθε πρόσωπο, φυσικό ή νομικό, το οποίο κατέχει την προνομιακή πληροφορία και την χρησιμοποιεί για να προβεί στις παραπάνω πράξεις* (απόκτηση, διάθεση, ανακοίνωση, σύσταση, υποκίνηση). Για τα δευτερογενή πρόσωπα, σε αντίθεση με τα πρωτογενή δεν τεκμαίρεται η γνώση του προνομιακού χαρακτήρα και απαιτείται η απόδειξή της.

Προκειμένου να κριθεί αν γνώριζε ή όχι θα πρέπει να κριθεί *τι γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ένας μέσος επενδυτής στις συγκεκριμένες περιστάσεις*. Επομένως σε αντίθεση με τα πρόσωπα της πρώτης κατηγορία θα πρέπει να συντρέχει και το στοιχείο της *υπαιτιότητας*. Έτσι τα πρόσωπα αυτά φέρουν το βάρος απόδειξης της μη γνώσης εκ των προτέρων των προνομιακών πληροφοριών και ότι δεν ενέργησαν εκμεταλλευόμενοι το προνομιακό υλικό.

Εάν ο αποκτών είναι νομικό πρόσωπο η παράβαση καταλογίζεται τόσο στο νομικό πρόσωπο, όσο και στο φυσικό πρόσωπο που συμμετείχε στη λήψη της απόφασης για τη διενέργεια της απαγορευμένης συναλλαγής. Το ίδιο ισχύει και για τους πρωτογενείς κατόχους.

Εκτός από την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών ο νόμος προβλέπει ειδικά για τις εκδότριες εταιρίες την υποχρέωση *άμεσης δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών*. Παρεμφερείς υποχρεώσεις προβλέπονται και για τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα στην εταιρία.

3. ΕΝΝΟΙΑ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ

Η προνομιακή πληροφορία ορίζεται στο Αρθρ. 6 Ν. 3340/2005 για όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα πλην των παραγώγων (για αυτά ο ορισμός είναι στην § 2 του ίδιου άρθρου).

Μια πληροφορία θεωρείται προνομιακή εφόσον πληρούνται *σωρευτικά* οι εξής προϋποθέσεις:

- i. Είναι συγκεκριμένη, δηλαδή αφορά κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει ή γεγονός που έλαβε χώρα ή που ευλόγως αναμένεται να λάβει χώρα και επιτρέπει συναγωγή σχετικά με την επίπτωση που μπορεί να έχει αυτό στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων.
- ii. Δεν έχει δημοσιευθεί

- iii. Αφορά άμεσα ή έμμεσα με έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- iv. Η δημοσιοποίησή της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία αφορά ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων. Πρόκειται δηλαδή για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε μεταξύ άλλων ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων

Η χρήση του όρου *προνομιακή πληροφορία* αντί του όρου *εμπιστευτική ή εσωτερική πληροφορία* αποδίδει καλύτερα κατά τον νομοθέτη το γεγονός ότι τόσο άμεσα, όσο και έμμεσα κάποιον εκδότη ή χρηματοπιστωτικό μέσο. Ωστόσο, ο ειδικότερος εννοιολογικός προσδιορισμός της προνομιακής πληροφορίας δεν φαίνεται να αποκλίνει ιδιαίτερα από τον προηγούμενο της εσωτερικής καθώς τα επιμέρους συνθετικά τους στοιχεία, όπως π.χ. το συγκεκριμένο είναι ίδια.

Όπως συνάγεται από τα παραπάνω δύο είναι τα στοιχεία που πρέπει να έχει μία πληροφορία για να θεωρηθεί συγκεκριμένη: να αφορά γεγονός ή κατάσταση που υφίσταται ή ευλόγως αναμένεται να υπάρξει και η δυνατότητα της πληροφορίας να οδηγήσει στη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επίπτωση που θα έχει στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου. Δεδομένου ότι οι όροι κατάσταση ή γεγονός δεν ορίζονται ούτε στην οδηγία ούτε στον νόμο, θα πρέπει να ληφθούν με την συνήθη έννοιά τους.

Ζήτημα γεννάται με το αν η πληροφορία πρέπει να είναι τελική για να θεωρηθεί συγκεκριμένη, κατά πόσον δηλαδή θεωρείται προνομιακή πληροφορία που αφορά ενδιάμεσο στάδιο επέλευσης τελικού γεγονότος όπως π.χ. εξαγοράς ή συγχώνευσης. Το ζήτημα αυτό επέλυσε το ΔΕΕ στην Υπόθεση Daimler AG²⁶ κατά την οποία ασκήθηκε αγωγή αποζημίωσης κατά της εταιρίας για καθυστερημένη δημοσιοποίηση αποχώρησης του διοικητικού συμβούλου της εταιρίας, η οποία προετοιμαζόταν για εβδομάδες αλλά δημοσιεύθηκε μετά την έγκρισή της από το εποπτικό συμβούλιο. Το ΔΕΕ απεφάνθη ότι το επιμέρους στάδιο μια μακροχρόνιας διαδικασίας, το οποίο συνδέεται με την επέλευση μελλοντικής καταστάσεως ή μελλοντικού γεγονότος, μπορεί να αποτελέσει συγκεκριμένη πληροφορία και μάλιστα τόσο τα προγενέστερα όσο και τα στάδια τα οποία ευλόγως αναμένεται ότι θα επέλθουν.

Το δεύτερο στοιχείο της συγκεκριμένης πληροφορίας συντρέχει όταν η πληροφορία περιέχει τόσα στοιχεία, ώστε ο μέσος *ορθολογικός επενδυτής* να μπορεί να αξιολογήσει την επίπτωση στην τιμή της μετοχής. Η διαπίστωση αυτή λαμβάνει χώρα με βάση τα πραγματικά περιστατικά έκαστης περίπτωσης και με μέτρο αναφοράς τον μέσο *ορθολογικό επενδυτή*. Σε κάθε περίπτωση η πληροφορία θα πρέπει να είναι δεκτική *εκμετάλλευσης στην αγορά*, να δίνει δηλαδή ένα *οικονομικής φύσεως πλεονέκτημα* στον κάτοχό της σε σχέση με τους λοιπούς συναλλασσόμενους.

Με κριτήριο το συγκεκριμένο χαρακτήρα έχει υποστηριχθεί ότι μία αξιολογική κρίση ή μία απλή εκτίμηση ή κρίση σχετικά με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο ή μία εκδότρια δεν μπορεί να αποτελέσει προνομιακή πληροφορία. Για τον ίδιο λόγο δεν

²⁶ Υπόθεση ΔΕΕ C-19/11 *Geltl vs Daimler AG*

εμπίπτουν στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας και οι προβλέψεις για την εξέλιξη της εταιρίας.

Το πότε μία πληροφορία έχει δημοσιοποιηθεί κρίνεται με βάση τα εκάστοτε συγκεκριμένα στοιχεία. Φυσικά δεν αρκεί η ανακοίνωση σε συγκεκριμένο κύκλο προσώπων. Για να υπάρξει *δημοσιοποίηση* θα πρέπει να έχει γνωστοποιηθεί με τέτοιο τρόπο, ώστε να παρέχει τη δυνατότητα στο μέσο επενδυτή για έγκαιρη αξιολόγησή της.

Η πληροφορία μπορεί να αφορά το χρηματοπιστωτικό μέσο *άμεσα ή έμμεσα*. Στην πρώτη περίπτωση εντάσσονται πληροφορίες σχετικά με επικείμενη πώληση ή ζήτηση μεγάλου αριθμού μέσων, πληροφορίες για την τιμή πώλησης κλπ. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται πληροφορίες σχετικές με επιχειρηματικές αποφάσεις, όπως συγχωνεύσεις εξαγορές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κλπ. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι *δεν είναι απαραίτητο η πληροφορία να είναι αληθής!*

Ως προς την τελευταία προϋπόθεση του προνομιακού χαρακτήρα, κριτήριο για τη διαπίστωση της *σημαντικής επίδρασης της δημοσιοποίησης στην τιμή* του χρηματοπιστωτικού μέσου αποτελεί η *αξιολόγηση από τον μέσο συνετό επενδυτή* της πληροφορίας ως ουσιώδους για την λήψη της επενδυτικής του απόφασης. Θα πρέπει να αποδεικνύεται δηλαδή ότι η συγκεκριμένη πληροφορία θα επηρέαζε ιδιαίτερα την συναλλακτική συμπεριφορά του.

Ειδικά για τα πρόσωπα που *διαμεσολαβούν κατ' επάγγελμα* στη κατάρτιση συναλλαγών ως προνομιακές θεωρούνται οι πληροφορίες που σωρευτικώς:

- i. Διαβιβάζονται από πελάτη
- ii. Σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του
- iii. Έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα
- v. Συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- iv. Η δημοσιοποίησή της θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία αφορά ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων.

4. ΕΞΑΙΡΕΣΕΙΣ

Η απαγόρευση δεν εφαρμόζεται στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται προς εκπλήρωση μιας απαιτητής υποχρέωσης για την απόκτηση ή διάθεση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, όταν η υποχρέωση απορρέει από συμφωνία που συνήφθη πριν την απόκτηση της προνομιακής πληροφορίας. Το ίδιο ισχύει και αν η απόφαση για αγοραπωλησία συντελείται πριν την λήψη των προνομιακών πληροφοριών, ενώ η εκτέλεσή της μετά.

Αντίστοιχα δεν θεωρείται ότι αποτελούν απαγορευμένες συναλλαγές (*safe haven*) όσες γίνονται με χρήση προνομιακών πληροφοριών για μία άλλη εταιρία και η χρησιμοποίησή τους στο πλαίσιο μία δημόσιας πρότασης εξαγοράς προς απόκτηση της εταιρίας ή συγχώνευσης με αυτή. Το ίδιο ισχύει και για τις εξωχρηματιστηριακές *face to face* συναλλαγές, για τις συναλλαγές πραγμάτωσης επιχειρηματικού σχεδίου

σταδιακής απόκτησης μετοχών (stakebuilding), και για τις συναλλαγές κάλυψης κινδύνου, αλλά και για τις επιζήμιες συναλλαγές.

Γενική εξαίρεση εισάγει το Αρθρ. 9 Ν. 3340/2005 σχετικά με τις πράξεις επί ιδίων μετοχών, οι οποίες διενεργούνται στο πλαίσιο προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών, αλλά και τις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου με την προϋπόθεση ότι οι εν λόγω συναλλαγές διενεργούνται σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) 2273/2003. Η ίδια εξαίρεση ισχύει και για την χειραγώγηση.

ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Στις διατάξεις του Ν. 3340/2005 προβλέπονται πλέον δύο διακριτές κατηγορίες απαγορευμένων πρακτικών χειραγώγησης. Η πρώτη αφορά χειραγώγηση που διενεργείται μέσω *συναλλαγών ή εντολών για διενέργεια συναλλαγών*, ενώ η δεύτερη σε χειραγώγηση που πραγματοποιείται μέσω της *διάδοσης πληροφοριών*. Αμφότερες πρέπει να δίνουν ή είναι πιθανό να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Οι διατάξεις για την χειραγώγηση αποσκοπούν στην προστασία της ακεραιότητας της αγοράς και την διασφάλιση της εμπιστοσύνης του επενδυτή. Οι στόχοι των διατάξεων της χειραγώγησης επιδιώκονται με την απαγόρευση μεθοδεύσεων και πρακτικών που μπορούν να επηρεάσουν *τεχνητά* τη λειτουργία της προσφοράς και της ζήτησης εντός μίας οργανωμένης αγοράς ή ενός ΠΜΔ.

Στην πρόταση κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς διευρύνεται η χειραγώγηση ώστε να περιλαμβάνει και κάθε απόπειρα και αν η συμπεριφορά δεν είχε το επιθυμητό αποτέλεσμα αλλά και κάθε άλλη ενέργεια ή συμπεριφορά που δεν είναι ούτε συναλλαγή ούτε διάδοση πληροφοριών και επιφέρει τα ίδια αποτελέσματα.

1. ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΜΕΣΩ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Η πρώτη κατηγορία απαγορευμένων συναλλαγών περιλαμβάνει και δύο υποκατηγορίες.

Η πρώτη υποκατηγορία αφορά συναλλαγές ή εντολές για διενέργεια συναλλαγών, με τις οποίες δίδονται ή είναι πιθανόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές δηλώσεις για την προσφορά, την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ενεργούν από κοινού η τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, εκτός εάν το πρόσωπο που κατήρτισε ή για λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές αποδείξει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν για θεμιτούς λόγους και είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς.

Στη δεύτερη υποκατηγορία περιλαμβάνονται συναλλαγές ή εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών, οι οποίες συνδυάζονται με/ή συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα. Τέτοια θα μπορούσε να θεωρηθεί η συνεχής απόκτηση και εκ νέου διάθεση προσυμφωνημένου αριθμού μετοχών μεταξύ συγκεκριμένων επενδυτών.

Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται τόσο οι συναλλαγές, όσο και οι εντολές τους, και ως εκ τούτου υποκείμενα είναι τόσο ο πελάτης/εντολέας όσο και ο εκτελών/επαγγελματίας διαμεσολαβητής. Για την απόδοση ευθύνης δεν λαμβάνονται υπόψιν υποκειμενικά στοιχεία, αλλά κρίσιμο είναι το αποτέλεσμα των συναλλαγών ή εντολών ή ενεργειών και όχι η πρόθεση του υποτιθέμενου χειραγωγού. Αντικείμενο ελέγχου από την εποπτική αρχή είναι μόνο κατά πόσον δόθηκαν ή είναι πιθανό να δόθηκαν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, την ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου, ή εάν η τιμή διαμορφώθηκε σε μη κανονικό επίπεδο. Δεν απαιτείται σκοπός του συναλλασσομένου να επιφέρει τέτοια αποτελέσματα.

Σύμφωνα με πρόσφατη νομολογία του ΔΕΕ δεν απαιτείται η τιμή να έχει διατηρηθεί σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, αλλά αρκεί και η *αιφνίδια μεταβολή* στη διακύμανση. Επιπλέον δεν απαιτείται συγκεκριμένος επηρεασμός της διακύμανσης αλλά αρκεί το *ενδεχόμενο πρόκλησης* των ανωτέρω. Σε κάθε περίπτωση απαιτείται *αιτιώδης συνάφεια* μεταξύ της συναλλαγής ή της εντολής και των αποτελεσμάτων.

Στην § 3 του Αρθρ. 7 του νόμου αναφέρονται ενδεικτικά οι εξής συμπεριφορές που συνιστούν χειραγώγηση αγοράς:

- α) η συμπεριφορά, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που δρουν συντονισμένα, η οποία οδηγεί στην εξασφάλιση δεσπόζουσας θέσης επί της προσφοράς ή της ζήτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, με αποτέλεσμα τον άμεσο ή έμμεσο τεχνητό προσδιορισμό της τιμής αγοράς ή της τιμής πώλησης ή τη δημιουργία αθέμιτων συνθηκών στις συναλλαγές,
- (β) η αγορά ή πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου κατά την περίοδο διαμόρφωσης της τιμής κλεισίματος της αγοράς με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που ενεργούν βάσει της τιμής αυτής,

Στην πρώτη υποκατηγορία συμπεριλαμβάνεται και η αγορά ή πώληση κατά την περίοδο διαμόρφωσης της τιμής κλεισίματος με αποτέλεσμα την παραπλάνηση των επενδυτών που λειτουργούν βάσει της τιμής αυτής.

Αντίστοιχα στην πρώτη υποκατηγορία εντάσσονται και οι *προσυνεννοημένες ή συντονισμένες συναλλαγές*, στις οποίες ελλείπει συνήθως η πραγματική βούληση πώλησης ή αγοράς, αλλά αληθινός στόχος είναι ο επηρεασμός της τιμής ή της εμπορευσιμότητας συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου μέσω συντονισμένων αγορών ή πωλήσεων. Στην ίδια κατηγορία μεθοδευμένων συναλλαγών ανήκουν και οι *αυτοσυμβάσεις* και οι *αντίστροφες συναλλαγές* (διαδοχικές συναλλαγές μεταξύ των ίδιων προσώπων με εναλλαγή τους στον ρόλο του αγοραστή και του πωλητή) καθώς αποτελούν πράξεις που συντελούν στη δημιουργία ψευδούς εμπορευσιμότητας στην μετοχή και επηρεάζουν την τιμή της.

Για την εφαρμογή των § 2 και 3 του Αρθρ. 7 Ν.3340/2005 η ΕπΚεφ εξέδωσε απόφαση, η οποία περιλαμβάνει ενδεικτικά κριτήρια σχετικά με το αν οι συναλλαγές συνιστούν χειραγώγηση ή όχι:

- i. Αν αντιπροσωπεύουν μεγάλο ποσοστό του καθημερινού όγκου συναλλαγών
- ii. Το βαθμό στον οποίο οδηγούν σε μεταβολές της τιμής
- iii. Κατά πόσον δεν συνεπάγονται αλλαγή του πραγματικού δικαιούχου
- iv. Κατά πόσον οδηγούν σε βραχυπρόθεσμες αλλαγές θέσεων

- v. Το βαθμό στον οποίο οδηγούν σε αλλαγή τιμής που μετά αντιστρέφεται
- vi. Το βαθμό στον οποίο μεταβάλλουν τις καλύτερες τιμές προσφοράς και ζήτησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου
- vii. Κατά πόσον γίνονται στο διάστημα, στο οποίο γίνεται ο υπολογισμός τιμής κλεισίματος ή εκκαθάρισης.

2. ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΜΕΣΩ ΔΙΑΔΟΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Στη δεύτερη κατηγορία απαγορευμένων πρακτικών περιλαμβάνεται η διάδοση μέσω μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο *πληροφοριών*, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανό να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή *φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων*, εάν ο διαδίδων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι οι φήμες ή ειδήσεις ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές. Σχετικά με του δημοσιογράφους όταν ενεργούν στα πλαίσια της επαγγελματικής τους ιδιότητας κρίνονται με βάση τους κανόνες του επαγγέλματος τους, εκτός εάν αντλούν άμεσα ή έμμεσα οφέλη από την διάδοση.

Υποκείμενο της παράβασης μπορεί να είναι οπουδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο. Η παραβατική συμπεριφορά μπορεί να εκδηλωθεί είτε με τη διάδοση πληροφοριών, είτε με τη διάδοση φημών ή ειδήσεων, το περιεχόμενο των οποίων είναι ψευδές ή παραπλανητικό και έχει ως αποτέλεσμα να δοθούν ή να είναι πιθανό να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικές με χρηματοπιστωτικά μέσα. Ως διάδοση νοείται κάθε ενέργεια με την οποία πληροφορία διοχετεύεται στο *ευρύ κοινό* και όχι σε μεμονωμένους αποδέκτες. Η διάκριση πληροφορίας, φήμης και είδησης έχει μικρή πρακτική σημασία. Ωστόσο οι ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις ως συνέπεια διάδοσης πληροφοριών θα πρέπει να αφορούν την τιμή ή την προσφορά ή την ζήτηση του μέσου.

Σε αντίθεση με την πρώτη κατηγορία χειραγώγησης η δεύτερη απαιτεί και τη συνδρομή υποκειμενικών στοιχείων. Απαιτείται ειδικότερα ο διαδίδων να γνώριζε κατά το χρόνο της διάδοσης, ή να όφειλε να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες/ειδήσεις είναι ψευδείς ή παραπλανητικές.

Ενδεικτικά στον νόμο αναφέρονται ως περιπτώσεις χειραγώγησης τα εξής:

- (γ) η εκμετάλλευση της περιστασιακής ή τακτικής πρόσβασης στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, περιλαμβανομένου του διαδικτύου, για τη διατύπωση γνώμης είτε άμεσα για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο είτε έμμεσα για τον εκδότη του, ενώ ο εκφέρων τη γνώμη έχει επενδύσει, ο ίδιος ή μέσω τρίτου, στο εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο και εν συνεχεία αντλεί, άμεσα ή έμμεσα, όφελος από τον αντίκτυπο που έχει η γνώμη αυτή στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον δεν έχει δημοσιοποιηθεί ταυτόχρονα με τη διατύπωση της γνώμης η συγκεκριμένη σύγκρουση συμφερόντων με σαφήνεια και ευκρίνεια,
- (δ) η διάδοση ψευδών, ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών από μέλη του διοικητικού συμβουλίου εταιριών, μέσω των ετήσιων ή περιοδικών οικονομικών καταστάσεων, των ενημερωτικών δελτίων ή άλλων δημοσιευμάτων.

3. ΕΞΑΙΡΕΣΕΙΣ

Εξαίρεση στην πρώτη κατηγορία χειραγώγησης εισάγει η ίδια η διάταξη προβλέποντας το επιτρεπτό των συναλλαγών αν το πρόσωπο που κατήρτισε ή για

λογαριασμό του οποίου καταρτίστηκαν οι συναλλαγές αποδείξει ότι οι συναλλαγές αυτές καταρτίστηκαν για θεμιτούς λόγους και είναι σύμφωνες με τις αποδεκτές πρακτικές της σχετικής αγοράς. Ο θεμιτός σκοπός θα πρέπει να συντρέχει σωρευτικά με την συμφωνία των συναλλαγών με την αποδεκτές πρακτικές της αγοράς.

Ως αποδεκτές πρακτικές της αγοράς ορίζονται πρακτικές οι οποίες αναμένονται ευλόγως σε μία ή περισσότερες αγορές είτε είναι οργανωμένες είτε δεν είναι οργανωμένες και είναι αποδεκτές σύμφωνα με τα οριζόμενα στην απόφαση της ΕπΚεφ υπ' αριθμόν 5/347/12.7.2005

Στο Αρθρ. 8 του νόμου εισάγεται γενική εξαίρεση σχετικά με την *νομισματική και συναλλαγματική πολιτική* ενώ στο Αρθρ. 9 εισάγεται εξαίρεση σχετικά με τις πράξεις επί ιδίων μετοχών, οι οποίες διενεργούνται στο πλαίσιο προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών, αλλά και τις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου με την προϋπόθεση ότι οι εν λόγω συναλλαγές διενεργούνται σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) 2273/2003.

ΚΥΡΩΣΕΙΣ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

1. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ

Η σημαντικότερη διοικητική κύρωση που επιβάλλεται είναι η επιβολή προστίμου από την ΕπΚεφ ύψους από 10.000 μέχρι 2.000.000 €. Επιπλέον η ΕπΚεφ έχει ευχέρεια υποβολής και άλλων διοικητικών μέτρων όπως την *προσωρινή αναστολή λειτουργίας* των νομικών προσώπων που εποπτεύονται ή αδειοδοτούνται από την ίδια και την *αναστολή ή πλήρη απαγόρευση της δραστηριότητας* των φυσικών προσώπων που αδειοδοτούνται ή πιστοποιούνται από αυτή. Νομικά πρόσωπα αδειοδοτούμενα από την ΕπΚεφ είναι οι ΕΠΕΥ, ενώ εποπτευόμενα από αυτή μπορούν να θεωρηθούν οι Εισηγμένες ΑΕ.

Η ΕπΚεφ μπορεί να έχει πρόσβαση σε έγγραφα, ενώ πρέπει να καλεί τον διοικούμενο σε προηγούμενη ακρόαση. Τυχόν διαφορά από απόφαση επιβολής προστίμου προσβάλλεται με προσφυγή ουσίας στο Διοικητικό Εφετείο σε πρώτο και τελευταίο βαθμό, και άρα κατ' αναίρεση στο ΣτΕ.

2. ΠΟΙΝΙΚΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ

1. Για κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών: όποιος με σκοπό να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος, χρησιμοποιεί εν γνώσει του προνομιακές πληροφορίες για να αποκτήσει ή να διαθέσει ο ίδιος ή μέσω τρίτου χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αφορούν οι προνομιακές πληροφορίες τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον ενός έτους, ενώ αν το έγκλημα τελείται κατ' επάγγελμα τιμωρείται με κάθειρξη έως δέκα ετών, εφόσον η αξία των συναλλαγών υπερβαίνει το 1.000.000 € ή αποκομίζει ο ίδιος κέρδος 300.000 €. Η ποινική διάταξη δεν καλύπτει την περίπτωση της ανακοίνωσης

προνομιακών πληροφοριών σε τρίτο πρόσωπο. Η περίπτωση αυτή καλύπτεται μόνο με την επιβολή διοικητικών μέτρων.

Απαιτείται σκοπός απόκτησης περιουσιακού οφέλους. Ο παραβάτης θα πρέπει να γνωρίζει τον προνομιακό χαρακτήρα της πληροφορίας και να υπάρχει αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της προνομιακή πληροφορίας και της διάθεσης ή απόκτησης του μέσου.

2. Για χειραγωγήση αγοράς: ποινικώς κολάσιμη είναι η χειραγωγήση που τελείται μέσω συναλλαγών ή μέσω της διασποράς ψευδών και ανακριβών πληροφοριών. Συγκεκριμένα με ποινή φυλάκισης τουλάχιστον ενός έτους τιμωρείται όποιος με σκοπό να διαμορφώσει τεχνητά την τιμή ή την εμπορευσιμότητα χρηματοπιστωτικού μέσου, προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος όφελος: (α) διενεργεί συναλλαγές χρησιμοποιώντας εν γνώσει του παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή απατηλά μέσα ή (β) διαδίδει εν γνώσει του, δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης, του διαδικτύου ή οποιουδήποτε άλλου τρόπου, παραπλανητικές ή ψευδείς πληροφορίες, ειδήσεις ή φήμες.

Για την πλήρωση της υποκειμενικής υπόστασης του εγκλήματος απαιτείται η ύπαρξη σκοπού (άμεσος δόλος) για την τεχνητή διαμόρφωση της τιμής ή της εμπορευσιμότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου προκειμένου να αποκτήσει ίδιον ή αλλότριο όφελος. Επιπλέον πρέπει να χρησιμοποιεί εν γνώσει του παραπλανητικές πληροφορίες.

3. ΑΞΙΩΣΕΙΣ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ

Κατά την κρατούσα άποψη ο επενδυτής δεν μπορεί να αξιώσει αποζημίωση με βάση το 914 ΑΚ για παράβαση των διατάξεων της κεφαλαιαγοράς σχετικά με την κατάχρηση, διότι αυτές δεν εισάγουν ατομικό δικαίωμα, αλλά σκοπό έχουν την προστασία της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς. Ωστόσο η άποψη αυτή δεν μπορεί να γίνει ανεπιφύλακτα δεκτή. Ο μέτοχος της εισηγμένης ΑΕ αποτελεί παράλληλα και επενδυτή, η προστασία του οποίου αποτελεί βασικό σκοπό του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Πρόκειται λοιπόν για άμεσο οικονομικό συμφέρον. Συνεπώς εφόσον πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις του 914 ΑΚ (ζημία, υπαιτιότητα, αιτιώδης συνάφεια) ο επενδυτής θα μπορεί να αξιώσει αποζημίωση.

ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Η λειτουργική σημασία της κεφαλαιαγοράς δεν εξαντλείται στο χρηματοδοτικό και επενδυτικό της ρόλο, αλλά αποτελεί ταυτόχρονα και *αγορά εταιρικού ελέγχου*. Η λειτουργία αυτή δεν είναι στεγανή σε σχέση με τις υπόλοιπες, αλλά προκύπτει από την εγγενή δυνατότητα να αποτελέσει χώρο συνάντησης της προσφοράς με την ζήτηση. Ο κανόνας περιορισμένης ευθύνης του μετόχου, είναι αυτός που από την σκοπιά της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου επιτρέπει τη σύγχρονη αυτή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς μειώνοντας τα συναλλακτικά κόστη.

Η απόκτηση εταιρικού ελέγχου μπορεί να επιτευχθεί είτε με *asset deal*, δηλαδή με μεταβίβαση των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, είτε με *share deal*, δηλαδή με απόκτηση των μετοχών της εταιρίας. Η απόκτηση των μετοχών μπορεί να λάβει χώρα είτε μέσω χρηματιστηριακής ή εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής, είτε μέσω συμμετοχής σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με κατάργηση ή παραίτηση από το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Ισοδύναμα οικονομικά αποτελέσματα μπορούν να επιτευχθούν μέσω συγχώνευσης με απορρόφηση, και με εξαγορά.

Στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών, η απόκτηση μετοχών μέσω της διαδικασίας της δημόσιας πρότασης αποτελεί την πλέον πρόσφορη μορφή απόκτησης του ελέγχου. Ως *δημόσια πρόταση* εννοείται η υποβολή πρότασης στους μετόχους μίας εταιρίας για αγορά των μετοχών τους με μέσα που να εξασφαλίζουν δημοσιότητα. Μια τέτοια πρόταση δεν είναι απαραίτητο να αποσκοπεί στην απόκτηση ελέγχου, αλλά μπορεί να έχει ως σκοπό και την απλή επένδυση σε μία εταιρία, ή την ενίσχυση της θέσης ενός μετόχου στην εταιρία. Ωστόσο, στην συντριπτική τους πλειοψηφία, οι δημόσιες προτάσεις έχουν σκοπό την απόκτηση ελέγχου μίας ΑΕ.

1. ΤΟ ΥΠΕΡΤΙΜΗΜΑ ΑΠΟΚΤΗΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

Η αγορά πακέτου μετοχών ικανού να παράσχει δυνατότητα ελέγχου, ισοδυναμεί με ικανότητα διαχείρισης της εταιρίας. Για αυτό και εκτός του ποσού που αντιστοιχεί στην αξία των μετοχών, καταβάλλεται και ένα *υπερτίμημα* (*overvalue*). Το υπερτίμημα είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής απόκτησης του ελέγχου της εταιρίας και της τρέχουσας αγοραίας τιμής. Στην οικονομική επιστήμη αυτό ονομάζεται *control premium*. Η αναγκαιότητα της καταβολής υπερτιμήματος έχει γίνει αποδεκτή και από την ελληνική νομική σκέψη.

Η δυνατότητα συμμετοχής όλων των μετόχων σε αυτό το υπερτίμημα είναι ο βασικός δικαιολογητικός λόγος της θέσπισης υποχρέωση δημόσιας πρότασης για τον αποκτώντα τον έλεγχο δυνάμει της Οδηγίας 2004/25/EK. Με την υποχρέωση αυτή παρέχεται η δυνατότητα στον μέτοχο να συμμετάσχει στα οικονομικά οφέλη που αποκόμισε ο προσφέρων τον έλεγχο.

2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Η σύνδεση δημόσιας πρότασης και απόκτησης ελέγχου, αποτυπώνεται ρητά στην Οδηγία και κατ' επέκταση στον Ν. 3461/2006 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς (*takeover bids*). Ως δημόσια προσφορά εξαγοράς ή προσφορά νοείται η δημόσια προσφορά (εκτός προσφοράς εκ μέρους της ίδιας της εταιρίας) απευθυνόμενη στους κατόχους τίτλων μίας εταιρίας για την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των τίτλων αυτών, ανεξάρτητα αν η προσφορά είναι υποχρεωτική ή εθελούσια, υπό την προϋπόθεση ότι έπεται της απόκτησης ελέγχου της υπό εξαγοράς εταιρίας ή ότι αποσκοπεί σε αυτή βάσει του εθνικού δικαίου.

Ο ορισμός προτάσσει το στοιχείο της απόκτησης ελέγχου για την υπαγωγή μίας πρότασης μίας δημόσιας προσφοράς στις ρυθμίσεις της οδηγίας. Δημόσιες

προσφορές, που εμπίπτουν στη ρύθμιση της οδηγίας, είναι μόνον εκείνες που αποσκοπούν στην απόκτηση ελέγχου εταιριών ή έπεται της απόκτησης ελέγχου εταιριών. Ωστόσο, δεν προκύπτει βούληση του κοινοτικού νομοθέτη για απαγόρευση υποβολής δημοσίων προτάσεων που δεν αποσκοπούν στην απόκτηση ελέγχου.

Ο Έλληνας νομοθέτης μεταφέροντας την Οδηγία στο ελληνικό δίκαιο δεν ακολούθησε τον παραπάνω στενό ορισμό, αλλά συμπεριέλαβε κάθε δημόσια πρόταση *η οποία απευθύνεται στους κατόχους κινητών αξιών μίας εταιρίας για την απόκτηση του συνόλου ή μέρους των αξιών αυτών*.

Παρότι ούτε ο κοινοτικός ούτε ο εθνικός νομοθέτης όρισαν το στοιχείο της *δημοσιότητας*, αυτό θα πρέπει να θεωρηθεί ότι συντρέχει όταν:

- i. Εξασφαλίζεται η κατεύθυνση της πρότασης προς όλους τους μετόχους της εταιρίας στόχου και
- ii. Εξασφαλίζεται η διαφάνεια των όρων της έναντι του επενδυτικού κοινού.

3. ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Ανάλογα με το αν οι δημόσιες προτάσεις στοχεύουν στην απόκτηση ελέγχου ή έπονται αυτής διακρίνονται σε υποχρεωτικές ή προαιρετικές προτάσεις αντίστοιχα.

Οι προαιρετικές δημόσιες προτάσεις χαρακτηρίζονται από την πρωτοβουλία του υποψηφίου αγοραστή να απευθύνει δημοσίως προτάσεις για μαζική απόκτηση μετοχών μιας εταιρίας με σκοπό την απόκτηση του ελέγχου.

Οι υποχρεωτικές προτάσεις έπονται της απόκτησης ελέγχου, ως υποχρέωση που επιβάλλεται σε αυτό που απέκτησε τον έλεγχο να προσφέρει την ευκαιρία στους μετόχους μειοψηφίας *σν* εξέλθουν αυτής, εκποιώντας τις μετοχές τους σε δίκαιη τιμή στην οποία συνήθως υπολογίζεται και το υπερτίμημα.

4. ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΑ ΔΥΟ ΕΙΔΗ

Οι γενικές αρχές που διέπουν την ρύθμιση των δημοσίων προτάσεων αφορούν τόσο τις προαιρετικές όσο και τις υποχρεωτικές προτάσεις, με εξαίρεση την αρχή προστασίας της μειοψηφίας, η οποία εξ ορισμού αφορά μόνο τις υποχρεωτικές. Οι απαιτήσεις ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων, ουδετερότητας του ΔΣ εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, διαφάνειας και πληροφόρησης συγκροτούν το βασικό πλαίσιο εντός του οποίου κινούνται οι εθνικές διατάξεις βάσει της Οδηγίας.

Το Αρθρ. 4 της Οδηγίας, περιλαμβάνει μία πολύπλοκη ρύθμιση ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, με βάση την οποία αναγνωρίζεται δικαιοδοσία κάθε κράτους μέλους να ρυθμίσει τις δημόσιες προτάσεις που αφορούν μετοχές εταιριών που έχουν σε αυτό καταστατική έδρα, εφόσον οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στο ίδιο.

Στο Αρθρ. 6 θεσπίζεται η υποχρέωση δημοσιοποίησης της απόφαση υποβολής δημόσιας πρότασης, καθώς και η υποχρέωση κατάρτισης και δημοσιοποίησης *εγγράφου προσφοράς*, που περιλαμβάνει όλα τα κρίσιμα στοιχεία για την αξιολόγηση της πρότασης από τους μετόχους. Πριν την δημοσιοποίηση της πρότασης θα πρέπει να ενημερώνεται η εποπτική αρχή, ενώ όσοι συμμετέχουν στην πρόταση θα πρέπει να

της παρέχουν ό,τι πληροφορία έχουν στη διάθεσή τους και είναι αναγκαία για την εκτέλεση των εποπτικών της καθηκόντων.

Ο χρόνος αποδοχής της προσφοράς δεν μπορεί να είναι κατώτερος των 2 εβδομάδων και ανώτερος των 10, από την δημοσιοποίηση του εγγράφου.

5. ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ

Η υποχρεωτική δημόσια πρόταση κατοχυρώνεται ως μέσο προστασίας της μειοψηφίας της εταιρίας στόχου, και της διασφάλισης της ίσης μεταχείρισης των μετόχων.

Τη βασική υποχρέωση υποβολή πρότασης συνοδεύει η ρύθμιση για το τίμημα, το οποίο πρέπει να είναι *δίκαιο* (equitable price). Ως δίκαιο τίμημα θεωρείται το ανώτερο τίμημα που κατέβαλε για τις ίδιες μετοχές ο προσφέρων κατά τη χρονική περίοδο, η οποία προηγείται της προσφορά και η περιόδός της διαρκεί από 6 έως 12 μήνες ανάλογα με την ρύθμιση κάθε κράτους μέλους.

Τα κράτη μέλη έχουν τη δυνατότητα να καθορίσουν το ποσοστό εκείνο δικαιωμάτων ψήφου, το οποίο παρέχει τη δυνατότητα ελέγχου μίας εταιρίας με καταστατική έδρα στο κ.μ. και τον τρόπο υπολογισμού αυτού, θέτοντας έτσι δικές του προϋποθέσεις ενεργοποίησης της υποχρέωσης υποβολής δημόσιας πρότασης.

Κατά την Οδηγία η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης δεν ισχύει στην περίπτωση που ο έλεγχος της εταιρίας αποκτήθηκε μέσω προαιρετικής δημόσιας πρότασης, η οποία υποβλήθηκε προς όλους τους μετόχους και για το σύνολο των μετοχών τους. Η Οδηγία δεν προβλέπει άλλη εξαίρεση ωστόσο εμμέσως προκύπτει η ευχέρεια κάθε κράτους-μέλους να προβλέψει άλλες εξαιρέσεις εμμέσως από τη ρύθμιση του Αρθρ. 4 § 2ε

Σε θέματα ενημέρωσης που πρέπει να παρέχεται στους εργαζομένους της υπό εξαγορά εταιρείας και σε θέματα εταιρικού δικαίου, ιδίως όσον αφορά το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου το απαιτούμενο για την απόκτηση ελέγχου και τις παρεκκλίσεις από την υποχρέωση προσφοράς, καθώς και τους όρους υπό τους οποίους το συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας έχει τη δυνατότητα να προβαίνει σε ενέργειες ικανές να ματαιώσουν την προσφορά, οι εφαρμοστέοι κανόνες και η αρμόδια αρχή είναι οι κανόνες και η αρχή του κράτους μέλους στο οποίο έχει την καταστατική της έδρα η υπό εξαγορά εταιρεία.

Ωστόσο, η ευχέρεια του εθνικού νομοθέτη να εισάγει εξαιρέσεις, περιορίζεται από τις γενικές αρχές που εισάγει η ίδια η Οδηγία, καθώς και την αρχή της αναλογικότητας, να είναι δηλαδή πρόσφορη, αναγκαία και εν στενή εννοία αναλογική.

6. ΚΑΝΟΝΑΣ ΕΞΟΥΔΕΤΕΡΩΣΗΣ ΜΕΤΡΩΝ ΑΜΥΝΗΣ

Βασική αρχή της Οδηγίας είναι η ουδετερότητα του ΔΣ της υπό εξαγοράς εταιρία και η απαγόρευση της λήψης μέτρων άμυνας (breakthrough rule).

Η πρώτη κατηγορία ρυθμίσεων αφορά τα μέσα πρόληψης και άμυνας που μπορεί νομιμοποιείται να χρησιμοποιήσει μία εταιρία, προκειμένου είτε να αποτρέψει, είτε να αποκρούσει την υποβολή δημόσιας πρότασης. Συγκεκριμένα το ΔΣ δεν μπορεί να λάβει κανένα μέσο άμυνας, χωρίς τη λήψη προηγούμενης ειδικής έγκρισης επί τη γενική συνέλευση των μετόχων πλην της αναζήτησης εναλλακτικών προσφορών.

Από τα αμυντικά μέτρα που απαγορεύεται να λάβει το ΔΣ, ειδική αναφορά γίνεται στην έκδοση μετοχών με σκοπό την μακροχρόνια παρεμπόδιση εξαγοράς του προσφέροντος να αποκτήσει τον έλεγχο της υπό εξαγοράς εταιρία.

Με την δεύτερη κατηγορία ρυθμίσεων εισάγεται το μη αντιτάξιμο των περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών και στα δικαιώματα ψήφου, έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια της ισχύος της δημόσιας πρότασης. Οι περιορισμοί αυτοί ανεξάρτητα από το αν προβλέπονται στο καταστατικό της εταιρίας ή σε εξωεταιρικές συμφωνίες μεταξύ μετόχων δεν ισχύουν. Εισάγεται επίσης η «κατάργηση» των περιορισμών στην άσκηση δικαιώματος ψήφου από την αρχή *μία μετοχή = μία ψήφος*, τόσο κατά τη συνέλευση για την λήψη αμυντικών μέτρων ενόσω ισχύει η δημόσια προσφορά, όσο και κατά την πρώτη συνέλευση μετά την προσφορά εφόσον αποκτήθηκε συνολικά το 75% των δικαιωμάτων ψήφου. Τα κράτη έχουν διακριτική ευχέρεια για την εφαρμογή ή μη των ρυθμίσεων αυτών.

7. ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΕΞΟΔΟΥ

Στην οδηγία προβλέπεται τόσο το δικαίωμα του squeeze-out right, κατά το οποίο ο κυρίαρχος μέτοχος να υποχρεώσει τους μετόχους μειοψηφίας να του μεταβιβάσουν τις μετοχές τους, καθώς και το sell-out right, το αντίστροφο δικαίωμα των μετόχων της μειοψηφίας. Και στις δύο περιπτώσεις κατά την οδηγία απαιτείται ο κυρίαρχος μέτοχος να κατέχει το 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ

1. ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Ο προτείνων δημόσια πρόταση έχει υποχρέωση να δεχτεί όλες τις μετοχές που του προσφέρουν, εκτός αν έχει ορίσει ανώτατο αριθμό μετοχών. Αντίστοιχα μπορεί να ορίσει και ελάχιστο αριθμό μετοχών κάτω από τον οποίο δεν θα ισχύει η δημόσια προσφορά.

Από την § 2 του Αρθρ. 6 Ν. 3461/2006 συνάγεται ότι αντικείμενο δημόσιας πρότασης είναι οι μετοχές με δικαίωμα ψήφου, εκτός και αν ο προτείνων όρισε άλλως στο πληροφοριακό δελτίο της δημόσιας πρότασης, όρισε δηλαδή ότι η πρότασή του αφορά και προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

2. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ

Με εξαίρεση τις ρυθμίσεις που αφορούν τον προσδιορισμό του ανταλλάγματος στη δημόσια πρόταση και τη ρύθμιση για την ανάκληση που αφορά μόνο προαιρετικές προτάσεις, οι λοιπές διατάξεις του Ν. 3461/2006 που αφορούν τη διαδικασία των δημοσίων προτάσεων αφορούν τόσο τις υποχρεωτικές, όσο και τις προαιρετικές.

Η διαδικασία της δημόσιας πρότασης περιλαμβάνει τα εξής βασικά στάδια

- i. Ενημέρωση ΕπΚεφ και ΔΣ υπό εξαγοράς εταιρίας: μαζί υποβάλει και σχέδιο του πληροφοριακού δελτίου της δημόσιας πρότασης

- ii. Δημοσιοποίηση δημόσιας πρότασης: εντός της επόμενης εργάσιμης ημέρας στο διαδικτυακό τόπο και τον και στο ημερήσιο δελτίο τιμών του χρηματιστηρίου καθώς και στο διαδικτυακό τόπο του ίδιου.
- iii. Έγκριση ενημερωτικού δελτίου από ΕπΚεφ: εντός 10 εργάσιμων ημερών από την υποβολή σε αυτή του πλήρους σχεδίου.
- iv. Δημοσιοποίηση πληροφοριακού δελτίου: εντός 3 εργάσιμων ημερών από έγκριση ΕπΚεφ, τόσο με την μορφή εντύπου, όσο και στο διαδίκτυο, δημοσιοποιείται στο ΔΣ της υπό εξαγοράς εταιρία, το οποίο το μεταβιβάζει στους εργαζόμενους αυτής. Το πληροφοριακό έγγραφο πρέπει να υπογράφεται από ΕΠΕΥ που λειτουργεί ως Σύμβουλος.
- v. Υποβολή αιτιολογημένης γνώμης ΔΣ σχετικά με δημόσια πρόταση: εντός 10 εργάσιμων ημερών.
- vi. Από δημοσίευση πληροφοριακού δελτίου ξεκινά η περίοδος αποδοχής δημόσιας πρότασης: δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 4 εβδομάδες και μεγαλύτερη από 8. Κατά την περίοδο αυτή λαμβάνουν χώρα οι δηλώσει αποδοχής που γίνονται σε πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ που έχει εξουσιοδοτηθεί από τον προτείνοντα. Ανακαλούνται ελεύθερα μέχρι τη λήξη της περιόδου, εκτός αν ορίζεται άλλως στο πληροφοριακό έγγραφο.
- vii. Δημοσίευση αποτελεσμάτων πρότασης: εντός 2 ημερών από λήξη περιόδου.

Σε ότι αφορά την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας και της ουδετερότητας του ΔΣ ο Έλληνας νομοθέτης ακολούθησε τη ρύθμιση της Οδηγίας. Έτσι προβλέπεται με εξαίρεση τη αναζήτηση εναλλακτικών προσφορών το ΔΣ δεν μπορεί να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στην συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρίας, χωρίς έγκριση της ΓΣ.

Σε ότι αφορά το μη αντιτάξιμο των περιορισμών ο Έλληνας νομοθέτης δεν υιοθέτησε την προτεινόμενη ρύθμιση. Επιτρέπει όμως, όπως έχει υποχρέωση, στις εταιρίες με καταστατική έδρα την Ελλάδα να επιλέξουν με απόφασή της εξαιρετικής ΓΣ την εφαρμογή του μη ανατάξιμου.

Δυνατότητα ανάκλησης δημόσιας πρότασης προβλέπεται μόνο για τις προαιρετικές, εάν υποβληθούν ανταγωνιστικές προτάσεις ή επέλθει απρόοπτη και ανεξάρτητη της βούλησης του προτείνοντος μεταβολή των συνθηκών, που καθιστά ιδιαίτερα επαχθή τη διατήρηση σε ισχύ της δημόσιας πρότασης. Στη δεύτερη περίπτωση απαιτείται άδεια από την ΕπΚεφ.

Για κάθε παράβαση του νόμου σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις προβλέπεται επιβολή προστίμου από την ΕπΚεφ ύψους 3.000.000 €.

3. ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Οι διατάξεις των Αρθρ. 7 και 9 Σ. εισάγουν ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με τις υποχρεωτικές προτάσεις.

Στο αρθρ. 7 προβλέπεται ειδικότερα η υποχρέωση υποβολή δημόσιας πρότασης λόγω απόκτησης ελέγχου της εταιρίας, με οιονδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα με άλλα πρόσωπα που λειτουργούν συντονισμένα με αυτόν, εφόσον κατέχει το 1/3 των

δικαιωμάτων ψήφου. Η δημόσια πρόταση πρέπει να υποβληθεί εντός 20 ημερών και να αφορά το σύνολο των μετοχών, με αντάλλαγμα δίκαιο τίμημα κατά το Αρθρ. 9.

Υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης υπέχει και όποιος κατέχει το 1/3 και λιγότερο από το 1/2 το δικαιωμάτων ψήφου και απέκτησε εντός 6 μηνών κινητές αξίες που αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του 3% των δικαιωμάτων ψήφου. Η υποχρέωση αυτή δεν ισχύει αν έχει ήδη ασκηθεί υποχρεωτική δημόσια πρόταση.

Ως δικαιώματα ψήφου εννοούνται και τα δικαιώματα ψήφου που κατέχονται δυνάμει συμβάσεως, ενεχύρου, επικαρπίας, φύλαξης ή διαχείρισης κινητών αξιών, εφόσον ο κάτοχός τους μπορεί να τα ασκήσει κατά τη διακριτική του ευχέρεια.

Ο νομοθέτης και στις δύο περιπτώσεις έχει εισάγει τη φράση *άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό*. Ως πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα ορίζονται στον νόμο φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συνεργάζονται με τον προτείνοντα ή την υπό εξαγορά εταιρία βάσει ρητής ή σιωπηρής προφορικής ή γραπτής συμφωνίας, η οποία έχει ως σκοπό την απόκτηση ελέγχου της υπό εξαγοράς εταιρίας ή την ματαίωση της επιτυχούς έκβασης της δημόσιας πρότασης αντίστοιχα.

Εισάγεται τεκμήριο ότι ενεργούν συντονισμένα τα πρόσωπα που απαριθμούνται στο ΠΔ 51/1992. Βέβαια αυτό αντικαταστάθηκε από τον 3556/2007, ωστόσο η χρησιμότητα της λίστας παραμένει:

- i. Επιχειρήσεις στις οποίες το υπόχρεο πρόσωπο έχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου.
- ii. Επιχειρήσεις στις οποίες το υπόχρεο πρόσωπο είναι μέτοχος ή εταίρος και έχει δικαίωμα διορισμού ή ανάκλησης της πλειοψηφίας των μελών του διοικητικού ή εποπτικού οργάνου
- iii. Επιχειρήσεις στις οποίες το υπόχρεο πρόσωπο είναι μέτοχος ή εταίρος και ελέγχει μόνος, δυνάμει συμφωνίας που έχει συνάψει με άλλους μετόχους ή εταίρους της επιχείρησης, την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου.

Οι σχέσεις που απαιτούνται από τον Έλληνα νομοθέτη συγκλίνουν με την σχέση μητρικής θυγατρικής του Αρθρ. 42ε του ΚΝ 2190/1920. Συντονισμένα με τον υπόχρεο κατά τεκμήριο θεωρούνται ότι ενεργούν και επιχειρήσεις στις οποίες έχει δικαίωμα να ασκεί ή πράγματι ασκεί κυριαρχική επιρροή ή έλεγχο.

Η εφαρμογή του τεκμηρίου συνεπάγεται τον συνυπολογισμό των ποσοστών συμμετοχής για την υποχρέωση δημόσιας πρότασης. Το ποιο πρόσωπο ωστόσο υποχρεούται να την ασκήσει καθορίζεται από την ΕπΚεφ με κριτήρια αξιοπιστίας και φερεγγυότητας, ακόμη και εάν αυτό το μέλος δεν προέβη στην κρίσιμη απόκτηση. Κοινή πρόταση των προσώπων δεν πρέπει να αποκλειστεί, αρκεί η πρόταση να αφορά το σύνολο των μετοχών που ανήκουν σε τρίτα πρόσωπα.

Εκτός των περιπτώσεων που συντρέχει τεκμήριο, η ΕπΚεφ έχει διακριτική ευχέρεια να κρίνει αν συντρέχει συντονισμένη δράση στην εκάστοτε περίπτωση. Σημαντικό ερμηνευτικό εργαλείο για την κρίση της ΕπΚεφ αποτελεί το απόσπασμα της εισηγητικής έκθεσης του Αρθρ. 7: *με την ευρεία διατύπωση της διάταξης καθίσταται σαφής η βούληση εφαρμογής της διάταξης σε κάθε περίπτωση απόκτησης ελέγχου εταιρίας με οποιονδήποτε τρόπο άμεσα ή έμμεσα, και με οποιονδήποτε μέσο,*

έτσι ώστε να αποτρέπεται η καταστρατήγηση της υποχρέωσης με τη χρήση παρόνθων προσώπων ή άλλων νομικών κατασκευών και μεθοδεύσεων.

Στο Αρθρ. 8 εισάγονται εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημόσιας πρότασης, οι οποίες μπορούν να διακριθούν σε 4 ευρείες κατηγορίες:

- i. Σε περιπτώσεις που δεν συντρέχει ανάγκη διαφύλαξης της αρχής της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων (π.χ. έλλειψη υπερτιμήματος, ή ύπαρξης προσώπου με μεγαλύτερο ποσοστό από αυτόν που υπερέβη τα όρια του νόμου κλπ.)
- ii. στις περιπτώσεις όπου η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων και προστασίας της μειοψηφίας υποχωρεί σε άλλα συμφέροντα που κρίνονται υπέρτερα (π.χ. υπέρβαση ορίου γίνεται λόγω αποκρατικοποίησης ή απόκτηση μετοχών ως μέρος εξυγίανσης)
- iii. Όταν η υπέρβαση του ορίου επέρχεται ως αποτέλεσμα εταιρικών πράξεων (π.χ. άσκηση δικαιώματος προτίμησης)
- iv. Αν οι μετοχές αποκτήθηκαν με προαιρετική δημόσια πρόταση κατά της διατάξεις του Ν. 3461/2006

4. ΤΟ ΑΝΤΑΛΛΑΓΜΑ

Το αντάλλαγμα ρυθμίζεται στο Αρθρ. 9. Το είδος του ανταλλάγματος πρέπει να είναι είτε τίτλους αντιπροσωπευτικούς κινητών αξιών, είτε μετρητά ή συνδυασμών αυτών. Ειδικά για τις υποχρεωτικές δημόσιες προτάσεις, ο Έλληνας νομοθέτης καθιστά υποχρεωτική τη εναλλακτική προσφορά του ανταλλάγματος σε χρήματα.

Το ύψος της πρότασης καθορίζεται μόνο για τις υποχρεωτικές ως δίκαιο τίμημα, το δίκαιο τίμημα δεν μπορεί να είναι κατώτερο:

- i. Από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή των τελευταίων 6 μηνών πριν την ημερομηνία που κατέστη υπόχρεος ο προτείνων
- ii. Από την υψηλότερη τιμή στην οποία ο υπόχρεος ή κάποιο από τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα απέκτησε κινητές αξίες κατά τους 12 μήνες προτού καταστεί υπόχρεος.

Για τον υπολογισμό της υπό (ii) τιμής δεν λαμβάνονται υπόψιν οι αποκτήσεις από ΕΠΕυ ή πιστωτικό ίδρυμα που έγιναν σε ικανοποίηση υποχρεώσεων ως ειδικός διαπραγματευτής σε οργανωμένη αγορά, ως συστηματικός εσωτερικοποιητής ή ως μέλος σε σύστημα εκκαθάρισης.

5. ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΟΥ

Το squeeze-out (Αρθρ. 27) απαιτεί ο προτείνων μετά την δημόσια πρόταση να κατέχει το 90% των μετοχών. Μπορεί να ασκηθεί εντός 3μήνου από την λήξη της περιόδου αποδοχής της δημοσίας προτάσεως, εφόσον είχε προβλεφθεί ο όρος που προέβλεπε τη δυνατότητα άσκησής του στο πληροφοριακό έγγραφο. Το αντάλλαγμα έχει το ύψος και τη μορφή του ανταλλάγματος της δημόσιας πρότασης που προηγήθηκε. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να προβλέπεται ως εναλλακτική κατ' επιλογή των πωλητών η καταβολή μετρητών.

Το δικαίωμα του sell-out (Αρθρ. 28) ασκείται αντίστοιχα εντός 3 μηνών από την λήξη της περιόδου αποδοχής της δημοσίας προτάσεως και πάλι απαιτείται η κατοχή του 90% των μετοχών. Εφόσον το ζητήσουν οι μειοψηφούντες μέτοχοι, το αντάλλαγμα λαμβάνει τη μορφή του ανταλλάγματος της δημόσιας πρότασης και σε κάθε περίπτωση ισούται με αυτό. Η ΕπΚεφ κάνοντας χρήση της εξουσιοδότησης του Αρθρ. 28 εξέδωσε απόφαση, με την οποία εξειδίκευσε την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος εξόδου, με την σημαντικότερη από τις οποίες συνίσταται στην υποχρέωση του προσώπου που υπέβαλλε δημόσια πρόταση να αποκτήσει χρηματιστηριακά στη τιμή που προσφέρθηκε στη δημόσια πρόταση, όλες τις τιμές που θα του προσφερθούν κατά την περίοδο άσκησης του δικαιώματος εξόδου. Προβλέπεται η δυνατότητα παροχής κινητών αξιών ως αντάλλαγμα, εφόσον προβλεπόταν και στην δημόσια πρόταση.