



Β' ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΗΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ
ΣΧΕΔΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΝΟΜΩΝ

ΕΚΘΕΣΗ ΕΠΙ ΤΟΥ ΝΟΜΟΣΧΕΔΙΟΥ

«Για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς»

I. Γενικές παρατηρήσεις

Με το φερόμενο προς ψήφιση νοχ. ενσωματώνονται στην εσωτερική έννομη τάξη (α) η Οδηγία 2003/6/ΕΚ «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)», (β) μέρος της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ «για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς», (γ) μέρος της Οδηγίας 2003/125/ΕΚ και (δ) μέρος της Οδηγίας 2004/72/ΕΚ της Επιτροπής «για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση υπόπτων συναλλαγών.».

Σημειώνεται ότι η Οδηγία 2003/6/ΕΚ διατυπώνει τις γενικές αρχές και τα πλαίσια ρύθμισης της σχετικής ύλης, ενώ οι λοιπές Οδηγίες θεσπίζουν εν πολλοίς εκτελεστικά μέτρα για την υλοποίηση των αρχών που θέτει η πρώτη Οδηγία. Πρόκειται για μια σχετικώς νέα νομοθετική τεχνική την οποία υιοθέτησε η Επιτροπή της ΕΕ ύστερα από πρόταση της «επιτροπής σοφών» που συγκροτήθηκε μετά από απόφαση του Συμβουλίου της 17ης Ιουλίου 2000. Σύμφωνα με την τεχνική αυτή, το νομοθετικό έργο προσεγγίζεται «σε τέσσερα επίπεδα: αρχές-πλαίσια, εκτελεστικά μέτρα, συνεργασία και εφαρμογή» (βλ. την 4η σκέψη του προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ). Εν προκειμένω, η Οδηγία 2003/6/ΕΚ αποτελεί το κείμενο του «πρώτου επιπέδου» (το και

2

επονομαζόμενο 'level 1 text'), ενώ οι λοιπές Οδηγίες υιοθετούν τεχνικά-εκτελεστικά μέτρα και αποτελούν τα επονομαζόμενα 'level 2 texts'.

Το ανωτέρω πλέγμα διατάξεων αντιμετωπίζει συνολικά το φαινόμενο της «κατάχρησης αγοράς», καλύπτοντας τόσο τις πράξεις των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες όσο και τη «χειραγώγηση της αγοράς» (βλ. τη 12η σκέψη του προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ). Το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο, το οποίο ερείδεται στην παλαιότερη Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», καταργείται ήδη ρητά (βλ. άρθρο 20 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και άρθρο 32 νσχ., δυνάμει του οποίου καταργούνται, ιδίως, οι διατάξεις του π.δ/τος 53/1992 αλλά και πολλές διατάξεις του π.δ/τος 350/1985).

Σημειώνεται, ήδη, ότι το φερόμενο προς ψήφιση νσχ. επιλέγει εμπρόθετα τον όρο «προνομιακή» πληροφορία αντί του όρου «εμπιστευτική», τον οποίο χρησιμοποιούν τα ευρωπαϊκά κείμενα (βλ. τις σκέψεις της αιτιολογικής έκθεσης επί του άρθρου 6 νσχ.).

Όπως προκύπτει και από τις αιτιολογικές σκέψεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, σκοπός του νομοθέτη είναι να προστατευθεί η «ομαλή λειτουργία των αγορών κινητών αξιών και η διατήρηση της εμπιστοσύνης του κοινού... Η κατάχρηση αγοράς θίγει την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και την εμπιστοσύνη του κοινού στις κινητές αξίες και τα παράγωγα μέσα» (βλ. τη 2η σκέψη του προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ). Ο κοινοτικός νομοθέτης τονίζει, πράγματι, επανειλημμένα την ανάγκη προστασίας της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού, υπογραμμίζοντας ότι αυτή πλήττεται από την επιλεκτική πληροφόρηση την προερχόμενη από τους εκδότες κινητών αξιών, ενώ, αντίθετα, ενισχύεται από την «ταχεία και αμερόληπτη δημοσιοποίηση των πληροφοριών» (βλ. την 24η σκέψη του προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ).

Γενικότερα, αποτελεί πάγια αρχή της οικονομικής θεωρίας το ότι, προκειμένου να επικρατήσουν συνθήκες τέλει ανταγωνισμού στην αγορά, απαιτείται πλήρης πληροφόρηση όλων των δραστηριοποιούμενων εντός της αγοράς παραγόντων ως προς τις τιμές των αγαθών (βλ. α.ά. Π.Α. Γέμτου, Οικονομία και δίκαιο, τόμος Α', Αθήνα 1995, σελ. 98). Ακριβέστερα, απαιτείται να είναι πλήρως πληροφορημένοι όλοι οι πωλητές και όλοι οι αγοραστές ως προς τους όρους όλων των συναλλαγών της αγοράς (βλ. π.χ. N. Mercuro & S.G. Medema, *Economics and the Law*, Princeton 1997, σελ. 14), ενώ επί πλέον απαιτείται να μην είναι ικανοί, μεμονωμένοι αγοραστές ή πωλητές να ασκούν επιρροή επί των τιμών της αγοράς (αυτόθι, σελ. 13-1). Η απαγόρευση της κατάχρησης αγοράς, αφενός ως απαγόρευση της κατάχρησης εμπι-

στευτικών πληροφοριών και αφετέρου ως απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς, φαίνεται, συνεπώς, να προκύπτει όχι μόνον ως προϊόν ενός δικαιοπολιτικού προτάγματος –επομένως, της προστασίας της εμπιστοσύνης του κοινού και των επενδυτών – αλλά και ως αναγκαία θεσμική προϋπόθεση για την επίτευξη συνθηκών πλήρους και αποτελεσματικού ανταγωνισμού στην αγορά των κινητών αξιών.

Η οικονομική ανάλυση του δικαίου έχει, από μακρού ήδη χρόνου, στρέψει την προσοχή της στη μελέτη των επιπτώσεων που μπορούν να προκύψουν επί των χρηματιστηριακών αγορών εξαιτίας του φαινομένου της χρήσεως εμπιστευτικών πληροφοριών από ορισμένους συναλλασσομένους (βλ. α.ά. Γ.Ι. Ζέκου, 'Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές', ΔΕΕ 1/2002, σελ. 34 επ.). Παρά τις μεμονωμένες περιπτώσεις συγγραφέων, οι οποίοι υποστηρίζουν πως το λεγόμενο insider trading είναι δυνατόν να έχει και θετικές επιπτώσεις στη διαμόρφωση των τιμών των χρηματιστηριακών αξιών – υπό την έννοια, ιδίως, ότι η αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών είναι δυνατόν να άγει ταχύτερα στην απεικόνιση της πραγματικής οικονομικής αξίας των διαπραγματευόμενων τίτλων (βλ. π.χ. αυτόθι, σελ. 35, ιδίως υποσημείωση 6) -, δεν φαίνεται να μπορεί να αμφισβητηθεί σοβαρά ότι η χρήση και, ιδίως, η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές αγορές αναιρεί τη θεμελιώδη προϋπόθεση που οφείλει να συντρέχει για την επικράτηση συνθηκών πλήρους και αποτελεσματικού ανταγωνισμού στην αγορά αυτή, δηλαδή την ισότιμη και, κατά το δυνατόν, πληρέστερη πρόσβαση των συναλλασσομένων στις κρίσιμες πληροφορίες.

II. Παρατηρήσεις σε επιμέρους άρθρα νσχ.

Στο άρθρο 3 νσχ.

Με το άρθρο 3 νσχ. «Απαγορεύεται σε πρόσωπα, τα οποία κατέχουν πληροφορίες, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 6 [δηλ. προνομιακές πληροφορίες]» λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων εκδότη κινητών αξιών κλπ. «να χρησιμοποιούν τις πληροφορίες αυτές για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν ή για να προσπαθήσουν να αποκτήσουν ή να διαθέσουν, για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές.»

Όπως σημειώνει και η αιτιολογική έκθεση στο άρθρο αυτό, με την εισαγόμενη διατύπωση καθίσταται σαφές ότι, σε αντίθεση με την αντίστοιχη απα-

γόρευση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου (άρθρ. 3 παρ. 1 π.δ/τος 53/1992) η οποία απαιτεί την «εν γνώσει εκμετάλλευση» των προνομιακών πληροφοριών, η εισαγόμενη ρύθμιση «δημιουργεί ως προς τα πρόσωπα στα οποία αναφέρεται, μαχητό τεκμήριο γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών». Με τον τρόπο αυτό παρακάμπτονται οι δυσχέρειες απόδειξης που αντιμετωπίζονται στο πλαίσιο του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου προκειμένης της εφαρμογής της εν λόγω απαγόρευσης και της επιβολής των σχετικών κυρώσεων στους παραβάτες και επιλύεται η σχετική νομολογιακή διχοστασία ως προς την κατανομή του βάρους απόδειξης (βλ., σχετικώς, τις αντίθετες απόψεις της ΔΠρΚερκ 30/2003 και της ΜΔΠρΧανίων 57/2001 εν ΔΕΕ 6/2003 σελ. 649 επ. με σχόλιο Σ. Κρεμεζή, αυτόθι σελ. 655 επ.).

Στο άρθρο 7 νσχ.

Με το άρθρο 7 νσχ. θεσπίζεται πλέον, ρητά, απαγόρευση της λεγόμενης «χειραγώγησης της αγοράς», δηλαδή, εν γένει, η διενέργεια συναλλαγών μέσω των οποίων δίδονται ή είναι πιθανόν να δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή χρηματοπιστωτικού μέσου. Το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο δεν περιέχει ορισμό της έννοιας της χειραγώγησης της αγοράς, με συνέπεια τη δημιουργία αμφιβολιών ως προς το κατά πόσον η εν λόγω συμπεριφορά απαγορεύεται και τιμωρείται. Η νομολογία επιχείρησε να καλύψει το νομοθετικό κενό αντιμετωπίζοντας ενίοτε τη χειραγώγηση αγοράς ως μορφή και εκδήλωση της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφορίας (βλ. π.χ. ΔΠρΑθ 10748/2000 ΕΕμπΔ 2003 σελ. 387 επ.). Εντούτοις, τόσο στη θεωρία (βλ. π.χ. Β. Αντωνόπουλου, 'Η χειραγώγηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών (γνωμοδότηση)', ΔΕΕ 2/2001 σελ. 123 επ.) όσο και στη νομολογία (βλ. π.χ. ΔΠρΑθ 1585/2003, ΔΕΕ 7/2003 σελ. 798 επ.) διατυπώθηκε και η άποψη ότι η χειραγώγηση της αγοράς δεν μπορεί να υπαχθεί στην έννοια της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφορίας. Ήδη, με τη διάταξη του άρθρου 7 νσχ. επιλύεται το ζήτημα μέσω της ρητής απαγορεύσεως της σχετικής πρακτικής, ενώ απαλείφεται και το υποκειμενικό στοιχείο από την απαγόρευση χειραγώγησης μέσω συναλλαγών ή εντολών για τη διενέργεια συναλλαγών και υιοθετείται η άποψη ότι για τη θεμελίωση της σχετικής ευθύνης αρκεί καταρχήν το αντικειμενικό γεγονός του αποτελέσματος των συναλλαγών και όχι η πρόθεση του φερομένου ως χειραγωγού (βλ. και τις επί τούτου σκέψεις της αιτιολογικής εκθέσεως του νσχ.).

Στο άρθρο 22 παρ. 2 (β) νσχ.

Σύμφωνα με την παρ. 2 (β) νσχ., η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί «να λαμβάνει στοιχεία για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και για αρχεία διακίνησης δεδομένων από παρόχους τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Περαιτέρω, σύμφωνα με την παρ. 14 του ίδιου άρθρου νσχ., η λήψη των ανωτέρω στοιχείων «πραγματοποιείται κατόπιν σχετικής αίτησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.»

Συναφώς, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διατάξεις του άρθρου 19 παρ. 1 Σ., σύμφωνα με τις οποίες «Το απόρρητο των επιστολών και της ελεύθερης ανταπόκρισης ή επικοινωνίας με οποιονδήποτε άλλο τρόπο είναι απόλυτα απαραβίαστο. Νόμος ορίζει τις εγγυήσεις υπό τις οποίες η δικαστική αρχή δεν δεσμεύεται από το απόρρητο για λόγους εθνικής ασφάλειας ή για διακρίβωση ιδιαίτερα σοβαρών εγκλημάτων.

Ο εισηγητής

Ξενοφών Ι. Παπαρηγόπουλος

Επ. Καθηγητής του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας

Προϊστάμενος του Τμήματος Ευρωπαϊκών Μελετών

Ο Προϊστάμενος της Β΄ Διεύθυνσης

Αστέρης Πλιάκος

Αν. Καθηγητής του Οικονομικού

Πανεπιστημίου Αθηνών

Ο Πρόεδρος του Επιστημονικού Συμβουλίου

Κώστας Γ. Μαυριάς

Καθηγητής της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών