



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΟΜΕΑ Β' ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2016 - 2017

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
του Γεωργίου Κοδέλα του Δημητρίου
Α.Μ.: 1577

Σύνθετες εταιρικές πράξεις και προνομιακή πληροφορία

Επιβλέποντες:

Αλεξάνδρα Μικρουλέα
Νικόλαος Βερβεσός
Χριστίνα Λιβαδά

Αθήνα, Απρίλιος 2017

Copyright © [Γεώργιος Κοδέλας, Αθήνα, Απρίλιος 2017]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με το ζήτημα της ανίχνευσης προνομιακών πληροφοριών στις σύνθετες εταιρικές πράξεις και, γενικότερα, στις παρατεταμένες διαδικασίες που αποτελούνται από επιμέρους στάδια. Η εύρεση των δημοσιευτών πληροφοριών σε διαδικασίες που πραγματοποιούνται μέσω μιας αλληλουχίας βημάτων αποτελεί δυσχερές έργο, ενώ σχετικά πρόσφατα τέθηκε το εν λόγω ζήτημα ενώπιον του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αναγκαία για το σκοπό αυτό είναι αρχικά η ανάλυση των προϋποθέσεων που απαιτούνται εν γένει για την ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας όπως αυτές ρυθμίζονται στον Κανονισμό 596/2014, ενώ το ενδιαφέρον μας θα επικεντρωθεί στις προϋποθέσεις εκείνες που είναι κρίσιμες για τη διαπίστωση προνομιακής πληροφορίας σε σύνθετες εταιρικές πράξεις. Ακολούθως, θα γίνει αναφορά στις συνέπειες που συνεπάγεται η κατάφαση προνομιακού χαρακτήρα πληροφοριών κατά την εξέλιξη μιας παρατεταμένης διαδικασίας και ειδικότερα στην υποχρέωση δημοσιοποίησης αυτών. Τέλος, θα ασχοληθούμε με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, οι οποίες αποτελούν κλασικά παραδείγματα διαδικασιών που αποτελούνται από επιμέρους στάδια και απασχολούν την πράξη, σχολιάζοντας και δύο πρόσφατες ελληνικές δικαστικές αποφάσεις, οι οποίες δίνουν χρήσιμες οδηγίες για τη γενικότερη προσέγγιση του ζητήματος.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	iii
ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	vi
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή.....	1
1.1 Από την Οδηγία MAD στον Κανονισμό MAR	1
1.2 Ο Κανονισμός 596/2014 (MAR)	5
1.3 Οι σύνθετες εταιρικές πράξεις.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η έννοια της προνομακής πληροφορίας στις σύνθετες εταιρικές πράξεις	15
2.1 Εισαγωγή	15
2.2 Συγκεκριμένη πληροφορία	17
2.2.1 Γενικά	17
2.2.2 Επιμέρους στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας ως συγκεκριμένη πληροφορία	19
2.2.2.1 Προβληματική και νομοθετική ρύθμιση.....	20
2.2.2.2 Η κρίση του ΔΕΕ στην υπόθεση M. Geltl και η σημασία της.....	21
2.2.3 Μελλοντικό στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας ως συγκεκριμένη πληροφορία	26
2.2.4 Ειδικές περιπτώσεις συγκεκριμένων πληροφοριών	30
2.3 Πληροφορία που δεν έχει δημοσιοποιηθεί	33
2.4 Πληροφορία που αφορά εκδότη ή χρηματοπιστωτικά μέσα	35
2.5 Πληροφορία που μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων.....	36
2.5.1 Το στοιχείο του σημαντικού επηρεασμού	36
2.5.2 Το κριτήριο του συνετού επενδυτή.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η υποχρέωση δημοσιοποίησης σταδίων σύνθετης εταιρικής πράξης.....	44
3.1 Εισαγωγή	44
3.2 Η υποχρέωση δημοσιοποίησης ειδικότερα.....	46
3.3 Αναβολή της δημοσιοποίησης σταδίων της σύνθετης εταιρικής πράξης.....	52
3.3.1 Γενικά	52
3.3.2 Νόμιμο συμφέρον του εκδότη	54
3.3.3 Μη παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού	56

3.3.4 Διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Προνομιακές πληροφορίες στις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	60
4.1 Εισαγωγή	60
4.2 Επιμέρους στάδια των συγχωνεύσεων και εξαγορών	62
4.2.1 Αρχικές επαφές των εταιρειών και υπογραφή επιστολής προθέσεων	62
4.2.2 Due diligence	65
4.2.3 Περαιτέρω διαπραγματεύσεις και υπογραφή σύμβασης	71
4.2.4 Προνομιακές πληροφορίες στις δημόσιες προτάσεις	72
4.3 Η αντιμετώπιση του ζητήματος από την ελληνική νομολογία.....	74
4.3.1 Η απόφαση 60/2014 του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών.....	74
4.3.2 Η μεταχείριση των σταδίων παρατεταμένης διαδικασίας από το ΣτΕ	76
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	80
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	82

ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ

Βλ.	Βλέπε
ΔΕΕ	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΔιοικΕφΑθ	Διοικητικό Εφετείο Αθηνών
εδ.	Εδάφιο
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΚΝ	Κωδικοποιημένη Νομοθεσία
λ.χ.	Λόγου χάριν
Ν.	Νόμος
ΟΜΔ	Οργανωμένος Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ό.π.	Όπου παραπάνω
παρ.	Παράγραφος
Π.Δ.	Προεδρικό Διάταγμα
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
σελ.	Σελίδα
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας
στοιχ.	Στοιχείο

ΑΛΛΟΔΑΠΕΣ

AG	Aktiengesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
CESR	Committee of European Securities Regulators
CSMAD	Criminal Sanctions for Market Abuse Directive
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESFR	European Company and Financial Law Review
EuGH	Europäischer Gerichtshof
FSA	Financial Services Authority
LG	Landesgericht
MAR	Market Abuse Regulation
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή

Η εξέλιξη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, που αποτελεί προϊόν ευρωπαϊκής πρωτοβουλίας, είναι τα τελευταία έτη έντονη. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν αφενός η ψήφιση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II) και του Κανονισμού 600/2014 (MiFIR), αναφορικά με τους κανόνες για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, και αφετέρου του Κανονισμού 596/2014 (MAR)¹ και της Οδηγίας 2014/57 (CSMAD), αναφορικά με τους κανόνες για τις πράξεις κατάχρησης της αγοράς.

Κυριότερη αλλαγή που επιφέρει ο Κανονισμός 596/2014, όπως θα δούμε, είναι η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς. Επιμέρους αλλαγές και προσθήκες επέρχονται επίσης ως προς τις απαγορεύσεις χρήσης προνομιακών πληροφοριών αλλά και τις υποχρεώσεις των εκδοτών για άμεση δημοσιοποίηση αυτών. Ο ορισμός της προνομιακής πληροφορίας όπως είχε υπό την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/ΕΚ παραμένει, ωστόσο εισάγεται ρύθμιση για τα επιμέρους στάδια σύνθετων διαδικασιών.

Το κεντρικό ζήτημα που θα μας απασχολήσει είναι η διαπίστωση των προνομιακών πληροφοριών στις σύνθετες εταιρικές πράξεις. Γενικά, η ερμηνεία της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας αποτελεί δυσχερές ζήτημα, ενώ τα πράγματα περιπλέκονται ακόμα περισσότερο στις διαδικασίες που επεκτείνονται στο χρόνο.

1.1 Από την Οδηγία MAD στον Κανονισμό MAR

Η κατάχρηση της αγοράς, και ειδικότερα η κατάχρηση των προνομιακών πληροφοριών, αποτέλεσε για πρώτη φορά αντικείμενο ρύθμισης τη δεκαετία του '80. Συγκεκριμένα, είχε εκδοθεί η Οδηγία 89/592/ΕΟΚ «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών»,² η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο

¹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ, Ε.Ε. L 173 της 12.6.2014, σ.1 έως 61.

² Οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13ης Νοεμβρίου 1989 για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, Ε.Ε. L334 της 18/11/1989, σελ. 30 – 32.

με το Π.Δ. 53/1992.³ Πριν από την εναρμόνιση του εθνικού δικαίου εφαρμοζόταν η διάταξη του άρθρου 30 του Ν. 1806/1988, η οποία επέβαλλε ποινικές κυρώσεις σε όσους προέβαιναν σε πράξεις εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών και η οποία συνέχισε να ισχύει και μετά τη θέσπιση του ανωτέρου προεδρικού διατάγματος, μέχρι και την κατάργησή της από τον Ν. 3340/2005. Έτσι, σε περίπτωση που στοιχειοθετείτο κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών βάσει των όσων ρυθμίζονταν στο Π.Δ. 53/1992, επιβάλλονταν οι διοικητικές κυρώσεις που αυτό προέβλεπε, καθώς και οι ποινικές κυρώσεις του άρθρου 30 του Ν. 1806/1988.

Από την άλλη πλευρά, η χειραγώγηση της αγοράς δε ρυθμιζόταν για πολλά χρόνια ενιαία σε κοινοτικό επίπεδο, ενώ μάλιστα σε πολλά κράτη μέλη υφίστατο νομοθετικό κενό. Το ελληνικό δίκαιο προσέγγιζε το ζήτημα αποσπασματικά με διάσπαρτες ρυθμίσεις σε διάφορα νομοθετήματα, οι οποίες προέβλεπαν ποινικές και διοικητικές κυρώσεις. Έτσι, στο άρθρο 34 του Ν. 3632/1928 προβλεπόταν ποινή φυλάκισης και πρόστιμο σε όποιον με σκοπό αθέμιτου οφέλους μεταχειριζόταν εν γνώσει του επιτήδεια μέσα παραπλάνησης του κοινού χάριν επηρεασμού των τιμών και σε όποιον διέδιδε εν γνώσει του ανακριβείς πληροφορίες μέσω εφημερίδων ή άλλων δημοσιευμάτων, ενώ οι διατάξεις των άρθρων 72 και 73 του Ν. 1969/1991 επέβαλλαν ποινικές και διοικητικές κυρώσεις σε όποιον εν γνώσει του διέδιδε ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες που μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο, καθώς και ποινικές κυρώσεις σε όποιον χρησιμοποιούσε παραπλανητικά μέσα ή μεθόδους με σκοπό τον προσπορισμό περιουσιακού οφέλους.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αντιλαμβανόμενα το νομοθετικό κενό που υπήρχε σε κοινοτικό επίπεδο και σε επίπεδο κρατών μελών, καθώς και τις εξελίξεις στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών, κατέληξαν στην έκδοση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».⁴ Ειδικότερα, έγινε αντιληπτό ότι βασική προϋπόθεση για τη δημιουργία αποτελεσματικής και ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αποτελεί η ακεραιότητα των αγορών αυτών και η εμπέδωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού σε αυτές, φαινόμενα ωστόσο κατάχρησης της αγοράς δυσχεραίνουν τη δημιουργία μιας εικόνας αξιοπιστίας των αγορών. Παράλληλα, επισημάνθηκε ότι η αδυναμία του υπάρχοντος ρυθμιστικού πλαισίου να ακολουθήσει τις τεχνικές και χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, αλλά και τα

³ Προεδρικό Διάταγμα 53 της 14.2.92 για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/592/ΕΟΚ. (Α` 22).

⁴ Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), Ε.Ε. L 096, 12.4.2003, σελ. 16-25.

νομοθετικά κενά, καθιστούσαν απαραίτητη τη νέα αυτή Οδηγία, η ρυθμιστική εμβέλεια της οποίας δεν θα περιοριζόταν μόνο στην κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, αλλά αντιθέτως θα επεκτεινόταν και στις πρακτικές που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς μέσω της χειραγώγησης της τιμής, δηλαδή μέσω στρέβλωσης του μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών και των δεδομένων προσφοράς και ζήτησης κινητών αξιών, καθώς και μέσω διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών.⁵

Την Οδηγία 2003/6/EK, η οποία καταρτίστηκε με τη διαδικασία Lamfalussy, ακολούθησαν τα εκτελεστικά αυτής μέτρα, και συγκεκριμένα τρεις οδηγίες και ένας κανονισμός,⁶ ενώ η εναρμόνιση του εθνικού δικαίου συντελέστηκε με το Ν. 3340/2005 «για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».⁷ Ο Έλληνας νομοθέτης, ακολουθώντας την επιλογή του κοινοτικού νομοθέτη, ρύθμισε ενιαία, σε ένα νομοθέτημα, τις μορφές κατάχρησης της αγοράς. Επίσης, για πρώτη φορά ορίστηκε η έννοια της χειραγώγησης της αγοράς και εισήχθησαν ρυθμίσεις για την απαγόρευσή της, ενώ προβλέφθηκε ένα νέο πλαίσιο ποινικών κυρώσεων και μια δέσμη μέτρων που δρουν προληπτικά κατά των μορφών κατάχρησης της αγοράς. Αναφορικά με τα εκτελεστικά – τεχνικά μέτρα, και συγκεκριμένα τις τρεις ανωτέρω οδηγίες, αυτές ενσωματώθηκαν στο ελληνικό δίκαιο εν μέρει με το Ν. 3340/2005 και κατά τα λοιπά με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η Οδηγία 2003/6/EK, που μέχρι προσφάτως αποτελούσε το βασικό νομοθετικό κείμενο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για την κατάχρηση της αγοράς, μπορεί μεν να συμπλήρωσε και να επικαιροποίησε το μέχρι τότε ισχύον νομικό πλαίσιο για την προστασία της ακεραιότητας της αγοράς, ωστόσο κρίθηκε αναγκαία, δεδομένων των εξελίξεων, η αντικατάσταση της Οδηγίας αυτής με έναν Κανονισμό. Ειδικότερα, ήδη από το τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας, η Επιτροπή ανέλαβε πρωτοβουλίες προς αυτήν την κατεύθυνση, αρχικά μέσω της πραγματοποίησης

⁵ Οδηγία 2003/6/EK, ό.π., σκέψεις 2, 10, 11.

⁶ Πρόκειται για την Οδηγία 2003/124/EK «για τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς», την Οδηγία 2003/125/EK «για τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων», την Οδηγία 2004/72/EK «για τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών», καθώς και τον Κανονισμό 2273/2003 της Επιτροπής «σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων».

⁷ Νόμος 3340/2005 για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, ΦΕΚ Α' 112/10.5.2005.

δημόσιων συσκέψεων και διαβουλεύσεων, ενώ το 2011 υπέβαλε Πρόταση Κανονισμού.⁸ Παράλληλα, επεξεργάστηκε και υπέβαλε πρόταση Οδηγίας «σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για τη χειραγώγηση της αγοράς».⁹ Βασικοί λόγοι που οδήγησαν στην ανάγκη αναθεώρησης ήταν οι κανονιστικές και τεχνολογικές εξελίξεις, η χρηματοπιστωτική κρίση, καθώς και οι εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά με την εμφάνιση νέων αγορών, πλατφορμών και εξωχρηματιστηριακών μέσων, που δεν καλύπτονταν από το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε και το γεγονός της μη ενιαίας ερμηνείας εννοιών της Οδηγίας από τα κράτη μέλη κατά τη μεταφορά τους στα εθνικά δίκαια.

Έτσι, στις 16 Απριλίου 2014 ψηφίσθηκε ο Κανονισμός 596/2014 (Market Abuse Regulation, “MAR”), η εφαρμογή του οποίου ξεκίνησε την 3η Ιουλίου 2016, πλην ορισμένων ρυθμίσεών του, που είχαν άμεση εφαρμογή,¹⁰ ενώ παράλληλα ψηφίσθηκαν η Οδηγία MiFID II και ο Κανονισμός MiFIR.¹¹ Ο Κανονισμός 596/2014 κατήργησε την Οδηγία 2003/6/EK και τα εκτελεστικά μέτρα αυτής,¹² ενώ συγκέντρωσε πολλές από τις διατάξεις του προηγούμενου ρυθμιστικού πλαισίου σε ένα ενιαίο κείμενο. Στόχος του Κανονισμού, ο οποίος έχει άμεση εφαρμογή χωρίς να υφίσταται η ανάγκη μεταφοράς στο εθνικό δίκαιο από τα κράτη μέλη, είναι η προστασία της ακεραιότητας της αγοράς, η παροχή μεγαλύτερης ασφάλειας δικαίου και λιγότερης κανονιστικής πολυπλοκότητας μέσω της αποτροπής υιοθέτησης αποκλινουσών εθνικών απαιτήσεων, καθώς και η εξάλειψη των εμποδίων στις συναλλαγές και των στρεβλώσεων του ανταγωνισμού που οφείλονται στις αποκλίσεις των εθνικών νομοθεσιών.¹³

Αναγκαία προϋπόθεση για την ενίσχυση της ακεραιότητας της αγοράς και της εμπιστοσύνης των επενδυτών είναι η διασφάλιση της διαφάνειας της αγοράς. Ως συμπεριφορές που

⁸ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), COM (2011) 651 τελικό, 2011/0295 (COD).

⁹ Πρόταση Οδηγίας «σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για τη χειραγώγηση της αγοράς», COM (2011) 654, τελικό.

¹⁰ Βλ. *Αυγητίδη*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2014, σελ. 336. Πρόκειται για τις ρυθμίσεις που αναφέρονται στην αρμοδιότητα της ΕΑΚΑΑ να συντάξει και να προτείνει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τη θέσπιση ρυθμιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων, σύμφωνα με τις σχετικές εξουσιοδοτήσεις που προβλέπονται στις διατάξεις αυτές (άρθρο 39 παρ. 2 Κανονισμού 596/2014).

¹¹ Βλ. και άρθρο 56 του Κανονισμού 2016/1011, Ε.Ε., L 171/1, σχετικά με τις τροποποιήσεις στα άρθρα 19, 35 και 38 του Κανονισμού 596/2014.

¹² Κανονισμός 596/2014, άρθρο 37. Πρόκειται για τις Οδηγίες 2004/72/EK, 2003/125/EK, 2003/124/EK και τον Κανονισμό 2273/2003 ΕΚ.

¹³ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογικές σκέψεις 3, 4 και 5.

διαταράσσουν την διαφάνεια στην αγορά και απαγορεύονται από τον Κανονισμό είναι η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, η παράνομη ανακοίνωση αυτών και η χειραγώγηση της αγοράς.¹⁴

Επιπλέον, ταυτόχρονα με τον Κανονισμό 596/2014 ψηφίσθηκε η Οδηγία 2014/57/ΕΕ (CSMAD),¹⁵ η οποία περιλαμβάνει νέες ρυθμίσεις. Συγκεκριμένα, θεσπίζει ελάχιστους κανόνες ποινικών κυρώσεων για τις πράξεις κατάχρησης της αγοράς, σε αντίθεση με την καταργηθείσα Οδηγία που προέβλεπε μόνον την επιβολή διοικητικών κυρώσεων. Ο Έλληνας νομοθέτης ενσωμάτωσε την Οδηγία αυτή με το Ν. 4443/2016¹⁶, στα άρθρα 25 – 47 του οποίου προβλέπονται ποινικές και διοικητικές κυρώσεις, καθώς και άλλα διοικητικά, προληπτικά και κατασταλτικά μέτρα.

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς καταρτίζεται σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy.¹⁷ Έτσι, ο Κανονισμός 596/2014 θέτει τις γενικές αρχές - πλαίσιο ως προς την κατάχρηση της αγοράς (επίπεδο 1), συμπληρώνεται με τεχνικά πρότυπα, κατ' εξουσιοδότηση πράξεις και εκτελεστικές πράξεις (επίπεδο 2),¹⁸ καθώς και κατευθυντήριες γραμμές της ΕΑΑΚΑ (ESMA) σχετικά με τον Κανονισμό (επίπεδο 3). Παρακάτω καταγράφονται συνοπτικά οι κυριότερες μεταβολές που επέρχονται με το νέο Κανονισμό.

1.2 Ο Κανονισμός 596/2014

Σπουδαιότερη αλλαγή που επιφέρει ο νέος Κανονισμός είναι η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής του, ώστε πλέον καταλαμβάνονται και μέσα που διαπραγματεύονται σε εναλλακτικά

¹⁴ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 7.

¹⁵ Οδηγία 2014/57/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση της αγοράς (οδηγία για την κατάχρηση της αγοράς), Ε.Ε. L 173/179 της 12/6/2014.

¹⁶ Βλ. Νόμο υπ. αριθ. 4443/2016 της 9ης Δεκεμβρίου 2016 περί της ... ΙΙ) λήψης αναγκαίων μέτρων συμμόρφωσης με τα άρθρα 22, 23, 30, 31 παρ. 1, 32 και 34 του Κανονισμού 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς και την καταργηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των Οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ και ενσωμάτωση της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς και της εκτελεστικής Οδηγίας 2015/2392,... (ΦΕΚ Α'232/9.12.2016) και ειδικότερα το Μέρος Β' αυτού (άρθρα 25 – 47).

¹⁷ Γενικά για τη διαδικασία Lamfalussy βλ. *Veil*, ZGR 2014, σελ. 544 και *Τουντόπουλο*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, Εκδόσεις Σάκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, σελ. 14 – 16.

¹⁸ Πίνακας με ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα που έχουν δημοσιευθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι διαθέσιμος στο http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/its-rts-overview-table_en.pdf.

συστήματα διαπραγμάτευσης. Τροποποιήσεις επέρχονται και στο περιεχόμενο των απαγορεύσεων, όπου σε πολλές περιπτώσεις κωδικοποιείται νομολογία του ΔΕΕ, ενώ εισάγονται όρια διοικητικών χρηματικών ποινών για φυσικά και νομικά πρόσωπα.

Διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των απαγορεύσεων και υποχρεώσεων

Ο Κανονισμός 596/2014 διευρύνει αισθητά το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων για την κατάχρηση της αγοράς.¹⁹ Όσον αφορά τους τόπους διαπραγμάτευσης, ο Κανονισμός εφαρμόζεται πλέον όχι μόνον στα χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισαχθεί ή έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά,²⁰ αλλά και σε εκείνα που διαπραγματεύονται σε Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), έχουν εισαχθεί σε διαπραγμάτευση σε ΠΜΔ ή για τα οποία έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε ΠΜΔ²¹, καθώς και στα χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται σε Οργανωμένους Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ).^{22,23}

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο εφαρμόζεται και σε χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν διαπραγματεύονται μεν σε έναν από τους παραπάνω τόπους διαπραγμάτευσης, όμως η τιμή ή η αξία τους εξαρτάται ή έχει επίπτωση στην τιμή ή την αξία ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που διαπραγματεύεται στους τόπους αυτούς, όπως ενδεικτικά τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (Credit Default Swaps) και οι συμβάσεις επί διαφορών (Contracts for Difference).²⁴ Επίσης, καταλαμβάνονται συμπεριφορές ή συναλλαγές, περιλαμβανομένων των προσφορών, που

¹⁹ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 8.

²⁰ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 2, παρ. 1, στ. α'.

²¹ Ibid, άρθρο 2, παρ. 1, στ. β'.

²² Ibid, άρθρο 2, παρ. 1, στ. γ'.

²³ Στο άρθρο 39, παρ. 4, εδ. β' του Κανονισμού 596/2014 προβλέπεται ότι όταν στις διατάξεις του Κανονισμού γίνεται αναφορά σε ΟΜΔ, αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, δικαιώματα εκπομπής ή εκπλειστηριαζόμενα προϊόντα που βασίζονται σε αυτά, οι εν λόγω διατάξεις δεν εφαρμόζονται στα παραπάνω έως τις 3 Ιανουαρίου 2017. Ωστόσο, λόγω της μετάθεσης του χρονικού σημείου έναρξης εφαρμογής της MIFID II μετά από πρόταση της Επιτροπής για τις 3.1.2018, η παράγραφος αυτή τροποποιήθηκε, ώστε δεν καταλαμβάνονται από τον Κανονισμό μέχρι και τις 3.1.2018 (βλ. Κανονισμό (ΕΕ) 2016/1033 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουνίου 2016 «για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 909/2014 σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιολογίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων», L175/1, και ειδικότερα άρθρο 2, στ. γ').

²⁴ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 2, παρ. 1, στ. δ'.

σχετίζονται με δημοπρασίες δικαιωμάτων εκπομπής ή άλλων εκπλειστηριαζόμενων προϊόντων που βασίζονται σε αυτά.²⁵

Ο Κανονισμός 596/2014 καταλαμβάνει περαιτέρω συναλλαγές στις αγορές παραγώγων που χρησιμοποιούνται για τη χειραγώγηση αγορών άμεσης παράδοσης, συναλλαγές στις αγορές άμεσης παράδοσης που χρησιμοποιούνται για τη χειραγώγηση αγορών παραγώγων, αλλά και συμπεριφορές που σχετίζονται με δείκτες αναφοράς.²⁶

Πολύ σημαντική είναι και η επέκταση του Κανονισμού σε κάθε συναλλαγή, εντολή ή συμπεριφορά που αφορά οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό από τα παραπάνω, ανεξάρτητα από το εάν η εν λόγω πράξεις λαμβάνουν ή όχι χώρα σε τόπο διαπραγμάτευσης,²⁷ ενώ οι απαγορεύσεις και οι απαιτήσεις εφαρμόζονται και σε ενέργειες και παραλείψεις που πραγματοποιούνται σε τρίτες χώρες.²⁸

Επιπλέον, στοχεύοντας στην επίτευξη πληρέστερης διαφάνειας στους τόπους διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων, θεσπίζεται υποχρέωση των διαχειριστών ρυθμιζόμενων αγορών, ΠΜΔ ή ΟΜΔ να γνωστοποιούν στην αρμόδια αρχή του τόπου διαπραγμάτευσης λεπτομερή στοιχεία για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο την πρώτη φορά που υποβάλλεται αίτηση εισαγωγής του για διαπραγμάτευση, που εισάγεται προς διαπραγμάτευση ή που διαπραγματεύεται στον τόπο διαπραγμάτευσής τους. Μία δεύτερη γνωστοποίηση θα πρέπει να γίνεται όταν το χρηματοπιστωτικό μέσο παύει να διαπραγματεύεται.²⁹

Όπως και στο παρελθόν, οι απαγορεύσεις της κατάχρησης της αγοράς δεν εφαρμόζονται σε συναλλαγές σε ίδιες μετοχές που διενεργούνται στο πλαίσιο επαναγοράς, καθώς και στις συναλλαγές επί κινητών αξιών ή συνδεόμενων μέσων για τη σταθεροποίηση των κινητών αξιών, σύμφωνα με τις προϋποθέσεις του άρθρου 5 του Κανονισμού 596/2014.³⁰ Επίσης, στο άρθρο 21 σχετικά με την αξιολόγηση πληροφοριών, συστάσεων ή άλλης μορφής εκφράσεων για δημοσιογραφικούς σκοπούς, λαμβάνεται υπόψη η ελευθερία του Τύπου και η ελευθερία της έκφρασης στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.

²⁵ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 2, παρ. 1, στ. δ'.

²⁶ Ibid, άρθρο 2, παρ. 2 και αιτιολογική σκέψη 10.

²⁷ Ibid, άρθρο 2, παρ. 3.

²⁸ Ibid, άρθρο 2, παρ. 4.

²⁹ Ibid, άρθρο 4, παρ. 1.

³⁰ Βλ. και κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) 2016/1052 της Επιτροπής της 8ης Μαρτίου 2016 «για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα και τις προϋποθέσεις που εφαρμόζονται σε προγράμματα επαναγοράς και μέτρα σταθεροποίησης», L173/34.

Η ρύθμιση σχετικά με τη χειραγώγηση της αγοράς

Το άρθρο 15 του Κανονισμού 596/2014 αναφέρεται στη γενική απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς, ενώ οι επιμέρους συμπεριφορές καθορίζονται στο άρθρο 12, με σημαντική την προσθήκη της απόπειρας χειραγώγησης ως απαγορευμένης πρακτικής. Γενικά, οι βασικές διακρίσεις των μορφών χειραγώγησης δια συναλλαγών και μέσω διάδοσης πληροφοριών διατηρούνται,³¹ ενώ ρητά αναφέρεται πλέον και η περίπτωση της διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών ή στοιχείων σε σχέση με δείκτη αναφοράς.³² Στην παρ. 2 του άρθρου 12 απαριθμούνται ενδεικτικά απαγορευμένες συμπεριφορές (όπως το “Scalping”),³³ ενώ ανατίθεται στην Επιτροπή η εξουσία να εκδίδει κατ' εξουσιοδότηση πράξεις για την αποσαφήνιση των στοιχείων τους και τη λήψη υπόψη των τεχνικών εξελίξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.³⁴

Εξαιρέσεις, όπως και στο προηγούμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, διατηρούνται σε περίπτωση που η συναλλαγή, εντολή ή συμπεριφορά έχει διενεργηθεί για νόμιμους λόγους και είναι σύμφωνη με μία αποδεκτή πρακτική της αγοράς.³⁵ Ωστόσο, όπως και στο παρελθόν, μια πρακτική αγοράς που έχει καθιερωθεί από αρμόδια αρχή ως αποδεκτή πρακτική αγοράς σε συγκεκριμένη αγορά δεν θεωρείται εφαρμοστέα σε άλλες αγορές, εκτός εάν γίνει αποδεκτή και από την αρχή του εν λόγω κράτους μέλους.

Βασικές μεταβολές ως προς την εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας

Το άρθρο 14 του Κανονισμού 596/2014 απαγορεύει την κατάχρηση και την παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, ενώ τα επιμέρους στοιχεία των πρακτικών αυτών διατυπώνονται στα άρθρα 8 και 10. Όσον αφορά τα υποκείμενα των απαγορεύσεων, παραμένει η γενική διάκριση μεταξύ πρωτογενών και δευτερογενών κατόχων προνομιακών πληροφοριών.³⁶

Η κεντρική έννοια της προνομιακής πληροφορίας ρυθμίζεται στην παρ. 1 του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014, ενώ ακολούθως δίνεται η έννοια αυτή σχετικά με τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων, τα δικαιώματα εκπομπής ή τα εκπλειστηριαζόμενα προϊόντα που σχετίζονται με

³¹ Βλ. και Παράρτημα I του Κανονισμού 596/2014 για τις ενδείξεις συμπεριφορών χειραγώγησης.

³² Κανονισμός 596/2014, άρθρο 12, παρ. 1, στ. δ' και αιτιολογική σκέψη 44.

³³ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 12, παρ. 2, στ. δ'.

³⁴ Ibid, παρ. 5.

³⁵ Ibid, άρθρο 13.

³⁶ Ibid, άρθρο 8, παρ. 4.

αυτά, καθώς και τις εκκρεμείς εντολές πελατών.³⁷ Γενικά, δεν αλλάζει κάτι σε σχέση με τον ορισμό που δινόταν υπό την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/EK.

Μεγάλης σημασίας είναι η κωδικοποίηση στην παρ. 2 του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014 της νομολογίας του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην υπόθεση M. Geltl κατά Daimler AG,³⁸ αναφορικά με την έννοια της προνομιακής πληροφορίας στις παρατεταμένες διαδικασίες που αποτελούνται από επιμέρους στάδια. Για πολλά χρόνια υπήρχαν αντικρουόμενες απόψεις ως προς το εάν σε διαδικασίες που εξελίσσονται, όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, προνομιακή πληροφορία συνιστά μόνο το τελικό γεγονός ή και τα επιμέρους στάδια που προηγούνται. Το ζήτημα του τρόπου μεταχείρισης των επιμέρους σταδίων στις παρατεταμένες διαδικασίες, όπως και η νομολογία του ΔΕΕ επί του θέματος, θα μας απασχολήσουν εκτενώς παρακάτω.

Το άρθρο 8 του Κανονισμού 596/2014 αναφέρεται στην απαγορευμένη χρήση προνομιακής πληροφορίας, η οποία συντρέχει όταν ένα πρόσωπο χρησιμοποιεί προνομιακή πληροφορία για να αποκτήσει ή να διαθέσει χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αυτή αφορά. Όμως, σε αντίθεση με την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/EK³⁹ και το Ν. 3340/2005,⁴⁰ προβλέπεται επιπλέον πως και η χρήση προνομιακής πληροφορίας δια της ακύρωσης ή τροποποίησης μιας εντολής σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο στο οποίο αυτή αφορά, η οποία εντολή δόθηκε πριν αποκτήσει το πρόσωπο την προνομιακή πληροφορία, συνιστά κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας.⁴¹ Ενδιαφέρον, επίσης, έχει η υιοθέτηση από τον Κανονισμό της νομολογίας της υπόθεσης Spector Photo Group, κατά την οποία υφίσταται τεκμήριο χρήσης της προνομιακής πληροφορίας στις περιπτώσεις που ένας κάτοχος προνομιακών πληροφοριών αποκτά ή διαθέτει χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία οι πληροφορίες αυτές αφορούν.⁴²

Στο πλαίσιο αυτό, για το μετριασμό των συνεπειών του παραπάνω τεκμηρίου και την αποφυγή αθέλητης απαγόρευσης θεμιτών μορφών χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας,⁴³ απαριθμούνται στο άρθρο 9 του Κανονισμού 596/2014 περιπτώσεις «σύννομης συμπεριφοράς», όπου η κατοχή προνομιακής πληροφορίας δεν συνεπάγεται, υπό προϋποθέσεις, κατάχρησή της. Ειδικότερα, δεν

³⁷ Ibid, άρθρο 7 παρ. 1, περ. α, β, γ.

³⁸ Βλ. Απόφαση του Δικαστηρίου της 28ης Ιουνίου 2012, στην υπόθεση C-19/11, Markus Geltl κατά Daimler AG, αναλ. παρακ. υπό 2.2.2.2.

³⁹ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 2 παρ.1, εδ. α'.

⁴⁰ Νόμος 3340/2005, άρθρο 3, παρ. 1.

⁴¹ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 8, παρ. 1, εδ. β' και αιτιολογική σκέψη 25.

⁴² Βλ. Κανονισμό 596/2014, αιτιολογική σκέψη 24 και Απόφαση ΔΕΕ της 23ης Δεκεμβρίου 2009 (υπόθεση C-45/08, Spector Photo Group NV κατά CBFA).

⁴³ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 29.

υφίσταται κατάχρηση όταν, μεταξύ άλλων, το νομικό πρόσωπο διασφαλίζει την εμπιστευτικότητα της πληροφορίας μέσω στεγανών ροής πληροφόρησης (chinese walls), στις περιπτώσεις κατοχής προνομιακής πληροφορίας από ειδικούς διαπραγματευτές (market makers), όταν ένα πρόσωπο χρησιμοποιεί τις ιδίες αυτού γνώσεις, αλλά και στην περίπτωση της εκπλήρωσης απαιτητής υποχρέωσης από εντολή δοθείσα ή συμφωνία συναφθείσα πριν από την απόκτηση της προνομιακή πληροφορίας. Επιπλέον, στην παρ. 4 του εν λόγω άρθρου προστίθεται η περίπτωση της απόκτησης προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών ή συγχώνευσης με αποκλειστικό σκοπό την πραγματοποίησή τους.

Η ρύθμιση του άρθρου 10 του Κανονισμού 596/2014 σχετικά με την απαγόρευση της παράνομης ανακοίνωσης προνομιακής πληροφορίας είναι αντίστοιχη με αυτή που ίσχυε υπό την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/EK.⁴⁴ Σημαντική είναι η εισαγωγή εξαίρεσης στο άρθρο 11 σχετικά με τις περιπτώσεις ανακοίνωσης προνομιακής πληροφορίας στα πλαίσια «βολιδοσκοπήσεων της αγοράς» (“market soundings”). Σύμφωνα με την εξαίρεση αυτή, η αποκάλυψη πληροφοριών πριν από την ανακοίνωση μιας συναλλαγής με σκοπό την εκτίμηση του ενδιαφέροντος των δυνητικών επενδυτών θεωρείται ότι έχει πραγματοποιηθεί κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων, εφόσον ο συμμετέχων στην αγορά συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στο εν λόγω άρθρο.⁴⁵

Τέλος, όσον αφορά τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, εισάγεται η δυνατότητα αναβολής δημοσιοποίησης από εκδότες που είναι πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα προκειμένου να διασφαλισθεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος,⁴⁶ ενώ, σχετικά με τις συναλλαγές προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα, αξιοσημείωτη είναι η εισαγωγή «κλειστής περιόδου» (“closed period”), κατά την οποία πρόσωπο που ασκεί διευθυντικά καθήκοντα δεν μπορεί να πραγματοποιεί συναλλαγές σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη.⁴⁷

1.3 Οι σύνθετες εταιρικές πράξεις

Προτού προχωρήσουμε στην ανάλυση του ζητήματος του τρόπου μεταχείρισης των προνομιακών πληροφοριών κατά την πραγματοποίηση σύνθετων εταιρικών πράξεων, θα κάνουμε

⁴⁴ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 3.

⁴⁵ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογικές σκέψεις 32-36.

⁴⁶ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 17, παρ. 5 και αιτιολογική σκέψη 52.

⁴⁷ Ibid, άρθρο 19, παρ. 11.

σύντομη αναφορά στην έννοια των πράξεων αυτού του είδους. Ακολούθως, θα αναφερθούμε στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, αναλύοντας συνήθη επιμέρους στάδια αυτών. Οι πληροφορίες που δημιουργούνται στις σύνθετες αυτές διαδικασίες απόκτησης ελέγχου και συνεργασίας μεταξύ εταιρειών έχουν απασχολήσει τη θεωρία και τη νομολογία και μπορούν έτσι να προσφέρουν χρήσιμες οδηγίες στην όλη προβληματική.

Η έννοια των σύνθετων εταιρικών πράξεων

Γενικότερα, στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, εταιρικές πράξεις είναι ενέργειες των εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες δύνανται να μεταβάλλουν την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως η αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, η τροποποίηση της σύνθεσής του, η διάσπαση εταιρείας κλπ. Ιδιαίτερη κατηγορία εταιρικών πράξεων αποτελούν οι σύνθετες εταιρικές πράξεις. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των πράξεων αυτών είναι πως η ολοκλήρωσή τους δεν λαμβάνει χώρα *uno actu*, αλλά προϋποθέτει την πραγμάτωση επιμέρους σταδίων.⁴⁸ Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα σύνθετης εταιρικής πράξης που πραγματώνεται μέσω μιας αλληλουχίας βημάτων αποτελεί η απόφαση οργανωτικής συνεργασίας μεταξύ εταιρειών (λ.χ. συγχώνευσης).

Η σύνθετη εταιρική πράξη αποτελείται από στάδια που επιβάλλονται από το νόμο, ενώ, πέρα από αυτά, υπάρχουν και άλλα που μεσολαβούν από το χρονικό σημείο έναρξης υλοποίησης του επενδυτικού εγχειρήματος μέχρι το τελικό γεγονός, τα οποία είναι εξίσου σημαντικά για την επιτυχία του. Παραδείγματα τέτοιων σταδίων αποτελούν η προετοιμασία μιας πρότασης σύμπραξης ή οι συναντήσεις των μερών με σκοπό τη διαμόρφωση του περιεχομένου της συμφωνίας.

Η ανίχνευση των προνομιακών πληροφοριών στις σύνθετες εταιρικές πράξεις και γενικότερα στις διαδικασίες που αποτελούνται από επιμέρους στάδια («παρατεταμένες διαδικασίες», “protracted processes”, “gestreckte Vorgänge”)⁴⁹ αποτελεί δυσχερές ζήτημα, είναι όμως αναγκαία προϋπόθεση για την εφαρμογή σε αυτές της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας και της υποχρέωσης των εκδοτών για άμεση δημοσιοποίησή της. Το ζήτημα που τίθεται εν προκειμένω είναι αν το ενδιάμεσο στάδιο πρέπει να αξιολογείται όχι ξεχωριστά, αλλά

⁴⁸ Βλ. Βερβεσό, Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε Μαρίνο, Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2011, σελ. 349 και Κουλουριανό, Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων, ΧρΙΔ, ΙΓ/2013, σελ. 255.

⁴⁹ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7, παρ.3.

στο πλαίσιο μιας συνολικής κρίσης ως προς το κατά πόσον το τελικό γεγονός είναι επαρκώς πιθανό. Αντικείμενο ελέγχου, δηλαδή, κατά την άποψη αυτή, είναι αν από το ενδιάμεσο στάδιο προκύπτει ισχυρή πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος. Κατά την αντίθετη άποψη, ο έλεγχος πρέπει να εστιάζει σε κάθε στάδιο της διαδικασίας, αντιμετωπίζοντας την επέλευση (ή την πιθανότητα επέλευσης) του ενδιάμεσου σταδίου ως ξεχωριστή πληροφορία, η οποία πρέπει να αξιολογηθεί αυτοτελώς ως προς τον προνομιακό ή μη χαρακτήρα της.⁵⁰

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Mergers and Acquisitions, “M&A”) αποτελούν κλασικές περιπτώσεις παρατεταμένων διαδικασιών που απασχολούν την πράξη και εγείρουν ζητήματα κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας. Από την στιγμή της εκδήλωσης ενδιαφέροντος μιας εταιρείας να προχωρήσει στη συναλλαγή, μέχρι τον εντοπισμό και συγκεκριμενοποίηση της εταιρείας στόχου, την υποβολή της πρότασης και, περαιτέρω, την επιτυχία ή αποτυχία του εγχειρήματος, εμπλέκονται πολλά πρόσωπα και διακινούνται διάφορες πληροφορίες, δημιουργώντας έτσι τον κίνδυνο καταχρηστικών πρακτικών. Όπως και σε όλες τις σύνθετες διαδικασίες, τίθεται και εδώ το ερώτημα σχετικά με το χρονικό σημείο ύπαρξης προνομιακής πληροφορίας και ενεργοποίησης της υποχρέωσης του εκδότη για δημοσιοποίησή της. Όμως, η ανίχνευση της προνομιακής πληροφορίας δεν έχει σημασία μόνο για τις απαγορεύσεις και υποχρεώσεις που προβλέπονται από το νομό, αλλά και για την ίδια τη συναλλαγή. Έτσι, μια πρόωγη ανακοίνωση της πρόθεσης εξαγοράς μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας στόχου και ακολούθως την αποτυχία του όλου εγχειρήματος.

Επιμέρους στάδια των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ο ΚΝ 2190/1920 στα άρθρα 69 επ. ρυθμίζει τα τρία είδη συγχώνευσης, ήτοι τη συγχώνευση με απορρόφηση, τη συγχώνευση με εξαγορά, καθώς και τη συγχώνευση με δημιουργία νέας εταιρείας.⁵¹ Η διαδικασία αρχίζει με την κατάρτιση σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης από τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών, το οποίο υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β (άρθρο 69 παρ. 3). Έπειτα, επιτροπή εμπειρογνομόνων ελέγχει και εκτιμά τα περιουσιακά τους στοιχεία και συντάσσει σχετική έκθεση, η οποία υποβάλλεται στη γενική συνέλευση (άρθρο 71). Σε ένα επόμενο στάδιο, η γενική συνέλευση καθεμιάς από τις συγχωνεύσιμες εταιρείες αποφασίζει για την έγκριση ή μη του σχεδίου και τις ενδεχόμενες τροποποιήσεις (άρθρο 72 παρ. 1). Ακολούθως, η αρμόδια διοικητική αρχή εξακριβώνει την

⁵⁰ Βλ. Κουλουριανό, ό.π., σελ. 256.

⁵¹ Βλ. Αντωνόπουλο, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2011, σελ. 383 επ.

τήρηση των διατυπώσεων που επιβάλλει ο νόμος και παρέχει την έγκρισή της (άρθρο 74 παρ. 2). Η συγχώνευση ολοκληρώνεται όταν η έγκριση εκ μέρους της Διοίκησης, η σύμβαση συγχώνευσης που περιβλήθηκε τον συμβολαιογραφικό τύπο, οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών, καθώς και η βεβαίωση ότι δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις ή διευθετήθηκαν, υποβληθούν στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β παρ. 1 (άρθρο 75 παρ. 1).⁵²

Η εξαγορά μιας επιχείρησης, δηλαδή η απόκτηση του ελέγχου επ' αυτής, επιτυγχάνεται χρηματιστηριακά, αλλά και εκτός χρηματιστηρίου. Συγκεκριμένα, μπορεί να επιτευχθεί με την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (asset deal) ή με την απόκτηση τόσων μετοχών της εταιρείας, ώστε να αποκτάται ο έλεγχος επί αυτής (share deal).⁵³ Για την απόκτηση του ελέγχου μπορεί να επιδιώκεται η απόκτηση της πλειοψηφίας των μετοχών, ώστε έτσι να αποκτάται η πλειοψηφία στη γενική συνέλευση. Ωστόσο, ακόμα και η αγορά ενός μειοψηφικού πακέτου μετοχών μπορεί να οδηγήσει στην αλλαγή του φορέα της υπό κρίση εταιρείας. Επίσης, η απόκτηση του ελέγχου μπορεί να επιτευχθεί και με μέσα του εταιρικού δικαίου, όπως με συμμετοχή στην αύξηση κεφαλαίου της εταιρείας με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων.

Όταν πρόκειται για εταιρεία με κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, πρόσφορος τρόπος για την απόκτηση ελέγχου επ' αυτής αποτελεί η υποβολή δημόσιας πρότασης απόκτησης των κινητών αξιών βάσει του νόμου 3461/2006.⁵⁴ Η διαδικασία της δημόσιας πρότασης περιλαμβάνει, σύμφωνα με το Ν. 3461/2006, τα εξής κύρια στάδια: Αρχικά, το πρόσωπο που έχει αποφασίσει ή υποχρεούται να υποβάλει δημόσια πρόταση, ενημερώνει άμεσα την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, υποβάλλοντας ταυτόχρονα σχέδιο του πληροφοριακού δελτίου (άρθρο 10 παρ. 1). Μετά την παραπάνω ενημέρωση, και εντός της επόμενης εργάσιμης μέρας, ο προτείνων ανακοινώνει τη δημόσια πρόταση (άρθρο 10 παρ. 2 σε συνδ. με άρθρο 16 παρ. 1 Ν 3461/2006). Ακολούθως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει το πληροφοριακό δελτίο εντός δέκα εργάσιμων ημερών από την υποβολή σε αυτήν πλήρους σχεδίου (άρθρο 11 παρ. 4), ενώ εντός τριών εργάσιμων ημερών από την έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το πληροφοριακό δελτίο δημοσιεύεται στο διαδικτυακό τόπο του προτείνοντος και υποβάλλεται στην υπό εξαγορά εταιρεία (άρθρο 11

⁵² Για τις διασυννοριακές συγχωνεύσεις βλ. Ν. 3379/2009.

⁵³ Βλ. *Saenger*, *Gesellschaftsrecht*, 3. Auflage, Vahlen, 2015, σελ. 582 επ.

⁵⁴ Για τις δημόσιες προτάσεις βλ. ενδεικτικά *Αυγητίδη*, *Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία*, 2η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013, σελ. 205 επ.

παρ. 8), το διοικητικό συμβούλιο της οποίας το διαβιβάζει στους εργαζομένους σε αυτήν (άρθρο 11 παρ. 9). Επίσης, υπογράφεται από πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ, που ενεργεί ως σύμβουλος του προτείνοντος και βεβαιώνει την ακρίβεια του περιεχομένου του (άρθρο 12). Εντός δέκα ημερών από τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας υποβάλλει εγγράφως την αιτιολογημένη γνώμη του σχετικά με τη δημόσια πρόταση, συνοδευόμενο από έκθεση χρηματοοικονομικού συμβούλου, προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τον προτείνοντα (άρθρο 15). Από τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου αρχίζει η περίοδος αποδοχής της δημόσιας πρότασης (άρθρο 18 παρ. 2), ενώ εντός δύο ημερών από τη λήξη της περιόδου αποδοχής, ο προτείνων δημοσιεύει τα αποτελέσματα της δημόσιας πρότασης (άρθρο 23).

Όμως, πέρα από τα ρυθμιζόμενα στο νόμο στάδια της διαδικασίας για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, για την επιτυχή ολοκλήρωσή τους υπάρχουν και άλλα στάδια, καθένα δε από αυτά αποτελεί μέρος της εκτέλεσης του ίδιου επιδιωκόμενου σχεδίου και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για την επίτευξή του.

Έτσι, η διαδικασία ξεκινά με την πρώτη επαφή των μερών, όπου εκφράζεται η στάση και οι προθέσεις τους για την προτεινόμενη συναλλαγή. Σε ένα επόμενο στάδιο των διαπραγματεύσεων τα μέρη μπορεί να αποτυπώσουν τις προθέσεις τους μέσω υπογραφής ενός, κατά κανόνα μη δεσμευτικού, κειμένου (Letter of Intent ή Memorandum of Understanding), το οποίο συμπληρώνεται συχνά με ρήτρες εμπιστευτικότητας και αποκλειστικότητας. Στο χρονικό αυτό σημείο μπορεί να καθορίζονται οι γενικές αρχές της συνεργασίας τους και οι όροι που πρέπει να πληρωθούν ώστε τα μέρη να προχωρήσουν σε οριστική συμφωνία, ενώ συχνά διενεργείται και έλεγχος της εταιρείας (due diligence). Ακολούθως, εφόσον έχουν πληρωθεί οι προϋποθέσεις που έθεσαν τα μέρη και ο έλεγχος due diligence είναι επιτυχής, προχωρούν στον καθορισμό των λεπτομερειών της συμφωνίας και του τελικού τιμήματος. Εάν συμφωνήσουν επί όλων των βασικών σημείων, προβαίνουν στην υπογραφή της συμφωνίας (“signing”). Αυτό δεν σημαίνει βέβαια ότι η επιθυμούμενη συναλλαγή πράγματι θα πραγματοποιηθεί, αφού δύναται να εξαρτάται από την έγκριση διάφορων αρχών ή οργάνων της εταιρείας (έγκριση Επιτροπής Ανταγωνισμού ή άλλων αρχών, έγκριση από τις γενικές συνελεύσεις των εταιρειών).⁵⁵

⁵⁵ Βλ. Saenger, ό.π., σελ. 585 επ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας στις σύνθετες εταιρικές πράξεις

Προκειμένου μια πληροφορία να έχει προνομιακό χαρακτήρα, αναγκαία είναι η συνδρομή τεσσάρων προϋποθέσεων. Παρακάτω, θα γίνει αναφορά σε αυτές τις προϋποθέσεις, ενώ θα επικεντρωθούμε στα στοιχεία εκείνα που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις σύνθετες εταιρικές πράξεις και γενικότερα για τις διαδικασίες που αποτελούνται από περισσότερα στάδια. Έτσι, θα προσπαθήσουμε να ανιχνεύσουμε το χρονικό σημείο κατά το οποίο στις σύνθετες αυτές διαδικασίες δημιουργείται προνομιακή πληροφορία βάσει του Κανονισμού 596/2014 και της νομολογίας του ΔΕΕ.

2.1 Εισαγωγή

Γενικότερα, στο δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ως πληροφορία⁵⁶ μπορεί να νοηθεί κάθε δεδομένο ή σύνολο δεδομένων, το οποίο δύναται να ασκήσει ουσιώδη επιρροή στους επενδυτές κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων αναφορικά με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, άλλως κάθε είδηση με αξιοποιήσιμο οικονομικό αντίκρισμα. Το βασικό γνώρισμα της πληροφορίας είναι η ικανότητά της να γίνει αντιληπτή από τους επενδυτές και εφόσον αξιολογείται από εκείνους να οδηγήσει στην εξαγωγή ανάλογων συμπερασμάτων. Έτσι, δεν μπορούν να υπαχθούν στην έννοια της πληροφορίας στοιχεία ή δεδομένα τα οποία είτε δεν γίνονται καν αντιληπτά από το επενδυτικό κοινό είτε δεν είναι σε θέση να οδηγήσουν τους επενδυτές σε συγκεκριμένα συμπεράσματα.

Ο Κανονισμός 596/2014, καθώς και ο Ν. 3340/2005, κάνουν λόγο για «προνομιακή» πληροφορία. Αντιθέτως, στο άρθρο 2 του Π.Δ. 53/1992 γινόταν λόγος για «εμπιστευτική» πληροφορία, όπως και στο άρθρο 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, στο αγγλικό και γερμανικό κείμενο χρησιμοποιούνται οι όροι “inside information” και “Insiderinformation” αντίστοιχα, που παραπέμπουν στον όρο «εσωτερική» πληροφορία, ενώ στο γαλλικό κείμενο συναντάται ο όρος “information privilégiée”, δηλαδή «προνομιακή» πληροφορία. Η διάκριση των όρων αυτών είναι λεπτή, οποιαδήποτε σύγχυση δεν εμποδίζει βέβαια την στοιχειοθέτηση της κατάχρησης της αγοράς, όταν ο κάτοχος της προνομιακής/εμπιστευτικής/εσωτερικής πληροφορίας προβαίνει σε παράνομη πράξη εκμετάλλευσης αυτής. Ωστόσο, ο επιθετικός προσδιορισμός «εσωτερική»

⁵⁶ Βλ. Γεωργακόπουλο, Χρηματιστήριο – Επίκαιρες Κριτικές Αναλύσεις, 2002, σελ. 40 – 42.

αποδεικνύεται στενός, καθώς κατάχρησης της αγοράς μπορεί να στοιχειοθετείται όχι μόνο από πληροφορίες που προέρχονται από την ίδια την εταιρεία,⁵⁷ ενώ καταλαμβάνονται από τις απαγορεύσεις και εκείνες οι πληροφορίες που την αφορούν έμμεσα. Ούτε όμως και ο όρος «εμπιστευτική» πληροφορία κρίνεται επαρκής, δεδομένου ότι δεν αρκεί η πληροφορία να μην είναι ευρέως γνωστή, αλλά απαιτείται επιπλέον να έχει και μια οικονομική κρισιμότητα και σπουδαιότητα τέτοια, ώστε να μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο οικονομικής αξιολόγησης και εκμετάλλευσης, και περαιτέρω να παρέχει στον κάτοχο αυτής προβάδισμα, όχι μόνο γνωστικό, αλλά και οικονομικό.⁵⁸ Η χρήση της πληροφορίας αυτής αποτελεί πράξη κατάχρησης της αγοράς, απαγορευμένη και αντίθετη στο νόμο, οπότε απ' αυτήν την άποψη η χρήση του επιθετικού προσδιορισμού «προνομιακή» αποδίδει καλύτερα τον χαρακτήρα της πληροφορίας και την απαξία της πράξης εκμετάλλευσης αυτής.

Σύμφωνα με τον γενικό ορισμό της παρ. 1 (στοιχ. α') του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014, ως προνομιακή πληροφορία νοείται κάθε «πληροφορία η οποία είναι συγκεκριμένη, δεν έχει δημοσιοποιηθεί και αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και η οποία, εάν δημοσιοποιούνταν, θα μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή στην τιμή των συνδεόμενων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων».⁵⁹ Ο ορισμός αυτός δεν διαφέρει από αυτόν της καταργηθείσας Οδηγίας 2003/6/ΕΚ⁶⁰ και του νόμου 3340/2005.⁶¹

Όπως προκύπτει λοιπόν από τον παραπάνω ορισμό, για την ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας αναγκαία είναι η συνδρομή των ακόλουθων προϋποθέσεων, δηλαδή η πληροφορία αυτή πρέπει:

- α) να είναι συγκεκριμένη,
- β) να μην έχει δημοσιοποιηθεί,
- γ) να αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, καθώς και

⁵⁷ Βλ. *Α Γεωργακόπουλο - Ν. Γεωργακόπουλο*, Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά το Π.Δ. 53/92, ΝοΒ 1999, σελ. 1384, *Ζέκο*, Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, ΔΕΕ 2002, 38.

⁵⁸ Βλ. *Μιχαλόπουλο*, Εμπιστευτικές πληροφορίες, εις Περράκη, Το Δίκαιο της ΑΕ (Επιμ.), τεύχος 2Β, 2003, σελ. 419, *Παγώνη*, Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σελ. 188.

⁵⁹ Στα στοιχ. β', γ' και δ' ρυθμίζεται η έννοια της προνομιακής πληροφορίας όσον αφορά τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων, τα δικαιώματα εκπομπής ή τα εκπλειστηριαζόμενα προϊόντα που βασίζονται σε αυτά, καθώς και για τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ' επάγγελμα στην εκτέλεση εντολών σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

⁶⁰ Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 1 παρ. 1.

⁶¹ Ν. 3340/2005, άρθρο 6 παρ. 1.

δ) τυχόν δημοσιοποίησή της να μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή στην τιμή των συνδεδόμενων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

2.2 Συγκεκριμένη πληροφορία

Η πρώτη προϋπόθεση που πρέπει να συντρέχει προκειμένου μια πληροφορία να χαρακτηριστεί ως προνομιακή είναι να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα. Ο Κανονισμός 596/2014 αναφέρεται αναλυτικά στο στοιχείο αυτό, όπως και στη δυνατότητα των επιμέρους σταδίων μιας σύνθετης διαδικασίας να αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες.

2.2.1 Γενικά

Η προϋπόθεση του συγκεκριμένου της πληροφορίας εξειδικεύεται στην παρ. 2 του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014. Έτσι, η πληροφορία θα πρέπει:

- i) να αναφέρεται σε κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως αναμένεται να υπάρξει ή σε ένα γεγονός που έχει συμβεί ή ευλόγως αναμένεται να υπάρξει, καθώς και
- ii) να είναι επαρκώς συγκεκριμένη, ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδραση αυτής της κατάστασης ή αυτού του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδόμενων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η πληροφορία λοιπόν θα πρέπει να αναφέρεται σε καταστάσεις ή γεγονότα που υφίστανται ή η επέλευσή τους αναμένεται ευλόγως. Γενικά, ως γεγονός μπορεί να οριστεί, έχοντας υπόψη τα όσα γίνονται δεκτά στο ποινικό δίκαιο, αφού δεν υπάρχει ειδικότερος ορισμός στον Κανονισμό 596/2014 ή σε κάποια κατ' εξουσιοδότηση ή εκτελεστική πράξη, κάθε περιστατικό ή συμβάν που αναφέρεται στο παρελθόν ή στο παρόν και είναι δεκτικό αποδείξεως. Τα γεγονότα μπορεί να είναι θετικά ή αρνητικά, αντικειμενικά ή προσωπικά, νόμιμα ή παράνομα.⁶² Ο Κανονισμός 596/2014 συμπεριλαμβάνει και γεγονότα που πρόκειται ή ενδέχεται να συμβούν, εφόσον εύλογα μπορεί να υποτεθεί κάτι τέτοιο. Επίσης, η πληροφορία μπορεί να αναφέρεται σε καταστάσεις. Ο όρος

⁶² Βλ. *Τουντόπουλο*, «Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών» σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992. Παρατηρήσεις σχετικά με την απόφαση Prior του LG Frankfurt», ΔΕΕ 12/2000, σελ. 1206.

«κατάσταση»⁶³ είναι ευρύτερος από αυτόν του «γεγονότος» κι έτσι μπορεί να ελεγχθούν για το αν συνιστούν προνομιακές πληροφορίες, μεταξύ άλλων, αξιολογικές κρίσεις και προγνώσεις.⁶⁴

Επιπλέον, «θα πρέπει να είναι η πληροφορία αυτή αρκούντως συγκεκριμένη, ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδραση αυτής της κατάστασης ή αυτού του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων». Το στοιχείο αυτό έχει την έννοια ότι αφενός η πληροφορία δεν χρειάζεται να είναι πλήρης⁶⁵ και αφετέρου ότι ένας επενδυτής, λόγω του συγκεκριμένου χαρακτήρα του γεγονότος ή της κατάστασης, μπορεί να προβεί σε εκτίμηση της πορείας της τιμής και να αποφασίσει να προβεί ή όχι στην επένδυση.⁶⁶ Έτσι, αποκλείονται από την έννοια της προνομιακής πληροφορίας αόριστες ή γενικές πληροφορίες, από τις οποίες δεν μπορεί να αντληθεί συμπέρασμα σχετικά με το δυνητικό αποτέλεσμά τους στην τιμή των συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.⁶⁷

Θα πρέπει να επισημανθεί, επίσης, πως προκειμένου να συντρέχει το στοιχείο του συγκεκριμένου χαρακτήρα της πληροφορίας δεν απαιτείται να μπορεί να συναχθεί με επαρκή βαθμό πιθανότητας ότι η δυνητική επίδραση της πληροφορίας στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων θα ασκηθεί προς συγκεκριμένη κατεύθυνση, άπαξ και δημοσιοποιηθούν οι πληροφορίες αυτές,⁶⁸ ούτε να αποδειχθεί ότι πράγματι επηρεάστηκε η τιμή τους.⁶⁹ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει το ΔΕΕ, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών καθιστά ιδιαίτερος δυσχερή την ακριβή εκτίμηση της κατευθύνσεως προς την οποία θα μεταβληθούν οι

⁶³ Στην αγγλική απόδοση χρησιμοποιείται ο όρος “a set of circumstance” και στη γερμανική ο όρος “eine Reihe von Umständen”.

⁶⁴ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 93 και RegE AnSVG BT-Drucks, 15/3174, σελ.

⁶⁵ Βλ. *Λιβαδά*, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, ΧρηΔικ 2/2007, σελ. 211.

⁶⁶ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, III.2.1.1, σελ. 32 – 33.

⁶⁷ Βλ. ΔΕΕ, Απόφαση της 11ης Μαρτίου 2015 στην υπόθεση C-628/13, Jean-Bernard Lafonta κατά Autorité des marchés financiers (Υπόθεση Lafonta), σκέψη 31.

⁶⁸ Ibid, σκέψεις 31 – 38. *Klöhn*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach „Lafonta“, NZG 2015, 809 επ. Εν προκειμένω, ο J.-B. Lafonta, είχε ισχυριστεί ότι η πληροφορία είναι συγκεκριμένη, υπό την έννοια της διατάξεως αυτής, μόνον αν επιτρέπει στον κάτοχό της να προβλέψει προς ποια κατεύθυνση θα μεταβληθεί η τιμή του οικείου τίτλου όταν η εν λόγω πληροφορία δημοσιοποιηθεί.

⁶⁹ ΔεφΑθ 4479/2013, ΝΟΜΟΣ, σκέψη 8, όπου αναφέρεται ότι μια πληροφορία θεωρείται προνομιακή εφόσον επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων και δεν απαιτείται να αποδειχθεί ότι πράγματι επηρεάστηκε η τιμή της μετοχής της.

τιμές των χρηματοπιστωτικών, ενώ υφίστανται πολλοί παράγοντες που δύνανται να ασκήσουν επιρροή στις τιμές σε μια δεδομένη κατάσταση. Υπό τις συνθήκες αυτές, αν γινόταν δεκτό ότι μια πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί συγκεκριμένη μόνον υπό την προϋπόθεση ότι επιτρέπει τον καθορισμό της κατευθύνσεως της μεταβολής της τιμής των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων, ο κάτοχος πληροφοριών θα μπορούσε να προβάλει προσχηματικά την ύπαρξη αβεβαιότητας για να παραλείψει τη δημοσιοποίηση ορισμένων από τις πληροφορίες αυτές και να αντλήσει έτσι όφελος εις βάρος των άλλων συναλλασσόμενων στην αγορά.⁷⁰

Συνεπώς, μπορεί να λεχθεί πως η απαίτηση ύπαρξης του στοιχείου του συγκεκριμένου της πληροφορίας λειτουργεί ως «φίλτρο» που αποκλείει τον χαρακτηρισμό ως προνομιακών όχι μόνο των απλών εικασιών ή φημών, αλλά και εκείνων των πληροφοριών που αφορούν σχέδια που ακόμη βρίσκονται σε αρκετά πρώιμο στάδιο, ώστε να υφίσταται ισχυρό ενδεχόμενο μη ολοκλήρωσής τους (“premature information”).⁷¹ Στόχος είναι να καταστεί δυνατός ο έλεγχος του όγκου της πληροφόρησης που διοχετεύεται από τους εκδότες στην αγορά και τον οποίο οι επενδυτές θα πρέπει ακολούθως να επεξεργαστούν και να αξιολογήσουν κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Έτσι αποφεύγεται ο κίνδυνος πληροφοριακής υπερφόρτισης (“information overload”), ο οποίος θα παρουσιαζόταν αν ακόμα και ελάχιστα σημαντικές ή ασφαλείς ειδήσεις δημοσιοποιούνταν, αλλοιώνοντας έτσι το γενικό σύνολο των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες και προκαλώντας εσφαλμένες εκτιμήσεις, με αποτέλεσμα να διαταράσσεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και η εμπιστοσύνη του κοινού σε αυτήν. Ταυτόχρονα, με τον αποκλεισμό των πληροφοριών περί ενδεχόμενων και μη διαμορφωμένων επιχειρηματικών σχεδίων, που μπορεί τελικά να μην προχωρήσουν, αποφεύγεται η πρόκληση ζημίας στους επενδυτές και έτσι η έγερση καταγγελιών σε βάρος του εκδότη για παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.

2.2.2 Επιμέρους στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας ως συγκεκριμένη πληροφορία

Τόσο στην Οδηγία 2003/6/EK όσο και στις εκτελεστικές αυτής οδηγίες δεν υπήρχε κάποια ρητή αναφορά στη μεταχείριση των επιμέρους σταδίων σύνθετων διαδικασιών. Με τον Κανονισμό 596/2014 εισήχθη για πρώτη φορά ρύθμιση σχετικά με το ζήτημα αυτό. Έτσι, κωδικοποιήθηκε

⁷⁰ Υπόθεση Lafonta, ό.π., σκέψη 36.

⁷¹ Βλ. Κουλουριανό, ό.π., σελ. 250 και Pananis, WpHG § 38 Strafvorschriften, Münchener Kommentar zum StGB, 2. Auflage 2015, αρ. 41.

ουσιαστικά η κρίση του ΔΕΕ επί του ζητήματος στην υπόθεση M. Gelll κατά Daimler AG. Ωστόσο, παρά τη ρητή ρύθμιση στον Κανονισμό 596/2014 παραμένουν δυσχέρειες ως προς την ορθή ερμηνεία που πρέπει να δοθεί.

2.2.2.1 Προβληματική και νομοθετική ρύθμιση

Η μεταχείριση των σταδίων των σύνθετων εταιρικών πράξεων και διαδικασιών, τα οποία προηγούνται της επελεύσεώς τους, είχε απασχολήσει στο παρελθόν τη θεωρία και τη νομολογία. Το ζήτημα έχει μεγάλη πρακτική σημασία, αφού ανάμεσα στο σχεδιασμό λ.χ. μιας συγχώνευσης μέχρι και την πραγματοποίησή της (ή αποτυχία της), περνά συνήθως μεγάλο χρονικό διάστημα και διάφορα στάδια. Ανάλογα με την υιοθετούμενη άποψη, ο αριθμός των προνομιακών πληροφοριών και ακολούθως των υποχρεώσεων των εκδοτών αλλάζει σε μεγάλο βαθμό.

Κατά την πρώτη άποψη, που είχε υποστηριχθεί στο παρελθόν, σε περίπτωση πραγματικών που εξελίσσονται σε περισσότερα στάδια, τα επιμέρους ενδιάμεσα στάδια δεν πρέπει να εξετάζονται χωριστά. Αντίθετα, στο πλαίσιο συνολικής εξέτασης πρέπει να διαπιστώνεται αν η επέλευση του τελικού γεγονότος ευλόγως αναμένεται. Έτσι, προθέσεις και σχέδια, τα οποία αναφέρονται στην επέλευση μελλοντικών γεγονότων, μόνο τότε υπόκεινται σε δημοσιοποίηση ως προνομιακές πληροφορίες, όταν η επέλευση της τελικής κατάστασης κρίνεται ως πιθανή.⁷²

Κατά την αντίθετη άποψη, κάθε στάδιο μιας παρατεταμένης διαδικασίας μπορεί να συνιστά προνομιακή πληροφορία και έτσι πρέπει να δημοσιοποιηθεί, χωρίς να ενδιαφέρει ο βαθμός της πιθανότητας επέλευσης του τελικού γεγονότος. Σημασία έχει αν το ενδιάμεσο στάδιο πληροί της προϋποθέσεις της προνομιακής πληροφορίας αν μπορεί δηλαδή μεταξύ άλλων να επηρεάσει αισθητά την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά.⁷³ Η άποψη αυτή ήταν και στο παρελθόν κρατούσα και υιοθετήθηκε από τον Κανονισμό 596/2014.

Έτσι, στην παρ. 2 του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014, αναφέρεται ότι «στην περίπτωση μιας παρατεταμένης διαδικασίας που αποσκοπεί ή έχει ως αποτέλεσμα συγκεκριμένη κατάσταση ή συγκεκριμένο γεγονός, μπορεί να θεωρηθεί ότι συνιστά συγκεκριμένη πληροφορία η εν λόγω μελλοντική κατάσταση ή το εν λόγω μελλοντικό γεγονός, καθώς επίσης και τα επιμέρους στάδια

⁷² Για την προβληματική βλ. ενδεικτικά *Κινινί*, ό.π., σελ. 760, *Assmann* σε *Assmann/Schneider* (Επιμ.), § 13, *Kommentar zum WpHG*, 4. Auflage, 2006, αρ. 26 και *Kümpel – Veil*, *Wertpapierhandelsgesetz*, 2005, 4. Teil, αρ. 21.

⁷³ Βλ. *BaFin*, *Emittentenleitfaden* 2005, σελ. 46 και *Ziemons*, *Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes*, *NZG* 2004, σελ. 541.

της διαδικασίας αυτής, τα οποία συνδέονται με την πρόκληση ή την πραγματοποίηση της εν λόγω μελλοντικής κατάστασης ή μελλοντικού γεγονότος». ⁷⁴ Και, επιπλέον, ότι «ένα επιμέρους στάδιο μιας παρατεταμένης διαδικασίας θα θεωρείται ότι συνιστά προνομιακή πληροφορία αν πληροί αφ' εαυτού τα κριτήρια της προνομιακής πληροφορίας που αναφέρονται στο παρόν άρθρο». ⁷⁵

2.2.2.2 Η κρίση του ΔΕΕ στην υπόθεση M. Geltl κατά Daimler AG και η σημασία της

Η μεταχείριση των επιμέρους σταδίων μιας παρατεταμένης διαδικασίας τέθηκε για πρώτη φορά ενώπιον του ΔΕΕ στην υπόθεση M. Geltl κατά Daimler AG ⁷⁶ μετά την υποβολή σχετικού προδικαστικού ερωτήματος από το Ομοσπονδιακό Γερμανικό Ακυρωτικό Δικαστήριο (BGH) ⁷⁷. Λόγω της σπουδαιότητας της απόφασης για την όλη προβληματική, αλλά και το γενικότερο αντίκτυπο που είχε, θα αναφερθούμε παρακάτω στα πραγματικά περιστατικά της υπόθεσης, στα ζητήματα που τέθηκαν ενώπιον του δικαστηρίου και στην απόφαση που αυτό έλαβε.

Πραγματικά περιστατικά της διαφοράς ⁷⁸

Η αίτηση ενώπιον του ΔΕΕ υποβλήθηκε στο πλαίσιο ένδικης διαφοράς μεταξύ του M. Geltl και της εισηγμένης εταιρείας Daimler, με αντικείμενο τη ζημία που υποστήριζε ότι υπέστη ο M. Geltl λόγω της καθυστερημένης, κατ' αυτόν, δημοσιοποίησής από την εν λόγω εταιρεία στοιχείων σχετικά με την πρόωρη αποχώρηση του J.E. Schrempp από τη θέση του προέδρου του ΔΣ.

Πιο συγκεκριμένα, από την απόφαση του J.E. Schrempp να υποβάλει την παραίτησή του, πριν από την κανονική λήξη της θητείας του, μέχρι και την οριστική του παραίτηση, πέρασε ένα χρονικό διάστημα αρκετών εβδομάδων. Μετά τη γενική συνέλευση της εταιρείας της 6ης Απριλίου 2005, ο J.E. Schrempp άρχισε να σκέφτεται το ενδεχόμενο της πρόωρης παραίτησής του, το οποίο και αποκάλυψε στη σύζυγό του. Στις 17 Μαΐου 2005, ενημέρωσε για τις προθέσεις του και τον πρόεδρο του εποπτικού συμβουλίου της εταιρείας. Ακολούθως, ενημερώθηκαν για τη

⁷⁴ Βλ. Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7, παρ. 2, εδ. β'.

⁷⁵ Ibid, παρ. 3.

⁷⁶ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ της 28ης Ιουνίου 2012, στην υπόθεση C-19/11, Markus Geltl κατά Daimler AG.

⁷⁷ BGH, NZG 2011, σελ. 109.

⁷⁸ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψεις 12 – 20.

σχεδιαζόμενη αποχώρησή του και άλλα μέλη του εποπτικού και του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, ενώ παράλληλα η εταιρεία προετοίμασε ανακοινωθέν Τύπου και άλλες δηλώσεις. Στις 13 Ιουλίου κλήθηκαν σε συνεδρίαση, η μεν προεδρεύουσα επιτροπή του εποπτικού συμβουλίου για τις 27 Ιουλίου, το δε εποπτικό συμβούλιο για τις 28 Ιουλίου. Σε καμία από τις εν λόγω προσκλήσεις δεν έγινε μνεία σε ενδεχόμενη αντικατάσταση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου. Στις 18 Ιουλίου, ο J.E. Schrempp και ο H. Kopper, πρόεδρος του εποπτικού συμβουλίου, συμφώνησαν να εισηγηθούν κατά τη συνεδρίαση του εποπτικού συμβουλίου την έγκριση της πρόωρης αποχώρησης του πρώτου και την αντικατάστασή του από άλλο πρόσωπο. Κατά τη συνάντηση της προεδρεύουσας επιτροπής το απόγευμα της 27ης Ιουλίου 2005, η επιτροπή αποφάσισε να εισηγηθεί στο εποπτικό συμβούλιο που θα συνεδρίαζε την επόμενη μέρα την αποδοχή της παραίτησεως και την έγκριση του διορισμού νέου προέδρου. Το πρωί της 28ης Ιουλίου 2005 το εποπτικό συμβούλιο της Daimler ενέκρινε την αποχώρηση του J.E. Schrempp από τη θέση του.

Αμέσως μετά τη συνεδρίαση, η απόφαση αυτή γνωστοποιήθηκε, κατά τα προβλεπόμενα στη γερμανική νομοθεσία, στη διοίκηση του Χρηματιστηρίου και στη βάση για τη δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών του Ομοσπονδιακού Οργανισμού Εποπτείας των Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (“BaFin”). Μετά τη δημοσιοποίηση αυτή η τιμή της μετοχής της Daimler σημείωσε σημαντική άνοδο. Το επενδυτικό κοινό καλωσόρισε την παραίτηση του J.E. Schrempp, αφού είχε δημιουργηθεί δυσανεμία κατά την άσκηση της θητείας του ως προέδρου του διοικητικού συμβουλίου. Πολλοί επενδυτές, όμως, όπως ο M. Gertl, είχαν πωλήσει πριν από τη δημοσιοποίηση της εν λόγω παραίτησης τις μετοχές της Daimler που διέθεταν. Έτσι, άσκησαν αγωγή αποζημίωσης κατά της εταιρείας παραπονούμενοι για τη ζημία που υπέστησαν λόγω της καθυστέρησης της προαναφερθείσας δημοσιοποίησης.

Οι αποφάσεις των γερμανικών δικαστηρίων και η παραπομπή στο ΔΕΕ

Κεντρικό ζήτημα στη διαφορά M. Gertl κατά Daimler AG αποτέλεσε το αν τα γεγονότα πριν από την παραίτηση του J.E. Schrempp έπρεπε να θεωρηθούν προνομιακές πληροφορίες ή αν έπρεπε μόνο το τελικό γεγονός της αντικατάστασής του με την απόφαση της 28ης Ιουλίου 2005 να θεωρηθεί προνομιακή πληροφορία. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρεία θα υποχρεούνταν να αποκαλύψει την προνομιακή πληροφορία σε προγενέστερο σημείο, εκτός και αν συνέτρεχαν οι προϋποθέσεις για αναβολή της δημοσιοποίησης. Το ζήτημα τέθηκε ενώπιον διάφορων γερμανικών δικαστηρίων και οι αποφάσεις διέφεραν σημαντικά: Το Εφετείο (Oberlandesgericht) της Φρανκφούρτης, το οποίο έπρεπε να αποφασίσει επί του προστίμου που επέβαλε η αρχή BaFin,

έκρινε πως ακόμα και η πρώτη συζήτηση μεταξύ του J.E. Schrempp και του προέδρου του εποπτικού συμβουλίου συνιστούσε προνομιακή πληροφορία.⁷⁹ Από την άλλη, το Εφετείο της Στουτγκάρδης που ήταν αρμόδιο για τις αστικές αξιώσεις των μετόχων εξέδωσε δύο αποφάσεις επί του θέματος. Στην πρώτη, έκρινε πως μόνο η απόφαση του εποπτικού συμβουλίου της 28ης Ιουλίου 2005 επί της αντικατάστασης του J.E. Schrempp θα έπρεπε να θεωρηθεί προνομιακή πληροφορία,⁸⁰ ενώ στη δεύτερη απόφασή του έκρινε πως η απόφαση της προεδρεύουσας επιτροπής της 27ης Ιουλίου σχετικά με την παρουσίαση του ζητήματος σε ολόκληρο το εποπτικό συμβούλιο συνιστούσε προνομιακή πληροφορία.⁸¹

Τελικώς, το Ομοσπονδιακό Ακυρωτικό Δικαστήριο αποφάσισε να ζητήσει τη γνώμη του ΔΕΕ, υποβάλλοντας δύο προδικαστικά ερωτήματα, τα οποία συνοψίζονται ως ακολούθως:

1. Μπορούν ήδη τα ενδιάμεσα στάδια μιας μακρόχρονης διαδικασίας να συνιστούν συγκεκριμένη πληροφορία;
2. Ποιον βαθμό πιθανότητας επελεύσεως πρέπει να εμφανίζει ένα μελλοντικό γεγονός, προκειμένου να υπαχθεί στην έννοια της συγκεκριμένης πληροφορίας;⁸²

Η κρίση του ΔΕΕ επί του πρώτου ερωτήματος

Το δικαστήριο, όσον αφορά το πρώτο ερώτημα, απάντησε ότι στην περίπτωση μακρόχρονης διαδικασίας η οποία αποσκοπεί στην επέλευση συγκεκριμένης κατάστασης ή γεγονότος, συγκεκριμένη πληροφορία μπορεί να αποτελεί όχι μόνον η κατάσταση αυτή ή το γεγονός αυτό, αλλά και τα επιμέρους στάδια της εν λόγω διαδικασίας, τα οποία συνδέονται με την επέλευση της μελλοντικής κατάστασης ή του μελλοντικού γεγονότος.⁸³ Τα κύρια επιχειρήματα του δικαστηρίου ήταν τα εξής: α) Επιμέρους στάδιο μιας μακρόχρονης διαδικασίας μπορεί να αποτελεί «κατάσταση» ή «γεγονός» κατά την κοινή σημασία των όρων αυτών.⁸⁴ β) Στο άρθρο 3 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ δίδονται και παραδείγματα καταστάσεων που αποτελούν συνήθη επιμέρους στάδια μιας διαδικασίας, όπως διαπραγματεύσεις σε εξέλιξη και αποφάσεις ενός οργάνου του εκδότη που απαιτούν την έγκριση άλλου οργάνου του εκδότη.⁸⁵ γ) Ο σκοπός της

⁷⁹ Oberlandesgericht Frankfurt, *Geltl v Daimler* (12 Φεβρουαρίου 2009), NZG 2009, σελ. 391, 392.

⁸⁰ Oberlandesgericht Stuttgart, *Geltl v Daimler* (15 Φεβρουαρίου 2007), NZG 2007, σελ. 352, 356.

⁸¹ Oberlandesgericht Stuttgart, *Geltl v Daimler* (22 Απριλίου 2009), NZG 2009, σελ. 624, 626.

⁸² Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 23.

⁸³ *Ibid*, σκέψη 40.

⁸⁴ *Ibid*, σκέψεις 30 και 31.

⁸⁵ *Ibid*, σκέψη 32.

Οδηγίας 2003/6/EK είναι η εξασφάλιση της ακεραιότητας της χρηματοπιστωτικής αγοράς και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτή, κάτι που εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την ταχεία και αμερόληπτη δημοσιοποίηση των πληροφοριών.⁸⁶

Μια αντίθετη ερμηνεία θα μπορούσε, κατά το δικαστήριο, να επιφυλάσσει διάφορους κινδύνους. Ειδικότερα, αν αποκλειστεί το ενδεχόμενο να χαρακτηριστεί ως συγκεκριμένη κάθε πληροφορία σχετικά με επιμέρους στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας, η υποχρέωση δημοσιοποίησης δεν θα ισχύει ακόμα και για πληροφορίες απολύτως συγκεκριμένες, οι οποίες παρουσιάζουν και τις τέσσερις προϋποθέσεις του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας. Σε αυτήν την περίπτωση, ο κάτοχος προνομιακής πληροφορίας σχετικής με ένα επιμέρους στάδιο θα βρίσκεται σε πλεονεκτικότερη θέση σε σχέση με τους υπόλοιπους επενδυτές, έχοντας τη δυνατότητα να αποκομίσει όφελος σε βάρος του επενδυτή που αγνοεί τη συγκεκριμένη πληροφορία. Επίσης, ελλοχεύει ο κίνδυνος καταχρηστικής συνδέσεως μιας πληροφορίας με ένα επιμέρους στάδιο σύνθετης διαδικασίας προκειμένου να μην αποτελέσει η πρώτη συγκεκριμένη πληροφορία. Ο κίνδυνος εμφάνισης τέτοιων καταστάσεων θα αυξανόταν αν ήταν δυνατόν, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, να χαρακτηριστεί η έκβαση μιας συγκεκριμένης διαδικασίας ως επιμέρους στάδιο μιας άλλης, ευρύτερης διαδικασίας.⁸⁷

Η απάντηση αυτή που έδωσε το δικαστήριο, που αποσυνδέει τα ενδιάμεσα στάδια από το τελικό γεγονός, δεν προκαλεί έκπληξη. Είναι σύμφωνη με την θέση που υποστήριξε και ο Γενικός Εισαγγελέας Mengozzi,⁸⁸ τις οδηγίες που είχαν εκδοθεί από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές διάφορων κρατών μελών⁸⁹ καθώς και την κρατούσα στη θεωρία άποψη.

Το ΔΕΕ, στη συνέχεια, πρόσθεσε κάτι ιδιαίτερα ενδιαφέρον. Ειδικότερα, ανέφερε πως η ερμηνεία αυτή δεν ισχύει μόνο για τα στάδια που έχουν ήδη επέλθει, αλλά και για τα στάδια που ευλόγως αναμένεται ότι θα επέλθουν.⁹⁰ Έτσι, αν το μελλοντικό ενδιάμεσο στάδιο «ευλόγως αναμένεται να επέλθει», υφίσταται συγκεκριμένη πληροφορία για μελλοντικό γεγονός, η οποία θα είναι προνομιακή αν πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις (όπως η προϋπόθεση της

⁸⁶ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 33 επ.

⁸⁷ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψεις 36 και 37 και Παπαδόπουλο, Η Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς και η έννοια της «εμπιστευτικής πληροφορίας», ΕΕΕυρΔ, τόμος 32, τεύχη 2 – 3/2012, σελ. 257 – 264.

⁸⁸ Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα Paolo Mengozzi της 21ης Μαρτίου 2012, στην υπόθεση C-19/11, Markus Geltl vs. Daimler AG, παρ. 41 και 56.

⁸⁹ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2005, σελ. 28, *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), *Commission des Sanctions* (9 Οκτωβρίου 2008), *Locindus*, σελ. 4, *Borsa Italiana*, *Guide to the Disclosure of Information to the Market* (Ιούνιος 2002), σελ. 21 - 23.

⁹⁰ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 38.

δυνατότητας σημαντικής επιρροής αυτής της πληροφορίας στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου). Ανοιχτό όμως είναι το ζήτημα αν ο βαθμός πιθανότητας επελεύσεως του μελλοντικού τελικού γεγονότος λαμβάνεται υπόψη κατά την εξέταση της ικανότητας της πληροφορίας περί το ενδιάμεσο στάδιο να επηρεάσει την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων. Υπό την εκδοχή αυτή ο αντίκτυπος του ενδιάμεσου γεγονότος στην αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων προσδιορίζεται από τη σημαντικότητα και την πιθανότητα επελεύσεως του τελικού γεγονότος.⁹¹

Οι συνέπειες της κρίσης του ΔΕΕ

Οι κρίση του ΔΕΕ επί του πρώτου προδικαστικού ερωτήματος ενσωματώθηκε, όπως αναφέραμε παραπάνω, στον Κανονισμό 596/2014. Έτσι, οι υποχρεώσεις ενός εκδότη σε περίπτωση σύνθετης εταιρικής πράξης, και γενικότερα μιας παρατεταμένης διαδικασίας που αποτελείται από περισσότερα στάδια, έχουν ως εξής: Από τη μία, πρέπει να εξετάζει αν το τελικό γεγονός της διαδικασίας, το οποίο ακόμα δεν είναι βέβαιο ότι θα επέλθει, αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία. Από την άλλη, θα πρέπει να εξετάζει αν τα ενδιάμεσα στάδια της διαδικασίας αποτελούν και αυτά συγκεκριμένες πληροφορίες που χρήζουν δημοσιοποίησης και, τέλος, αν αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες τα ενδιάμεσα μελλοντικά στάδια που αναμένεται να επέλθουν. Η αξιολόγηση του ενδιάμεσου σταδίου αποσυνδέεται από την πιθανότητα επελεύσεως του τελικού γεγονότος.

Υποστηρίζεται ότι λόγω της απόφασης αυτής οι εκδότες θα επιβαρύνονται με περισσότερες υποχρεώσεις και θα πρέπει να εξετάζουν ακόμα πιο προσεχτικά τα επιμέρους βήματα μιας σύνθετης εταιρικής πράξης, προβαίνοντας, όταν απαιτείται, στις αντίστοιχες δημοσιοποιήσεις.⁹² Επιπλέον, εκφράστηκε η ανησυχία για τον κίνδυνο του “information overload”, κάτι που μπορεί να οδηγήσει ακόμα και σε παραπλάνηση του κοινού λόγω της δημοσιοποίησης πληροφοριών για γεγονότα που είναι αμφίβολο αν θα πραγματοποιηθούν,⁹³ ενώ μπορεί να τεθεί σε κίνδυνο η πραγματοποίηση μιας επιδιωκόμενης συγχώνευσης, εξαγοράς ή άλλης συναλλαγής, αφού η πρόωρη δημοσιοποίησή της μπορεί να λειτουργήσει ως “deal breaker”.

⁹¹ Βλ. *Κινινή*, ό.π., σελ. 762 και παρακ. υπό 2.5.2.

⁹² Βλ. όμως *BaFin*, Jahresbericht, 2015, σελ. 236 – 237. Η άποψη που υποστηρίχθηκε στη γερμανική θεωρία πως η απόφαση Markus Geltl κατά Daimler AG θα είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο του αριθμού των δημοσιοποιήσεων δεν επιβεβαιώνεται από τα στατιστικά στοιχεία της εποπτικής αρχής BaFin. Έτσι, συνεχίζεται η εμφανής τάση μείωσης του αριθμού των δημοσιοποιήσεων προνομιακών πληροφοριών κάθε χρόνο την πενταετία 2011 – 2015, ενώ παράλληλα εμφανίζει μικρή αύξηση ο αριθμός της χρήσης του δικαιώματος αναβολής δημοσιοποίησης.

⁹³ Βλ. *Hitzer*, Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, σελ. 862.

Λόγω της δυνατότητας, σύμφωνα με την κρίση του ΔΕΕ, και των ενδιάμεσων μελλοντικών σταδίων να αποτελούν προνομιακές πληροφορίες, τίθεται το ερώτημα πότε αυτό μπορεί να γίνει δεκτό και, ειδικότερα, ποιος είναι ο απαιτούμενος βαθμός πιθανότητας επελεύσεώς τους προκειμένου να υφίσταται συγκεκριμένη πληροφορία. Το ΔΕΕ ασχολήθηκε με το ζήτημα αυτό απαντώντας επί του δεύτερου προδικαστικού ερωτήματος, στο οποίο και θα αναφερθούμε παρακάτω.

2.2.3 Μελλοντικό στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας ως συγκεκριμένη πληροφορία

Πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός ή κατάσταση μπορεί να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα, εφόσον η πιθανότητα εμφάνισης του εν λόγω γεγονότος ή κατάστασης είναι εύλογη («ευλόγως αναμένεται να υπάρξει»)⁹⁴. Έτσι, μπορούν υπό προϋποθέσεις να συνιστούν προνομιακές πληροφορίες σύνθετες εταιρικές πράξεις, σχέδια και προθέσεις, προτού ολοκληρωθούν. Ωστόσο, η έννοια αυτή της εύλογης πιθανότητας εμφάνισης των μελλοντικών σταδίων και γεγονότων παραμένει ως ένα βαθμό ασαφής και αδιευκρίνιστη.

Ο ενωσιακός νομοθέτης δεν καθορίζει ένα συγκεκριμένο ποσοστιαίο όριο κάτω από το οποίο ένα γεγονός δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ευλόγως δυνατό να αναμένεται. Ως προς αυτό έχουν υποστηριχθεί διάφορες απόψεις, άλλες αρκετά αόριστες όπως αυτή της γερμανικής αρχής BaFin που απαιτούσε «προβλεψιμότητα» (“Voraussehbarkeit”)⁹⁵ του μελλοντικού γεγονότος. Επίσης, έχει προταθεί το κριτήριο της υψηλής πιθανότητας επέλευσης,⁹⁶ πάντως όχι και βεβαιότητας,⁹⁷ το κριτήριο της υπερέχουσας πιθανότητας (50%+x),⁹⁸ ενώ κατά άλλη άποψη⁹⁹ πρέπει να εφαρμοστεί το κριτήριο της πιθανότητας/εύρους (probability/magnitude).¹⁰⁰

⁹⁴ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7, παρ. 2.

⁹⁵ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2005, σελ. 20, όπου αναφέρεται ότι πρέπει να υπάρχουν «συγκεκριμένες ενδείξεις, που καθιστούν την επέλευση της περίπτωσης προβλέψιμη», ενώ μία «ασφαλής πιθανότητα δεν είναι απαραίτητη».

⁹⁶ Βλ. *Assmann* σε *Assmann/Schneider*, Kommentar zum WpHG, 4. Auflage, 2006, § 13, αρ. 26.

⁹⁷ Βλ. *Κατσά*, Η αλληλεπίδραση μεταξύ του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση κτήσης ιδίων μετοχών από ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, εις Μαρίνο: Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2011, σ. 416 και τις εκεί παραπομπές.

⁹⁸ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 93.

⁹⁹ Βλ. *Harbath*, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898, 1901 επ.

¹⁰⁰ Για το κριτήριο αυτό βλ. αμέσως παρακ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα.

Το ζήτημα ενώπιον του ΔΕΕ

Ο αναγκαίος βαθμός πιθανότητας επέλευσης των μελλοντικών γεγονότων και καταστάσεων απασχόλησε το ΔΕΕ στην υπόθεση M. Gelll κατά Daimler AG¹⁰¹. Ειδικότερα, το δεύτερο προδικαστικό ερώτημα που τέθηκε ενώπιον του δικαστηρίου αφορούσε το κατά πόσο η διαπίστωση περί «καταστάσεως η οποία υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ή γεγονότος το οποίο έλαβε χώρα ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα λάβει χώρα» προϋποθέτει αυξημένη ή υψηλή πιθανότητα επελεύσεως της καταστάσεως ή του γεγονότος ή αν πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το μέγεθος του αντίκτυπου της καταστάσεως ή του γεγονότος στην αξία των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων.¹⁰²

Οι προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα

Ο Γενικός Εισαγγελέας Mengozzi στις προτάσεις του¹⁰³ υποστήριξε πως δεν απαιτείται ούτε υψηλή πιθανότητα ούτε υπερέχουσα πιθανότητα¹⁰⁴ για την κατάφαση του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας που αναφέρεται σε μελλοντικό γεγονός. Σύμφωνα με την άποψή του, η υποχρέωση δημοσιοποίησης καταλαμβάνει ακόμη και ανοιχτά γεγονότα ή καταστάσεις, υπό την προϋπόθεση ότι αυτά ασκούν σημαντική επιρροή επί της τιμής.¹⁰⁵ Πρόκειται για το αμερικανικής προέλευσης κριτήριο probability/magnitude (πιθανότητα/εύρος), κατά το οποίο ένας χαμηλός βαθμός πιθανότητας επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος μπορεί να αντισταθμιστεί από έναν υψηλό αντίκτυπο που θα είχε το γεγονός αυτό στην αξία των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων.¹⁰⁶ Έτσι, σύμφωνα με το Γενικό Εισαγγελέα, η πιθανότητα επέλευσης του μελλοντικού

¹⁰¹ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψεις 41 – 56.

¹⁰² Ibid, σκέψη 41.

¹⁰³ Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα Paolo Mengozzi της 21ης Μαρτίου 2012, στην υπόθεση C-19/11, Markus Gelll κατά Daimler AG και *Langenbacher*, Der “vernünftige Anleger” vor dem EuGH. Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache Schrempp, BKR 2012, σελ. 145.

¹⁰⁴ Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα, ό.π., σημείο 73.

¹⁰⁵ Βλ. *Κινινή*, ό.π., σελ. 764.

¹⁰⁶ Βλ. Απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου των ΗΠΑ, Basic Inc. κατά Levinson, 485 US, 224, 1988, όπου αναφέρεται ότι η σημασία της πληροφορίας “will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity”.

γεγονότος θα πρέπει να εξετάζεται και σε συνάρτηση με την τέταρτη προϋπόθεση της προνομιακής πληροφορίας, δηλαδή τη δυνατότητα σημαντικού επηρεασμού της τιμής.¹⁰⁷

Περαιτέρω, ο Γενικός Εισαγγελέας σημειώνει ότι ο νομοθέτης της Ένωσης αναφέρθηκε ενσυνειδήτως στην έννοια του εύλογου της πιθανότητας επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος, και όχι στην έννοια της μεγάλης ή μικρής πιθανότητας, ακριβώς για να καταστήσει σαφές ότι για τον προσδιορισμό των προνομιακών πληροφοριών και για τη διάκρισή τους από τις μη προνομιακές πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή σε όλες τις περιστάσεις κάθε συγκεκριμένης περίπτωσης και δεν έχει καμία χρησιμότητα, για την έκδοση αποφάσεως να καθοριστεί *in abstracto* ένα συγκεκριμένο ποσοστιαίο όριο κάτω από το οποίο ένα γεγονός δεν μπορεί πλέον να θεωρηθεί ότι είναι ευλόγως δυνατόν να αναμένεται.¹⁰⁸

Είναι φανερό, συμπληρώνει, πως υιοθετώντας την άποψη αυτή υπάρχει ο κίνδυνος της υπερπληθώρας πληροφοριών, αφού ακόμα και πληροφορίες για καταστάσεις και γεγονότα με μικρή πιθανότητα επέλευσης μπορούν υπό προϋποθέσεις να συνιστούν προνομιακές πληροφορίες. Για το λόγο αυτό, προτείνεται ο περιορισμός των χαρακτηριζόμενων ως προνομιακών πληροφοριών με τη χρήση του λεγόμενου «ορθολογικού επενδυτή» («συνετού επενδυτή» βάσει του Κανονισμού 596/2014), του επενδυτή δηλαδή που αξιολογεί τις ειδήσεις οι οποίες αφορούν την επέλευση μελλοντικών καταστάσεων ή γεγονότων με βάση ένα αντικειμενικό κριτήριο ορθολογικότητας και δεν είναι απλώς κερδοσκόπος.¹⁰⁹ Ο εισαγγελέας ακολουθεί εν προκειμένω το κριτήριο *total mix* κατά το οποίο, με σκοπό την αποφυγή του “*information overload*”, μία πληροφορία πρέπει να θεωρείται προνομιακή όταν υφίσταται «σημαντική πιθανότητα» ότι αν είχε γίνει γνωστή, θα είχε θεωρηθεί από τον ορθολογικό / συνετό επενδυτή ως στοιχείο που αλλοιώνει σημαντικά το γενικό σύνολο (“*total mix*”) των πληροφοριών που διαθέτει.¹¹⁰

Η απόφαση του ΔΕΕ

Το ΔΕΕ, απαντώντας επί του δεύτερου προδικαστικού ερωτήματος, αρχικά ασχολήθηκε με τις διαφορετικές γλωσσικές αποδόσεις της Οδηγίας 2003/124/EK, που αναφέρονται στην πιθανότητα επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος. Ειδικότερα, σε κάποιες από αυτές, όπως η αγγλική και η ελληνική, χρησιμοποιείτο η φράση «που ευλόγως μπορεί να αναμένεται», σε άλλες, όπως η

¹⁰⁷ Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα, ό.π., σημείο 97 επ.

¹⁰⁸ Ibid, σημείο 80 και 81.

¹⁰⁹ Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα, ό.π., σημείο 71.

¹¹⁰ Βλ. *Κινινίη*, ό.π., σελ. 764 και Απόφαση Supreme Court *TSC Industries, Inc. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 1976.

γαλλική, η φράση “peut raisonnablement penser” («μπορεί ευλόγως να θεωρηθεί ότι θα υπάρξει»), ενώ στη γερμανική γλωσσική απόδοση χρησιμοποιείται η φράση “mit hinreichender Wahrscheinlichkeit” («με αρκετές πιθανότητες»)¹¹¹. Το δικαστήριο τόνισε πως καμία γλωσσική απόδοση δεν έχει προτεραιότητα και επικεντρώθηκε στην αναζήτηση μιας ενιαίας ερμηνείας βάσει του σκοπού της τότε ισχύουσας Οδηγίας.

Η άποψη περί υψηλής πιθανότητας επελεύσεως της καταστάσεως ή του γεγονότος απορρίφθηκε ως περιοριστική. Σύμφωνα με το δικαστήριο, τυχόν αποδοχή της θα δυσχέραινε την επίτευξη των σκοπών της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, δηλαδή της εξασφάλισης της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτές.¹¹²

Το δικαστήριο, ακολούθως, απέρριψε την άποψη του Γενικού Εισαγγελέα σχετικά με την εξειδίκευση του βαθμού πιθανότητας βάσει του κριτηρίου probability / magnitude (πιθανότητας / εύρους), το οποίο στηρίζεται στην αλληλεξάρτηση της πιθανότητας επελεύσεως με το αντίκτυπο της καταστάσεως ή του γεγονότος στη αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων.¹¹³ Και αυτό για το λόγο ότι ο ορισμένος βαθμός πιθανότητας επελεύσεως του μελλοντικού γεγονότος συνιστά την ελάχιστη προϋπόθεση για την υπαγωγή του στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας. Η αντίθετη άποψη, σύμφωνα με το δικαστήριο, υπονοεί ότι υφίσταται αλληλεξάρτηση μεταξύ των δύο προϋποθέσεων, δηλαδή του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα της πληροφορίας και της ικανότητάς της να επηρεάσει αισθητά την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων. Όμως, οι προϋποθέσεις αυτές είναι αυτοτελείς, πρέπει να εξετάζονται χωριστά και αποτελούν τις ελάχιστες προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν για χαρακτηριστεί μια πληροφορία ως προνομιακή.¹¹⁴

Έτσι, το δικαστήριο κατέληξε στο ότι η φράση «που ευλόγως αναμένεται» καλύπτει μελλοντικές καταστάσεις και γεγονότα των οποίων η επέλευση αποδεικνύεται, βάσει συνολικής εκτιμήσεως των διαθέσιμων στοιχείων, ρεαλιστική.¹¹⁵ Ο Κανονισμός 596/2014 υιοθέτησε την άποψη αυτή περί ρεαλιστικής πιθανότητας επέλευσης των μελλοντικών καταστάσεων και γεγονότων, ενώ επίσης απέρριψε το κριτήριο της πιθανότητας/εύρους (probability/magnitude). Η

¹¹¹ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 42. Πλέον στον Κανονισμό 596/2014 χρησιμοποιείται και στη γερμανική έκδοση ο όρος “vernünftigerweise”, ο οποίος αποδίδεται ως «εύλογα».

¹¹² Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 47, όπου το δικαστήριο αναφέρει πως «σε μια τέτοια περίπτωση, τα πρόσωπα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες θα μπορούσαν να αντλήσουν, σε βάρος τρίτων που δεν διαθέτουν τέτοιες πληροφορίες, όφελος από ορισμένες πληροφορίες οι οποίες, λόγω της ως άνω περιοριστικής ερμηνείας, δεν θα θεωρούνταν συγκεκριμένες».

¹¹³ *Κινινή*, ό.π., σελ. 767.

¹¹⁴ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψεις 50 – 54.

¹¹⁵ *Ibid*, σκέψη 49.

μη εξειδίκευση του πόσο «ρεαλιστική» πρέπει να εμφανίζεται η επέλευση της μελλοντικής κατάστασης, αφήνει το ζήτημα ανοιχτό.¹¹⁶ Μπορεί να θεωρηθεί απαραίτητη τουλάχιστον μια «υπερέχουσα πιθανότητα» (“überwiegende Wahrscheinlichkeit”)¹¹⁷, δηλαδή μια πιθανότητα μεγαλύτερη του 50%, ενώ απορρίπτεται η ανάγκη συνδρομής «υψηλής πιθανότητας».

2.2.4 Ειδικές περιπτώσεις συγκεκριμένων πληροφοριών

Υπάρχουν περιπτώσεις όπου η κρίση περί ύπαρξης ή μη συγκεκριμένης πληροφορίας συναντά δυσκολίες. Πρόκειται για περιπτώσεις όπως αυτές των φημών και των προθέσεων.¹¹⁸ Η κρατούσα άποψη δέχεται πως μπορούν, υπό προϋποθέσεις, να συνιστούν προνομιακές πληροφορίες. Η σημασία της αξιολόγησης αυτής για τις παρατεταμένες διαδικασίες που αποτελούνται από επιμέρους στάδια είναι μεγάλη. Έτσι, μπορεί εύκολα να τεθεί το ερώτημα αν μια πρόθεση υποβολής πρότασης εξαγοράς μπορεί να θεωρηθεί συγκεκριμένη πληροφορία.

Παράλληλα, λόγω του ότι οι σύνθετες εταιρικές πράξεις αποτελούν συνήθως μακρόχρονες διαδικασίες, κατά την πραγματοποίησή τους είναι πιθανή η κυκλοφορία διάφορων φημών στην αγορά σχετικά με επιμέρους στάδια αυτής ή με την επιδιωκόμενη συναλλαγή, γεγονός που, όπως θα δούμε, δημιουργεί υποχρεώσεις για τον εκδότη.

Οι φήμες ως συγκεκριμένες πληροφορίες

Στην αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων ο όγκος των φημών που διακινείται είναι μεγάλος. Οι εκδότες τίθενται συχνά προ του διλήμματος αν οφείλουν να λάβουν θέση σχετικά με μία φήμη, σύμφωνα με το άρθρο 17 του Κανονισμού 596/2014.¹¹⁹ Η απάντηση στο ερώτημα σχετικά με το αν μια φήμη, και αν ναι υπό ποιες προϋποθέσεις, μπορεί να αποτελέσει συγκεκριμένη πληροφορία δεν είναι εύκολη.

¹¹⁶ Βλ. *Möllers - Seidenschwann*, Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH, NJW 2012, σελ. 2762, 2764 και *Klöhn*, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem GeldI-Urteil des EuGH, ZIP 2012, σελ. 1885, 1889.

¹¹⁷ Βλ. *Schall*, Ad-hoc-Mitteilung auch über Zwischenschritte eines kursrelevanten Vorgangs als Insider-Information, hier: Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden von Daimler („GeldI“), ZIP 2012, σελ. 1286.

¹¹⁸ Για ειδικές περιπτώσεις προνομιακών πληροφοριών (προγνώσεις, αξιολογικές κρίσεις, φήμες κλπ) βλ. *Hilgendorf*, WpHG § 13 Insiderinformation, εις Park (Επιμ.), Kapitalmarktstrafrecht, 3^η έκδοση, 2013, αρ. 65 – 95.

¹¹⁹ Βλ. *FSA* (Αρχή Χρηματοπιστωτικών Συμπεριφορών), Disclosure Guidance and Transparency Rulebook, Chapter 2, Section 2.7, σελ. 12.

Πρέπει να επισημανθεί ότι μια απλή αόριστη υπόθεση ή εικασία δεν έχει αρκετά συγκεκριμένο χαρακτήρα με αποτέλεσμα να μην μπορεί να γίνει λόγος για προνομιακή πληροφορία. Σε πολλές περιπτώσεις επίσης η αξιοπιστία της φήμης είναι μικρή, ειδικά μάλιστα όταν αυτός που την εκφέρει δεν αναλαμβάνει την ευθύνη γι' αυτήν, ενώ συχνά τα γεγονότα τα οποία αυτή η φήμη περιέχει είναι ήδη γνωστά.¹²⁰

Εάν όμως η φήμη περιέχει στον πυρήνα της ένα γεγονός ή μία κατάσταση μπορεί να γίνει λόγος για συνδρομή συγκεκριμένης πληροφορίας. Για να αποτελεί περαιτέρω η εν λόγω φήμη προνομιακή πληροφορία πρέπει να μπορεί να επηρεάσει αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στην πηγή από την οποία προέρχονται οι φήμες, στα γεγονότα πάνω στα οποία βασίζονται, καθώς και στην κατάσταση της συγκεκριμένης αγοράς και της αναφερόμενης εταιρείας.¹²¹ Στην περίπτωση των σύνθετων εταιρικών πράξεων, η φήμη που αναφέρεται σε επιμέρους στάδιο της μακρόχρονης διαδικασίας μπορεί να αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία. Έτσι, θα μπορούσε μέσω μιας φήμης να παρουσιαστεί στους επενδυτές μια πρόθεση οργανωτικής σύμπραξης.

Οι φήμες όμως στις παρατεταμένες διαδικασίες έχουν σημασία και για ακόμα έναν λόγο. Όπως είδαμε, επιμέρους στάδιο μιας σύνθετης εταιρικής πράξης μπορεί να αποτελεί προνομιακή πληροφορία με αποτέλεσμα ο εκδότης, μεταξύ άλλων¹²², να υποχρεούται να δημοσιοποιήσει το στάδιο αυτό, εκτός εάν να προβεί, υπό προϋποθέσεις, σε αναβολή δημοσιοποίησης.¹²³ Ωστόσο, προκειμένου να χρησιμοποιήσει τη δυνατότητα αναβολής, αναγκαία είναι η διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας. Σύμφωνα με την παρ. 7 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014, σε περίπτωση κατά την οποία έχει νόμιμα αναβληθεί η δημοσιοποίηση μια προνομιακής πληροφορίας και δημοσιευθεί μια φήμη που αναφέρεται ρητά στην προνομιακή πληροφορία και είναι επαρκώς ακριβής, ώστε να καταδεικνύεται ότι η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας δεν είναι πλέον εξασφαλισμένη, ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιήσει την πληροφορία αυτή το συντομότερο δυνατό. Αυτό μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα για την επιδιωκόμενη συναλλαγή, αφού ο εκδότης θα αναγκαστεί να δημοσιοποιήσει, για παράδειγμα, την πληροφορία περί διεξαγωγής διαπραγματεύσεων για μια συγχώνευση.

¹²⁰ Βλ. *Hilgendorf*, ό.π., αρ. 77.

¹²¹ Βλ. *BaFin*, *Emittentenleitfaden* 2013, σελ. 33.

¹²² Για τις απαγορεύσεις και τις υποχρεώσεις των εκδοτών σε περίπτωση ύπαρξης προνομιακής πληροφορίας βλ. Κεφάλαιο 3.

¹²³ Βλ. παρακ. υπό 3.3.

Προθέσεις και σχέδια ως συγκεκριμένες πληροφορίες

Αμφισβητούμενο ήταν στο παρελθόν το ζήτημα αν οι προθέσεις και τα σχέδια μπορούν να θεωρηθούν προνομιακές πληροφορίες.¹²⁴ Η κρατούσα σήμερα άποψη δέχεται πως είναι δυνατό να έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα,¹²⁵ εφόσον εξωτερικεύονται.¹²⁶ Από την άλλη, επειδή αναφέρονται σε μελλοντικά γεγονότα ή καταστάσεις, δηλαδή σε μη υλοποιημένα επιχειρηματικά σχέδια, μπορούν να αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες αν επέλευσή τους κρίνεται εύλογη, δηλαδή, σύμφωνα με τη νομολογία *Geltl*, απαιτείται η πιθανότητα επέλευσής τους να είναι ρεαλιστική. Θα πρέπει ωστόσο να γίνει διάκριση μεταξύ προθέσεων τρίτων προσώπων και ιδίων προθέσεων.

Έτσι, όταν ένα πρόσωπο προβαίνει σε απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων υλοποιώντας το δικό του σχέδιο, δεν συνιστά αυτό από μόνο του χρήση προνομιακής πληροφορίας.¹²⁷ Σε αυτές τις περιπτώσεις το πρόσωπο δεν εκμεταλλεύεται προνομιακή πληροφορία αλλά χρησιμοποιεί την ίδια αυτού γνώση.¹²⁸ Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πρόθεση σταδιακής απόκτησης κινητών αξιών μιας εταιρείας με σκοπό την εξαγορά της, σχέδιο το οποίο υλοποιείται σε περισσότερα στάδια.^{129, 130}

Η γνώση όμως των προθέσεων τρίτου μπορεί να αποτελεί προνομιακή πληροφορία. Το πρόσωπο δηλαδή που γνωρίζει ένα επιχειρηματικό σχέδιο ενός τρίτου, λ.χ. του εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου, αποκτά ένα σημαντικό γνωστικό προβάδισμα σε σχέση με τους υπόλοιπους επενδυτές. Ιδιαίτερη περίπτωση γνώσης των προθέσεων τρίτων αποτελεί η περίπτωση

¹²⁴ Βλ. για την εν λόγω προβληματική *Τουντόπουλο*, ό.π., σελ. 1211.

¹²⁵ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 93.

¹²⁶ Βλ. *Assmann*, ό.π., αριθ. 20 επ.

¹²⁷ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 9, παρ. 5 και αιτιολογική σκέψη 31.

¹²⁸ Βλ. *BGH, NJW 2004*, σελ. 302, όπου χαρακτηριστικά αναφέρεται πως κανείς δεν μπορεί να πληροφορείται από τον εαυτό του.

¹²⁹ Βλ. *Τουντόπουλο*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 327 – 328.

¹³⁰ Ιδιαίτερη περίπτωση πραγμάτωσης ιδίων προθέσεων αποτελεί το “*Scalping*”. Ο “*Scalper*” αγοράζει χρηματοπιστωτικά μέσα με σκοπό να τα προτείνει προς πώληση. Στο μεσοδιάστημα το πρόσωπο αυτό, συνήθως άτομο με ιδιαίτερο αντίκτυπο στις αγορές (π.χ. οικονομικός δημοσιογράφος) διαδίδει θετικές ειδήσεις για το χρηματοπιστωτικό μέσο, ώστε να δημιουργηθεί μεγάλη ζήτηση και να ανέβει η τιμή του, αποκομίζοντας έτσι το κέρδος από τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης. Στο παρελθόν η μέθοδος αυτή θεωρούνταν από μέρος της θεωρίας και της νομολογίας ως περίπτωση κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας, ενώ πλέον ρητά αναγνωρίζεται από τον Κανονισμό 596/2014 (άρθρο 12, παρ.2, περ. δ') ως συμπεριφορά χειραγώγησης της αγοράς.

του front - running (προήγηση). Σε αυτή την περίπτωση, το πρόσωπο που γνωρίζει την πρόθεση άλλου προσώπου να δώσει εντολή ικανή να επηρεάσει αισθητά την τιμή του τίτλου προβαίνει σε ανάλογες συναλλαγές για δικό του λογαριασμό, εκμεταλλευόμενο δηλαδή καταχρηστικά την προνομιακή πληροφορία που διαθέτει.¹³¹

2.3 Πληροφορία που δεν έχει δημοσιοποιηθεί

Η δεύτερη προϋπόθεση που πρέπει να συντρέχει προκειμένου μια πληροφορία να θεωρείται προνομιακή είναι να μην έχει δημοσιοποιηθεί.¹³² Σε αυτό το στοιχείο έγκειται και ο προνομιακός χαρακτήρας της πληροφορίας την οποία κατέχει ένα πρόσωπο και δεν είναι γνωστή στο ευρύ κοινό. Έτσι, ο κάτοχός της αποκτά ένα χρονικό προβάδισμα γνώσης, το οποίο συνεπάγεται πληροφοριακό (περαιτέρω και οικονομικό) προβάδισμα έναντι των υπόλοιπων επενδυτών που αγνοούν την πληροφορία.

Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί ότι ένα γνωστικό προβάδισμα δεν σημαίνει ταυτοχρόνως πως αναγκαία αυτό βασίζεται σε χρήση προνομιακής πληροφορίας, η οποία για λόγους ίσων ευκαιριών των επενδυτών δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί. Έτσι, χρηματοοικονομικοί αναλυτές, πιστωτικά ιδρύματα και άλλοι ειδικοί της αγοράς που διαθέτουν την τεχνογνωσία και μπορούν να αναλύουν τις διαθέσιμες πληροφορίες και να λαμβάνουν αποφάσεις, καθώς και ιδιώτες επενδυτές που χρησιμοποιούν πρόσωπα με τις ειδικές αυτές γνώσεις, μπορούν να χρησιμοποιήσουν το γνωστικό αυτό πλεονέκτημα. Μάλιστα, στον Κανονισμό 596/2014¹³³ αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι έρευνες και εκτιμήσεις οι οποίες βασίζονται σε δεδομένα που δεν έχουν δημοσιοποιηθεί δεν θα πρέπει να θεωρούνται ως προνομιακές πληροφορίες και, ως εκ τούτου, το γεγονός και μόνον ότι μια συναλλαγή διενεργείται βάσει ερευνών ή εκτιμήσεων δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι συνιστά κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.

Για να κριθεί το εάν μια πληροφορία έχει δημοσιοποιηθεί και έτσι έχει αποβάλει τον προνομιακό της χαρακτήρα, αναγκαία κρίνεται η οριοθέτηση του κύκλου των προσώπων που πρέπει να γνωρίζουν την εν λόγω πληροφορία. Η χρήση της λέξης «δημοσιοποίηση» αποκλείει περιπτώσεις στις οποίες η πληροφορία έχει γνωστοποιηθεί σε περιορισμένο ή/και συγκεκριμένο κύκλο προσώπων και δεν έχει διαδοθεί στο ευρύ κοινό. Κατά την κρατούσα άποψη, δημοσίως

¹³¹ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7 παρ. 1, στ. δ', αιτιολογική σκέψη 30 και *Buck – Heeb*, ό.π., αρ. 302, 311.

¹³² Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7, παρ. 1.

¹³³ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 28.

γνωστά είναι τα γεγονότα ή οι καταστάσεις όταν ένας αόριστος κύκλος προσώπων μπορούν να λάβουν γνώση αυτών.¹³⁴ Αρκεί δηλαδή η δυνατότητα ο μέσος επενδυτής που μετέχει στην αγορά να μπορεί να λάβει υπόψη του την πληροφορία και να μπορεί εγκαίρως να προβεί σε αξιολόγηση αυτής. Έτσι, δεν μπορεί να θεωρηθεί δημοσιοποιημένη μια πληροφορία που τίθεται στη διάθεση οικονομικών αναλυτών, δημοσιογράφων οικονομικών εφημερίδων και άλλων εκπροσώπων του χρηματιστηριακού και επενδυτικού κόσμου.¹³⁵ Επίσης, το ίδιο πρέπει να γίνει δεκτό και σε περίπτωση που η εν λόγω γνωστοποίηση της πληροφορίας γίνεται σε μια εκδήλωση που θεωρητικά μόνο ο καθένας μπορεί να παρευρεθεί. Περαιτέρω, δημοσιοποίηση στο ευρύ κοινό δεν αποτελεί ούτε η περίπτωση στην οποία μια πληροφορία γνωστοποιείται στη γενική συνέλευση, αφού συνήθως με αυτόν τον τρόπο πρόσβαση σε αυτή την πληροφορία θα έχουν μόνο οι μέτοχοι, ενώ ούτε τυχόν απλή ανάρτηση της πληροφορίας στην ιστοσελίδα της εκδότριας εταιρείας εξασφαλίζει ότι το ευρύ επενδυτικό κοινό θα λάβει γνώση αυτής.¹³⁶

Το επόμενο λοιπόν ζήτημα που τίθεται είναι ο τρόπος που πρέπει να λάβει χώρα η δημοσιοποίηση, ώστε η πληροφορία να αποβάλλει τον προνομιακό της χαρακτήρα. Εάν δηλαδή πρέπει να ακολουθηθούν οι διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπονται από το δίκαιο των εταιρειών και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ή αν αρκεί και άλλος τρόπος δημοσιοποίησης. Κατά την κρατούσα άποψη, ανακοινώσεις σε έγκριτη οικονομική εφημερίδα ή ηλεκτρονικά μέσα ενημέρωσης καθιστούν μια πληροφορία δημόσια όπως και μια δημοσιοποίηση που πραγματοποιείται στο πλαίσιο έκτακτης ενημέρωσης με την έκδοση δελτίου τύπου που διανέμεται σε μέσα μαζικής ενημέρωσης.^{137,138} Η πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί δημοσιοποιημένη ακόμη και αν αυτό δεν γίνει από τον εκδότη με τον ορισμένο από την αρμόδια αρχή τρόπο, σε περιπτώσεις όπως αυτές της μη ορθής δημοσιοποίησης ή της δημοσιοποίησης της πληροφορίας από τρίτο.¹³⁹ Τυχόν εμμονή στις διατυπώσεις δημοσιότητας της νομοθεσίας θα σήμαινε, επίσης, λόγω της χρονικής καθυστέρησης και της ιδιομορφίας του χώρου των συναλλαγών επί

¹³⁴ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 95.

¹³⁵ Βλ. *Claussen – Florian*, *Der Emittentenleitfaden*, AG 2005, σελ. 745, 749.

¹³⁶ Βλ. *BaFin*, *Emittentenleitfaden* 2005, III.2.1.2.

¹³⁷ Βλ. *Schwark/Kruse*, § 13 *WpHG*, εις *Schwark/Zimmer* (Επιμ.), *KMRK*, αρ. 30 επ.

¹³⁸ Βλ. ΠλημμΑθ 1185/2003, όπου κρίθηκε ότι για να είναι ευρέως γνωστή μία πληροφορία, ώστε να μη χαρακτηρίζεται ως προνομιακή, δεν απαιτείται να έχει δημοσιοποιηθεί στο ημερήσιο δελτίο τιμών του Χ.Α. ή στο διαδίκτυο αλλά αρκεί δημοσιοποίηση με οποιονδήποτε τρόπο, καθώς δεν γίνεται οιαδήποτε διάκριση στη διάταξη του άρθρου 6 Ν 3340/2005.

¹³⁹ Βλ. *Λιβαδά*, ό.π., σελ. 213, *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 95.

χρηματοπιστωτικών μέσων, καθυστέρηση στη δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας και ακολούθως καθυστέρηση στην άρση του προνομιακού της χαρακτήρα.

2.4 Πληροφορία που αφορά εκδότη ή χρηματοπιστωτικά μέσα

Τρίτη προϋπόθεση που τίθεται για τον χαρακτηρισμό μιας πληροφορίας ως προνομιακής είναι η πληροφορία αυτή να αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.¹⁴⁰

Μια πληροφορία μπορεί να αφορά άμεσα έναν εκδότη¹⁴¹ (ή περισσότερους εκδότες), όταν πρόκειται για πληροφορία που έχει σχέση με ενδοεταιρικά γεγονότα όπως στοιχεία της περιουσιακής κατάστασης της επιχείρησής του, την εξέλιξη των εργασιών της και την προσωπική ή οργανωτική δομή της. Έτσι, μια δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, μια πρόταση οργανωτικής σύμπραξης ή η μετατροπή σε άλλο τύπο εταιρείας θα αποτελούν τέτοιες πληροφορίες. Επιπλέον, ακόμα και πληροφορίες που έχουν σχέση με εξωεταιρικά γεγονότα μπορεί να αφορούν άμεσα την εταιρεία, όπως μια επιθετική πρόταση εξαγοράς που προέρχεται από άλλη εταιρεία. Από την άλλη, πληροφορία αφορά άμεσα ένα χρηματοπιστωτικό μέσο όταν αναφέρεται στο ίδιο το χρηματοπιστωτικό μέσο όπως λ.χ. στην αύξηση ή μείωση του διανεμόμενου μερίσματος, τη μεταβολή της ονομαστικής αξίας της μετοχής κ.λπ.¹⁴²

Μια πληροφορία, περαιτέρω, μπορεί να είναι προνομιακή ακόμα και αν δεν αφορά άμεσα αλλά μόνο έμμεσα τον εκδότη ή το χρηματοπιστωτικό μέσο. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται ενδεικτικά πληροφορίες κυβερνητικής πολιτικής (αποφάσεις για επιβολή περιορισμών εξαγωγών, για τη φορολογία, για κρίσιμες διεθνείς συμφωνίες), δικαστικές αποφάσεις ευρύτερου ενδιαφέροντος καθώς και άλλες σημαντικές πληροφορίες της αγοράς (στατιστικά στοιχεία για τον

¹⁴⁰ Βλ. CESR/06-562, παρ. 1.15 και 1.16, όπου παρατίθεται εκτενής μη εξαντλητικός κατάλογος γεγονότων που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τον εκδότη ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα και δύνανται να αποτελούν προνομιακές πληροφορίες.

¹⁴¹ Ως «εκδότης» νοείται νομική οντότητα ιδιωτικού ή δημοσίου δικαίου, η οποία εκδίδει ή προτίθεται να εκδώσει χρηματοπιστωτικά μέσα. Σε περίπτωση αποθετηρίου εγγράφου παραστατικού χρηματοπιστωτικών μέσων, εκδότης είναι ο εκδότης του αντιπροσωπευόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου (Κανονισμός 596/2014, άρθρο 3, παρ. 1, στ. 21).

¹⁴² Βλ. *Τουντόπουλο*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 324 και *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 92.

τομέα που δραστηριοποιείται η εταιρεία, επιτόκια κεντρικών τραπεζών, συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές ορυκτών καυσίμων κ.ά.).¹⁴³

Με την συμπερίληψη και των πληροφοριών που αφορούν έμμεσα τον εκδότη ή το χρηματοπιστωτικό μέσο το εύρος των πληροφοριών που μπορεί να θεωρηθούν προνομιακές είναι ιδιαίτερα μεγάλο. Ωστόσο, εφόσον συντρέχουν και οι λοιπές προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της πληροφορίας ως προνομιακής, όσον αφορά τις πληροφορίες που έμμεσα μόνο αφορούν τον εκδότη ή το χρηματοπιστωτικό μέσο, ενεργοποιείται μόνο η απαγόρευση χρήσης των άρθρων 8, 10 και 14 του Κανονισμού 596/2014 και όχι οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014. Οι εκδότες ελαφρύνονται σε αυτό το σημείο, υποχρεούμενοι να δημοσιοποιούν μόνο τις πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα.

2.5 Πληροφορία που μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων

Συγκεκριμένες πληροφορίες, όπως είδαμε, μπορεί να αποτελούν και τα επιμέρους στάδια των σύνθετων εταιρικών πράξεων, τόσο ως ιστορικά όσο και ως μελλοντικά γεγονότα ή καταστάσεις. Μάλιστα, ο έλεγχος πρέπει να γίνεται ανεξαρτήτως εάν το τελικό γεγονός (λ.χ. η συγχώνευση) πραγματοποιηθεί. Έτσι, διευρύνεται ιδιαίτερα ο αριθμός των πληροφοριών που μπορεί να έχουν προνομιακό χαρακτήρα. Περαιτέρω προϋπόθεση όμως για την κατάφαση του προνομιακού χαρακτήρα είναι η δυνατότητα της πληροφορίας να επιδράσει σημαντικά επί της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου.

2.5.1 Το στοιχείο του σημαντικού επηρεασμού

Σύμφωνα με την τέταρτη προϋπόθεση της παρ. 1α' του άρθρου 7 του Κανονισμού 596/2014, μια πληροφορία είναι προνομιακή όταν θα μπορούσε, εάν δημοσιοποιούνταν, να επιδράσει σημαντικά στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή στην τιμή των συνδεόμενων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Ως τέτοια πληροφορία, σύμφωνα με την παρ. 4 του ίδιου άρθρου, νοείται αυτή που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε, μεταξύ άλλων, κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων. Για την εξειδίκευση αυτής της προϋπόθεσης είναι

¹⁴³ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2005.

αναγκαία αρχικά η εξέταση αφενός του στοιχείου της «δυνατότητας» του επηρεασμού και αφετέρου του στοιχείου της «σημαντικότητας» του επηρεασμού.

Στην ελληνική απόδοση του Κανονισμού 596/2014, όσον αφορά την επέλευση ή μη επηρεασμού της τιμής, γίνεται λόγος για δυνατότητα («θα μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στην τιμή»), στη γερμανική για ικανότητα (“geeignet wären, den Kurs erheblich zu beeinflussen”), ενώ στην αγγλική για πιθανότητα (“would be likely to have a significant effect”). Γίνεται δεκτό ότι αρκεί με βάση τα δεδομένα που διαθέτει ένας συνετός επενδυτής ο επηρεασμός της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου να ήταν πιθανός αν η πληροφορία δημοσιοποιούνταν,¹⁴⁴ χωρίς να απαιτείται όμως τελικά ο επηρεασμός αυτός να επέλθει κατά τη δημοσιοποίηση αργότερα.¹⁴⁵ Η εκ των υστέρων διαπίστωση της διακύμανσης της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου αποτελεί απλή ένδειξη, αφού η διακύμανση μπορεί να οφείλεται και σε άλλους παράγοντες.¹⁴⁶

Ο επηρεασμός της τιμής πρέπει, επιπλέον, να είναι σημαντικός. Ωστόσο, η ρύθμιση δεν καθορίζει κάποιο όριο ή ποσοστό διακύμανσης της τιμής ώστε η τελευταία να μπορεί να θεωρηθεί σημαντική.¹⁴⁷ Στη θεωρία έχει στο παρελθόν υποστηριχθεί ο καθορισμός ορίων και ποσοστών διακύμανσης των τιμών λαμβανομένων υπόψη στοιχείων όπως η ρευστότητα της αγοράς,¹⁴⁸ όμως τελικά η άποψη αυτή δεν έγινε δεκτή,¹⁴⁹ αφού η διακύμανση της τιμής μπορεί να οφείλεται σε πολλούς παράγοντες. Κριτήρια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για το στοιχείο της σημαντικότητας είναι αν το είδος της συγκεκριμένης πληροφορίας ταυτίζεται με πληροφορία που κατά το παρελθόν επηρέασε την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, αν προηγούμενες αναλύσεις θεώρησαν πληροφορία αυτού του είδους ως ουσιώδη για την τιμή, καθώς και αν ο εκδότης θεώρησε αντίστοιχες πληροφορίες ως προνομιακές.¹⁵⁰

Για την πλήρωση της τέταρτης προϋπόθεσης προτείνεται επίσης η ακόλουθη συλλογιστική:¹⁵¹ Αρχικά, θα πρέπει να εξετάζεται αν μια κατάσταση ή ένα γεγονός, κρινόμενα αυτοτελώς, θα

¹⁴⁴ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 14.

¹⁴⁵ Βλ. *Pananis*, ό.π., αρ. 59.

¹⁴⁶ Βλ. Κανονισμό 596/2014, αιτιολογική σκέψη 15 και *Λιβαδά*, ό.π., σελ. 215.

¹⁴⁷ Βλ. *Τουντόπουλο*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 326 και την εκεί παραπομπή στην ΠολΠρΑθ 5290/2002, ΔΕΕ 2003, 962, όπου επιχειρείται να δοθεί αρνητικός ορισμός κόνοντας λόγο για όχι ασήμαντη διακύμανση.

¹⁴⁸ Έχει υποστηριχθεί πως είναι αναγκαία μία μεταβολή κατά 5% της τιμής της μετοχής, ενδεικτικά *Hopt*, Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 1995, σελ. 154, ή και 10%, βλ. *Dierlamm*, Das neue Insiderstrafrecht, NStZ 1996, σελ. 522.

¹⁴⁹ Βλ. CESR/06 – 562, παρ. 1.13 όπου αναφέρεται πως “fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement”.

¹⁵⁰ Βλ. CESR/06 – 562, 1.14 και *Τουντόπουλο*, ό.π., σελ. 326.

¹⁵¹ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, ό.π., σελ. 35.

μπορούσαν κατά τη γενική πείρα να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου. Αυτό θα γίνεται δεκτό σε περιπτώσεις όπως αυτή της υποβολής μιας πρότασης εξαγοράς. Σε ένα δεύτερο στάδιο, ο εκδότης θα πρέπει να εξετάζει αν οι συγκεκριμένες περιστάσεις που περιβάλλουν την επιδιωκόμενη συναλλαγή δύνανται να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή. Έτσι, αν λ.χ. τα διοικητικά συμβούλια είχαν ανακοινώσει εκ των προτέρων την επιθυμία τους για τη συναλλαγή και είχαν πραγματοποιήσει επιτυχείς διαπραγματεύσεις ή αν πρόκειται για εξαγορά θυγατρικής εταιρείας από μητρική, μπορεί τα γεγονότα αυτά να οδηγούν στη μη συνδρομή δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων του εκδότη.

Για την αξιολόγηση της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού, αποφασιστικό κριτήριο σύμφωνα με τον Κανονισμό 596/2014 αποτελεί η αξιολόγηση στην οποία προβαίνει ο συνετός επενδυτής. Το κριτήριο αυτό χρήζει περαιτέρω διερεύνησης λόγω της σπουδαιότητάς του για τη διαπίστωση της ύπαρξης ή μη προνομιακής πληροφορίας, αλλά και των δυσκολιών που δημιουργεί η ερμηνεία του.

2.5.2 Το κριτήριο του συνετού επενδυτή

Ο Κανονισμός 596/2014 λαμβάνει ως κρίσιμο μέτρο για τη συνδρομή ή μη της τέταρτης προϋπόθεσης της προνομιακής πληροφορίας την αξιολόγηση στην οποία προβαίνει ένας συνετός επενδυτής.¹⁵² Έτσι, δεν είναι αποφασιστική η εξειδικευμένη αξιολόγηση, στην οποία εξ επαγγέλματος και πείρας προβαίνουν οι θεσμικοί επενδυτές, ούτε η απλουστευμένη εκτίμηση, στην οποία προβαίνουν, με σκοπό την κερδοσκοπία, οι ευκαιριακοί επενδυτές.

Το κωδικοποιημένο κριτήριο του συνετού επενδυτή (“reasonable investor criterion”), που είναι αμερικανικής προέλευσης,¹⁵³ έχει δημιουργήσει προβλήματα ως προς την ενιαία εφαρμογή του στα κράτη μέλη. Η ορθή ερμηνεία του όμως έχει μεγάλη σημασία για τις σύνθετες εταιρικές πράξεις, αφού μια διαφοροποιημένη ερμηνεία θα μπορούσε να μετατοπίσει σημαντικά το χρονικό σημείο κατάφασης του προνομιακού χαρακτήρα ενός σταδίου της παρατεταμένης διαδικασίας, με αποτέλεσμα να υπάρχει ο κίνδυνος μία αρχή ενός κράτους μέλους να θεωρεί το ίδιο στάδιο ως έχον προνομιακό χαρακτήρα ενώ η αρχή ενός άλλου κράτους μέλους όχι.

¹⁵² Κανονισμός 596/2014, άρθρο 7, παρ. 4. Για συνετό επενδυτή κάνει λόγο και ο Ν. 3340/2005 (άρθρο 6, παρ. 1, περ. δ'), ενώ στην καταργηθείσα Οδηγία 2003/124/ΕΚ (άρθρο 1 παρ. 2) χρησιμοποιείτο ο όρος «ορθολογικός επενδυτής».

¹⁵³ Βλ. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976), 449 (“An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote”).

Η ερμηνεία του κριτηρίου

Ενδιαφέρον έχει η στάση που έχουν κρατήσει ορισμένα κράτη μέλη ως προς την ερμηνεία του κριτηρίου μέχρι την εισαγωγή του Κανονισμού 596/2014. Η γερμανική χρηματοπιστωτική αρχή BaFin θεωρούσε, υπό το καθεστώς της Οδηγίας 2003/06/ΕΚ, ότι ένας συνετός επενδυτής προβαίνει σε συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων, βάσει πληροφοριών σχετικά με ένα επιμέρους στάδιο μιας παρατεταμένης διαδικασίας, μόνο αν το τελικό στάδιο της διαδικασίας μπορεί να αναμένεται ότι θα επέλθει.¹⁵⁴ Έτσι, ένα παρόν ενδιάμεσο στάδιο μπορεί μεν αυτοτελώς να αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία, αλλά για να συντρέχει και η προϋπόθεση της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής, θα πρέπει συνήθως η παρατεταμένη διαδικασία να έχει προχωρήσει επαρκώς, ώστε το μελλοντικό γεγονός να αναμένεται.¹⁵⁵ Σύμφωνα με την άποψη αυτή δηλαδή, σε μία παρατεταμένη διαδικασία όπως η συγχώνευση, στάδια της προετοιμασίας της θα θεωρούνται από έναν συνετό επενδυτή προνομιακές πληροφορίες μόνο αν έχει επιτευχθεί συμφωνία σε σημεία – κλειδιά της συναλλαγής ή αν άλλοι παράγοντες υποδεικνύουν ότι τα μέρη έχουν εκ των πραγμάτων δεσμευθεί να πραγματοποιήσουν τη σκοπούμενη συναλλαγή.¹⁵⁶

Αντιθέτως, στο Ηνωμένο Βασίλειο, το κριτήριο του συνετού επενδυτή είχε ερμηνευθεί διαφορετικά, κάτι που μπορούσε να οδηγήσει σε πολύ διαφορετικά αποτελέσματα. Η απόφαση στην υπόθεση Massey κατά FSA (Financial Services Authority) είναι χαρακτηριστική για την ερμηνεία που δινόταν.¹⁵⁷ Ειδικότερα, το Upper Tribunal ερμήνευσε το κριτήριο πολύ ευρέως.¹⁵⁸ Ένας συνετός επενδυτής λαμβάνει υπόψη σχεδόν κάθε πληροφορία, χωρίς να είναι κρίσιμο εάν η πληροφορία θα μπορούσε να έχει σημαντική επίπτωση στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων του εκδότη.¹⁵⁹ Αυτή η ερμηνεία που δόθηκε από το δικαστήριο δημιούργησε συζητήσεις στο

¹⁵⁴ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2015, III.2.1.1.1.

¹⁵⁵ Βλ. *Assmann*, WpHG §15, ό.π., αρ. 60 και *Bingel*, Die “Insiderinformation” in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH – Rechtsprechung für M&A – Transaktionen, AG 2012, σελ. 685 και 690.

¹⁵⁶ Παρόμοια πρόβλεψη και στη Γαλλία και την Ιταλία, βλ. *Krause – Brellocks*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen um europäischen Rechtsvergleich, Ein Beitrag zum Begriff der Insiderinformation im kommenden EU-Marktmisbrauchsrecht, AG 2013, σελ. 309 – 339.

¹⁵⁷ *Ibid*, σελ. 317.

¹⁵⁸ *Massey v. FSA* [2016] UKUT 49, (TCC), Upper Tribunal reference FIN/2009/0024, 11, παρ. 37 και επ.

¹⁵⁹ Βλ. *Massey v. FSA*, ό.π., παρ. 41, όπου το δικαστήριο χαρακτηριστικά αναφέρει “whether or not the information was (in the ordinary sense) likely to have a significant effect on the price, we consider it is clear that it was information of a kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions”.

Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με το αν ουσιαστικά η αξιολόγηση που προβαίνει ο συνετός επενδυτής (“reasonable investor test”) αντικατέστησε την τέταρτη προϋπόθεση για την συνδρομή προνομιακής πληροφορίας, δηλαδή τη δυνατότητα σημαντικού επηρεασμού της τιμής (“significant price effect test”) ή αν απλώς την ερμηνεύει.¹⁶⁰

Η σχετική προβληματική μεταφέρθηκε και στις εργασίες για τον Κανονισμό 596/2014. Η πρόταση κανονισμού διατηρούσε το κριτήριο του συνετού επενδυτή για την κρίση περί δυνατότητας αισθητού επηρεασμού της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου, παράλληλα όμως είχε προταθεί η προσθήκη μιας άλλης ρύθμισης που οδηγούσε σε διεύρυνση του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας. Σύμφωνα με την αυτήν, προνομιακή θεωρείται και η πληροφορία που δεν πληροί τα στοιχεία του συγκεκριμένου χαρακτήρα και της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής, αλλά πρόκειται για πληροφορία την οποία ένας συνετός επενδυτής, ο οποίος συναλλάσσεται συχνά στην αγορά και στο συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο, θεωρεί σημαντική κατά τη λήψη της απόφασής του.¹⁶¹ Η πρόταση αυτή ουσιαστικά αντικαθιστούσε το “precise nature test” από το “reasonable investor test”, υιοθετώντας την άποψη που εκφράστηκε στην απόφαση Massey κατά FSA. Τελικά, όμως, η προσθήκη αυτής της ρύθμισης δεν έγινε δεκτή, αφού εκφράστηκαν οι ανησυχίες πως τυχόν αποδοχή της θα οδηγούσε σε σημαντική διεύρυνση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, επιβαρύνοντας έτσι δυσανάλογα τους εκδότες και δημιουργώντας τον κίνδυνο του “information overload”.¹⁶²

Ο Κανονισμός 596/2014 δεν δέχεται επίσης την εφαρμογή του κριτηρίου της πιθανότητας/εύρους (probability/magnitude) κατά την αξιολόγηση του κατά πόσον ένα στάδιο της παρατεταμένης διαδικασίας μπορεί να έχει σημαντική επιρροή στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου.¹⁶³ Όπως είδαμε, το ΔΕΕ στην υπόθεση M. Geltl κατά Daimler AG είχε απορρίψει το εν

¹⁶⁰ Για τις συζητήσεις επί του θέματος βλ. Financial Markets Law Committee, Issue 154 – Analysis of Legal Uncertainties Arising From Article 6 of the Proposal for a Regulation on Insider Dealing and Market Manipulation (30 March 2012) Appendix 2, σελ. 16, 18 επ.

¹⁶¹ Βλ. Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), 2011/0295 (COD), άρθρο 6 παρ.1, στ. ε', σελ. 36 και Κινητή, ό.π. σελ. 768 – 769.

¹⁶² Για την προταθείσα ρύθμιση και την κριτική επί αυτής βλ. Financial Markets Law Committee, ό.π., Κεφάλαιο 2, σελ. 6 επ.

¹⁶³ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 16: “An intermediate step in a protracted process may in itself constitute a set of circumstances or an event which exists or where there is a realistic prospect that they will come into existence or occur, on the basis of an overall assessment of the factors existing at the relevant time. However, *that notion should not be interpreted as meaning that the magnitude of the effect of that set of circumstances or that event on the prices of the financial instruments concerned must be taken into consideration*”.

λόγω κριτήριο¹⁶⁴ για την ερμηνεία της προϋπόθεσης του συγκεκριμένου χαρακτήρα της πληροφορίας,¹⁶⁵ ωστόσο δεν είχε λάβει θέση στο ζήτημα αν το κριτήριο αυτό μπορεί να εφαρμοστεί για την κρίση περί συνδρομής της προϋπόθεσης του σημαντικού επηρεασμού της τιμής βάσει της αξιολόγησης του συνετού επενδυτή. Τυχόν αποδοχή του κριτηρίου αυτού θα είχε ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση του αριθμού των πληροφοριών που μπορούν σε μια σύνθετη διαδικασία να θεωρηθούν προνομιακές, αφού και ένα αρχικό στάδιο της διαδικασίας, ακόμα και αν η επέλευση του τελικού γεγονότος είναι εντελώς ανοιχτό ζήτημα ή και μη πιθανό, θα μπορούσε να αποτελεί προνομιακή πληροφορία λόγω του ότι το τελικό γεγονός έχει σημαντική επίδραση στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου του εκδότη.¹⁶⁶

Μετά και τη μη αποδοχή της πρότασης για δυνατότητα ύπαρξης προνομιακής πληροφορίας με μόνο κριτήριο την αξιολόγηση στην οποία προβαίνει ο συνετός επενδυτής, αλλά και την απόρριψη του κριτηρίου της πιθανότητας/εύρους, πρέπει να γίνει δεκτό ότι το κριτήριο του συνετού επενδυτή έχει περιοριστική λειτουργία. Το κριτήριο αυτό δηλαδή «φιλτράρει» όσες πληροφορίες δεν είναι αρκετά σημαντικές, εξασφαλίζοντας έτσι ότι δεν θα συνιστούν προνομιακές πληροφορίες όλες οι συγκεκριμένες πληροφορίες που θα μπορούσαν να έχουν κάποιο, όχι πάντως σημαντικό, αντίκτυπο στα χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη. Κάτι τέτοιο θα επιβάρυνε δυσανάλογα τους εκδότες αλλά και θα ήταν επιζήμιο για την αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων.

Πρόσθετο επιχείρημα υπέρ της περιοριστικής λειτουργίας του κριτηρίου του συνετού επενδυτή αποτελεί η απόρριψη από το ΔΕΕ της άποψης περί αλληλεξάρτησης της προϋπόθεσης του συγκεκριμένου χαρακτήρα της πληροφορίας με την προϋπόθεση της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού.¹⁶⁷ Οι δύο αυτές αναγκαίες προϋποθέσεις για τη συνδρομή προνομιακής πληροφορίας, όπως προαναφέρθηκε, πρέπει να εξετάζονται χωριστά με αποτέλεσμα, σε περίπτωση που η πληροφορία δεν είναι συγκεκριμένη, ο έλεγχος να σταματά εκεί.

Η εφαρμογή του κριτηρίου στις σύνθετες εταιρικές πράξεις

Στην περίπτωση σύνθετων εταιρικών πράξεων, η εφαρμογή του κριτηρίου του συνετού επενδυτή για τον έλεγχο του προνομιακού χαρακτήρα σταδίων της διαδικασίας, έχοντας υπόψη

¹⁶⁴ Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό ένας χαμηλός βαθμός πιθανότητας επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος μπορεί να αντισταθμιστεί από έναν υψηλό αντίκτυπο που θα είχε το γεγονός αυτό στην αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων.

¹⁶⁵ Βλ. παραπ. υπό 2.2.3.

¹⁶⁶ Βλ. *Krause/Brellochs*, AG 2013, σελ. 312 – 315.

¹⁶⁷ Βλ. παραπ. υπό 2.2.3.

και τη νομολογία του ΔΕΕ στην υπόθεση M. Geltl κατά Daimler AG, θα έχει ως εξής: Αρχικά, όπως είδαμε, κάθε επιμέρους στάδιο θα εξετάζεται για το αν αποτελεί προνομιακή πληροφορία που αφορά γεγονός που έχει επέλθει ή μελλοντικό γεγονός. Αν το στάδιο δεν αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός, επειδή δεν υφίσταται εύλογη πιθανότητα επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος, μπορεί, παρ' όλα αυτά, να αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία επειδή αναφέρεται σε γεγονός που έχει λάβει χώρα (“historical fact”).

Σε περίπτωση που το ενδιάμεσο στάδιο θεωρηθεί ως συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά γεγονός που έχει επέλθει (“precise nature test”), πρέπει ακολούθως να εξεταστεί εάν ένας συνετός επενδυτής θα λάμβανε υπόψη αυτήν την πληροφορία κατά τη λήψη της επενδυτικής του απόφασης (“reasonable investor test”). Αυτό απαιτεί εξέταση των συγκεκριμένων κάθε φορά δεδομένων. Οι συνετοί επενδυτές, σύμφωνα με τον Κανονισμό 596/2014, βασίζουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους σε πληροφορίες που τους είναι ήδη διαθέσιμες, ενώ η αξιολόγηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον αναμενόμενο αντίκτυπο των πληροφοριών βάσει των συνολικών δραστηριοτήτων του σχετικού εκδότη, την αξιοπιστία της πηγής των πληροφοριών και τυχόν άλλες μεταβλητές της αγοράς.¹⁶⁸

Παρά το ότι το ενδιάμεσο στάδιο αποσυνδέεται δηλαδή από την εξέλιξη της σύνθετης διαδικασίας και εξετάζεται αυτοτελώς,¹⁶⁹ δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι το στάδιο αυτό έλκει αναπόφευκτα τη σημασία του μέσω της σύνδεσής του με το τελικό γεγονός. Εάν το ενδιάμεσο στάδιο (π.χ. η υπογραφή μιας συμφωνίας εμπιστευτικότητας στο πλαίσιο μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης) κρίνεται σημαντικό μόνο επειδή μπορεί να οδηγήσει σε ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα σε κάποιο μελλοντικό χρονικό σημείο (π.χ. στην υπογραφή μίας σύμβασης πώλησης πακέτου μετοχών), θα μπορούσε να γίνει δεκτό πως ένας συνετός επενδυτής θα λάμβανε υπόψη του αυτήν την πληροφορία κατά τη λήψη της επενδυτικής του απόφασης μόνο αν προέκυπτε ότι κατά τη στιγμή πραγματοποίησης του εν λόγω σταδίου (υπογραφή της συμφωνίας εμπιστευτικότητας), το μελλοντικό γεγονός μπορεί να αναμένεται ότι θα επέλθει. Εάν το τελευταίο εμφανίζεται αβέβαιο ή απίθανο, είναι αμφίβολο αν η πληροφορία για το ενδιάμεσο στάδιο, παρόλο που είναι συγκεκριμένη, θα μπορούσε, εφόσον δημοσιοποιούνταν, να μεταβάλει σημαντικά την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου.¹⁷⁰

¹⁶⁸ Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 14.

¹⁶⁹ Βλ. παραπ. υπό 2.2.2.2.

¹⁷⁰ Βλ. Απόφαση ΔΕΕ, ό.π., σκέψη 55: Οι ορθολογικοί επενδυτές βασίζουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις μόνο στις πληροφορίες που ήδη διαθέτουν. Επομένως, πρέπει να συνεκτιμούν όχι μόνο τον αναμενόμενο αντίκτυπο ενός γεγονότος για τον εκδότη, αλλά και τις πιθανότητες επελεύσεως του γεγονότος αυτού.

Εάν όμως το ενδιάμεσο στάδιο έχει σημασία ως γεγονός καθ' εαυτό χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το μελλοντικό γεγονός (π.χ. η υπογραφή μιας σύμβασης εμπιστευτικότητας σχετικά με διαδικασία διάθεσης κάποιου τομέα της επιχείρησης, από το οποίο προκύπτει μια σημαντική μεταστροφή στην στρατηγική της εταιρείας ή η παραίτηση ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου λόγω διαφωνιών σχετικά με τη στρατηγική της εταιρείας), τότε μπορεί να γίνει δεκτό ότι ένας συνετός επενδυτής θα θεωρούσε το μεμονωμένο αυτό γεγονός αυτό ως σημαντικό, χωρίς να είναι κρίσιμο αν το μελλοντικό γεγονός που θα ολοκληρώσει τη διαδικασία (π.χ. η υπογραφή σύμβασης πώλησης πακέτου μετοχών με μια θυγατρική), πραγματοποιηθεί. Σε μία τέτοια περίπτωση το συγκεκριμένο αυτό ενδιάμεσο στάδιο θα πρέπει να θεωρηθεί προνομιακή πληροφορία χωρίς να ενδιαφέρει το μελλοντικό γεγονός.¹⁷¹

Η αξιολόγηση περί του εάν ένα ενδιάμεσο στάδιο εμπίπτει στη μία ή την άλλη κατηγορία, αν δηλαδή το στάδιο έχει καθ' εαυτό (“in its own right”) σημασία ή αν αντλεί τη σημασία του από ένα μελλοντικό γεγονός, δεν είναι εύκολη. Με δεδομένη την υπάρχουσα ως ένα βαθμό ασάφεια του κριτηρίου του συνετού επενδυτή, στην περίπτωση σύνθετων εταιρικών πράξεων, οι εκδότες θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί. Έτσι, εάν υπάρχει αμφιβολία για το εάν ο συνετός επενδυτής θα ενσωμάτωνε την πληροφορία για το ενδιάμεσο στάδιο στην επενδυτική του απόφαση, ο εκδότης θα πρέπει να επιλέγει την ασφαλή οδό της χρήσης της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης της πληροφορίας. Αυτή η δυνατότητα θα συνιστά σε αυτήν την περίπτωση προληπτικό μέτρο, δηλαδή ο εκδότης μπορεί να αποφασίσει να τη χρησιμοποιήσει ανεξαρτήτως του αν είναι βέβαιο ή όχι ότι ήδη υφίσταται προνομιακή πληροφορία.¹⁷²

¹⁷¹ Βλ. *Krause – Brellochs*, Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation, *Capital Markets Law Journal*, Volume 8, No. 3, σελ. 293 – 294.

¹⁷² Βλ. *Krause – Brellochs*, ό.π., σελ. 295.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η υποχρέωση δημοσιοποίησης σταδίων σύνθετης εταιρικής πράξης

Στις σύνθετες εταιρικές πράξεις, όπως είδαμε, προνομιακή πληροφορία δύναται να αποτελεί όχι μόνο το τελικό στάδιο της διαδικασίας, αλλά και τα επιμέρους στάδια που προηγούνται αυτού. Η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας έχει ως συνέπεια την ενεργοποίηση των απαγορεύσεων χρήσης αυτής, καθώς και της υποχρέωσης δημοσιοποίησής της από τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου. Η υποχρέωση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία στις παρατεταμένες διαδικασίες. Έτσι, η πρόωγη δημοσιοποίηση μιας σχεδιαζόμενης συναλλαγής μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην τύχη της, ενώ ορατός είναι και ο κίνδυνος της υπερπληθώρας πληροφοριών (“information overload”). Για το σκοπό αυτό προβλέπεται η υπό προϋποθέσεις δυνατότητα αναβολής δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας.

3.1 Εισαγωγή

Το ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς έχει ως σκοπό τη διασφάλιση της ακεραιότητας αγοράς και της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτή.¹⁷³ Η χρησιμοποίηση προνομιακών πληροφοριών για την κατάρτιση συναλλαγών προσδίδει ένα πληροφοριακό προβάδισμα στον κάτοχό τους, θίγοντας με αυτόν τον τρόπο την αρχή της ισότιμης πρόσβασης των επενδυτών στην πληροφορία.¹⁷⁴

Η γενική ρύθμιση της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών του άρθρου 14 του Κανονισμού 596/2014 καταλαμβάνει τις περιπτώσεις της χρησιμοποίησης ή απόπειρας χρησιμοποίησης προνομιακής πληροφορίας, της σύστασης προς άλλο πρόσωπο ή της παρότρυνσης άλλου προσώπου να προβεί σε χρήση προνομιακής πληροφορίας, καθώς και της παράνομης ανακοίνωσης αυτής. Στα άρθρα 8 και 10 του Κανονισμού εξειδικεύονται οι επιμέρους απαγορεύσεις, ενώ στο άρθρο 9 ρυθμίζονται περιπτώσεις σύννομων συμπεριφορών που δεν

¹⁷³ Βλ. παραπ. υπό 1.1.

¹⁷⁴ Βλ. *Αυγητίδη*, ό.π. σελ. 333 – 334.

εμπίπτουν στην απαγόρευση.¹⁷⁵ Σε περίπτωση παραβίασης των παραπάνω ρυθμίσεων προβλέπεται μία σειρά από μέτρα κατασταλτικού χαρακτήρα.

Ο νομοθέτης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όμως, δεν περιορίζεται στην εισαγωγή αυστηρών κυρώσεων, αλλά θεσπίζει και μια σειρά προληπτικών μέτρων.¹⁷⁶ Ειδικότερα, οι εκδότες υποχρεούνται να προβαίνουν σε άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών που τους αφορούν (“Ad – hoc – Publizität”), να καταρτίζουν καταλόγους των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες,¹⁷⁷ καθώς και να γνωστοποιούν τις συναλλαγές προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα αλλά και εκείνων των προσώπων που έχουν στενούς δεσμούς με αυτά.¹⁷⁸ Η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών αντισταθμίζει το πληροφοριακό προβάδισμα

¹⁷⁵ Για το άρθρο 9 του Κανονισμού 596/2014 βλ. παραπ. υπό 1.2. (*Βασικές μεταβολές ως προς την εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας*).

¹⁷⁶ Βλ. *Κουλορίδα*, Η δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά το Ν. 3340/2005, ΕΕμπΔ 2009, σελ. 942. επ.

¹⁷⁷ Βλ. άρθρο 18 του Κανονισμού 596/2014 και άρθρο 12 του Ν. 3340/2005. Το μακροσκελές αυτό άρθρο του Κανονισμού ρυθμίζει την υποχρέωση των εκδοτών για κατάρτιση του καταλόγου των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες (παρ. 1, στ. α’), την υποχρέωση επικαιροποίησής του (παρ. 1, στ. β’ και παρ. 4) και το περιεχόμενό του (παρ. 3). Ο κατάλογος αυτός διατηρείται για τουλάχιστον 5 χρόνια μετά την κατάρτιση ή την επικαιροποίησή του (παρ. 5), ενώ οι υποχρεώσεις αυτές εφαρμόζονται και σε εκδότες που έχουν αιτηθεί την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση ή των οποίων έχει εγκριθεί η εισαγωγή των χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση (παρ. 7). Βλ. και Εκτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2016/347 της Επιτροπής «για τον καθορισμό εκτελεστικών τεχνικών προτύπων όσον αφορά τον ακριβή μορφότυπο των καταλόγων προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και την επικαιροποίηση των εν λόγω καταλόγων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου».

¹⁷⁸ Βλ. το άρθρο 19 του Κανονισμού 596/2014 και το άρθρο 13 του Ν. 3340/2005. Το άρθρο αυτό του Κανονισμού περιέχει αναλυτικά τις υποχρεώσεις των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και των προσώπων που έχουν στενούς δεσμούς με αυτά. Έτσι, τα πρόσωπα αυτά πρέπει να γνωστοποιούν στον εκδότη τις συναλλαγές που πραγματοποιούν για ίδιο λογαριασμό που σχετίζονται με χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη, το αργότερο τρεις εργάσιμες μέρες μετά την ημερομηνία της συναλλαγής (παρ. 1, 6, 7 και 8), ενώ οι συναλλαγές αυτές γνωστοποιούνται και στις αρμόδιες αρχές (παρ. 2 και 3). Οι υποχρεώσεις αυτές εφαρμόζονται και σε εκδότες που έχουν αιτηθεί την εισαγωγή ή των οποίων έχει εγκριθεί η αίτηση εισαγωγής των χρηματοπιστωτικών μέσων (παρ. 4). Οι εκδότες ενημερώνουν εγγράφως τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα για αυτές τις υποχρεώσεις και τα τελευταία ενημερώνουν τα πρόσωπα με τα οποία έχουν στενούς δεσμούς (παρ. 5). Σημαντική είναι και η εισαγωγή στον Κανονισμό διάταξης για την απαγόρευση διενέργειας συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων κατά τη διάρκεια κλειστής περιόδου (closed period) 30 ημερολογιακών ημερών πριν από την ανακοίνωση μιας ενδιάμεσης οικονομικής έκθεσης ή μιας ετήσιας έκθεσης (παρ. 11 και 12). Βλ. και Εκτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2016/523 της Επιτροπής «για τον καθορισμό εκτελεστικών τεχνικών προτύπων όσον αφορά τον μορφότυπο και το υπόδειγμα για τη γνωστοποίηση και τη δημοσιοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου».

των κατόχων προνομιακών πληροφοριών και εμποδίζει τη δημιουργία μη εύλογων τιμών λόγω πληροφοριακού ελλείμματος.

3.2 Η υποχρέωση δημοσιοποίησης ειδικότερα

Στην παρ. 1 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014 προβλέπεται ότι κάθε εκδότης πρέπει να ενημερώνει το κοινό όσο το δυνατόν συντομότερα σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες οι οποίες τον αφορούν άμεσα. Η ρύθμιση είναι αντίστοιχη με αυτή της καταργηθείσας Οδηγίας 2003/6/ΕΚ¹⁷⁹ και του Ν. 3340/2005.¹⁸⁰ Ωστόσο, όπως θα δούμε παρακάτω, η εφαρμογή της υποχρέωσης υπό την Οδηγία δεν ήταν ομοιόμορφη στα κράτη μέλη, με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε διαφορετικά αποτελέσματα ως προς το χρονικό σημείο ενεργοποίησης της υποχρέωσης στις παρατεταμένες διαδικασίες που αποτελούνται από περισσότερα στάδια.

Σύστημα δημοσιοποίησης

Η συνδρομή των προϋποθέσεων της προνομιακής πληροφορίας ως προς ένα στάδιο μιας σύνθετης εταιρικής πράξης ενεργοποιεί τόσο την απαγόρευση χρησιμοποίησης της πληροφορίας όσο και την υποχρέωση δημοσιοποίησής της, αν αφορά άμεσα τον εκδότη. Αν και αυτό φαίνεται να προέκυπτε και από το κείμενο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, στην πράξη είχαν δημιουργηθεί διαφοροποιήσεις. Η ανάγκη όμως ομοιόμορφης εφαρμογής έχει μεγάλη σημασία, αφού μια διαφοροποιημένη ερμηνεία μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα, μεταθέτοντας έτσι το σημείο δημοσιοποίησης σε διαφορετικό στάδιο της σύνθετης εταιρικής πράξης ανάλογα με την ερμηνεία που δίδει το κάθε κράτος μέλος, βλάπτοντας με αυτόν τον τρόπο την ασφάλεια δικαίου εντός της ενιαίας αγοράς. Όσον αφορά λοιπόν την απαγόρευση χρήσης και την υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών στις παρατεταμένες διαδικασίες, υπάρχουν δύο βασικά ρυθμιστικά μοντέλα.¹⁸¹

Στο πρώτο μοντέλο (“one-step system”, “einstufiges Modell”), το οποίο ισχύει υπό τον Κανονισμό 596/2014, η έννοια της προνομιακής πληροφορίας έχει διπλή λειτουργία. Όταν

¹⁷⁹ Βλ. Οδηγία 2003/6/ΕΚ, άρθρο 6, παρ. 1.

¹⁸⁰ Βλ. και άρθρο 17 παρ. 1 υποπ. 3. Το πεδίο εφαρμογής της υποχρέωσης επεκτείνεται με τον Κανονισμό, αφού πλέον καταλαμβάνονται από την υποχρέωση και οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων σε ΠΜΔ ή ΟΜΔ.

¹⁸¹ Βλ. *Krause - Brellocks*, ό.π., σελ. 296 επ.

υφίσταται δηλαδή προνομιακή πληροφορία ενεργοποιούνται ταυτόχρονα οι απαγορεύσεις κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας αλλά και οι υποχρεώσεις των εκδοτών να δημοσιοποιήσουν αυτήν την πληροφορία. Το σύστημα αυτό εφαρμόζοταν και πριν από τον Κανονισμό σε κράτη όπως η Ελλάδα, η Γερμανία και η Γαλλία.¹⁸² Έτσι, σε περίπτωση που ένα στάδιο μίας παρατεταμένης διαδικασίας αποτελεί προνομιακή πληροφορία, ο εκδότης πρέπει να αποκαλύψει αμέσως την πληροφορία στο επενδυτικό κοινό. Είναι εμφανές ότι το σύστημα αυτό θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα στους εκδότες, ιδίως στις περιπτώσεις παρατεταμένων διαδικασιών. Εάν δηλαδή λ.χ. ένα προπαρασκευαστικό στάδιο μιας δημόσιας πρότασης αποτελεί προνομιακή πληροφορία, με τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας η τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου είναι πολύ πιθανό να ανέβει σημαντικά, κάτι που μπορεί να αποθαρρύνει τον προτείνοντα. Καίριο ρόλο στο σύστημα αυτό διαδραματίζει συνεπώς η υπό προϋποθέσεις δυνατότητα αναβολής δημοσιοποίησης της πληροφορίας.

Όμως, παρόλο που και η Οδηγία 2003/6/EK βασιζόταν στο παραπάνω σύστημα, ορισμένα κράτη μέλη, μεταξύ των οποίων το Ηνωμένο Βασίλειο, διατηρούσαν στην πράξη διαφορετικό μοντέλο, σύμφωνα με το οποίο η απαγόρευση χρήσης προνομιακής πληροφορίας και η υποχρέωση δημοσιοποίησης αυτής ενεργοποιούνται σε διαφορετικό χρονικό σημείο (“two – step system”, “zweistufiges Modell”).¹⁸³ Σύμφωνα με αυτό, στην περίπτωση μίας παρατεταμένης διαδικασίας, σε ένα προγενέστερο στάδιο αυτής μπορεί να ενεργοποιούνται οι απαγορεύσεις κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας, ενώ σε ένα μεταγενέστερο οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης του εκδότη. Για παράδειγμα, σε περίπτωση μίας σχεδιαζόμενης συγχώνευσης, το γεγονός της υπογραφής ενός μνημονίου συνεργασίας (Memorandum of Understanding), θα μπορούσε να θεωρηθεί ως πληροφορία που απαγορεύεται να χρησιμοποιηθεί για την απόκτηση ή τη διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων, όμως παράλληλα να μην έχει ο εκδότης και υποχρέωση δημοσιοποίησης αυτής της πληροφορίας. Στο σύστημα αυτό λοιπόν οι ρυθμίσεις σχετικά με την αναβολή δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας παίζουν μικρότερο ρόλο.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, το μοντέλο αυτό βασιζόταν στην έννοια της πληροφορίας που δεν είναι γενικά διαθέσιμη (“relevant information not generally available”, “RINGA”) της παρ. 118(4) της

¹⁸² Βλ. *Αυγητίδη*, ό.π., σελ. 241, *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 92.

¹⁸³ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 123 και *Merkner – Sustmann*, Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, AG 2012, σελ. 319. Το “two-step system” εφαρμόζοταν με παραλλαγές και σε άλλα κράτη μέλη, όπως η Ισπανία και η Ιταλία. Βλ. αναλ. *Di Noia – Gargantini*, Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, ECFR 4/2012, σελ. 507 επ.

Πράξης περί Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών και Αγορών του 2000.¹⁸⁴ Το εν λόγω μοντέλο υπήρχε πριν από την εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/EK και συνεχίστηκε να εφαρμόζεται παράλληλα με τους κανόνες της Οδηγίας. Ενώ δηλαδή η έννοια της προνομιακής πληροφορίας όπως είχε υιοθετηθεί από την Οδηγία έθετε τα κριτήρια για την υποχρέωση δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας, όσον αφορά την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας τα κριτήρια τίθεντο σύμφωνα την έννοια της “RINGA”.

Συγκεκριμένα, προβλεπόταν ότι συναφής πληροφορία μη γενικά διαθέσιμη (relevant information not generally available), αποτελεί μια πληροφορία που δεν είναι διαθέσιμη στην αγορά, αλλά εάν ήταν τη γνώριζε ένας τακτικός χρήστης της αγοράς (“regular user of the market”) θα μπορούσε να την θεωρήσει ως σημαντική για τη συναλλαγή του. Με τον τρόπο αυτό υιοθετούνταν για την περίπτωση της απαγορευμένης χρήσης προνομιακής πληροφορίας διαφορετικός ορισμός από τον προερχόμενο από το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρόλο που είχε προβλεφθεί η κατάργηση αυτού του συστήματος στα τέλη του 2009, λόγω της επερχόμενης μεταρρύθμισης του ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου αποφασίστηκε η διατήρηση της διάταξης της παρ. 118(4) μέχρι τα τέλη του 2014.¹⁸⁵

Το σύστημα αυτό αποτέλεσε αντικείμενο των διαβουλεύσεων για τον Κανονισμό 596/2014. Στην Πρόταση Κανονισμού¹⁸⁶ προβλεπόταν, όπως αναφέραμε,¹⁸⁷ η θέσπιση δύο κατηγοριών πληροφοριών με κριτήριο το βαθμό συγκεκριμενοποίησής τους.¹⁸⁸ Χαρακτηριστικά, στην εισηγητική έκθεση της πρότασης αναφερόταν ότι πληροφορίες όπως η πορεία των διαπραγματεύσεων των συμβάσεων και οι προσωρινά συναφθέντες όροι μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο κατάχρησης πριν υποχρεωθεί ο εκδότης να τις δημοσιοποιήσει, άρα θα πρέπει να θεωρούνται εμπιστευτικές. Από την άλλη, οι πληροφορίες αυτές ενδέχεται να μην είναι αρκετά ακριβείς ώστε να συνεπάγονται υποχρέωση του εκδότη να τις δημοσιοποιήσει, με αποτέλεσμα να εφαρμόζονται μεν οι απαγορεύσεις πράξεων προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, αλλά όχι και η υποχρέωση του εκδότη να δημοσιοποιήσει τις πληροφορίες.¹⁸⁹ Έτσι, η πρώτη

¹⁸⁴ Βλ. UK Financial Services and Markets Act, Section 118(4).

¹⁸⁵ The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulation 2011 (SI 2011/2928), τροπ. 2 (2), HM Treasury, FSMA Market Abuse Regime: Final Impact Assessment on the Sunset Clauses (June 2008), σελ. 10.

¹⁸⁶ Βλ. Πρόταση Κανονισμού, ό.π., άρθρο 12, παρ. 1 και 3.

¹⁸⁷ Βλ. παραπ. υπό 2.5.2.

¹⁸⁸ Βλ. *Avyητίδη*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 241. *Veil/Koch*, Towards a Uniform European Capital Markets Law, Bucerius Law School, Institute for Corporate and Capital Markets Law, Working Paper Series 1/2012, σελ. 12 επ.

¹⁸⁹ Βλ. Πρόταση Κανονισμού, ό.π. εισηγητική έκθεση, σκέψη 14.

κατηγορία πληροφοριών περιλάμβανε τις «ακριβείς πληροφορίες», οι οποίες βάσει του συνόλου των περιστάσεων που υφίστανται ή που ευλόγως αναμένεται να επέλθουν είναι επαρκώς συγκεκριμένες. Η δεύτερη, πιο διευρυμένη, κατηγορία περιλάμβανε κάθε πληροφορία που δεν μπορεί να θεωρηθεί ακριβής με τα κριτήρια της πρώτης κατηγορίας, δεν είναι γενικά διαθέσιμη, αλλά θα μπορούσε να επηρεάσει τη λήψη της επενδυτικής απόφασης. Υποχρέωση για άμεση δημοσιοποίηση μπορούσε να προκύψει σύμφωνα με αυτήν την άποψη μόνο για τις πληροφορίες της πρώτης κατηγορίας, ενώ για τις πληροφορίες της δεύτερης κατηγορίας προβλεπόταν μόνο η απαγόρευση χρησιμοποίησής τους για κατάρτιση συναλλαγών. Βλέπουμε λοιπόν πως η Πρόταση υιοθετούσε κατά βάση το “two-step system”.¹⁹⁰

Ο Κανονισμός 596/2014, αντίθετα με την Πρόταση, υιοθέτησε τελικά ενιαίο ορισμό της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, απορρίπτοντας το σύστημα που προέβλεπε ετεροχρονισμένη επέλευση των απαγορεύσεων και των υποχρεώσεων του εκδότη. Το γεγονός πως πλέον το ρυθμιστικό πλαίσιο καθορίζεται από κανονισμό και όχι από οδηγία, αναγκάζει τα κράτη μέλη να μην εφαρμόζουν αποκλίνουσες εθνικές ρυθμίσεις. Πράγματι, το Ηνωμένο Βασίλειο κατήργησε τη διάταξη της “RINGA”. Για το μετριασμό αυτού του αυστηρού συστήματος, προβλέπεται από τον Κανονισμό 596/2014 η δυνατότητα του εκδότη να αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας.

Αντικείμενο και τρόπος δημοσιοποίησης

Ο εκδότης, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 17, δεν υποχρεούται να δημοσιοποιεί όλες τις προνομιακές πληροφορίες, αλλά μόνο εκείνες που τον αφορούν άμεσα. Οι πληροφορίες που αφορούν άμεσα τον εκδότη είναι κατά κύριο λόγο αυτές που ανάγονται στη σφαίρα δραστηριότητάς του.¹⁹¹ Έτσι, πρέπει να δημοσιοποιούνται πληροφορίες σχετικά με εταιρικά γεγονότα, αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου, οικονομικές καταστάσεις, προθέσεις, σχέδια κ.λπ. Πληροφορίες αντίθετα που μόνο έμμεσα αφορούν τον εκδότη, όπως οι εξελίξεις στον κλάδο δραστηριότητάς του ή στον τομέα της φορολογίας, εκφεύγουν της υποχρέωσης.¹⁹²

¹⁹⁰ Η ESME σε Έκθεσή της είχε υποστηρίξει την υιοθέτηση του “two-step system”. Βλ. ESME Report, Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, 2007, σελ. 5 επ.

¹⁹¹ Αναλυτική λίστα με πληροφορίες που αφορούν άμεσα τον εκδότη είχε εκδώσει η CESR, βλ. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02.089d, παρ. 34, 35. Βλ. και Απόφαση 3/347/12.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹⁹² CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02.089d, ό.π., παρ. 36.

Ο εκδότης, περαιτέρω, πρέπει να ενημερώνει το κοινό «όσο το δυνατόν συντομότερα», δηλαδή αμέσως και χωρίς καν όχληση της διοικητικής αρχής,¹⁹³ ενώ πρέπει να εξασφαλίζει ότι η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών πραγματοποιείται με τρόπο που επιτρέπει την ταχεία πρόσβαση στις πληροφορίες και την πλήρη, ορθή και έγκαιρη αξιολόγησή τους από το κοινό.¹⁹⁴ Λεπτομέρειες σχετικά με τον τρόπο και τα μέσα δημοσιοποίησης προβλέπονται στον Εκτελεστικό Κανονισμό 2016/1055 της Επιτροπής.¹⁹⁵ Ωστόσο, οι πληροφορίες που αφορούν άμεσα τον εκδότη, ακόμα και αν έχουν δημοσιοποιηθεί με οποιονδήποτε άλλο τρόπο, παύουν να είναι προνομιακές.¹⁹⁶ Σε περίπτωση όμως που η δημοσιοποίηση δεν πραγματοποιήθηκε μέσω του προβλεπόμενου από το νόμο τρόπου ή αν πρόκειται για ανεπιβεβαίωτη πληροφορία, τότε ο εκδότης πρέπει να προβεί σε άμεση επιβεβαίωση, ενώ αν πρόκειται για εσφαλμένη πληροφορία σε διάψυσή της.¹⁹⁷

Επίσης, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι ο εκδότης δεν έχει υποχρέωση δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας όταν η διάχυση της πληροφορίας αυτής προβλέπεται μέσω διαφορετικού μηχανισμού. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση του άρθρου 10 του Ν. 3461/2006 σχετικά με τη γνωστοποίηση της απόφασης περί υποβολής δημόσιας πρότασης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας πριν από την ανακοίνωση προς το κοινό.¹⁹⁸ Όμως, η υποχρέωση γνωστοποίησης συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα βάσει του άρθρου 19 του Κανονισμού 596/2014 δεν υποκαθιστά

¹⁹³ Βλ. ΣτΕ 60/2014, ΝΟΜΟΣ.

¹⁹⁴ Βλ. Κανονισμό 596/2014, άρθρο 17, παρ. 1, εδ. γ', όπου προβλέπεται ότι ο εκδότης δεν πρέπει να συνδυάζει τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών με την εμπορική προώθηση των δραστηριοτήτων του. Επίσης, οφείλει να αναρτά και να διατηρεί στον επίσημο διαδικτυακό τόπο του για περίοδο τουλάχιστον πέντε ετών όλες τις προνομιακές πληροφορίες που υποχρεούται να δημοσιοποιήσει. Εδώ ο Κανονισμός διαφοροποιείται από το Ν. 3340/2005, ο οποίος προέβλεπε στο άρθρο 10 παρ. 2 την υποχρέωση διατήρησής τους στο Διαδίκτυο για τουλάχιστον 6 μήνες.

¹⁹⁵ Εκτελεστικός Κανονισμός (ΕΕ) 2016/1055 της Επιτροπής της 29ης Ιουνίου 2016 «για τον καθορισμό εκτελεστικών τεχνικών προτύπων όσον αφορά τα τεχνικά μέσα για την κατάλληλη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και την καθυστέρηση της δημοσιοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου». Σύμφωνα με το άρθρο 2, οι εκδότες πρέπει να χρησιμοποιούν για τη δημοσιοποίηση τεχνικά μέσα που διασφαλίζουν ότι οι προνομιακές πληροφορίες διαδίδονται σε όσο το δυνατόν ευρύτερο κοινό, χωρίς διακρίσεις, δωρεάν και ταυτόχρονα στην Ένωση, ενώ αυτές πρέπει να κοινοποιούνται στα μέσα ενημέρωσης στα οποία βασίζεται εύλογα το κοινό προκειμένου να διασφαλιστεί η αποδοτική διάδοσή τους.

¹⁹⁶ Βλ. παραπ. υπό 2.3.

¹⁹⁷ Βλ. Κουλορίδα, ό.π., σελ. 946 και ΕΚ 3/348/2005.

¹⁹⁸ Βλ. Buck – Heeb, ό.π., σελ. 280 – 281.

την υποχρέωση δημοσιοποίησης της ίδιας πληροφορίας, εφόσον είναι γνωστή στον εκδότη και έχει τα χαρακτηριστικά προνομιακής πληροφορίας, και μάλιστα σε προγενέστερο στάδιο από τη διενέργεια της συναλλαγής, εφόσον δεν είναι δυνατή η αναβολή της δημοσιοποίησης.¹⁹⁹

Δημοσιοποίηση σταδίων παρατεταμένης διαδικασίας

Το εύλογο ερώτημα που μπορεί να τεθεί στην περίπτωση εξέλιξης μιας σύνθετης εταιρικής πράξης είναι εάν ο εκδότης, ο οποίος έχει προβεί στη δημοσιοποίηση ενός σταδίου της διαδικασίας, υποχρεούται να προβεί και στη δημοσιοποίηση κάθε επόμενου σταδίου που ακολουθεί, εφόσον και αυτό αποτελεί προνομιακή πληροφορία.²⁰⁰ Υπέρ της άποψης αυτής συνηγορεί το γεγονός ότι τα μετέπειτα στάδια της διαδικασίας αποκτούν ολοένα και μεγαλύτερη σημασία για ένα συνετό επενδυτή. Έτσι, ακόμα και εάν έχει γίνει γνωστή μέσω της δημοσιοποίησης ενός σταδίου η σκοπούμενη συναλλαγή, η δημοσιοποίηση ενός περαιτέρω ενδιάμεσου σταδίου μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή στη λήψη νέων αποφάσεων.

Σε αυτήν την κατεύθυνση κινείται και η Απόφαση 3/347/2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς²⁰¹, η οποία προβλέπει πως ο εκδότης οφείλει να δημοσιοποιεί άμεσα κάθε σημαντική μεταβολή ή εξέλιξη που αφορά ήδη δημοσιοποιηθείσες προνομιακές πληροφορίες μετά την επέλευση αυτής της μεταβολής ή εξέλιξης, με τρόπο ίδιο με εκείνο που χρησιμοποιήθηκε για την αρχική δημοσιοποίηση των πληροφοριών. Εάν ο εκδότης δημοσιοποιήσει την πληροφορία ότι βρίσκονται σε εξέλιξη διαπραγματεύσεις για τη συγχώνευση με άλλη εταιρεία, υποχρεούται να προβεί και στη δημοσιοποίηση κάθε νέου σημαντικού γεγονότος, είτε θετικού είτε αρνητικού, όπως για παράδειγμα την υπογραφή ενός σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης ή την διακοπή των διαπραγματεύσεων.

Σε περιπτώσεις όπως αυτή της διακοπής ή της ουσιώδους αλλαγής της πορείας της παρατεταμένης διαδικασίας, ο εκδότης που δεν προβαίνει στην άμεση δημοσιοποίηση της νέας αυτής πληροφορίας, παραβιάζει την υποχρέωση δημοσιοποίησης που απορρέει από την παρ. 1 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014. Επιπλέον, υπάρχει ο κίνδυνος η συμπεριφορά του αυτή να πληροί τις προϋποθέσεις για τον χαρακτηρισμό της ως συμπεριφορά χειραγώγησης της αγοράς,

¹⁹⁹ Βλ. *Κουλορίδα*, ό.π., σελ. 951.

²⁰⁰ Βλ. *Mennicke*, Ad – hoc – Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, NZG 2009, σελ. 1060.

²⁰¹ Βλ. ΕΚ 3/347/2005, άρθρο 2, παρ. 4.

αφού η παράλειψη της δημοσιοποίησης της μεταβολής είναι πιθανό να δώσει ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για τα χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη.²⁰²

Η διακρίβωση όμως του χρόνου γέννησης της υποχρέωσης στις περιπτώσεις διαδικασιών που εξελίσσονται σε περισσότερα στάδια είναι ιδιαίτερα δυσχερής, αφού η σχετική προβληματική συνδέεται και με τη δυσκολία προσδιορισμού του χρονικού σημείου που γίνεται δεκτή σε παρατεταμένες διαδικασίες η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας. Παράλληλα, οι εκδότες σε περιπτώσεις σύνθετων διαδικασιών δεν έχουν συχνά συμφέρον να προβούν σε δημοσιοποίηση κατά την εξέλιξη της διαδικασίας. Για να αντιμετωπιστούν αυτά τα προβλήματα παρέχεται σε αυτούς η δυνατότητα της αναβολής δημοσιοποίησης.

3.3 Αναβολή της δημοσιοποίησης σταδίων της σύνθετης εταιρικής πράξης

Η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών σε ένα πρώιμο στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες για τον εκδότη αλλά και για το επενδυτικό κοινό. Ενδεικτικά, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή η μείωση της τιμής της μετοχής, στην αποκάλυψη των προθέσεων και συμφωνιών, δυσχεραίνοντας ή και εμποδίζοντας έτσι την επιθυμούμενη συναλλαγή. Επίσης, λόγω του ότι σε μια διαδικασία ανάλογα με την πορεία της είναι πιθανό τις αρχικές δημοσιοποιημένες πληροφορίες να διαδέχονται άλλες διορθωτικές, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε κατακλυσμό από πληροφορίες, χωρίς να μπορεί ο επενδυτής να διακρίνει ποιες είναι σημαντικές για αυτόν. Ο Κανονισμός 596/2014 δίνει τη δυνατότητα στους εκδότες να αναβάλλουν, υπό προϋποθέσεις, τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας.

3.3.1 Γενικά

Σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/1014, κάθε εκδότης δύναται υπ' ευθύνη του να αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας, εφόσον: α) η άμεση δημοσιοποίηση ενδέχεται να βλάψει τα νόμιμα συμφέροντά του, β) η αναβολή της δημοσιοποίησης δεν ενδέχεται να παραπλανήσει το κοινό, γ) ο εκδότης μπορεί να διασφαλίσει την εμπιστευτικότητα της εν λόγω πληροφορίας. Το ρυθμιστικό πλαίσιο του Κανονισμού 596/2014 για την αναβολή δημοσιοποίησης δεν διαφέρει ουσιωδώς από αυτό της καταργηθείσας Οδηγίας

²⁰² Βλ. *Κουλορίδα*, ό.π., σελ. 946 – 947.

2003/6/EK²⁰³ και του Ν. 3340/2005.²⁰⁴ Ρητά προβλέπεται πλέον πως και στην περίπτωση μιας παρατεταμένης διαδικασίας η οποία εξελίσσεται σε στάδια και αποσκοπεί ή οδηγεί σε συγκεκριμένη κατάσταση ή σε συγκεκριμένο γεγονός, ο εκδότης δύναται, υπ' ευθύνη του, να αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας που σχετίζεται με την εν λόγω διαδικασία τηρώντας τις παραπάνω προϋποθέσεις.²⁰⁵

Οι τρεις προϋποθέσεις της παρ. 4 του άρθρου 17 πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά,²⁰⁶ ενώ η απόφαση λαμβάνεται από τον εκδότη «υπ' ευθύνη του». Οι εκδότες λαμβάνουν ενεργά την απόφαση περί αναβολής, χωρίς δηλαδή η αναβολή να επέρχεται αυτόματα.²⁰⁷ Η ESMA έχει εκδώσει κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα νόμιμα συμφέροντα των εκδοτών για αναβολή δημοσιοποίησης, καθώς και για καταστάσεις στις οποίες τυχόν αναβολή δημοσιοποίησης ενδέχεται να παραπλανήσει το κοινό,²⁰⁸ ενώ ο Εκτελεστικός Κανονισμός 2016/1055 της Επιτροπής καθορίζει τις υποχρεώσεις των εκδοτών που επιθυμούν να κάνουν χρήση της δυνατότητας αναβολής.²⁰⁹

Ο εκδότης που έχει αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας ενημερώνει την αρμόδια αρχή σχετικά με το γεγονός της αναβολής και παρέχει εγγράφως εξηγήσεις σχετικά με το πώς πληρούνται οι προϋποθέσεις, αμέσως μετά τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας (“ex-post-

²⁰³ Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 6, παρ. 2.

²⁰⁴ Νόμος 3340/2005, άρθρο 11, παρ. 1.

²⁰⁵ Βλ. Κανονισμός 596/2014, άρθρο 17, παρ. 4, εδ. β'.

²⁰⁶ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 131.

²⁰⁷ Βλ. ESMA, Consultation Paper της 15ης Ιουλίου 2014, ESMA/2014/809, σελ. 61, *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 132 και *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, ό.π., σελ. 59.

²⁰⁸ Βλ. ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τον MAR, Αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, 20/10/2016, ESMA/2016/1478.

²⁰⁹ Εκτελεστικός Κανονισμός (ΕΕ) 2016/1055, ό.π., άρθρο 4. Οι εκδότες πρέπει να χρησιμοποιούν τεχνικά μέσα που διασφαλίζουν τη δυνατότητα πρόσβασης, ανάγνωσης και διατήρησης αυτών των πληροφοριών. Για το σκοπό αυτό πρέπει να διατηρούν σε σταθερό μέσο τις ημερομηνίες και τους χρόνους που δημιουργήθηκαν οι προνομιακές πληροφορίες και που έλαβαν την απόφαση περί καθυστέρησης δημοσιοποίησής τους, καθώς και την ημερομηνία που είναι πιθανό να τις δημοσιοποιήσουν. Επίσης, πρέπει να καθορίζουν το πρόσωπα (π.χ. μέλη του διοικητικού συμβουλίου) που είναι αρμόδια να λαμβάνουν την απόφαση περί αναβολής δημοσιοποίησης, να διασφαλίζουν τη διαρκή παρακολούθηση των προϋποθέσεων, να αποφασίζουν περί δημοσιοποίησης της πληροφορίας και να παρέχουν τις ζητούμενες από την αρχή πληροφορίες.

notification”).^{210,211} Τα κράτη μέλη υπό την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/EK είχαν τη δυνατότητα να απαιτούν από τους εκδότες την άμεση ενημέρωση των αρμόδιων αρχών με τη λήψη της απόφασης περί αναβολής.²¹²

Σε περίπτωση που οι προϋποθέσεις δεν συντρέχουν πλέον επειδή, μεταξύ άλλων, η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας δεν είναι πλέον εξασφαλισμένη, ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιήσει την προνομιακή πληροφορία το συντομότερο δυνατό.²¹³ Μετά τη δημοσιοποίηση αυτή ενημερώνει εγγράφως την αρμόδια αρχή για το κατά πόσο συνέτρεχαν οι προϋποθέσεις της αναβολής.²¹⁴

3.3.2 Νόμιμο συμφέρον του εκδότη

Η πρώτη προϋπόθεση που πρέπει να συντρέχει προκειμένου ο εκδότης να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής είναι να υφίσταται το ενδεχόμενο η άμεση δημοσιοποίηση να βλάψει τα νόμιμα συμφέροντά του. Για την προστασία των νόμιμων συμφερόντων του εκδότη θα πρέπει να αντιπαραβάλλεται από τη μία η ανάγκη της αγοράς για έγκαιρη δημοσιοποίηση και από την άλλη

²¹⁰ Βλ. Κανονισμός 596/2014, άρθρο 17, παρ. 4, εδ. γ'. Εναλλακτικά, τα κράτη μέλη μπορούν να ορίσουν ότι οι έγγραφες εξηγήσεις και το σχετικό αρχείο θα παρέχονται μόνο κατόπιν αιτήματος της αρμόδιας αρχής.

²¹¹ Σε αντίθεση με την εκ των υστέρων δημοσιοποίηση, στο άρθρο 17 παρ. 5 του Κανονισμού 596/2014 ρυθμίζεται η δυνατότητα αναβολής προς εξυπηρέτηση του δημόσιου συμφέροντος, όπου πρόκειται για εκ των προτέρων δημοσιοποίηση (“ex-ante-notification”). Σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή, προκειμένου να διασφαλισθεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, κάθε εκδότης ο οποίος είναι πιστωτικό ίδρυμα ή χρηματοδοτικό ίδρυμα, δύναται υπ' ευθύνη του να αναβάλλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας, συμπεριλαμβανομένης πληροφορίας που σχετίζεται με προσωρινό πρόβλημα ρευστότητας και ιδίως με ανάγκη για προσωρινή παροχή ρευστότητας από κεντρική τράπεζα ή δανειστή ύστατης ανάγκης, εφόσον: α) η δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας συνεπάγεται κίνδυνο υπονόμησης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας του εκδότη και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, β) η αναβολή της δημοσιοποίησης εξυπηρετεί το δημόσιο συμφέρον, γ) μπορεί να διασφαλιστεί η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας και δ) η αρμόδια αρχή έχει δώσει τη συγκατάθεσή της για την αναβολή βασιζόμενη στο γεγονός ότι πληρούνται οι παραπάνω προϋποθέσεις. Στην παρ. 6 ρυθμίζονται οι λεπτομέρειες της αναβολής αυτής. Βλ. και ESMA, Final Report της 28ης Σεπτεμβρίου 2015, ESMA/ 2015/1455, σελ. 41.

²¹² Οδηγία 2003/6/EK, άρθρο 6, παρ. 1, εδ. β'.

²¹³ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 17, παρ. 7, εδ. 1.

²¹⁴ *Krause*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, σελ. 248, 255.

η ανάγκη του εκδότη για διατήρηση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας.²¹⁵ Γενικά, το συμφέρον του εκδότη θα συντρέχει όταν μέσω της δημοσιοποίησης μιας πληροφορίας θα μπορούσαν να ματαιωθούν, να τεθούν σε κίνδυνο ή να επηρεαστούν δυσμενώς επιχειρηματικοί στόχοι και εξελίξεις. Σύμφωνα με την γερμανική αρχή BaFin, το συμφέρον αυτό του εκδότη για αναβολή δημοσιοποίησης δεν θα πρέπει να ερμηνεύεται πολύ στενά και να τίθενται ιδιαίτερα αυστηρές προϋποθέσεις, όπως υποστηρίζεται από μέρος της θεωρίας, καθώς πρέπει να ληφθεί υπόψη ο ευρύς ορισμός της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, που περιλαμβάνει και τα επιμέρους στάδια παρατεταμένων διαδικασιών.²¹⁶

Ο Κανονισμός 596/2014²¹⁷ αναφέρει δύο ενδεικτικές περιπτώσεις ύπαρξης νόμιμων συμφερόντων που δικαιολογούν την αναβολή δημοσιοποίησης της πληροφορίας. Ειδικότερα, πρόκειται για την περίπτωση υπό εξέλιξη διαπραγματεύσεων, των οποίων η έκβαση ή η συνήθης πορεία θα ήταν πιθανό να επηρεαστεί από τη δημοσιοποίηση, καθώς και για την περίπτωση αποφάσεων ή συμβάσεων, των οποίων η ισχύς εξαρτάται από την έγκριση ενός άλλου οργάνου του εκδότη,²¹⁸ ενώ στις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA αναφέρεται επίσης η αγορά ή πώληση σημαντικού μεριδίου συμμετοχής σε κάποια άλλη οντότητα.²¹⁹

Η περίπτωση των διαπραγματεύσεων έχει μεγάλη σημασία για τις παρατεταμένες διαδικασίες, καθώς συχνά διάφορα στάδια των διαπραγματεύσεων που σκοπό έχουν την πραγματοποίηση μιας συναλλαγής δημιουργούν νέες πληροφορίες που μπορεί να έχουν προνομιακό χαρακτήρα. Οι διαπραγματεύσεις που δικαιολογούν την αναβολή μπορεί να αφορούν ενδεικτικά συγχωνεύσεις, εξαγορές, διασπάσεις, καθώς και αγορά ή διάθεση σημαντικών στοιχείων του ενεργητικού. Ένα αμφισβητούμενο ζήτημα είναι το τι συμβαίνει σε περίπτωση που διαπραγματεύσεις και συζητήσεις μεταξύ δύο εταιρειών, που η δημοσιοποίησή τους αναβλήθηκε, τελικά σταμάτησαν και το όλο εγχείρημα δεν συνεχίστηκε. Σε αυτές τις περιπτώσεις τίθεται δηλαδή το ερώτημα αν θα πρέπει να γίνει δεκτή η υποχρέωση δημοσιοποίησής τους. Υποστηρίζεται, πως αφού μια

²¹⁵ Βλ. § 6 εδ. 1 WpAIV (Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz): “Berechtigte Interessen ... liegen vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen”.

²¹⁶ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, IV.3.1.

²¹⁷ Βλ. Κανονισμός 596/2014, αιτιολογική σκέψη 50.

²¹⁸ Η δεύτερη αυτή κατηγορία περιπτώσεων σχετίζεται με το δυαδικό σύστημα οργάνωσης της διοίκησης των εταιρειών ορισμένων κρατών μελών, όπως της Γερμανίας.

²¹⁹ ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τον MAR, Αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, ό.π., σελ. 4-5.

αρχικώς σημαντική για την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων πληροφορία τελικά αναθεωρήθηκε, δεν οφείλει κατά το νόημα και το σκοπό του άρθρου 17 παρ. 1 του Κανονισμού 596/2014 ο εκδότης να προβεί σε δημοσιοποίησή της.²²⁰

3.3.3 Μη παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού

Περαιτέρω προϋπόθεση για τη χρησιμοποίηση της δυνατότητας αναβολής της δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας είναι η αναβολή να μην ενδέχεται να παραπλανήσει το κοινό.²²¹ Η ESMA στις κατευθυντήριες γραμμές της²²² αναφέρει καταστάσεις στις οποίες η αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών ενδέχεται να παραπλανήσει το κοινό. Ειδικότερα, πρόκειται για περιπτώσεις όπου οι πληροφορίες των οποίων τη δημοσιοποίηση προτίθεται να αναβάλει ο εκδότης: α) διαφέρουν ουσιωδώς από την προηγούμενη δημόσια ανακοίνωση του εκδότη σχετικά με το θέμα το οποίο αυτές αφορούν· β) αφορούν την ενδεχόμενη μη επίτευξη των χρηματοοικονομικών στόχων του εκδότη, τους οποίους ο εκδότης έχει ήδη ανακοινώσει δημοσίως· γ) έρχονται σε αντίθεση με τις προσδοκίες της αγοράς, όταν αυτές οι προσδοκίες βασίζονται σε ενδείξεις τις οποίες είχε ήδη δώσει ο εκδότης στην αγορά, όπως μέσω συνεντεύξεων, παρουσιάσεων ή μέσω οποιασδήποτε άλλης μορφής επικοινωνίας την οποία έχει οργανώσει ή εγκρίνει ο εκδότης.

Γενικά, ο εκδότης κατά τη διάρκεια αναβολής της δημοσιοποίησης δεν θα πρέπει να προβαίνει σε ενέργειες που έρχονται σε αντίθεση με πληροφορίες που έχουν δημοσιοποιηθεί.²²³ Έτσι, αν το διοικητικό συμβούλιο της εκδότης εταιρείας αρνηθεί να προχωρήσει σε διαπραγματεύσεις για μια εξαγορά με έναν υποψήφιο αγοραστή, θα πρέπει να γίνει δεκτή η ύπαρξη κινδύνου παραπλάνησης του κοινού εάν αρχίσουν εκ νέου διαπραγματεύσεις μεταξύ των μερών και ο

²²⁰ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 134 και *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, σελ. 935.

²²¹ Για την κριτική που έχει ασκηθεί στο κριτήριο αυτό λόγω της μη εξειδίκευσης του τόπου ερμηνείας του βλ. ενδεικτικά *Di Noia – Gargantini*, ό.π., σελ. 504 - 505 και *ESME Report*, Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, Βρυξέλλες, 6 Ιουλίου 2007, σελ. 8, όπου αναφέρεται πως, ελλείψει κάποιας ερμηνείας του κριτηρίου, με δεδομένο ότι προνομιακή πληροφορία είναι αυτή που ένας συνετός επενδυτής θα χρησιμοποιούσε ως βάση για τη λήψη της απόφασής του, οποιαδήποτε καθυστέρηση θα μπορούσε εξ ορισμού να είναι παραπλανητική για το επενδυτικό κοινό.

²²² Βλ. ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τον MAR, Αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, ό.π., σελ. 6.

²²³ Βλ. *BaFin*, *Emittentenleitfaden* 2013, ό.π., σελ.61 και *Hopt*, εις *Schimansky/Bunte/Lwowsky*, *Bankrechts-Handbuch*, 4η έκδοση, 2011, § 107, αρ. 104.

εκδότης, παρά το γεγονός πως οι διαπραγματεύσεις έχουν συγκεκριμενοποιηθεί σε βαθμό που να συνιστούν προνομιακή πληροφορία, δεν τις δημοσιοποιήσει.²²⁴ Ο εκδότης θα πρέπει να εξετάζει την κατάσταση κατά τη διάρκεια της αναβολής και αν δημιουργηθεί κίνδυνος παραπλάνησης του κοινού να προβαίνει στην αντίστοιχη δημοσιοποίηση.²²⁵

3.3.4 Διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας

Η τρίτη προϋπόθεση που πρέπει να συντρέχει σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014, προκειμένου ο εκδότης να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης της πληροφορίας, είναι η διασφάλιση της εμπιστευτικότητάς της. Όταν η εμπιστευτικότητα δεν είναι πλέον εξασφαλισμένη, ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιήσει την πληροφορία το συντομότερο δυνατό. Η προϋπόθεση αυτή έχει ιδιαίτερο πρακτικό ενδιαφέρον στις διαδικασίες που αποτελούνται από περισσότερα στάδια, αφού συχνά, κατά τη διάρκεια της παρατεταμένης διαδικασίας, και ιδίως στο στάδιο των διαπραγματεύσεων, ανταλλάσσονται μεταξύ των μερών διάφορες εμπιστευτικές πληροφορίες (λ.χ. στα πλαίσια μιας σχεδιαζόμενης συγχώνευσης). Επίσης, δεν είναι σπάνιο φαινόμενο κατά την εξέλιξη της διαδικασίας διάφορες φήμες να κάνουν την εμφάνισή τους στον Τύπο.

Ο Κανονισμός 596/2014 δεν περιλαμβάνει λεπτομέρειες σχετικά με τις υποχρεώσεις που συνεπάγεται το κριτήριο της διατήρησης της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας. Ιδιαίτερα χρήσιμη κρίνεται εν προκειμένω η Απόφαση 3/347/2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τις υποχρεώσεις των εκδοτών, όπου αναφέρονται τα μέτρα που πρέπει να λαμβάνουν οι εκδότες για τον έλεγχο της πρόσβασης στις προνομιακές πληροφορίες και τη διασφάλιση του εμπιστευτικού τους χαρακτήρα.²²⁶ Έτσι, σε περιπτώσεις αναβολής δημοσιοποίησης ο εκδότης οφείλει:

α) να έχει λάβει αποτελεσματικά μέτρα ώστε να αποκλείεται η πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές σε πρόσωπα άλλα από εκείνα στα οποία οι εν λόγω πληροφορίες είναι απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων τους έναντι του εκδότη. Τέτοια μέτρα περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, τη θέσπιση στεγανών ροής πληροφόρησης (“chinese walls”),²²⁷

²²⁴ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 135.

²²⁵ Βλ. *FSA Handbook, Listing, Prospectus and Disclosure, DTR 2.5.2. (1)*.

²²⁶ Απόφαση 3/347/12.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, άρθρο 4, παρ. 2.

²²⁷ Βλ. Εκτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2016/1055, ό.π., άρθρο 4, παρ. 1, γ', όπου αναφέρεται η υποχρέωση των εκδοτών να διασφαλίζουν τη δυνατότητα πρόσβασης, ανάγνωσης και διατήρησης αποδείξεων σχετικά με τα στεγανά ροής πληροφόρησης. Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται για να περιγράψει τον διαχωρισμό των διάφορων επαγγελματικών

β) να συνάπτει συμβάσεις εμπιστευτικότητας με πρόσωπα τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες,

γ) να έχει λάβει τα απαραίτητα μέτρα ώστε να εξασφαλίζεται ότι κάθε πρόσωπο που έχει πρόσβαση σε αυτές τις προνομιακές πληροφορίες γνωρίζει τις εκ του νόμου και των σχετικών κανονιστικών ρυθμίσεων υποχρεώσεις του και είναι ενήμερο για τις κυρώσεις σε περίπτωση κατάχρησης αυτών των πληροφοριών.

Η υποχρέωση σύναψης συμβάσεων εμπιστευτικότητας αφορά όλα τα πρόσωπα τα οποία ο εκδότης οφείλει να συμπεριλάβει στον κατάλογο προσώπων με πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες και τα οποία δεν υπέχουν υποχρέωση εχεμύθειας βάσει της ιδιότητάς τους ή του επαγγέλματός τους.²²⁸ Επίσης, η υποχρέωση σύναψης τέτοιων συμβάσεων διαδραματίζει καίριο ρόλο σε παρατεταμένες διαδικασίες όπως είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Τα μέρη θα πρέπει να εξασφαλίζουν συμβατικά τη διατήρηση του μυστικού χαρακτήρα των πληροφοριών που ανταλλάσσονται κατά τη διάρκεια της σύνθετης διαδικασίας, ενώ τέτοιες συμβάσεις θα πρέπει να υπογράφονται και με τρίτα πρόσωπα που παρέχουν τις υπηρεσίες τους όπως εξωτερικοί σύμβουλοι, λογιστές, νομικοί κλπ. Θα πρέπει βέβαια να επισημανθεί πως η σύναψη συμβάσεων εμπιστευτικότητας στα στάδια των πρώτων επαφών μεταξύ των εταιρειών δεν σημαίνει αναγκαία πως ήδη υφίστανται και προνομιακές πληροφορίες.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ρύθμιση που εισάγει ο Κανονισμός 596/2014 στην παρ. 7 του άρθρου 17 σχετικά με τις φήμες. Έτσι, σε περίπτωση κατά την οποία μια φήμη, επαρκώς ακριβής, αναφέρεται ρητά σε προνομιακή πληροφορία, ο εκδότης οφείλει να δημοσιοποιήσει την πληροφορία αυτή το συντομότερο δυνατό. Η αντιμετώπιση των φημών που αναφέρονται σε συγκεκριμένες πληροφορίες δεν ήταν ενιαία από τα κράτη μέλη υπό την καταργηθείσα Οδηγία 2003/6/EK.

Σε ορισμένα κράτη μέλη όπως η Γερμανία υποστηριζόταν πως από τη στιγμή που ο εκδότης έχει λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα για τη διαφύλαξη της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας, αν εμφανιστούν φήμες στην αγορά που αναφέρονται στην εν λόγω πληροφορία, δεν έχει

χώρων μιας εταιρείας, με στόχο να περιοριστεί η ροή προνομιακών πληροφοριών ανάμεσα στα διάφορα τμήματά της. Για τον ορισμό βλ. και CESR, Measures to promote market integrity, A follow-up paper to CESR's first paper on market abuse (REF: FESCO/00-961), B.9., όπου αναφέρεται ότι πρόκειται για “adequate written and enforceable policies and procedures that segment effectively, and in a manner that is appropriate to the nature of an entity's business, the flow of inside information between clearly identified business areas in order to prevent the misuse of that information”.

²²⁸ Βλ. Κουλορίδα, ό.π., σελ. 951.

υποχρέωση να προβεί σε δημοσιοποίηση εφόσον η διαρροή της πληροφορίας δεν έχει προκληθεί από αυτόν.²²⁹

Από την άλλη μεριά, άλλα κράτη μέλη διατηρούσαν και υπό το ρυθμιστικό πλαίσιο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ αυστηρότερες ρυθμίσεις.²³⁰ Ειδικότερα, στην Ελλάδα γινόταν δεκτό ότι σε περίπτωση δημοσιοποίησης από τρίτον ανεπιβεβαίωτων πληροφοριών οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, εφόσον οι πληροφορίες αυτές είναι βάσιμες ή αληθείς, ο εκδότης ανεξάρτητα από το αν ευθύνεται για την εν λόγω διαρροή, οφείλει να προβεί σε άμεση επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών διευκρινίζοντας ταυτόχρονα και το στάδιο εξέλιξης στο οποίο βρίσκονται τα γεγονότα στα οποία αναφέρονται οι σχετικές πληροφορίες ή, εφόσον οι πληροφορίες είναι ανυπόστατες ή ψευδείς ή ανακριβείς, να προβεί σε άμεση διάψευση ή στην επισήμανση της ανακρίβειάς τους.²³¹

Τη δεύτερη αυτή προσέγγιση ακολουθεί και ο Κανονισμός 596/2014 με αποτέλεσμα, κάθε φορά που μία φήμη στην αγορά αναφέρεται σε προνομιακή πληροφορία να υποχρεούται ο εκδότης να προβεί σε αντίστοιχη δημοσιοποίηση ανεξαρτήτως του αν η διαρροή προέρχεται από τον εκδότη. Όλα τα κράτη μέλη οφείλουν πλέον λόγω της άμεσης εφαρμογής του Κανονισμού να ακολουθήσουν τη ρητή αυτή ρύθμιση.²³²

²²⁹ Βλ. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, ό.π., σελ. 61: “Handelt es sich um Gerüchte, deren Auftreten nicht auf einer dem Emittenten zurechenbaren Vertraulichkeitslücke zurückzuführen sind, besteht für den Emittenten weiterhin die Möglichkeit, den Aufschub der Veröffentlichung fortzusetzen”.

²³⁰ Βλ. *Di Noia – Gargantini*, ό.π., σελ. 523 – 524.

²³¹ Απόφαση 3/348/19.7.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, άρθρο 2.

²³² Βλ. *Krause*, ό.π., σελ. 256 και *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 136.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Προνομιακές πληροφορίες στις συγχωνεύσεις και εξαγορές

Στο παρόν κεφάλαιο, μετά την προηγηθείσα ανάλυση των προϋποθέσεων για την συνδρομή προνομιακής πληροφορίας κατά την πραγματοποίηση μιας σύνθετης εταιρικής πράξης, καθώς και των συνεπειών που αυτή επιφέρει, θα επικεντρωθούμε στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, που αποτελούν κλασικά παραδείγματα διαδικασιών που κλιμακώνονται σε περισσότερα στάδια και απασχολούν την πράξη.

Ειδικότερα, θα προσπαθήσουμε να εξετάσουμε σε ποιο χρονικό σημείο σε αυτές τις σύνθετες διαδικασίες μπορεί να γίνει δεκτή η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας. Η εξέταση θα επεκταθεί από τα πολύ πρώιμα στάδια της διαδικασίας, δηλαδή από την απόφαση του διοικητικού συμβουλίου περί διερεύνησης της δυνατότητας να προβεί η εταιρεία σε μία συγχώνευση ή εξαγορά, μέχρι και το τελικό στάδιο της επιτυχίας ή αποτυχίας αυτής. Τέλος, θα αναφερθούμε σε δύο πρόσφατες αποφάσεις ελληνικών δικαστηρίων, οι οποίες ασχολούνται με το ζήτημα της μεταχείρισης των σταδίων που προηγούνται της ολοκλήρωσης ή αποτυχίας των διαδικασιών αυτών και δίνουν χρήσιμες κατευθύνσεις για την γενικότερη προσέγγιση του ζητήματος.

4.1 Εισαγωγή

Ο έλεγχος των σταδίων που προηγούνται μίας συγχώνευσης εταιρειών ή της εξαγοράς της μίας από την άλλη, πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που τίθενται στον Κανονισμό 596/2014, καθώς και τη νομολογία του ΔΕΕ επί της διαφοράς M. Gelll κατά Daimler AG. Έτσι, ο έλεγχος πρέπει να έχει σε γενικές γραμμές ως εξής:

Από τη μία, θα πρέπει να εξετάζεται αν από το ενδιάμεσο στάδιο μπορεί να εξαχθεί πληροφορία για ένα μεταγενέστερο στάδιο ή για το τελικό στάδιο, δηλ. την πραγματοποίηση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης, οπότε θα υφίσταται συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός. Το μελλοντικό ή τελικό στάδιο θα πρέπει «ευλόγως» να αναμένεται, δηλαδή η πιθανότητα επέλευσής του να είναι «ρεαλιστική». Έτσι, σε περίπτωση πλήρωσης και των υπόλοιπων τριών προϋποθέσεων, θα υφίσταται προνομιακή πληροφορία. Από την άλλη, θα πρέπει να ελέγχεται αν αυτοτελώς το επιμέρους στάδιο ως γεγονός ή κατάσταση επιτρέπει την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδρασή του στην τιμή. Αν από τον έλεγχο θεωρηθεί ως συγκεκριμένη

πληροφορία, θα ακολουθεί ο έλεγχος των υπόλοιπων προϋποθέσεων και ιδίως της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής. Για να συντρέχει η τελευταία αυτή προϋπόθεση, θα έχει σε κάποιο βαθμό σημασία και η πιθανότητα επέλευσης των μελλοντικών σταδίων ή του τελικού σταδίου.²³³

Σημαντική είναι δηλαδή και εδώ η ξεχωριστή κρίση της όλης διαδικασίας και των επιμέρους ενδιάμεσων σταδίων, αφού προνομιακή πληροφορία μπορεί να αποτελεί το ενδιάμεσο στάδιο ανεξάρτητα της πορείας της διαδικασίας. Οι προϋποθέσεις του συγκεκριμένου της πληροφορίας (“precise nature test”) και της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής βάσει του κριτηρίου του συνετού επενδυτή (“reasonable investor test”) αποτελούν τα βασικά κριτήρια ελέγχου, ενώ η αξιολόγηση στην οποία προβαίνει ο συνετός επενδυτής θα περιορίζει το πλήθος των συγκεκριμένων πληροφοριών που εμφανίζονται κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Θα πρέπει βέβαια να επισημανθεί πως το χρονικό σημείο που γίνεται δεκτή η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας διαφέρει από περίπτωση σε περίπτωση και δεν μπορεί να εξαχθεί ένας γενικός κανόνας για τα συνήθη στάδια που προηγούνται μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Κάθε περίπτωση θα πρέπει να εξετάζεται χωριστά ενώ στοιχεία όπως το μέγεθος των εταιρειών, ο τομέας στον οποίο δραστηριοποιούνται, η οικονομική τους κατάσταση και το στάδιο των διαπραγματεύσεων αποτελούν μερικά από τα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνονται ιδιαίτερα υπόψη.

Αφού λοιπόν γίνει δεκτή η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας κατά την εξέλιξη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, ο εκδότης πρέπει να προβεί σε δημοσιοποίησή της. Σε περιπτώσεις που και τα δύο μέρη της συναλλαγής είναι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων δημιουργείται η υποχρέωση για δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας συνήθως ταυτόχρονα και για τους δύο, ενώ πρέπει να προβαίνουν σε δημοσιοποίηση κάθε νέας πληροφορίας με προνομιακό χαρακτήρα που προκύπτει κατά την εξέλιξη της διαδικασίας. Φυσικά, τα μέρη μπορούν να κάνουν χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης για να αποτρέψουν δυσμενείς συνέπειες κατά τη διεξαγωγή των διαπραγματεύσεων, αφού μία πρόωγη δημοσιοποίηση μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της μετοχής της εταιρείας στόχου²³⁴ ή την πτώση της μετοχής της εταιρείας που επιθυμεί να προβεί στην εξαγορά.²³⁵ Ο εκδότης που χρησιμοποιεί αυτή τη δυνατότητα θα πρέπει ωστόσο να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός και να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα ώστε να μη

²³³ Για το ρόλο του τελικού σταδίου βλ. παραπ. υπό 2.3.2.

²³⁴ Βλ. *Andrade – Mitchell – Stafford*, *Journal of Economic Perspectives* 2001, Volume 15, Number 2, σελ. 110.

²³⁵ *Kocher – Widder*, *Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen*, CFL 2011, σελ. 88.

διαρρεύσουν φήμες στην αγορά, αλλιώς υποχρεούται να προβεί σε άμεση δημοσιοποίηση της πληροφορίας.

4.2 Επιμέρους στάδια των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση ή εξαγορά παρεμβάλλονται συνήθως πολλά στάδια, κάποια από τα οποία προβλέπονται από το νόμο, ενώ ιδιαίτερα κρίσιμες για την πραγματοποίηση της συναλλαγής είναι οι διαπραγματεύσεις των εταιρειών.²³⁶ Στις διαπραγματεύσεις, οι οποίες καταλαμβάνουν συχνά μεγάλο διάστημα της όλης διαδικασίας και οι οποίες περιβάλλονται από μυστικότητα μπορεί να δημιουργηθούν, όπως θα δούμε, περισσότερες από μία προνομιακές πληροφορίες.

4.2.1 Αρχικές επαφές των εταιρειών και υπογραφή επιστολής προθέσεων

Η εκδότρια εταιρεία, η οποία επιθυμεί να προβεί σε μία εξαγορά ή συνεργασία με άλλη επιχείρηση, αφού επιλέξει την κατάλληλη (“screening”), έρχεται σε επαφή μαζί της.²³⁷ Στο σημείο αυτό, η εκδότρια επιθυμεί να διερευνήσει τις προθέσεις του άλλου μέρους, αν δηλαδή και αυτό ενδιαφέρεται να εμπλακεί σε μία τέτοια συναλλαγή. Μάλιστα, μπορεί να προβεί και στη σύνταξη μιας μη δεσμευτικής ενδεικτικής επιστολής (“Non – Binding Indicative Offer Letter”, “nicht bindendes indikatives Angebotsschreiben”), με την οποία σκοπό έχει να καταδείξει το ενδιαφέρον της για τη συναλλαγή. Επίσης, στο στάδιο αυτό μπορεί να εμπλακούν και εξωτερικοί σύμβουλοι ή και να υπογραφεί μια συμφωνία εμπιστευτικότητας (“Confidentiality Agreement”). Η πρώτη αυτή επαφή μεταξύ των εταιρειών αποτελεί και το πρώτο στάδιο της σύνθετης διαδικασίας, το οποίο μπορεί να εγείρει ζητήματα κατάχρησης της αγοράς.

Η πρώτη συζήτηση μεταξύ των εταιρειών για τη διερεύνηση της πιθανότητας συνεργασίας δεν συνιστούν κατά κανόνα γεγονός που αποτελεί προνομιακή πληροφορία. Σε αυτό το αρχικό στάδιο δεν συντρέχει συχνά η προϋπόθεση της δυνατότητας σημαντικής επιρροής της πληροφορίας στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων βάσει της αξιολόγησης του συνετού

²³⁶ Γενικά για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές βλ. παραπ. υπό 1.3.

²³⁷ Βλ. *Saenger*, ό.π., σελ. 585 – 586.

επενδυτή, αφού δεν μπορεί να εξαχθεί ακόμα από τα διαθέσιμα δεδομένα, εάν η άλλη πλευρά έχει την πρόθεση να συμμετάσχει στη διαδικασία και τη μορφή θα έχει αυτή.²³⁸

Βέβαια, σε ιδιαίτερες περιπτώσεις, μπορεί σε αυτό το στάδιο να υφίσταται προνομιακή πληροφορία.²³⁹ Ως παράδειγμα μπορεί να χρησιμοποιηθεί η περίπτωση που μια εταιρεία έλθει σε επαφή με μία εκδότρια που βρίσκεται σε δύσκολη οικονομική κατάσταση, επιθυμώντας να αποκτήσει τον έλεγχο ή ένα πακέτο μετοχών αυτής. Ένας συνετός επενδυτής μπορεί να δώσει ιδιαίτερη σημασία στις συζητήσεις σχετικά με την ανάκαμψη της εταιρείας αυτής, ώστε να πρόκειται για πληροφορία που θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου. Η εκδότρια εταιρεία, προκειμένου να αποφύγει τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας σε αυτό το αρχικό στάδιο των διαπραγματεύσεων, μπορεί να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης.

Επίσης, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι οι πρώτες επαφές μεταξύ των εταιρειών, καθώς και η υπογραφή μιας μη δεσμευτικής ενδεικτικής επιστολής (Non – Binding Indicative Offer Letter) δεν αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες που αφορούν μελλοντικό γεγονός. Οι συζητήσεις και η εκδήλωση της επιθυμίας για τη δυνατότητα συνεργασίας δεν έχουν δεσμευτικό χαρακτήρα, ενώ το μέρος που είναι αποδέκτης της εκδήλωσης ενδιαφέροντος μπορεί να αρνηθεί να συνεχίσει τις διαπραγματεύσεις με αποτέλεσμα να μην μπορεί σε αυτό το χρονικό σημείο να αναμένεται «ευλόγως» η επέλευση ενός μελλοντικού σταδίου ή του τελικού σταδίου.

Επιστολή προθέσεων – μνημόνιο συνεργασίας

Στο πλαίσιο της προετοιμασίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης υπογράφεται συχνά επιστολή προθέσεων (Letter of Intent).²⁴⁰ Η επιστολή προθέσεων καθιστά γνωστή στον αποδέκτη της τη βούληση του συντάκτη να προχωρήσει στο μέλλον σε μια συγκεκριμένη ενέργεια, συνήθως την κατάρτιση της συμβάσεως, ενώ μπορεί να δηλώνεται η πρόθεση ενάρξεως διαπραγματεύσεων ή ακόμη να προσδιορίζονται τα προς διαπραγμάτευση σημεία.²⁴¹ Η επιστολή αυτή συνήθως

²³⁸ Βλ. *Merkner – Sustmann*, NZG 2005, σελ. 735. *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, IV.2.2.14, σελ. 58, όπου αναφέρεται πως συχνά δεν θα συντρέχει και η προϋπόθεση του συγκεκριμένου της πληροφορίας.

²³⁹ Βλ. *Harbarth*, ό.π., σελ. 1901.

²⁴⁰ Συχνά χρησιμοποιούνται και οι όροι μνημόνιο συνεργασίας (Memorandum of Understanding), σύνοψη όρων (term sheet), ενώ σε περιπτώσεις δημοσίων προτάσεων συνάπτεται συχνά συμφωνία επιχειρηματικής συνένωσης (business combination agreement).

²⁴¹ Βλ. *Γεωργιάδη – Λιακόπουλο*, Η επιστολή προθέσεων, ΝοΒ 41, 1993, σελ. 209 – 223 και *Λαδά*, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου II, 2009, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, σελ. 207 επ.

υπογράφεται από τον συντάκτη της και απευθύνεται στον μελλοντικό συνεργάτη, ενώ στην πράξη συναντώνται και έγγραφα επιγραφόμενα ως επιστολή προθέσεων, υπογραφόμενα και από τα δύο μέρη. Τα έγγραφα αυτά, που έχουν από κοινού επεξεργασθεί τα δύο μέρη, αποτελούν στην ουσία μνημόνια συνεργασίας (Memorandum of Understanding, “MoU”).²⁴² Σε αυτά εκτίθεται είτε η διαδικασία που θα ακολουθηθεί είτε διακρίνονται τα σημεία επί των οποίων έχει επιτευχθεί συμφωνία από εκείνα που δεν έχει επιτευχθεί ακόμα και επί των οποίων είναι αναγκαία η επίτευξη συμφωνίας προκειμένου να καταρτισθεί η υπό διαπραγμάτευση σύμβαση. Βασικό χαρακτηριστικό των εγγράφων αυτών είναι πως αποτυπώνουν δήλωση προθέσεων χωρίς να έχουν συνήθως δεσμευτικό χαρακτήρα ως προς τη σύναψη της τελικής συμφωνίας, σε αντίθεση με άλλες μορφές συμβάσεων όπως τα προσύμφωνα. Επιπλέον, σε αυτή τη φάση την επιστολή προθέσεων ή το μνημόνιο μπορεί να συνοδεύουν ρήτρες εμπιστευτικότητας ή και αποκλειστικότητας. Πολύ συχνά, μετά τη διεξαγωγή ενός επιτυχούς ελέγχου due diligence υπογράφεται μία ακόμα επιστολή προθέσεων ή μνημόνιο συνεργασίας, το οποίο πλέον επικεντρώνεται σε πολύ ουσιώδη σημεία της διαδικασίας όπως στον καθορισμό της τιμής.

Η απάντηση στο ερώτημα αν με την υπογραφή αυτών των εγγράφων πρέπει να γίνει δεκτή η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας εξαρτάται από την κάθε περίπτωση και το περιεχόμενο το οποίο τα έγγραφα αυτά έχουν. Υποστηρίζεται ότι με την απλή δήλωση προθέσεων δεν υφίσταται ακόμα προνομιακή πληροφορία που χρήζει δημοσιοποίησης για κάποιο από τα μέρη.²⁴³ Σύμφωνα με την άποψη αυτή, μπορεί μεν με τη δήλωση να εκφράζεται το ενδιαφέρον για τη συναλλαγή και να εκτίθενται κάποια σημεία στα οποία πρέπει να επέλθει συμφωνία, όμως δεν προκύπτει κατά κανόνα κάποια νομική δέσμευση. Η δήλωση αυτή για περαιτέρω διαπραγμάτευση δεν θα ήταν αρκετή προκειμένου ένας συνετός επενδυτής να λάβει επενδυτική απόφαση, με αποτέλεσμα να ελλείπει το στοιχείο της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου.

Ούτε όμως μπορεί να εξαχθεί από την υπογραφή της επιστολής αυτής συμπέρασμα για μελλοντικό γεγονός, όπως για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η απλή δήλωση βουλήσεως για περαιτέρω διαπραγμάτευση δεν καθιστά τη συναλλαγή «ευλόγως αναμενόμενη», με αποτέλεσμα να μην υφίσταται κατά κανόνα συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός.

²⁴² Βλ. Παπαδιαμάντη, Συμβάσεις Εμπορικής Συνεργασίας σε Παμπούκη (Επιμ.), Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010, σελ. 599 – 600.

²⁴³ *Kalss – Hasenauer*, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, *Der Gesellschafter*, 6/2010, σελ. 309.

Ωστόσο, αν συντρέχουν άλλες περιστάσεις, όπως όταν το μνημόνιο έχει δεσμευτικό χαρακτήρα ή εμπεριέχονται ρήτρες αποκλειστικότητας, είναι πολύ πιθανόν με την υπογραφή του, από όπου προκύπτει η σοβαρή επιθυμία για την επιδιωκόμενη συναλλαγή, να υφίσταται προνομιακή πληροφορία. Μεγάλη σημασία πρέπει να δοθεί, επίσης, στο χρονικό σημείο που υπογράφεται η επιστολή προθέσεων ή το μνημόνιο συνεργασίας.²⁴⁴ Έτσι, σε περίπτωση που υπογραφούν μετά τη διεξαγωγή ενός επιτυχούς ελέγχου due diligence και στο έγγραφο συγκεκριμενοποιούνται τα βασικά σημεία της μελλοντικής συμφωνίας βάσει των πορισμάτων του διεξαχθέντος ελέγχου, θα πρέπει να γίνει δεκτό πως πρόκειται για πληροφορία την οποία λαμβάνει υπόψη ένας συνετός επενδυτής κατά τη λήψη των αποφάσεών του. Ταυτόχρονα, μπορεί να συντρέχει, υπό προϋποθέσεις, και συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός, δηλαδή την πραγματοποίηση της συναλλαγής. Πλέον, δηλαδή, αφού ο έλεγχος είναι επιτυχής και τα μέρη συμφωνούν σε βασικά σημεία, η πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος είναι εύλογη, παρόλο που δύναται να υπάρχει ακόμα κάποια πιθανότητα αποτυχίας.²⁴⁵

Συνοψίζοντας, όσον αφορά την υπογραφή μιας επιστολής προθέσεων ή ενός μνημονίου συνεργασίας, μπορούν να υποστηριχθούν τα εξής: Εφόσον τα έγγραφα αυτά υπογράφονται για να διασφαλισθεί η απλή εμπιστευτικότητα των διαπραγματεύσεων, και πριν από τη διεξαγωγή ελέγχου due diligence, δεν θα υφίσταται κατά κανόνα προνομιακή πληροφορία. Όμως, σε περίπτωση που περιλαμβάνεται και συμφωνία αποκλειστικότητας ή/και υπογράφονται μετά την επιτυχή διεξαγωγή ελέγχου due diligence θα πρέπει να ελεγχθεί αν υφίσταται προνομιακή πληροφορία. Σε αυτήν την περίπτωση ο εκδότης μπορεί να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης. Βέβαια, συστήνεται στο στάδιο αυτό προληπτικά η λήψη απόφασης για αναβολή δημοσιοποίησης και γενικότερα η τήρηση όλων των προβλεπόμενων προϋποθέσεων για τη χρήση της δυνατότητας αυτής προκειμένου να εξασφαλιστεί ο εκδότης σε περίπτωση που η πληροφορία θεωρηθεί ως προνομιακή.

4.2.2 Due diligence

Στην παρούσα υποενότητα θα ασχοληθούμε με τον έλεγχο due diligence, ο οποίος πολύ συχνά λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων για μία εξαγορά ή συγχώνευση. Αρχικά, θα αναφερθούμε συνοπτικά στο επιτρεπτό του ελέγχου αυτού, καθώς και στα ζητήματα κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας που δύνανται να δημιουργηθούν. Ακολούθως, θα επικεντρωθούμε στο

²⁴⁴ Βλ. ΔιοικΕφΑθ 60/2014, ΝΟΜΟΣ.

²⁴⁵ Βλ. και *BaFin*, Emittentenleitfaden 2013, ό.π., IV.2.2.14, σελ. 58, *Kalss – Hasenauer*, ό.π., σελ. 309-310.

ζήτημα αν και υπό ποιες προϋποθέσεις μπορεί το γεγονός της διενέργειας του ελέγχου να αποτελεί προνομιακή πληροφορία.

Γενικά

Στο πλαίσιο της προετοιμασίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς συχνά διενεργείται έλεγχος της εταιρείας (“due diligence”). Με τη διαδικασία του ελέγχου αυτού εξετάζεται η εταιρεία από νομική, οικονομική, χρηματοδοτική και φορολογική σκοπιά. Στοιχεία όπως οι οικονομικές καταστάσεις ή ακόμα και οι πρόσθετες πληροφορίες που δημοσιοποιούν οι εισηγμένες εταιρείες, που είναι ελεύθερα διαθέσιμες στην αγορά και προσιτές στον οποιονδήποτε, μπορεί μεν να δίνουν μια εικόνα της κατάστασης της εταιρικής επιχείρησης, όμως αυτή ενδέχεται να είναι ανεπαρκής, λαμβανομένης υπόψη και της κρισιμότητας της επενδυτικής απόφασης. Ο έλεγχος due diligence εξυπηρετεί τη διαπίστωση των κινδύνων οι οποίοι συνέχονται με τη συναλλαγή και διασφαλίζει την αναλυτική και εμπειριστατωμένη καταγραφή της ροής των πληροφοριών μεταξύ των συμβαλλομένων.²⁴⁶ Οι αποκτηθείσες πληροφορίες οδηγούν στην διαπίστωση της πραγματικής κατάστασης των εταιρειών και έτσι στον ορθότερο καθορισμό της τιμής της μελλοντικής συναλλαγής, των διάφορων εγγυήσεων και συμφωνιών.²⁴⁷

Η επιθυμία της εταιρείας να προβεί σε αυτόν έλεγχο είναι εύλογη,²⁴⁸ δεν προβλέπεται όμως από το δίκαιο κάποια αντίστοιχη αξίωσή της. Ωστόσο, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου, εάν του ζητηθεί, έχει δικαίωμα ή και υποχρέωση (απέναντι στην εταιρεία) να επιτρέψει τη διεξαγωγή του²⁴⁹ βάσει της υποχρέωσης επιμελούς διαχείρισης των εταιρικών υποθέσεων (άρθρο 22α παρ. 1 ΚΝ 2190/1920). Οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει θετικά ή αρνητικά τα συμφέροντα της εταιρείας εμπίπτει στο πεδίο λήψης αποφάσεων και μέτρων του διοικητικού συμβουλίου. Έτσι, εάν αξιολογήσει ως επωφελή τη συναλλαγή έχει υποχρέωση απέναντι στην εταιρεία να λάβει κάθε πρόσφορο μέτρο για τη διευκόλυνση της επίτευξης αυτής, δηλαδή να

²⁴⁶ Βλ. Βερβεσό, Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ. 317 επ.

²⁴⁷ Klein – Blenkers, Die Entwicklung des Unternehmenskaufrechts, NZG 2006, σελ. 251.

²⁴⁸ Η ανάγκη διεξαγωγής due diligence προέρχεται από την αρχή "Caveat emptor" («Ας προσέξει ο αγοραστής»), κατά την οποία, αντίθετα με το δίκαιο της αγοραπωλησίας του ΑΚ (άρθρα 513 επ.), τον κίνδυνο για πιθανά ελαττώματα φέρει όχι ο πωλητής αλλά ο αγοραστής, ο οποίος έτσι είναι και υποχρεωμένος να εξετάσει το αντικείμενο της σύμβασης.

²⁴⁹ Βλ. Σωτηρόπουλο, Το «δικαίωμα» διενέργειας due diligence του υποψήφιου αγοραστή μετοχών, ΕΕμπΔ 2008, σελ. 227.

αποδεχτεί μεταξύ άλλων και τη διενέργεια του ελέγχου *due diligence*. Από την άλλη, εάν εκτιμά ότι η συναλλαγή θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για την εταιρεία ή λόγω ελλιπούς ενημέρωσής του δεν είναι σε θέση να σχηματίσει άποψη για τις επιπτώσεις, τότε οφείλει να απέχει από τη λήψη κάθε μέτρου που θα μπορούσε να διευκολύνει τη συναλλαγή αλλά και να λάβει όλα τα πρόσφορα αποτρεπτικά μέσα.

Η διεξαγωγή *due diligence* εγείρει ζητήματα κατάχρησης της αγοράς. Πρώτον, τίθεται το ερώτημα αν ο ενδιαφερόμενος που αποκτά πληροφορίες για την εταιρεία την οποία επιθυμεί να αποκτήσει και βάσει των οποίων προχωρά στην πραγματοποίηση της συναλλαγής, προβαίνει σε κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών. Δεύτερον, τίθεται το ερώτημα αν είναι νόμιμη η ανακοίνωση από το διοικητικό συμβούλιο προνομιακών πληροφοριών που αφορούν την εταιρεία δεδομένου ότι απαγορεύεται η ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών και, τρίτον, αν το γεγονός της διενέργειας του ελέγχου αυτού αποτελεί προνομιακή πληροφορία.

Συγχώνευση ή εξαγορά βάσει due diligence ως εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας

Κατά την πραγματοποίηση ενός ελέγχου *due diligence* ο ενδιαφερόμενος έρχεται σε επαφή με διάφορες πληροφορίες της εταιρείας στόχου, ενώ πολλές από αυτές μπορεί να είναι προνομιακές. Έτσι, θα μπορούσε η απόκτηση ενός πακέτου μετοχών που πραγματοποιείται επί τη βάσει του ελέγχου αυτού να συνιστά παράνομη χρήση προνομιακών πληροφοριών.

Στη θεωρία υποστηρίζεται ότι σε περιπτώσεις όπως αυτές ελλείπει ο απαραίτητος αιτιώδης σύνδεσμος και δεν υφίσταται κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, αφού ο αποκτών είχε ήδη λάβει την απόφαση να προβεί στην αγορά πριν από την απόκτηση των προνομιακών πληροφοριών. Κίνητρο για την απόκτηση είναι εν προκειμένω όχι η προνομιακή πληροφορία αλλά η προηγουμένως ληφθείσα απόφασή του.²⁵⁰ Ωστόσο, το αποτέλεσμα του ελέγχου *due diligence* επηρεάζει την απόφαση του αγοραστή. Το ΔΕΕ στην απόφαση Spector²⁵¹, προσέφυγε στον σκοπό της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, ο οποίος καθιστά αναγκαίες ορισμένες διαφοροποιήσεις ανάλογα με την υπό εξέταση διαμόρφωση.²⁵² Έτσι, από την απαγόρευση της εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών δεν καταλαμβάνονται οι θετικές πληροφορίες που αποκαλύφθηκαν κατά την

²⁵⁰ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 106 και την εκεί παρατιθέμενη βιβλιογραφία.

²⁵¹ Υπόθεση C-45/08 Spector Photo Group NV και Chris Van Raemdonck κατά Commissie voor her Bank-, Financien Assurantiewezzen (CBFA).

²⁵² Βλ. *Βερβεσό*, Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 321.

διενέργεια ενός ελέγχου *due diligence*, αφού δεν τροποποιούν την ήδη ληφθείσα απόφαση αλλά επιβεβαιώνουν το επιχειρηματικό πλάνο, όσο και οι αρνητικές πληροφορίες, αφού αυτές είτε δεν την επηρεάζουν είτε οδηγούν σε ματαίωσή της, με αποτέλεσμα να μην υφίσταται συναλλαγή στα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι προνομιακές πληροφορίες.^{253,254}

Αντιθέτως, σε περίπτωση που ο αγοραστής πακέτου μετοχών προβεί στην αγορά επιπλέον μετοχών από ό,τι αρχικά προέβλεπε το επιχειρηματικό του σχέδιο, γίνεται δεκτό πως πρόκειται για απαγορευμένη χρήση προνομιακής πληροφόρησης,²⁵⁵ αφού δημιουργείται πληροφοριακή ασυμμετρία η οποία διαταράσσει την ακεραιότητα της αγοράς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτήν.

Ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο *due diligence*

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στα πλαίσια του ελέγχου *due diligence* ανακοινώνει στην εταιρεία που ενδιαφέρεται να προχωρήσει στην εξαγορά ή με την οποία πρόκειται να προβεί σε συγχώνευση διάφορες προνομιακές πληροφορίες. Όμως, το άρθρο 14 (στ. γ') του Κανονισμού 596/2014 απαγορεύει την παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, η οποία υφίσταται όταν ένα πρόσωπο κατέχει προνομιακή πληροφορία και τη γνωστοποιεί σε άλλο.²⁵⁶ Έτσι, εγείρεται το ερώτημα αν αυτή η ανακοίνωση από το διοικητικό συμβούλιο είναι νόμιμη ή αν καταλαμβάνεται από την απαγόρευση.

²⁵³ Μη εφαρμογή των απαγορεύσεων γίνεται δεκτή και στις περιπτώσεις των συναλλαγών “face to face”, όπου τόσο ο πωλητής όσο και ο αγοραστής είναι φορείς της προνομιακής πληροφόρησης, αφού εν προκειμένω δεν υφίσταται η ανάγκη διαφύλαξης της πληροφοριακής ίσης μεταχείρισης των συμβαλλομένων. Βλ. *Assmann* σε *Assmann/Schneider* (Επιμ.), § 14 WpHG, αρ. 28, 42.

²⁵⁴ Βλ. και Κανονισμό 596/2014 αιτιολογική σκέψη 30, εδ. δ' και άρθρο 9 παρ. 4, όπου προβλέπεται ότι το γεγονός και μόνον ότι ένα πρόσωπο κατέχει προνομιακή πληροφορία δεν συνεπάγεται ότι το εν λόγω πρόσωπο έχει χρησιμοποιήσει την εν λόγω πληροφορία και ότι συνεπώς έχει προβεί σε κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας, εφόσον έχει αποκτήσει την προνομιακή πληροφορία στο πλαίσιο μιας δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών ή μιας συγχώνευσης με άλλη εταιρεία και χρησιμοποιεί την εν λόγω πληροφορία αποκλειστικά για την πραγματοποίηση της εν λόγω συγχώνευσης ή δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η τυχόν προνομιακή πληροφορία να έχει δημοσιοποιηθεί ή να έχει άλλως πάψει να αποτελεί προνομιακή πληροφορία κατά τον χρόνο έγκρισης της συγχώνευσης ή της αποδοχής της δημόσιας πρότασης από τους μετόχους της εν λόγω εταιρείας. Περαιτέρω, διευκρινίζεται πως η παράγραφος αυτή δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση απόκτηση εταιρικής συμμετοχής (*stakebuilding*).

²⁵⁵ Βλ. *BaFin*, *Emittentenleitfaden* 2013, III.2.2.1.4.2, σελ. 38.

²⁵⁶ Κανονισμός 596/2014, άρθρο 10, παρ. 1.

Η κρατούσα άποψη δέχεται ότι το διοικητικό συμβούλιο νομίμως ανακοινώνει προνομιακές πληροφορίες, αφού ο αποκτών έχει εύλογο συμφέρον να γνωρίζει τη θέση της εταιρείας, ενώ με την ανακοίνωση δεν επηρεάζεται η εξέλιξη της τιμής σε βάρος των λοιπών μετόχων ούτε ο αγοραστής αποκτά αθέμιτα πλεονεκτήματα σε βάρος των υπολοίπων, αφού συνήθως ο έλεγχος πραγματοποιείται για την υλοποίηση και τον καθορισμό του τιμήματος της συναλλαγής. Σε κάθε περίπτωση όμως το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας πριν προβεί στην ανακοίνωση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη στοιχεία όπως το στάδιο της συναλλαγής, το είδος και την έκταση των ζητούμενων πληροφοριών, καθώς και να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα για την αποτροπή της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών. Διαφορετική μεταχείριση θα πρέπει επίσης να έχει η απόκτηση πλειοψηφικής ή μειοψηφικής συμμετοχής. Έτσι, το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικό στην παραχώρηση της δυνατότητας διενέργειας due diligence στην περίπτωση απόκτησης μειοψηφικού πακέτου.²⁵⁷

Η παραχώρηση της δυνατότητας διενέργειας ελέγχου due diligence ως προνομιακή πληροφορία

Το γεγονός της παραχώρησης της δυνατότητας και της διενέργειας due diligence πριν από μία συγχώνευση ή εξαγορά θα μπορούσε να συνιστά προνομιακή πληροφορία. Μέρος της θεωρίας υποστηρίζει ότι η διεξαγωγή του ελέγχου δεν συνιστά καταρχήν πληροφορία χρήζουσα δημοσιοποίησης. Πρέπει να διακρίνουμε αν το ίδιο το γεγονός αυτό συνιστά προνομιακή πληροφορία (“in its own right”), ανεξάρτητα από την πιθανότητα επέλευσης μελλοντικού σταδίου ή του τελικού σταδίου, αλλά και να εξετάσουμε αν συνιστά (και) προνομιακή πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός.

Η κάθε περίπτωση διεξαγωγής due diligence πρέπει να κρίνεται ξεχωριστά. Ο νομικός έλεγχος της εταιρείας μπορεί να γίνεται σε στάδια (“abgestufte Due Diligence”), ώστε ανάλογα με το σημείο που βρίσκονται οι διαπραγματεύσεις να δίνεται από την εταιρεία πρόσβαση και στις αντίστοιχες πληροφορίες.²⁵⁸ Κάτι τέτοιο συμβαίνει ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που υπάρχουν περισσότεροι του ενός υποψήφιοι αγοραστές, με τον έλεγχο αρχικά να είναι περιορισμένος, ενώ μετά την επιλογή ενός υποψήφιου αγοραστή να προχωρεί σε βάθος. Η διεξαγωγή του ελέγχου δεν σημαίνει απαραίτητα πως θα πραγματοποιηθεί η συναλλαγή, αλλά, ανάλογα με τα αποτελέσματά

²⁵⁷ Βλ. αναλ. Βερβεσό, ό.π., σελ. 323 επ.

²⁵⁸ Βλ. Körber, Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei Paketerwerb und Unternehmenskauf NZG 2002, 263, 270.

του, κρίνεται η τύχη και οι όροι των παραπέρα διαπραγματεύσεων. Τα παραπάνω στοιχεία, όπως το χρονικό σημείο που γίνεται ο έλεγχος και οι συμφωνίες που τον συνοδεύουν (λ.χ. ρήτρα αποκλειστικότητας) θα αποτελούν στοιχεία αξιολόγησης για να κριθεί η δυνατότητα σημαντικού επηρεασμού της τιμής.

Επίσης, θα πρέπει να εξεταστεί αν η διενέργεια due diligence αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία η οποία αφορά μελλοντικό γεγονός. Ως μελλοντικό γεγονός μπορεί να θεωρηθεί ένα επόμενο στάδιο της παρατεταμένης διαδικασίας (λ.χ. η υποβολή δεσμευτικής προσφοράς) ή το τελικό γεγονός (λ.χ. η εξαγορά ή η συγχώνευση). Μόνη η διεξαγωγή του ελέγχου δεν καθιστά απαραίτητα τη συναλλαγή αρκετά πιθανή, αφού μπορεί τα αποτελέσματα αυτού να είναι αρνητικά και έτσι να σταματήσουν οι διαπραγματεύσεις ή να τεθούν νέοι όροι. Έτσι, και εδώ θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι υπόλοιπες περιστάσεις που περιβάλλουν την επιδιωκόμενη συναλλαγή.

Συμπερασματικά, μπορεί να λεχθεί ότι η απάντηση στο ερώτημα αν η παραχώρηση της δυνατότητας και η διεξαγωγή due diligence αποτελεί προνομιακή πληροφορία κρίνεται ανά περίπτωση. Για το λόγο αυτό οι εκδότες θα πρέπει να λαμβάνουν απόφαση περί αναβολής δημοσιοποίησης της πληροφορίας και να λαμβάνουν όλα τα προσήκοντα μέτρα ώστε να αποτρέπουν τυχόν ευθύνη τους.

Ο επιτυχής έλεγχος due diligence ως προνομιακή πληροφορία

Με την ολοκλήρωση του ελέγχου due diligence οι ενδιαφερόμενοι γνωρίζουν πλέον τους κυριότερους κινδύνους της συναλλαγής και διάφορα στοιχεία της υπό έλεγχο εταιρείας. Εάν ο έλεγχος είναι θετικός, η επιδιωκόμενη συναλλαγή είναι πλέον πιθανή με αποτέλεσμα να υφίσταται συχνά συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός (την πραγματοποίηση της συναλλαγής), ιδιαίτερα αν έχει υπάρξει συμφωνία και σε βασικά σημεία της επιδιωκόμενης συναλλαγής. Ο επιτυχής έλεγχος due diligence δύναται, επίσης, να αποτελεί και αυτοτελώς ως γεγονός που έχει επέλθει συγκεκριμένη πληροφορία που αξιολογεί ο επενδυτής ως σημαντική για τη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.²⁵⁹ Ο εκδότης, συνεπώς, σε αυτό το στάδιο της διαδικασίας, εάν δεν το έχει πράξει ήδη, μπορεί να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης κατά τα προβλεπόμενα στην παρ. 4 του άρθρου 17 του Κανονισμού 596/2014.

²⁵⁹ Βλ. *Buck – Heeb*, ό.π., σελ. 97.

4.2.3 Περαιτέρω διαπραγματεύσεις και υπογραφή σύμβασης

Σε περίπτωση που οι διαπραγματεύσεις έχουν προχωρήσει τόσο ώστε τα μέρη να έχουν συμφωνήσει στα ουσιώδη σημεία της συναλλαγής (όπως λ.χ. σχετικά με το αντικείμενο αυτής, την τιμή, τις εγγυήσεις) θα υφίσταται κατά κανόνα προνομιακή πληροφορία.²⁶⁰ Ειδικότερα, οι διαπραγματεύσεις στα βασικά σημεία θα αποτελούν ως γεγονός αποσυνδεδεμένο από το τελικό γεγονός (“historical fact”) συγκεκριμένη πληροφορία που λαμβάνει υπόψη ο επενδυτής για τη λήψη επενδυτικής απόφασης, ενώ, επίσης, θα αποτελούν και συγκεκριμένη πληροφορία που αναφέρεται σε μελλοντικό γεγονός, αφού πλέον η πραγματοποίηση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης είναι πολύ πιθανή.²⁶¹ Στις περιπτώσεις αυτές, συνεπώς, ο εκδότης, εάν δεν το έχει πράξει ήδη, πρέπει να κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης. Αν είχε αναβάλει νομίμως τη δημοσιοποίηση σε ένα προγενέστερο στάδιο της διαδικασίας και ουσιώδη σημεία της υπό διαπραγμάτευση συμφωνίας έχουν στο μεταξύ τροποποιηθεί, πρέπει να λάβει νέα απόφαση για αναβολή, αφού θα υφίσταται νέα προνομιακή πληροφορία.

Όταν οι διαπραγματεύσεις έχουν επιτυχή έκβαση, στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων, αλλά και των εξαγορών του άρθρου 79 του ΚΝ 2190/1920, όπως είδαμε,²⁶² προβλέπεται η κατάρτιση σχεδίου σύμβασης από τα διοικητικά συμβούλια των συγχωνευόμενων εταιρειών.

Το γεγονός της κατάρτισης σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία. Ένας επενδυτής, δηλαδή, μπορεί σε αυτό το σημείο να εξαγάγει συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση που θα έχει η συγχώνευση, βάσει και των όρων που προέκυψαν από τη διαπραγμάτευση, στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων. Επίσης, πλέον η συγχώνευση είναι πολύ πιθανή, με αποτέλεσμα το σχέδιο σύμβασης να αποτελεί και συγκεκριμένη πληροφορία που αφορά μελλοντικό γεγονός, δηλαδή τη συγχώνευση. Βέβαια, η συγχώνευση μπορεί τελικά να μην επιτευχθεί, αφού δύναται η γενική συνέλευση των εταιρειών να μην εγκρίνει το σχέδιο ή η Επιτροπή Ανταγωνισμού να μην εγκρίνει την επιδιωκόμενη συγκέντρωση. Κατά κανόνα, περαιτέρω, θα γίνεται δεκτή η δυνατότητα σημαντικού επηρεασμού της τιμής. Τα παραπάνω θα πρέπει να γίνουν αναλόγως δεκτά και στην περίπτωση υπογραφής μιας σύμβασης πωλήσεως πλειοψηφικού πακέτου μετοχών.

Ο εκδότης πρέπει να δημοσιοποιήσει τις πληροφορίες αυτές, ενώ δεν μπορεί να αναβάλει τη δημοσιοποίηση κατ' άρθρο 17 παρ. 4 του Κανονισμού 596/2014, αφού δεν συντρέχει πλέον η

²⁶⁰ Βλ. ΔιοικΠρωτΧαν 2001, ΔΕΕ 2003, 652, η οποία αφορά επικείμενη συγχώνευση.

²⁶¹ *Kalss – Hasenauer*, ό.π., σελ. 310.

²⁶² Βλ. παραπ. υπό 1.3.

προϋπόθεση της πιθανότητας βλάβης των νόμιμων συμφερόντων του από τη δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας. Σε αυτό το στάδιο οι διαπραγματεύσεις ανάμεσα στα μέρη έχουν ολοκληρωθεί και δεν υπάρχει ο κίνδυνος αυτές να επηρεαστούν από τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας. Επίσης, ούτε η πιθανή ανάγκη έγκρισης της συναλλαγής από εποπτικές αρχές μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω αναβολή δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας.²⁶³

Ολοκλήρωση της συναλλαγής (closing)

Μετά την υπογραφή της σύμβασης (“signing”), εφόσον η εκπλήρωσή της πραγματοποιείται κατά τα συμφωνηθέντα (“closing”), δεν δημιουργείται κατά κανόνα υποχρέωση δημοσιοποίησης νέας πληροφορίας.²⁶⁴ Ωστόσο, σε περίπτωση απρόβλεπτων περιστάσεων, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε ανατροπή ή τροποποίηση των όρων της σύμβασης, ο εκδότης πρέπει να προβεί στη δημοσιοποίηση αυτής της νέας προνομιακής πληροφορίας, ενώ αν αναμένεται απόφαση περί έγκρισης ή μη της συναλλαγής από εποπτική αρχή (λ.χ. από την Αρχή Ανταγωνισμού) πρέπει να δημοσιοποιεί την απόφαση αυτή.

4.2.4 Προνομιακές πληροφορίες στις δημόσιες προτάσεις

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα στάδια που προηγούνται της υποβολής μιας δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών. Σύμφωνα με το άρθρο 10 του Ν. 3461/2006, το πρόσωπο που έχει αποφασίσει τη διενέργεια δημόσιας πρότασης ή υποχρεούται να υποβάλει δημόσια πρόταση, πριν προβεί σε οποιαδήποτε σχετική ανακοίνωση προς το κοινό, ενημερώνει εγγράφως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας υποβάλλοντας ταυτόχρονα πληροφοριακό δελτίο, ενώ την επόμενη ημέρα ανακοινώνει τη δημόσια πρόταση. Η απόφαση αυτή περί διενέργειας δημόσιας πρότασης αποτελεί προνομιακή πληροφορία σύμφωνα με το άρθρο 7 του Κανονισμού 596/2014, γεννώντας έτσι υποχρέωση δημοσιοποίησης της πληροφορίας αυτής. Όπως είδαμε, η τήρηση των προϋποθέσεων διάχυσης της πληροφορίας του άρθρου 10 Ν. 3461/2006 υπερισχύει της υποχρέωσης που προκύπτει από το άρθρο 17 του Κανονισμού 596/2014.²⁶⁵ Όμως, η ερμηνεία αυτή πρέπει να είναι στενή. Μέχρι και την οριστική απόφαση περί υποβολής δημόσιας πρότασης προηγείται ένα πλήθος πληροφοριών, οι οποίες αν

²⁶³ Harbarth, ό.π., σελ. 1900 και Kalss/Hasenauer, ό.π., σελ. 310.

²⁶⁴ Ibid.

²⁶⁵ Βλ. παραπ. υπό 3.2.

είναι προνομιακές πρέπει να δημοσιοποιηθούν, εκτός και αν ο εκδότης κάνει χρήση της δυνατότητας αναβολής.

Τόσο η εισηγμένη εταιρεία η οποία προτίθεται να υποβάλει δημόσια πρόταση όσο και η εταιρεία στόχος πρέπει να συμμορφώνονται με τις υποχρεώσεις που πηγάζουν από το Ν. 3461/2006 και το ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς. Οι ρυθμίσεις του Ν. 3461/2006 ενεργοποιούνται με τη λήψη της οριστικής απόφασης περί διενέργειας δημόσιας πρότασης, ενώ οι υποχρεώσεις από τον Κανονισμό 596/2014 σε ένα προγενέστερο χρονικό σημείο.²⁶⁶ Επίσης, πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ φιλικής και εχθρικής δημόσιας πρότασης. Στην περίπτωση της φιλικής δημόσιας πρότασης ο προτείνων οφείλει από το χρονικό σημείο των πρώτων σκέψεων για την υποβολή της ή της απόφασής του για λήψη μέτρων που θα καταστήσουν την πρόταση υποχρεωτική να λαμβάνει υπόψη του τις διατάξεις για την κατάχρηση της αγοράς. Στο χρονικό διάστημα δηλαδή της προετοιμασίας της πρότασης (“Planungsphase”) όπου λαμβάνουν χώρα οι διαπραγματεύσεις μπορεί να δημιουργηθούν προνομιακές πληροφορίες. Επιπλέον, το ίδιο θα ισχύει και για το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου, αφού κατά κανόνα πληροφορείται πριν από το επενδυτικό κοινό περί του σχεδιασμού της και συνεργάζεται για το σκοπό αυτό. Σε περίπτωση εχθρικής δημόσιας πρότασης όσον αφορά τον προτείνοντα ισχύουν οι υποχρεώσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω. Αντίθετα, η εταιρεία στόχος δεν θα έχει κατά κανόνα κάποια αντίστοιχη υποχρέωση τήρησης των ρυθμίσεων του Κανονισμού 596/2014 κατά την προετοιμασία αυτή, αφού τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της συχνά πληροφορούνται για τη δημόσια πρόταση με την υποβολή της.

Στη διάρκεια αυτή των διαπραγματεύσεων πριν από την υποβολή ισχύει σε γενικές γραμμές ό,τι αναφέρθηκε για τα συνήθη στάδια που προηγούνται μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Έτσι, η υπογραφή επιστολής προθέσεων ή διεξαγωγή due diligence μπορεί να αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες, ενώ, γενικά, όσο περισσότερο έχουν προχωρήσει οι διαπραγματεύσεις τόσο πιθανότερο είναι να υφίσταται προνομιακή πληροφορία.²⁶⁷ Οι εκδότες μπορούν να κάνουν χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης ώστε να μην τεθεί σε κίνδυνο η πορεία των διαπραγματεύσεων.

Η εταιρεία στόχος έχει επίσης υποχρέωση δημοσιοποίησης, ενώ μπορεί και αυτή να χρησιμοποιήσει τη δυνατότητα αναβολής για τις προνομιακές πληροφορίες που την αφορούν άμεσα, εν προκειμένω για την πληροφορία περί του σχεδιασμού της υποβολής της πρότασης

²⁶⁶ Βλ. *Wackerbarth*, Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots, Münchener Kommentar zum AktG, 3η έκδοση, 2011, σελ. 347 επ.

²⁶⁷ Βλ. *Hopt* σε Schimansky/Bunte/Lwowsky (Επιμ.), Bankrechts – Handbuch, 4η έκδοση, 2011, § 107, αρ. 92.

αυτής. Σε περίπτωση που το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας αυτής δεν επιθυμεί να συνεχίσει τις διαπραγματεύσεις επειδή κρίνει πως η πρόταση αυτή δεν είναι συμφέρουσα για την εταιρεία, αλλά, από την άλλη, η ενδιαφερόμενη εταιρεία δεν επιθυμεί να εγκαταλείψει τα σχέδιά της, η επιδιωκόμενη πρόταση αποκτά εχθρικό χαρακτήρα. Σε αυτήν την περίπτωση το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στόχου μπορεί να καταστήσει δυσχερή την επιδιωκόμενη εξαγορά αν προβεί σε δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας περί διεξαγωγής διαπραγματεύσεων για υποβολή δημόσιας πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 1 του Κανονισμού 596/2014. Έτσι, λόγω της δημοσιοποίησης της πληροφορίας ο ενδιαφερόμενος για την απόκτηση ελέγχου θα αναγκαστεί να επανεξετάσει την πρόθεσή του εξαιτίας της απαιτούμενης προσφοράς, λόγω της ανόδου της μετοχής της εταιρείας στόχου, υψηλότερου ανταλλάγματος από το αρχικά σχεδιαζόμενο. Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακής πληροφορίας προσφέρεται δηλαδή ως μέσο άμυνας.²⁶⁸

4.3 Η αντιμετώπιση του ζητήματος από την ελληνική νομολογία

Οι διαπραγματεύσεις για την επίτευξη οργανωτικών συμπράξεων έχουν απασχολήσει την ελληνική νομολογία. Ειδικότερα, έχει τεθεί το ζήτημα του χρονικού σημείου ενεργοποίησης της υποχρέωσης δημοσιοποίησης προνομιακής πληροφορίας σε παρατεταμένες διαδικασίες χωρίς όμως να έχει δοθεί ενιαία απάντηση. Παρακάτω, θα αναφερθούμε σε δύο ελληνικές αποφάσεις που εκδόθηκαν μετά την απόφαση του ΔΕΕ επί της διαφοράς M. Geltl κατά Daimler AG και οι οποίες δίνουν χρήσιμες πληροφορίες για τον τρόπο αντιμετώπισης των επιμέρους σταδίων αυτών των διαδικασιών.²⁶⁹

4.3.1 Η απόφαση 60/2014 του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών

Ενδιαφέρον για την όλη προβληματική των σταδίων παρουσιάζει η στάση που κράτησε το Διοικητικό Εφετείο Αθηνών²⁷⁰ σε υπόθεση που αφορούσε την έναρξη, διεξαγωγή αλλά μη ολοκλήρωση διαπραγματεύσεων για υπογραφή επιχειρηματικής συμφωνίας μεταξύ ενός μεγάλου

²⁶⁸ Brandi – Süßmann, AG 2004, 654.

²⁶⁹ Βλ. Μποτόπουλο, Η χρήση προνομιακής πληροφορίας ως ειδικής μορφής σύγκρουσης συμφερόντων, σε Αναμνηστικό Τόμο Λεωνίδα Γεωργακόπουλου, τόμος II, σελ. 614 επ.

²⁷⁰ Βλ. ΔιοικΕφΑθ 60/2014, ΝΟΜΟΣ.

ελληνικού και αλλοδαπού ομίλου με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας ισχυρότερης εταιρείας με συγχώνευση εταιρειών των δύο ομίλων.

Πραγματικά περιστατικά

Οι δύο εταιρείες που ήθελαν να προχωρήσουν σε συνεργασία στον τομέα της ενέργειας, μετά τις πρώτες επαφές και συζητήσεις προέβησαν σε ουσιαστικότερες διαπραγματεύσεις, οι οποίες είχαν ως αποτέλεσμα την υπογραφή μνημονίου συνεργασίας (Memorandum of Understanding), όπου καθόριζαν τις γενικές αρχές της συνεργασίας, συμπεριλαμβανομένων των γενικών αρχών διακυβέρνησης, την ίδρυση, λειτουργία και διοίκηση μιας νέας εταιρείας, το χρονοδιάγραμμα για την υπογραφή της οριστικής συμφωνίας, ενώ στη συμφωνία αυτή περιλαμβάνονταν ρήτρες αποκλειστικότητας και εμπιστευτικότητας. Μετά δύο μήνες από την υπογραφή του μνημονίου ακολούθησε η υπογραφή τελικής συμφωνίας για την πλήρωση όρων του μνημονίου (Final Agreement on MoU Conditions), όπου και ορίστηκε η αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού έλαβε υπόψη το περιεχόμενο του μνημονίου, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι διαπραγματεύσεις της ελληνικής εταιρείας για τη συνεργασία με την αλλοδαπή, οι οποίες οδήγησαν στην υπογραφή του μνημονίου, αποτελούν προνομιακή πληροφορία. Επίσης, θεώρησε ότι προνομιακή πληροφορία συνιστούν και οι διαπραγματεύσεις για την υπογραφή της τελικής συμφωνίας για την πλήρωση ορισμένων όρων του μνημονίου και έτσι επέβαλε πρόστιμο για την κάθε παράβαση.

Η απόφαση του δικαστηρίου

Το Διοικητικό Εφετείο Αθηνών, μετά την προσφυγή της εταιρείας κατά της παραπάνω απόφασης, έκρινε, σε συμφωνία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ότι τόσο οι διαπραγματεύσεις που οδήγησαν στην υπογραφή του μνημονίου όσο και αυτές που οδήγησαν στην υπογραφή της τελικής συμφωνίας για τους όρους του μνημονίου, συμφωνίες που είχαν μάλιστα σύμφωνα με το περιεχόμενό τους δεσμευτικό χαρακτήρα, αποτελούσαν αυτοτελή επιμέρους στάδια της όλης διαδικασίας με συγκεκριμένο χαρακτήρα. Επίσης, σύμφωνα με το δικαστήριο, πρόκειται για πληροφορίες τις οποίες ένας συνετός επενδυτής οπωσδήποτε θα αξιολογούσε ως ουσιώδεις κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων. Αιτιολογώντας τη θέση του ανέφερε ότι το γεγονός της διεξαγωγής διαπραγματεύσεων για τη σύναψη συμφωνίας με τη συγκεκριμένη αλλοδαπή εταιρεία, που αφορούν την επέκταση της δραστηριότητας της προσφεύγουσας, οι οποίες έχουν προχωρήσει σε συγκεκριμένο στάδιο και έχουν καταλήξει σε υπογραφή επιμέρους συμφωνιών με

συγκεκριμένες δεσμεύσεις, επιτρέπει σε κάθε συνετό επενδυτή να διαμορφώσει με βάση τα διδάγματα της κοινής πείρας προσδοκίες και εκτιμήσεις για την περαιτέρω πορεία της εταιρείας, ώστε να επηρεάσει την επενδυτική του συμπεριφορά σε σχέση με τη μετοχή αυτή.

Μάλιστα, πρόσθεσε πως η εταιρεία όφειλε να δημοσιοποιήσει αυτές τις προνομιακές πληροφορίες ανεξάρτητα από την τελική έκβαση των διαπραγματεύσεων, ενώ η ύπαρξη συμφωνίας εμπιστευτικότητας μεταξύ των μερών δεν μπορούσε να άρει την υποχρέωση αυτή. Τέλος, σύμφωνα με το δικαστήριο, εφόσον τα επιμέρους στάδια έχουν αυτοτέλεια, όπως εν προκειμένω, η παράβαση της υποχρέωσης δημοσιοποίησης για καθένα από αυτά γεννά και αυτοτελή κύρωση.

Η ανωτέρω απόφαση που δέχεται τη δυνατότητα γένεσης προνομιακών πληροφοριών κατά την εξέλιξη παρατεταμένης διαδικασίας, εναρμονίζεται πλήρως με τη νομολογία του ΔΕΕ επί της διαφοράς M. Gelll κατά Daimler AG, καθώς και με το άρθρο 7 του Κανονισμού 596/2014. Οι διαπραγματεύσεις μπορεί να δημιουργούν περισσότερες από μία συγκεκριμένες πληροφορίες ανάλογα με το στάδιο στο οποίο βρίσκονται και τις επιμέρους συμφωνίες που έχουν συνάψει τα μέρη.²⁷¹ Στοιχεία όπως το σημείο των διαπραγματεύσεων, η υπογραφή επιμέρους δεσμευτικών συμφωνιών και συμφωνιών εμπιστευτικότητας και αποκλειστικότητας, καθώς και το αντικείμενο της συναλλαγής (όπως εν προκειμένω η επέκταση της δραστηριότητας της προσφεύγουσας στον ενεργειακό τομέα), αποτελούν, σύμφωνα με το δικαστήριο, ουσιώδη στοιχεία τα οποία λαμβάνει υπόψη ένας συνετός επενδυτής.

4.3.2 Η μεταχείριση των σταδίων παρατεταμένης διαδικασίας από το ΣτΕ

Το Συμβούλιο της Επικρατείας, στην υπ. αριθ. 317/2014²⁷², ασχολήθηκε με υπόθεση που αφορούσε την εξαγορά αλλοδαπής τράπεζας από ελληνική. Και σε αυτήν την υπόθεση τέθηκε το ζήτημα του τρόπου μεταχείρισης των σταδίων μιας παρατεταμένης διαδικασίας, αλλά, όπως θα δούμε, το ΣτΕ κράτησε διαφοροποιημένη, σε κάποιο βαθμό, στάση.

²⁷¹ Βλ. ΔιοικΕφΑθ 60/2014, ό.π. σκέψη 5. Η προσφεύγουσα είχε ισχυρισθεί πως οι διαπραγματεύσεις αφορούν την ίδια ιστορική και νομική αιτία (το ενιαίο γεγονός των διαπραγματεύσεων), με αποτέλεσμα να υφίσταται μία μόνο παράβαση.

²⁷² Δημοσιευμένη στη ΝΟΜΟΣ.

Πραγματικά περιστατικά και ισχυρισμοί

Στην υπό κρίση περίπτωση, η ελληνική τράπεζα υπέβαλε μη δεσμευτική προσφορά για εξαγορά της αλλοδαπής, ενώ ύστερα από σύντομο χρονικό διάστημα ακολούθησε και δεσμευτική προσφορά. Στο διάστημα αυτό είχαν παράλληλα κυκλοφορήσει δημοσιεύματα στον τύπο στα οποία όμως δεν έλαβε θέση η εν λόγω εταιρεία, επικαλούμενη σε απαντητική επιστολή προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πως δεν συντρέχει περίπτωση ύπαρξης προνομιακών πληροφοριών και έτσι υποχρέωσης δημοσιοποίησης. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όμως, δεχόμενη πως η υποβολή μη δεσμευτικής προσφοράς αλλά και η υποβολή δεσμευτικής προσφοράς αποτελούν προνομιακές πληροφορίες, επέβαλε τελικά πρόστιμα για τη μη δημοσιοποίηση των πληροφοριών.

Με την προσφυγή που άσκησε η εν λόγω εταιρεία σχετικά με την πρώτη παράβαση που της καταλογίστηκε, ισχυρίστηκε, μεταξύ άλλων, πως η υποβολή της μη δεσμευτικής προσφοράς ήταν ενταγμένη στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων για ενδεχόμενη υποβολή αργότερα δεσμευτικής προσφοράς χωρίς μάλιστα να έχουν προσδιοριστεί ακόμα στοιχεία όπως το προσφερόμενο τίμημα ή οι βασικοί όροι και προϋποθέσεις και χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί *due diligence* της εταιρείας στόχου ή να έχει διερευνηθεί η δυνατότητα λήψης των αναγκαίων εγκρίσεων από τις εποπτικές αρχές. Έτσι, σύμφωνα με την άποψή της, δεν μπορούσε να συναχθεί συμπέρασμα σχετικά με την επίπτωση της εξαγοράς στην τιμή της μετοχής της εταιρείας, εφόσον δεν ήταν γνωστά τα παραπάνω στοιχεία. Η εταιρεία λοιπόν αμφισβήτησε τον συγκεκριμένο χαρακτήρα της πληροφορίας αυτής. Το Διοικητικό Εφετείο Αθηνών,²⁷³ απορρίπτοντας τους ισχυρισμούς της, έκρινε πως η υποβολή μη δεσμευτικής προσφοράς αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία, αφού επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής λόγω της αναμενόμενης, σε περίπτωση θετικής εκβάσεως των διαπραγματεύσεων, σημαντικής αύξησής του μεγέθους της και της συμμετοχής της σε νέα, αναπτυσσόμενη αγορά.

Όσον αφορά τη δεύτερη παράβαση που καταλογίστηκε στην εταιρεία, σχετικά δηλαδή με τη μη δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας περί υποβολής δεσμευτικής προσφοράς για την εξαγορά της αλλοδαπής τράπεζας, η εταιρεία αμφισβήτησε και σε αυτήν την περίπτωση τον συγκεκριμένο χαρακτήρα της πληροφορίας. Ειδικότερα, υποστήριξε πως δεν ήταν τελική προσφορά, καθώς μετά από αυτήν ακολούθησαν διαπραγματεύσεις (όπως σχετικά με την εξασφάλιση έναντι επισφαλών δανείων), ώστε να μην μπορούν να συναχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πιθανή επίπτωση στην τιμή της μετοχής πριν τουλάχιστον πραγματοποιηθεί η εξαγορά. Το Διοικητικό Εφετείο έκρινε όμως και σε αυτήν την περίπτωση πως υφίσταται η

²⁷³ ΔιοικΕφΑθ 2883/2008, αδημοσίευτη.

προϋπόθεση του συγκεκριμένου της πληροφορίας, χωρίς να είναι αναγκαίο να έχουν διευκρινισθεί τα παραπάνω στοιχεία.

Η κρίση του ΣτΕ

Το Συμβούλιο της Επικρατείας υιοθέτησε διαφορετική άποψη από αυτή του Διοικητικού Εφετείου. Ως προς την υποβολή μη δεσμευτικής προσφοράς, έκρινε ότι οι ειδικότερες λεπτομέρειες της εξαγοράς όπως το τίμημα και οι βασικοί όροι χρηματοδότησης, οι οποίες δεν είχαν καθορισθεί, ήταν ουσιώδεις για τη συναγωγή συμπεράσματος ως προς την επίπτωση, θετική ή αρνητική, στην τιμή της μετοχής και ότι δεν αρκούσε η γνώση απλώς της επωνυμίας της υπό εξαγορά εταιρείας. Έτσι, το γεγονός της απλής υποβολής μη δεσμευτικής προσφοράς χωρίς να έχουν διευκρινισθεί τα παραπάνω στοιχεία δεν αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία. Ακολούθως, και ως προς την υποβολή δεσμευτικής προσφοράς, το δικαστήριο δέχθηκε ότι ούτε το γεγονός αυτό επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων για την επίπτωση στην τιμή της μετοχής, αφού μετά από την υποβολή της συνεχίστηκαν οι διαπραγματεύσεις για την οριστικοποίηση σημαντικών όρων της εξαγοράς. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει όμως και η αναφορά που έκανε το δικαστήριο ως προς την πιθανότητα επελεύσεως της μελλοντικής εξαγοράς. Συγκεκριμένα, ανέφερε πως η κρίση του Εφετείου περί αναμενόμενης, σε περίπτωση θετικής έκβασης των διαπραγματεύσεων, σημαντικής αύξησης του μεγέθους της αιτούσης «είναι υποθετική ως στηριζόμενη στην άδηλη, κατά το χρόνο της εν λόγω προσφοράς, εκδοχή της θετικής εκβάσεως των διαπραγματεύσεων».

Το Συμβούλιο της Επικρατείας στην παραπάνω απόφαση καταλήγει στο συμπέρασμα της έλλειψης συγκεκριμένης πληροφορίας λαμβάνοντας υπόψη στοιχεία τα οποία αποτελούν μέρος της εξέλιξης των διαπραγματεύσεων και συνδέονται με την επέλευση του τελικού γεγονότος, δηλαδή την οριστικοποίηση της εξαγοράς.²⁷⁴ Το δικαστήριο αποδέχεται έτσι τη δυνατότητα των επιμέρους σταδίων μιας σύνθετης διαδικασίας να αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες. Όμως, σε σχέση με το Διοικητικό Εφετείο, θέτει πολύ αυστηρές προϋποθέσεις για την προϋπόθεση του συγκεκριμένου της πληροφορίας και ιδίως για το στοιχείο της συναγωγής συμπεράσματος ως προς την επίπτωση στην τιμή,²⁷⁵ αφού απαιτεί οι διαπραγματεύσεις να βρίσκονται σε πολύ προχωρημένο σημείο και να έχουν διευκρινισθεί τα σπουδαιότερα σημεία της συναλλαγής.

²⁷⁴ Βλ. *Αυγητίδη*, ό.π. σελ. 352 – 353.

²⁷⁵ Βλ. και *Μποτόπουλο*, ό.π., σελ. 617, όπου αναφέρεται πως το ΣτΕ αμφισβητεί τη «θεωρία των σταδίων» του ΔΕΕ, αφού, αν χρειαζόταν να φτάσουμε στο τέλος, δηλαδή την πραγματοποίηση της αγοράς, δεν μπορούμε να μιλάμε για αυτοτέλεια των σταδίων.

Επιπλέον, όσον αφορά την ερμηνεία του «ευλόγου» της πιθανότητας επέλευσης μελλοντικού γεγονότος (εδώ τη θετική έκβαση των διαπραγματεύσεων), το Συμβούλιο της Επικρατείας, απαιτώντας να αποδειχθούν όλα τα παραπάνω στοιχεία, φαίνεται να προκρίνει την υψηλή πιθανότητα επέλευσης του μελλοντικού γεγονότος. Όμως, όπως είδαμε, τα μελλοντικά γεγονότα συνδέονται εγγενώς με κάποιο βαθμό αμφιβολίας. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε και ο δικαστής της Ευρωπαϊκής Ένωσης απαιτεί η επέλευσή τους να αποδεικνύεται, βάσει συνολικής εκτιμήσεως των διαθέσιμων στοιχείων, «ρεαλιστική».²⁷⁶

²⁷⁶ Βλ. Μποτόπουλο, ό.π., σελ. 617 – 618.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την ανάπτυξη που προηγήθηκε κατέστη σαφές ότι κατά την πραγματοποίηση μιας σύνθετης εταιρικής πράξης μπορεί να δημιουργηθούν περισσότερες από μία προνομιακές πληροφορίες, αν πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται στο άρθρο 7 του Κανονισμού 596/2014. Σημαντικό είναι πως δεν υφίσταται αλληλεξάρτηση των προϋποθέσεων αυτών, αλλά καθεμία εξετάζεται χωριστά.

Προκειμένου η πληροφορία να είναι συγκεκριμένη ελέγχεται, από τη μία, αν αυτή αφορά το τελικό στάδιο ή ένα μελλοντικό στάδιο της σύνθετης εταιρικής πράξης, η επέλευση των οποίων πρέπει «ευλόγως να αναμένεται». Ένας χαμηλός βαθμός πιθανότητας επέλευσης των μελλοντικών σταδίων δεν μπορεί να αντισταθμιστεί από έναν υψηλό αντίκτυπο που θα είχαν αυτά στην αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων. Από την άλλη, εξετάζεται αν το ενδιάμεσο στάδιο, αποσυνδεδεμένο από την πιθανότητα επέλευσης του τελικού σταδίου ή μελλοντικού σταδίου, αποτελεί και αυτό πληροφορία με συγκεκριμένο χαρακτήρα, υποκείμενο έτσι αυτοτελώς σε δημοσιοποίηση.

Έπειτα, ακολουθεί ο έλεγχος των υπόλοιπων προϋποθέσεων και ιδίως της δυνατότητας σημαντικού επηρεασμού της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου βάσει της αξιολόγησης στην οποία προβαίνει ένας συνετός επενδυτής. Το ενδιάμεσο στάδιο μπορεί μεν όπως είδαμε να αποτελεί αυτοτελώς συγκεκριμένη πληροφορία, θα πρέπει όμως να γίνει δεκτό ότι κατά την αξιολόγηση αυτή λαμβάνεται υπόψη και η πιθανότητα επέλευσης του τελικού σταδίου.

Παρά τη δυνατότητα αυτή των σταδίων μιας παρατεταμένης διαδικασίας να αποτελούν προνομιακές πληροφορίες και παρά τις κατευθύνσεις που δίνει η νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η ανίχνευση των προνομιακών πληροφοριών στις διαδικασίες αυτές παραμένει ένα ζήτημα που δεν αντιμετωπίζεται ενιαία από τα δικαστήρια και τις αρχές των κρατών μελών.

Στην Ελλάδα αναγνωρίζεται από τη νομολογία ο προνομιακός χαρακτήρας πληροφοριών κατά την εξέλιξη μακρόχρονων διαδικασιών, υπάρχει όμως διαφοροποίηση ως προς το χρονικό σημείο δημιουργίας των πληροφοριών αυτών. Έτσι, ενώ κάποιες αποφάσεις είναι πιο ελαστικές στην αποδοχή προνομιακών πληροφοριών στις διαδικασίες αυτές, το Συμβούλιο της Επικρατείας στην πρόσφατη απόφασή του υπ. αριθ. 317/2014 θέτει αυστηρές προϋποθέσεις.

Λόγω της δυσχέρειας στον εντοπισμό των προνομιακών πληροφοριών κατά την πραγματοποίηση σύνθετων επιχειρηματικών σχεδίων και τη μη σταθερή αντιμετώπιση του ζητήματος βάσει του νέου ρυθμιστικού πλαισίου, οι εκδότες, προκειμένου να προστατεύσουν τα

νόμιμα συμφέροντά τους και να αποφύγουν τυχόν ευθύνη τους, μπορούν να κάνουν χρήση της δυνατότητας αναβολής δημοσιοποίησης της πληροφορίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αντωνόπουλος, Β. (2011), *Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών*, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Αυγητίδης, Δ. (2014), *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Βερβεσός, Ν. (2011), Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, εις Μαρίνο Μ. Θ., *Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού δικαίου και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς*, Εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας, σελ. 328 – 356.
- ο ίδιος (2016), *Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Γεωργακόπουλος, Λ. (2002), *Χρηματιστήριο – Επίκαιρες Κριτικές Αναλύσεις*, Εκδόσεις Σάκκουλα.
- Γεωργακόπουλος Λ. – Γεωργακόπουλος Ν. (1999), Η δημιουργία τεχνητής ζήτησης στο χρηματιστήριο ως κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και λόγος ευθύνης κατά το Π.Δ. 53/92, *Νομικό Βήμα*, σελ. 1381 επ.
- Γεωργιάδης, Α. και Λιακόπουλος, Θ. (1993), Η επιστολή προθέσεων, *Νομικό Βήμα*, σελ. 209 – 223.
- Ζέκος, Γ. (2002), Ο ρόλος της οικονομίας στην κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*, σελ. 34 – 42.
- Κινινή, Έ. (2012), Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς- σκέψεις με αφορμή την από 28.6.2012 υποθ. C-19/11 Markus Gelll vs. Daimler AG, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 758-770.
- Κατσάς, Θ. (2011), Η αλληλεπίδραση μεταξύ του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση κτήσης ιδίων μετοχών από ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, εις Μαρίνο Μ. Θ., *Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς*, Εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας, σ. 357 – 437.
- Κουλορίδας, Α. (2009), Η δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά το ν.3340/2005, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 942-957.
- Κουλουριανός, Θ. (2013), Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων, *Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου*, σελ. 249 – 257.

- Λαδάς, Π. (2009), *Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου II*, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
 - Λιβαδά, Χ. (2007). Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, στο *Κοινοτικό και Εμπορικό Δίκαιο*, 16^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 423 – 448 = *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο 2/2007*, σελ. 206 – 217.
 - Μιχαλόπουλος, Γ. (2004), Εμπιστευτικές πληροφορίες, εις Περάκη Ευ., *Δίκαιο ΑΕ*, τεύχος 2B, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 410 επ.
 - Μποτόπουλος, Κ. (2016), Η χρήση προνομιακής πληροφορίας ως ειδικής μορφής σύγκρουσης συμφερόντων, εις *Αναμνηστικό Τόμο Λεωνίδα Γεωργακόπουλου*, τόμος II, σελ. 609 – 620.
 - Παγώνη, Σ. (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς*, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
 - Παπαδιαμάντης, Κ. (2010), Συμβάσεις Εμπορικής Συνεργασίας, εις Παμπούκη, Χ., *Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών*, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 594 – 626.
 - Παπαδόπουλος, Θ. Γρ., (2012), Η Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς και η έννοια της «εμπιστευτικής πληροφορίας», *Ελληνική Επιθεώρηση Ευρωπαϊκού Δικαίου*, τόμος 32, τεύχη 2 – 3/2012, σελ. 257 – 264.
 - Σωτηρόπουλος, Γ. (2008), Το «δικαίωμα» διενέργειας due diligence του υποψήφιου αγοραστή μετοχών, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ. 214 – 231.
 - Τουντόπουλος, Β. (2015), *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς*, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- ο ίδιος (2000), Το Scalping ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992. Παρατηρήσεις σχετικά με την απόφαση Prior του LG Frankfurt, Απόφαση Ν 9.11. 1999, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*, Τεύχος 12/2000, σελ. 1206 – 1215.

II. ΞΕΝΗ

- Andrade, G. και Mitchell, M. και Stafford, E. (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, Number 2, σελ. 103 – 120.
- Assmann, H. - D. (2006), § 13, εις Assmann/Schneider, Kommentar zum WpHG, 4η έκδοση, αρ. 26 επ.
- BaFin (2013, 2009, 2005), *Emittentenleitfaden*.
η ίδια, Jahresbericht 2015.
- Bingel, A. (2012), Die “Insiderinformation” in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH – Rechtsprechung für M&A – Transaktionen, *Die Aktiengesellschaft*, σελ. 685 – 700.
- Borsa Italiana (2002), *Guide to the Disclosure of Information to the Market*.
- Buck – Heeb, P. (2016), *Kapitalmarktrecht*, 8η έκδοση, C.F. Müller, Heidelberg.
- Claussen, C. – Florian, U. (2005), Der Emittentenleitfaden, *Die Aktiengesellschaft*, σελ. 745 – 765.
- Di Noia, C. και Gargantini, M. (2012), Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, *European Company and Financial Law Review*, No. 4/2012, σελ. 484–529.
- Diekmann, H. και Sustmann, M. (2004), Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 929 – 938.
- Dierlamm, A. (1996), Das neue Insiderstrafrecht, *Neue Zeitschrift für Strafrecht*, σελ. 519 – 522.
- Harbath, S. (2005), Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, σελ. 1898 – 1908.
- Hilgendorf, E. (2013), WpHG §13 Insiderinformation, εις Park T., *Kapitalmarktstrafrecht*, 3^η έκδοση, αρ. 65 – 95.
- Hitzer, M. (2012) Zum Begriff der Insiderinformation, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, σελ. 860 επ.
- Hopt, K. (1995), Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, σελ. 135 – 163.
- *ο ίδιος* (2011), Insider- und Ad - hoc – Publizitätsprobleme, εις Schimansky / Bunte / Lwowsky, *Bankrechts - Handbuch*, 4η έκδοση, 2011, § 107, αρ. 1 – 133.

- Kalss, S. και Hasenauer, C. (2010), Ad – hoc - Publizität bei Beteiligungs - und Unternehmenstransaktionen, *Der Gesellschafter*, 6/2010, σελ. 301 – 310.
- Klein – Blenkers, F. (2006), Die Entwicklung des Unternehmenskaufrechts, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 245 – 252.
 - Klöhn, L. (2015), Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach “Lafonta”, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, σελ. 809 επ.
 - ο ίδιος (2012), Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Gettl-Urteil des EuGH, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, σελ. 1885 – 1894.
 - Kocher, D. και Widder, S. (2011), Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, *Corporate Finance Law*, σελ. 88 – 96.
 - Körber, T. (2002), Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei Paketerwerb und Unternehmenskauf, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 6/2002, σελ. 263 – 272.
 - Krause, H. (2014), Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, *Corporate Compliance*, σελ. 248 – 260.
 - Krause, H. και Brellocks, M. (2013), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen um europäischen Rechtsvergleich, Ein Beitrag zum Begriff der Insiderinformation im kommenden EU-Marktmissbrauchsrecht, *Die Aktiengesellschaft*, σελ. 309 – 339.
 - οι ίδιοι (2013), Insider trading and the disclosure of inside information after Gettl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Gettl Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation, *Capital Markets Law Journal*, Volume 8, No. 3, σελ. 283 – 299.
 - Kümpel, S. και Veil, R. (2006), *Wertpapierhandelsgesetz*, 2^η έκδοση, Erich Schmidt Verlag.
 - Langenbucher, K. (2012), Der “vernünftige Anleger” vor dem EuGH. Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache Schrempp, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, σελ. 145 – 149.
 - Mennicke, P. (2009), Ad – hoc – Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 1059 – 1062.
 - Merkner, A. – Sustmann, M. (2012), Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, *Die Aktiengesellschaft*, σελ. 315 – 324.

οι ίδιοι (2005), Insiderrecht und Ad - Hoc - Publizität - Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz “in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin”, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 729 – 737.

- Möllers, Th. – Seidenschwann, S. (2012), Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH, *Neue Juristische Wochenschrift*, σελ. 2762 – 2765.
- Pananis, P. (2015), WpHG § 38 Strafvorschriften, *Münchener Kommentar zum StGB*, 2^η έκδοση, αρ. 41 επ.
- Saenger, I. (2015), *Gesellschaftsrecht*, 3^η έκδοση, Vahlen, München.
- Schall, A. (2012), Ad-hoc-Mitteilung auch über Zwischenschritte eines kursrelevanten Vorgangs als Insider-Information, hier: Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden von Daimler („Geltl“), *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, σελ. 1288 – 1288.
- Schwark, E. και Kruse D. (2010), § 13 WpHG, εις Schwark E. – Zimmer. D., *Kapitalmarktrechts – Kommentar*, 1124 – 1153.
- Veil, R. και Koch, Ph. (2012), Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse, *Bucerius Law School*, Working Paper Series 1/2012.
- Veith, A. (2005), Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, σελ. 254 – 258.
- Wackerbarth, U. (2011), Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots, εις Goette, W. και Habersack, M., *Münchener Kommentar zum AktG*, 3^η έκδοση, σελ. 347 – 349.
- Ziemons, H. (2004), Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, σελ. 537 – 543.