



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
Εθνικόν και Καποδιστριακόν  
Πανεπιστήμιον Αθηνών  
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

## ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ  
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2023-2024

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
της **Ελένης Ι. Αναστασοπούλου**  
Α.Μ.: 7340122302002

### **«ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ»**

**Τριμελής Επιτροπή:**

- α) Νικόλαος Βερβεσός (Επιβλέπων Καθηγητής)
- β) Χριστίνα Λιβαδά
- γ) Ιάκωβος Βενιέρης

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2024

Copyright © [Ελένη Αναστασοπούλου, 2025]

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.

## Περιεχόμενα

<b>ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....</b>	<b>5</b>
<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>7</b>
1.1.Στόχοι του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς. ....	9
1.2. Η κατάχρηση της αγοράς.....	10
1.2.1. Νομοθετικό πλαίσιο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών.....	11
1.2.2. Ο Κανονισμός 596/2014 (MAR). ....	14
1.3. Οι υποχρεώσεις των προσώπων που κατέχουν προνομιακή πληροφορία. ....	15
1.4. Η (κατά)χρήση προνομιακών πληροφοριών.....	16
1.4.1. Ζητήματα Απόδειξης – Το τεκμήριο γνώσης του πρωτογενούς κατόχου προνομιακών πληροφοριών (insider). ....	17
1.4.2. Το τεκμήριο γνώσης του insider μέσω επισκόπησης της Υπόθεσης C-45/08 Spector. ....	19
1.5. Σχέση εταιρικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Εισαγωγή στην προβληματική. ....	23
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ.....</b>	<b>25</b>
2.1. Η έννοια των σύνθετων εταιρικών πράξεων.....	25
2.2. Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας. ....	26
2.2.1. Γενικά. ....	26
2.2.2. Ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της πληροφορίας.....	27
2.2.3. Μελλοντικά Γεγονότα. ....	28
2.2.4. Το πραγματικό της υπόθεσης C – 19/11 Markus Geltl κατά Daimler AG.....	30
2.2.5. Το «ευλόγως αναμενόμενο» κατά την εξέταση μελλοντικών γεγονότων. ....	30
2.2.6. Η πιθανή επίδραση του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων. ...	33
2.2.7. Τα πορίσματα του ΔικΕΕ.....	34
2.2.8. Επιμέρους στάδια σύνθετης διαδικασίας.....	36
2.3. Έλλειψη δημοσιοποίησης. ....	40
2.4. Πληροφορία που αφορά εκδότη ή χρηματοπιστωτικά μέσα. ....	41
2.5. Η σημαντική επίδραση στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά η πληροφορία.....	42
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: Η ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ .....</b>	<b>44</b>
3.1. Εισαγωγικά. ....	44
3.2. Οι προληπτικοί μηχανισμοί του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. ....	44
3.3. Η άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών. ....	45
3.3.1. Φορέας της υποχρέωσης δημοσιοποίησης. ....	47

3.3.2. Αντικείμενο δημοσιοποίησης.....	48
3.3.3. Χρόνος δημοσιοποίησης. ....	51
3.3.4. Μορφή και μέσα δημοσιοποίησης.....	52
3.3.5. Δημοσιοποίηση επιμέρους σταδίων σύνθετης διαδικασίας. ....	53
3.4. Αναβολή δημοσιοποίησης σταδίων σύνθετης εταιρικής πράξης.....	54
3.4.1. Γενικά.....	54
3.4.2. Προϋποθέσεις αναβολής.....	55
3.4.3. Το νόμιμο συμφέρον του εκδότη για την αναβολή.....	56
3.4.4. Μη παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού. ....	58
3.4.5. Διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας. ....	59
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4º: ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΣΤΑΔΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ .....</b>	<b>61</b>
4.1. Εισαγωγικά. ....	61
4.2. Συνοπτικά για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	62
4.3. Τα πρώτα στάδια μίας συγχώνευσης/ εξαγοράς και η εμφάνιση προνομιακών πληροφοριών. ....	64
4.4. Διενέργεια ελέγχου Due Diligence. ....	67
4.4.1. Γενικά.....	67
4.4.2. Διενέργεια ελέγχου due diligence ως εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας. ....	68
4.4.3. Ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο διενέργειας ελέγχου due diligence. ....	70
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5º: Η ΝΕΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (EU LISTING ACT). ΟΙ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ. ....</b>	<b>72</b>
5.1. Εισαγωγικά. ....	72
5.2. Η προβληματική γύρω από τις ισχύουσες διατάξεις του Κανονισμού MAR.....	74
5.3. Στόχοι της EU Listing Act.....	75
5.4. Οι επιμέρους τροποποιήσεις του Κανονισμού MAR. Συγκριτική επισκόπηση με το ισχύον δίκαιο – αξιολογήσεις.....	76
5.4.1. Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών (άρθρο 17 MAR)....	76
5.4.2. Αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών. ....	80
5.4.3. Η έννοια του «ασφαλούς λιμένα» στη βολιδοσκόπηση της αγοράς (Market Sounding). ....	81
5.4.4. Κατάλογοι προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες (Insiderverzeichnis). ....	84
5.4.5. Συναλλαγές προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα. ....	85
5.4.6. Λοιπές τροποποιήσεις.....	86
5.5. Συμπεράσματα. ....	87
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>89</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>92</b>

## ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

### ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ

ΑΕ.	Ανώνυμη Εταιρία
Απ.	Απόφαση
άρθρ.	Άρθρο
Βλ.	Βλέπε
ΓΕΜΗ	Γενικό Εμπορικό Μητρώο
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (περιοδικό)
ΔικΕΕ	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΔιοικΕφΑθ	Διοικητικό Εφετείο Αθηνών
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΑΚΑΑ	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
εδ.	Εδάφιο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΚ	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕλλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη (περιοδικό)
Επ.	Επόμενα
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
ΕΤρΑξΧρΔ	Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού Χρηματιστηριακού Δικαίου (περιοδικό)
Εφ	Εφετείο
λ.χ.	Λόγου χάριν
ΜΟΔ	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
Ν.	Νόμος
παρ.	Παράγραφος
ΠΔ	Προεδρικό Διάταγμα
περ.	Περίπτωση
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
σελ.	Σελίδα
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας
στοιχ.	Στοιχείο

ΧρηΔικ  
ΧρΙΔ

Χρηματιστηριακό Δίκαιο (περιοδικό)  
Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου

## **ΑΛΛΟΔΑΠΕΣ**

BaFin

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

BGH

Bundesgerichtshof

CESR

Committee of European Securities  
Regulators

ESMA

European Securities and Markets  
Authority

MAD

Market Abuse Directive

MAR

Market Abuse Regulation

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ.

Στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής εργασίας θα κινηθούμε στο χώρο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, το οποίο αναπτύσσεται ολοένα και περισσότερο τα τελευταία χρόνια, ενώ παρατηρούνται συνεχείς μεταβολές μέχρι και σήμερα. Από τότε που το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αναγνωρίστηκε ως ιδιαίτερος και ξεχωριστός κλάδος δικαίου, αποσκοπεί στην προάσπιση ενός διττού σκοπού, την εύρυθμη λειτουργία και την ακεραιότητα της αγοράς και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτήν. Βασική προϋπόθεση για τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, αποτελεί η διάθεση πλήρους και ορθής πληροφόρησης εντός της κεφαλαιαγοράς, μέσω της εξασφάλισης ότι όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ίσες ευκαιρίες στην πρόσβαση στην πληροφορία. Η πληροφορία αποτελεί βασικό στοιχείο του χώρου της χρηματιστηριακής αγοράς και της ορθής διαμόρφωσης των τιμών εντός αυτής, ώστε δε συνιστά υπερβολή αυτό που έχει ειπωθεί σχετικά στη χρηματιστηριακή καθομιλουμένη, ότι η «επένδυση στην πληροφορία αποτελεί την καλύτερη επένδυση».<sup>1</sup>

Έτσι, εντός των κεφαλαιαγορών παρατηρούνται πρακτικές κατάχρησης της αγοράς, με κυριότερη την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, κατά την οποία ο κάτοχος μίας προνομιακής πληροφορίας προσπορίζεται αθέμιτο όφελος από το πληροφοριακό πλεονέκτημα, που του παρέχει η εν λόγω πληροφορία, εις βάρος των λοιπών συμμετεχόντων στην αγορά, που δεν τελούν εν γνώσει της πληροφορίας. Έτσι, θα αναλυθεί η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, δηλαδή οι προϋποθέσεις που απαιτούνται για να στοιχειοθετηθεί η ύπαρξή της, βάσει του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου (Κανονισμού 596/2014 – MAR). Από τη στιγμή της στοιχειοθέτησης του προνομιακού χαρακτήρα μίας πληροφορίας, ενεργοποιούνται εντός της κεφαλαιαγοράς ορισμένες υποχρεώσεις των προσώπων, που κατέχουν αυτή την πληροφορία, αλλά και αυτών, που εκδίδουν χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αφορά η εν λόγω πληροφορία. Τούτες οι υποχρεώσεις συνίστανται αφενός στην αποχή από οποιαδήποτε συναλλαγή ή σύσταση ή παρότρυνση για συναλλαγή γίνεται στη βάση της προνομιακής πληροφορίας και στην παράνομη ανακοίνωση αυτής, αφετέρου στην ενεργοποίηση της υποχρέωσης γνωστοποίησης της εν λόγω πληροφορίας στο επενδυτικό κοινό, προς εξασφάλιση της ίσης πρόσβασης όλων στην πληροφόρηση. Οι εν λόγω υποχρεώσεις με τις ιδιαίτερες εκφάνσεις τους θα αναλυθούν διεξοδικά στην παρούσα.

Ωστόσο εν προκειμένω, τούτα τα ζητήματα θα λάβουν μία εταιρικού δικαίου διάσταση. Συγκεκριμένα, ιδιαίτερες δυσχέρειες παρουσιάζονται στην προσπάθεια οριοθέτησης της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας και των υποχρεώσεων που αυτή ενεργοποιεί για τους κατόχους της σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, που δε διενεργούνται *uno actu*, αλλά η πραγμάτωσή τους εξελίσσεται σε περισσότερα στάδια. Επίκεντρο της έρευνας περί της θεματικής των παρατεταμένων διαδικασιών θα αποτελέσουν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, καθώς συναντώνται συχνότερα στη συναλλακτική πρακτική. Έτσι, θα καταβληθεί προσπάθεια να ανιχνευθεί πότε και υπό ποιες προϋποθέσεις δύναται να γεννηθεί μια προνομιακή πληροφορία στα βασικότερα επιμέρους στάδια των διαδικασιών αυτών (όπως διαπραγματεύσεις, επιστολή προθέσεων/μνημόνιο συνεργασίας, νομικός και οικονομικός έλεγχος εταιρείας – *due*

---

<sup>1</sup> Σωτηρόπουλος Γ. «Soft information και δίκαιο κεφαλαιαγοράς» ΔΕΕ 1999, 832 επ.

diligence), ή ακόμη κι αν αυτά μπορούν να συνιστούν αυτοτελώς τέτοια πληροφορία. Στην προβληματική αυτή καταλυτικό ρόλο διαδραμάτισε το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τη νομολογία του στην υπόθεση Markus Geltl vs Daimler AG, η οποία και ενσωματώθηκε στον ισχύοντα Κανονισμό MAR.

Ωστόσο, η κανονιστική ρύθμιση, τόσο του ζητήματος της ανίχνευσης προνομιακών πληροφοριών σε σύνθετες εταιρικές πράξεις και της υποχρέωσης για δημοσιοποίηση αυτών στο ευρύ κοινό, όσο και το ίδιο το μοντέλο του ορισμού της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, που ακολουθεί ο ενωσιακός νομοθέτης, έχουν εγείρει κριτικές και προβληματισμούς, ως προς την ορθή εξυπηρέτηση των σκοπών του δικαίου, που διέπει τις χρηματιστηριακές αγορές και της απαγόρευσης κατάχρησής τους, δηλαδή την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργία τους και της διαφάνειάς τους και τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτές, μέσω της λήψης ακριβών και ορθών πληροφοριών, που διαμορφώνουν αποτελεσματικά τις τιμές και οδηγούν σε ορθές επενδυτικές αποφάσεις. Στα πλαίσια αυτά, και ειδικά σε ο, τι αφορά τις σύνθετες εταιρικές πράξεις, το κοινοτικό ρυθμιστικό «τοπίο» φαίνεται να αλλάζει. Ένας νέος Κανονισμός είναι στο προσκήνιο (EU Listing Act), με ρυθμιστικές αναμορφώσεις, όχι μόνο στο δίκαιο της κατάχρησης της αγοράς, οι οποίες θα αναλυθούν διεξοδικά στην παρούσα, αλλά και σε άλλους κλάδους του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, όπου εντοπίζονται παθογένειες. Ως προς τα αποτελέσματα που θα επιφέρουν οι εν λόγω αναμορφώσεις δε μένει παρά να αξιολογηθούν στην πράξη. Μία απόπειρα θεωρητικής αξιολόγησης, σε σύγκριση και με το ισχύον καθεστώς του MAR, θα λάβει χώρα και στην παρούσα, λαμβανομένων υπόψη των στόχων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και των πάγια καθιερωμένων εννοιών και υποχρεώσεων, όπως διαμορφώθηκαν και εξακολουθούν να ισχύουν.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1.Στόχοι του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς.

Η θεματική της παρούσας διπλωματικής άπτεται στο μεγαλύτερο μέρος της ζητήματα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, το οποίο τα τελευταία χρόνια εξελίσσεται σε μεγάλο βαθμό και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με στόχο τη δημιουργία μίας ενιαίας και προσβάσιμης για τις επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ως εκ τούτου, πριν εισέλθουμε στα κύρια ζητήματα που θα μας απασχολήσουν, θα εξετάσουμε αρχικά τους στόχους του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Η εταιρία, η οποία εισάγει τις κινητές της αξίες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (ή πρόκειται να τις εισάγει), διέπεται πλέον ως προς τα δικαιώματα, αλλά κυρίως τις υποχρεώσεις της, από ένα νομοθετικό περιβάλλον, όπου πρωταρχικό ρόλο διαδραματίζουν η προστασία των επενδυτών (πραγματικών και δυνητικών)<sup>2</sup> και η αποτελεσματικότητα της αγοράς.<sup>3</sup>

Αντιλαμβανόμαστε ευθύς εξ αρχής, ότι ο σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι διττός και συνίσταται αφενός στην διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, μέσω της επίτευξης της αποτελεσματικότητάς της και αφετέρου στην προστασία των επενδυτών.

Η προστασία των επενδυτών επιτυγχάνεται μέσω της διαμόρφωσης ενός περιβάλλοντος πληροφοριακής ίσης μεταχείρισής τους,<sup>4</sup> με την οποία παρέχονται εγγυήσεις για πλήρη, ορθή και σύμμετρη πληροφόρηση και αποτρέπεται η πληροφοριακή ασυμμετρία που επικρατεί μεταξύ των συμμετεχόντων σε μία οργανωμένη αγορά κατά τη διενέργεια συναλλαγών. Τα ως άνω συμβάλλουν στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά και στην ορθή διαμόρφωση των τιμών, αυτών δηλαδή που ενσωματώνουν όλες τις πληροφορίες, που είναι σημαντικές για την εκτίμηση της αξίας των κινητών αξιών από τους επενδυτές.<sup>5</sup>

Τοιουτοτρόπως διασφαλίζεται και η αποτελεσματικότητα της αγοράς, καθώς επικρατεί διαφάνεια και δημοσιότητα σχετικά με οποιοδήποτε γεγονός μπορεί να επηρεάσει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, και κατ' επέκταση τις επενδυτικές αποφάσεις των συμμετεχόντων.<sup>6</sup>

Πάντως, παρά τις επιφυλάξεις που είχαν διατυπωθεί για το πώς συσχετίζονται οι δύο αυτοί στόχοι του δικαίου της κεφαλαιαγοράς (ακεραιότητα αγοράς-προστασία επενδυτών), έχει υποστηριχθεί ότι οι στόχοι αυτοί συνδέονται άρρηκτα μεταξύ τους και αλληλοεξαρτώνται<sup>7</sup> αποτελώντας «συγκοινωνούντα δοχεία», με την έννοια ότι η

---

<sup>2</sup> Βλ. σχετικά Νικόλαος Δ. Τέλλης, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή – Παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, ΕΕμπΔ 2009, σελ. 273 επ.

<sup>3</sup> Ν. Βερβεσός, Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ. 163.

<sup>4</sup> Ν Βερβεσός ο.π.

<sup>5</sup> Ν. Τέλλης ο.π.

<sup>6</sup> Ν. Τέλλης ο.π.

<sup>7</sup> Ν. Τέλλης ο.π.

προστασία της κεφαλαιαγοράς καταλήγει σε όφελος των επενδυτών, ενώ αντίστοιχα η προστασία των τελευταίων αποβαίνει σε όφελος της κεφαλαιαγοράς.<sup>8</sup>

## 1.2. Η κατάχρηση της αγοράς.

Η κατάχρηση της αγοράς αποτελεί μία παράνομη συμπεριφορά εντός των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία βλάπτει την ακεραιότητά τους και την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτές. Γι' αυτό κρίθηκε απαραίτητη η θέσπιση κατασταλτικών και προληπτικών της εν λόγω συμπεριφοράς κανόνων.<sup>9</sup>

Σύμφωνα με το ΔικΕΕ<sup>10</sup> ο σκοπός των εν λόγω κανόνων έγκειται στην προστασία της ακεραιότητας της αγοράς και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, που εξαρτάται μεταξύ άλλων από την εγγύηση που τους παρέχεται περί ίσης μεταχείρισης και προστασίας τους από την παράνομη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών. Έτσι, διαφαίνεται και πάλι η διασύνδεση μεταξύ της καλής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και της εμπιστοσύνης των επενδυτών, η οποία θα επιτευχθεί με την παροχή ισότητας ευκαιριών (Chancengleichheit) μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά και εντός αυτής, με την έννοια των ισότιμων κανόνων πρόσβασής τους στην πληροφόρηση,<sup>11</sup> ώστε κανείς να μην αποκτά αθέμιτο όφελος στα κέρδη εις βάρος των υπολοίπων.

Γενικότερα στο ενωσιακό δίκαιο η κατάχρηση της αγοράς έχει επικρατήσει ως έννοια γένους.<sup>12</sup> Περιλαμβάνει τόσο τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις χρησιμοποιούν για συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα (κατάχρηση και παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών), όσο και τις πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς,<sup>13</sup> όπως τη διάδοση ψευδών πληροφοριών και φημών και την εκτέλεση συναλλαγών με τις οποίες διαμορφώνονται τιμές σε μη κανονικά επίπεδα.

Και οι δύο ως άνω συμπεριφορές κατάχρησης συνιστούν απαγορευμένες από την έννομη τάξη πρακτικές, καθώς αμφότερες επηρεάζουν τη διαφάνεια στις αγορές,<sup>14</sup> διαταράσσοντας, όπως ανωτέρω ειπώθηκε, την ακεραιότητα της κεφαλαιαγοράς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών σ' αυτή. Από τη μία, η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών για τη διενέργεια συναλλαγών προσδίδει στον κάτοχό τους ένα πληροφοριακό προβάδισμα έναντι των λοιπών επενδυτών που αγνοούν τις πληροφορίες, θίγοντας έτσι τόσο την ισότιμη πρόσβαση (equal access) των επενδυτών στην πληροφόρηση, όσο και τα έννομα συμφέροντα των μη πληροφορημένων εξ αυτών.<sup>15</sup> Από την άλλη, με τη χειραγώγηση διαταράσσεται η λειτουργία του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης, στην οποία θα πρέπει να στηρίζεται κάθε σύγχρονη

<sup>8</sup> Βλ. σχετικά Γ. Τριανταφυλλάκης, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς, ΔΕΕ 4/2008, σελ. 521-529, όπου αναφέρει ότι αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος.

<sup>9</sup> Βασίλης Δ. Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2021, σελ. 355 επ.

<sup>10</sup> Βλ. ΔικΕΕ, 23.12.2009, C-45/08, Spector, σκέψη 47.

<sup>11</sup> Βλ. Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 169-170.

<sup>12</sup> Δημήτρης Κ. Αυγητίδης, Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2019, σελ. 327.

<sup>13</sup> Βλ. σκέψη 7 Προοιμίου MAR.

<sup>14</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>15</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 170.

κεφαλαιαγορά, προκειμένου να διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία των μηχανισμών διαπραγματεύσεως εντός αυτής.<sup>16</sup>

Οι ως άνω απαγορεύσεις αποσκοπούν εκ πρώτης όψεως σε εντελώς διαφορετικές αρχές αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς, η μεν απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών στην ισότιμη πρόσβαση των επενδυτών στην πληροφορία, η δε χειραγώγηση στην απρόσκοπτη λειτουργία του μηχανισμού προσφοράς και ζήτησης. Ωστόσο, η επιλογή του νομοθέτη για ρύθμισή τους «υπό τη σκέπη» του ίδιου κανονιστικού πλαισίου της κατάχρησης της αγοράς δεν είναι τυχαία. Αντιθέτως, αποσκοπεί στην ενοποίηση ρυθμίσεων και την ενιαία αντιμετώπιση πρακτικών, που παραβιάζουν αμφότερες θεμελιώδεις αρχές και στόχους της κεφαλαιαγοράς, διευκολύνοντας έτσι και την εποπτεία της εφαρμογής τους.<sup>17</sup>

Αντικείμενο της παρούσας θα αποτελέσουν ειδικότερα ζητήματα, που ανακύπτουν από την πρώτη πρακτική κατάχρησης της αγοράς, την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών. Μεταξύ των συμμετεχόντων σε μία αγορά και κατά τη διενέργεια συναλλαγών εντός αυτής επικρατεί πληροφοριακή ασυμμετρία και συγκρούσεις συμφερόντων. Δικαιολογητικός λόγος των κανόνων που ρυθμίζουν την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών αποτελεί η ισότητα των ευκαιριών όσων δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά,<sup>18</sup> με την έννοια της ισότιμης πρόσβασης όλων στις πληροφορίες και τον αποκλεισμό ή περιορισμό της παράνομης εκμετάλλευσής αυτών από τον φορέα τους.

### **1.2.1. Νομοθετικό πλαίσιο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών.**

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να γίνει μία αναφορά στο νομοθετικό πλαίσιο το οποίο ρυθμίζει τις συμπεριφορές που εκτέθηκαν ανωτέρω και τους κανόνες γύρω από αυτές, ειδικά εφόσον, όπως θα αναλυθεί και κατωτέρω στην παρούσα, το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει το σύνολο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς αναμορφώνεται συνεχώς μέχρι και σήμερα προκειμένου να ανταποκρίνεται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες και εξελίξεις των χρηματιστηριακών αγορών και τις ανάγκες των συμμετεχόντων σε αυτές.

Έτσι, αρχικά είχε εκδοθεί η Οδηγία 89/592/ΕΟΚ «για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών», η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το Π.Δ. 53/1992.<sup>19</sup>

Η ανάγκη υιοθέτησης ενός ολοκληρωμένου πλαισίου για την αντιμετώπιση των ανωτέρω πρακτικών κατάχρησης της αγοράς σε ενιαία βάση, οδήγησε στην εφαρμογή της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ (Οδηγία MAD).<sup>20</sup> Σκοπός της εν λόγω Οδηγίας ήταν η

<sup>16</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>17</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 328.

<sup>18</sup> Βλ. Ν. Βερβεσό ο.π., σελ. 168, όπου αναφέρεται σχετικά ότι η διενέργεια συναλλαγών από κατόχους προνομιακής πληροφορίας αποτελεί ένα παιχνίδι με σημαδεμένες κάρτες (casinogame).

<sup>19</sup> Βλ. 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).

<sup>20</sup> Directive 2003/6/ΕΚ on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive). Σε εκτέλεση της Οδηγίας αυτής εκδόθηκαν: η Οδηγία 2003/124/ΕΚ «για τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς», η Οδηγία

διασφάλιση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων στην ακρίβεια και αντικειμενικότητα των πληροφοριών, που αφορούν την αγορά και η ενίσχυση της ακεραιότητάς της.<sup>21</sup> Οι διατάξεις της Οδηγίας ενσωματώθηκαν στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 3340/2005,<sup>22</sup> στον οποίο περιλαμβάνονταν ως διακριτές μορφές κατάχρησης αγοράς, η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών και η χειραγώγηση. Επισημαίνεται, ότι η χειραγώγηση της αγοράς δε ρυθμιζόταν προηγουμένως σε κοινοτικό επίπεδο, και ως εκ τούτου δεν είχε τύχει συστηματικής αντιμετώπισης ούτε από την ελληνική νομοθεσία.<sup>23</sup>

Ωστόσο, διαπιστώθηκαν ορισμένα κενά στη ρύθμιση των νέων εξελισσόμενων αγορών και χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία δεν εξυπηρετούσαν τους στόχους και τις αρχές της κεφαλαιαγοράς, ενώ οι προβλεπόμενες κυρώσεις ήταν ανεπαρκείς. Περαιτέρω, υπήρχε ασάφεια γύρω από τον ορισμό βασικών εννοιών (π.χ. της προνομιακής - εμπιστευτικής πληροφορίας) και τις διάφορες παρεχόμενες επιλογές.<sup>24</sup>

Έτσι, υπεβλήθη στις 20.10.2011 η πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση της αγοράς)»,<sup>25</sup> καθώς και πρόταση οδηγίας «σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για τις καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για τη χειραγώγηση της αγοράς».<sup>26</sup> Εν τέλει, στις 12.06.2014 ψηφίστηκε ο Κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς (MAR)<sup>27</sup> παράλληλα με την ψήφιση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II) και του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 2014/600/ΕΕ (MiFIR).

Στόχος του Κανονισμού MAR είναι η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σ' αυτήν, μέσω της απαγόρευσης των συμπεριφορών που τη διαταράσσουν (κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, παράνομη ανακοίνωσή τους και χειραγώγηση της αγοράς).<sup>28</sup>

Παράλληλα ψηφίστηκε και η Οδηγία 2014/57/ΕΕ (MAD II), η οποία θεσπίζει ποινικές κυρώσεις για τις πράξεις κατάχρησης της αγοράς, που δεν ρυθμιζόνταν

---

2003/125/ΕΚ «για τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων», η Οδηγία 2004/72/ΕΚ «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 ο Κανονισμός 2273/2003 της Επιτροπής «σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων».

<sup>21</sup> Βλ. σκ. 12 Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

<sup>22</sup> Νόμος 3340/2005 για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, ΦΕΚ Α' 112/10.5.2005.

<sup>23</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 329.

<sup>24</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>25</sup> COM (2011) 651, τελικό.

<sup>26</sup> COM (2011) 654, τελικό.

<sup>27</sup> 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».

<sup>28</sup> Βλ. Προοίμιο Κανονισμού MAR σκ. 2 και 7.

προηγούμενως με την MAD I, η οποία εισήγαγε μόνο διοικητικές κυρώσεις για τις εν λόγω πράξεις.

Το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο έχει διαμορφωθεί σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy.<sup>29</sup> Έτσι, ο Κανονισμός MAR αποτελεί τη βασική νομική πράξη (επίπεδο 1 της διαδικασίας), η οποία συμπληρώνεται με τεχνικά πρότυπα, κατ' εξουσιοδότηση πράξεις και εκτελεστικές πράξεις (επίπεδο 2 της διαδικασίας), καθώς και κατευθυντήριες γραμμές της ΕΑΚΑΑ (ESMA) σχετικά με τον Κανονισμό (επίπεδο 3 της διαδικασίας).

Έτσι, ο Κανονισμός MAR περιέχει διατάξεις, με τις οποίες δίδεται εξουσιοδότηση στην ESMA να συντάξει και να υποβάλει προς έγκριση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή ρυθμιστικά και εκτελεστικά τεχνικά πρότυπα.<sup>30</sup> Περαιτέρω, παρέχεται εξουσιοδότηση<sup>31</sup> στην ESMA να εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές, χωρίς κατ' αρχήν δεσμευτικό χαρακτήρα (soft law), αλλά ουσιαστικά με de facto δεσμευτική ενέργεια για τις εθνικές εποπτικές αρχές.<sup>32</sup>

Ο MAR κατάφερε να καλύψει ορισμένα κενά του προγενέστερου δικαίου και να εισάγει λεπτομερέστερες ρυθμίσεις για την κατάχρηση της αγοράς.<sup>33</sup> Ωστόσο, πολλές από τις ρυθμίσεις του, ειδικά αναφορικά με την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών σχετικά με σύνθετες παρατεταμένες διαδικασίες, δημιουργούν ασάφειες ως προς τους ορισμούς των εννοιών και τις υποχρεώσεις των ενδιαφερομένων προσώπων, ενώ οι επιταγές προς τους εκδότες κινητών αξιών διακρίνονται πολλές φορές από αρκετά μεγάλο «κανονιστικό φόρτο» γι' αυτούς. Έτσι, όχι μόνο δεν επιτυγχάνονται οι στόχοι της κεφαλαιαγοράς, αλλά αυτή καθίσταται ίσως και «απαγορευτική» για ορισμένες επιχειρήσεις, για τις οποίες η συμμόρφωση με τις επιταγές του Κανονισμού καθίσταται επαχθής.

Στα πλαίσια αυτά υπάρχει τα τελευταία χρόνια κινητοποίηση σε κοινοτικό ρυθμιστικό επίπεδο με τις αναμορφώσεις που επίκειται να επέλθουν στις σχετικές διατάξεις του MAR, μέσω της νέας Πρότασης Κανονισμού, που εισάγει μία δέσμη μέτρων (EU Listing Act), και αφορά «την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) 2017/1129, (ΕΕ) αριθ. 596/2014 και (ΕΕ) αριθ. 600/2014 προκειμένου να καταστούν οι δημόσιες κεφαλαιαγορές στην Ένωση πιο ελκυστικές για τις εταιρείες και να διευκολυνθεί η πρόσβαση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε κεφάλαια».<sup>34</sup>

---

<sup>29</sup> Χριστίνα Λιβαδα, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση αγοράς, ΧρηΔικ 2/2007- Έτος 1<sup>ο</sup>, σελ. 206 επ. (206).

<sup>30</sup> Βλ. σχετικά Έφη Ι. Κινινή, Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών κατά τον Κανονισμό 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς (MAR), ΕλλΔνη 1/2019, σελ. 14 επ. (15).

<sup>31</sup> Βλ. άρθρα 7 παρ. 5, 11 παρ. 11 και 17 παρ. 11 MAR.

<sup>32</sup> Βλ. σχετικά Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 16.

<sup>33</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 15.

<sup>34</sup> Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) 2017/1129, (ΕΕ) αριθ. 596/2014 και (ΕΕ) αριθ. 600/2014 προκειμένου να καταστούν οι δημόσιες κεφαλαιαγορές στην Ένωση πιο ελκυστικές για τις εταιρείες και να διευκολυνθεί η πρόσβαση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε κεφάλαια 7.12.2022, COM(2022) 762 final, 2022/0411 (COD), βλ. Συμβούλιο της ΕΕ, Ένωση κεφαλαιαγορών: Καθορισμός της διαπραγματευτικής εντολής του Συμβουλίου σχετικά με την πράξη για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, Δελτίο Τύπου, 14 Ιουνίου 2023, διαθέσιμο εις: [www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/](http://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/).

Το νέο κανονιστικό πλαίσιο, θα εξεταστεί διεξοδικά στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας, σε μία προσπάθεια συγκριτικής με τα ισχύοντα επισκόπησης των αναμορφώσεων, οι οποίες αφορούν το κεφάλαιο της κατάχρησης των προνομιακών πληροφοριών, δεδομένου ότι επέρχονται αναμορφώσεις και σε άλλους τομείς του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, οι οποίες θα εξεταστούν συνοπτικά.

### 1.2.2. Ο Κανονισμός 596/2014 (MAR).

Με τον Κανονισμό MAR επήλθαν ορισμένες μεταβολές στο ρυθμιστικό πλαίσιο της κατάχρησης της αγοράς σε σχέση με το προϊσχύσαν δίκαιο. Συγκεκριμένα, το πεδίο εφαρμογής των ρυθμίσεων διευρύνεται σημαντικά σε σχέση με εκείνο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και του ν. 3340/2005 που αντικατέστησε,<sup>35</sup> καθώς οι απαγορεύσεις καταλαμβάνουν πλέον οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)<sup>36</sup> ή σε άλλους Μηχανισμούς Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ)<sup>37</sup> ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής για διαπραγμάτευση. Περαιτέρω, επεκτείνεται ο MAR και σε συναλλαγές, εντολές ή συμπεριφορές που αφορούν οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο, ανεξάρτητα από το αν αυτές λαμβάνουν χώρα σε τόπο διαπραγμάτευσης.<sup>38</sup> Η διεύρυνση αυτή σχετίζεται με αντίστοιχες τροποποιήσεις και ορισμούς της Οδηγίας MiFID II για τις επενδυτικές υπηρεσίες.<sup>39</sup>

Με σκοπό δε τη μεγαλύτερη διαφάνεια στους τόπους διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων, ο Κανονισμός θέσπισε για πρώτη φορά την υποχρέωση των διαχειριστών ρυθμιζόμενων αγορών, ΠΜΔ ή ΜΟΔ να γνωστοποιούν στην αρμόδια αρχή του τόπου διαπραγμάτευσης λεπτομερή στοιχεία για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο την πρώτη που υποβάλλεται αίτηση εισαγωγής του για διαπραγμάτευση ή που διαπραγματεύεται στον τόπο διαπραγμάτευσής τους, αλλά και όταν αυτό παύει να διαπραγματεύεται.<sup>40</sup>

Τέλος, ο MAR, υιοθέτησε σε ορισμένες ρυθμίσεις πιο λεπτομερείς διατάξεις, αφομοιώνοντας λόγω χάρη στον ορισμό της προνομιακής πληροφορίας (άρθρο 7 MAR) νομολογιακές παραδοχές, επηρεάζοντας έτσι και το πραγματικό άλλων διατάξεών του (όπως την υποχρέωση δημοσιοποίησης του άρθρου 17). Σημαντικές αλλαγές επήλθαν, επίσης, αναφορικά με την αναβολή δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών, σε σχέση με τη διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας,<sup>41</sup> οι οποίες θα εξεταστούν στο σχετικό κεφάλαιο της παρούσας.

<sup>35</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 331.

<sup>36</sup> Για τον ορισμό των ΠΜΔ βλ. άρθρο 3 παρ. 1 αριθ. 7 MAR σε συνδ. με άρθρο 4 παρ. 1 αριθ. 22 Οδηγίας 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, 15.5.2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (MiFID II).

<sup>37</sup> Για τον ορισμό των ΜΟΔ βλ. άρθρο 3 παρ. 1 αριθ. 8 MAR σε συνδ. με άρθρο 4 παρ. 1 αριθ. 23 MiFID II.

<sup>38</sup> Άρθρο 2 παρ. 3 MAR.

<sup>39</sup> Σταύρος Β. Θωμαδάκης, Η νέα Οδηγία για την κατάχρηση της αγοράς (MAD II, MAR). Μια κριτική ανάγνωση, Χρη Δικ 1/2014 – Έτος 8<sup>ο</sup>, σελ. 5 επ. (7).

<sup>40</sup> Άρθρο 4 παρ. 1 MAR.

<sup>41</sup> Βλ. σχετικά Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 19.

Περαιτέρω, η ρύθμιση της αναβολής δημοσιοποίησης επεκτείνεται και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας του εκδότη και του χρηματοδοτικού συστήματος.<sup>42</sup>

### **1.3. Οι υποχρεώσεις των προσώπων που κατέχουν προνομιακή πληροφορία.**

Όπως εκτέθηκε ανωτέρω, οι πρακτικές, οι οποίες κατά τον MAR συνιστούν κατάχρηση της αγοράς είναι η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών και η παράνομη ανακοίνωσή τους από τα πρόσωπα που κατέχουν τέτοιες πληροφορίες, καθώς και η χειραγώγηση της αγοράς, που δε θα μας απασχολήσει εν προκειμένω.

Ως εκ τούτου, ο MAR θεσπίζει δύο βασικές κατηγορίες υποχρεώσεων των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες.<sup>43</sup> Έτσι, τα εν λόγω πρόσωπα, αφενός μεν απαγορεύεται να χρησιμοποιούν την προνομιακή πληροφορία που κατέχουν,<sup>44</sup> αφετέρου δε υποχρεούνται να δημοσιοποιούν είτε την ίδια την προνομιακή πληροφορία είτε συναλλαγές ή πρόσωπα που σχετίζονται ή ενδέχεται να σχετίζονται με αυτή.<sup>45</sup>

Το προσωπικό πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης της χρήσης προνομιακών πληροφοριών αφορά όλους τους κατόχους των εν λόγω πληροφοριών,<sup>46</sup> οι οποίοι διακρίνονται σε πρωτογενείς και δευτερογενείς.

Από τη μία, οι πρωτογενείς κάτοχοι<sup>47</sup> είναι όσοι λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων της εκδότριας εταιρίας ή λόγω της συμμετοχής τους στο μετοχικό της κεφάλαιο, έχουν άμεση πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, αλλά και όσοι έχουν πρόσβαση σε αυτές κατά την άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή εμπλέκονται σε εγκληματικές δραστηριότητες.<sup>48</sup> Και τούτο διότι, οι εν λόγω κατηγορίες προσώπων βρίσκονται κοντά στον πυρήνα λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων της εκδότριας και άρα έχουν σχεδόν άμεση πρόσβαση στην πηγή των προνομιακών πληροφοριών.

Από την άλλη, το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών καταλαμβάνει και τους δευτερογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών, δηλαδή κάθε πρόσωπο, φυσικό ή νομικό, πέραν των πρωτογενών κατόχων, το οποίο κατέχει τις εν λόγω πληροφορίες και τις χρησιμοποιεί για να προβεί σε συναλλαγές με χρηματοπιστωτικά μέσα (απόκτηση, διάθεση, ανακοίνωση, σύσταση, παρότρυνση).<sup>49</sup>

---

<sup>42</sup> Άρθρο 17 παρ. 5 MAR.

<sup>43</sup> Βλ. σχετικά Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., σελ. 207.

<sup>44</sup> Βλ. άρθρα 8, 9 και 14 MAR.

<sup>45</sup> Βλ. άρθρο 17 MAR.

<sup>46</sup> Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π.

<sup>47</sup> Ο ορισμός έχει επικρατήσει τόσο στη θεωρία όσο και στη νομολογία, βλ. σχετικά Γιάννη Ε. Βελέντζα, Προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Ερμηνευτική προσέγγιση του νέου νομοθετικού πλαισίου (Ν. 3340/2005) και της σχετικής νομοθεσίας που εκδόθηκε κατ' εξουσιοδότηση, ΕΤΡΑΧρΔ 1/2006, σελ. 3 επ. (7).

<sup>48</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 333.

<sup>49</sup> Βλ. άρθρα 8 και 10 MAR.

Πρόκειται για τα πρόσωπα που χωρίς να συνδέονται τα ίδια, άμεσα ή έμμεσα, με την εταιρία γίνονται αποδέκτες προνομιακών πληροφοριών αμέσως ή εμμέσως από τους πρωτογενείς κατόχους αυτών,<sup>50</sup> χωρίς να ενδιαφέρει ο τρόπος με τον οποίο περιήλθε η πληροφορία σ' αυτούς.<sup>51</sup> Μόνη απαραίτητη προϋπόθεση είναι να γνώριζαν ή να όφειλαν να γνωρίζουν τον προνομιακό χαρακτήρα της πληροφορίας,<sup>52</sup> σε αντίθεση με τους πρωτογενείς κατόχους, για τους οποίους δε συντρέχει αυτό το υποκειμενικό στοιχείο,<sup>53</sup> όπως θα αναλυθεί κατωτέρω. Για τον έλεγχο της συνδρομής αυτού του στοιχείου θα πρέπει να ληφθεί υπόψη τί γνωρίζει ή τί όφειλε να γνωρίζει ένας μέσος επενδυτής στις συγκεκριμένες περιστάσεις.<sup>54</sup>

#### **1.4. Η (κατά)χρήση προνομιακών πληροφοριών.**

Η κατάχρηση (παράνομη «χρησιμοποίηση») προνομιακών πληροφοριών, όταν τελείται από τους κατόχους των προνομιακών πληροφοριών (insiders), αποτελεί απαγορευμένη πράξη σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης,<sup>55</sup> λόγω του ότι η διενέργεια συναλλαγών από τα πρόσωπα αυτά τερπιλίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ορθή και διαφανή λειτουργία της αγοράς και αυξάνει το κόστος των συναλλαγών.

Κατά τα οριζόμενα στον MAR,<sup>56</sup> αντικείμενο της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών είναι η χρησιμοποίησή τους από πρόσωπο, που κατέχει προνομιακή πληροφορία για την απόκτηση ή διάθεση ή την προσπάθεια απόκτησης ή διάθεσης, για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου, αμέσως ή εμμέσως, χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία αφορά η εν λόγω πληροφορία.<sup>57</sup> Επομένως, η απαγορευμένη συμπεριφορά εκδηλώνεται με τη χρησιμοποίηση της προνομιακής πληροφορίας για σύναψη ή απόπειρα σύναψης συναλλαγής επί χρηματοπιστωτικών μέσων από τον κάτοχό της (πράξη αγοράς ή πώλησης).<sup>58</sup>

Η έννοια της απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων μπορεί να ερμηνευθεί ευρέως, καταλαμβάνοντας εμπράγματα αλλά και ενοχικές συμβάσεις, στο μέτρο που οι τελευταίες καταλήγουν στην κατάρτιση εμπράγματης δικαιοπραξίας. Αδιάφορο είναι αν ο κάτοχος της πληροφορίας αποκομίζει οικονομικό όφελος εκ της

---

<sup>50</sup> Βλ. Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 337 σε υποσημείωση αριθ. 519.

<sup>51</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 366.

<sup>52</sup> Άρθρο 8 παρ. 4 εδ. 2 MAR.

<sup>53</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>54</sup> Προοίμιο MAR σκέψη 26.

<sup>55</sup> Νικόλαος Βερβεσός, Η απαγόρευση χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών μετά την απόφαση Spector του ΔΕΚ, ΔΕΕ 11/2010, σελ. 1150-1156.

<sup>56</sup> Βλ. αρ. 8 MAR

<sup>57</sup> Βλ. και ρύθμιση προγενέστερου δικαίου, ήτοι αρ. 2 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και αρ. 3 παρ. 1 του ν. 3340/2005.

<sup>58</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 333-334, όπου αναφέρεται ότι εφόσον ο MAR δε διευκρινίζει τον τρόπο με τον οποίο στοιχειοθετείται η απόπειρα απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον η κύρια παράβαση τελείται με τη σύναψη συναλλαγής αγοράς ή πώλησης, απόπειρα θα συνιστά κάθε ενέργεια του κατόχου που κατατείνει στη σύναψη τέτοιας συναλλαγής. Βλ. υποσημείωση σε Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 380, όπου αναφέρεται ότι η έννοια της προσπάθειας απόκτησης ή διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων δεν ορίζεται στον νόμο και αφορά ιδίως εισαγωγή εντολών του κατόχου, οι οποίες δεν εκτελέστηκαν.



συναλλαγής ή αν αυτή βασίζεται σε άσκηση εκ του νόμου προβλεπόμενου δικαιώματος.<sup>59</sup>

Οι εντολές που εισάγονται πριν ένα πρόσωπο γίνει κάτοχος προνομιακών πληροφοριών δε θα πρέπει να θεωρούνται ότι συνιστούν κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, ωστόσο κάθε υστερόχρονη μεταβολή τους επί τη βάση τέτοιων πληροφοριών εκλαμβάνεται ως τέτοια. Έτσι, η χρήση προνομιακής πληροφορίας διά της ακύρωσης ή τροποποίησης μιας εντολής σχετικά με χρηματοπιστωτικό μέσο, στο οποίο αφορά η πληροφορία, η οποία εντολή δόθηκε πριν αποκτήσει το πρόσωπο την προνομιακή πληροφορία, θεωρείται ότι συνιστά κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας.<sup>60</sup>

Από την εν θέματι απαγόρευση καταλαμβάνεται και ο επαγγελματίας διαμεσολαβητής, ανεξάρτητα από το αν ενεργεί ατομικά για τον ίδιο ή για λογαριασμό εντολέα του.<sup>61</sup> Όταν δε πρόκειται για νομικό πρόσωπο η απαγόρευση εφαρμόζεται και στα φυσικά πρόσωπα που συμμετέχουν στην απόφαση πραγματοποίησης της απόκτησης, διάθεσης, ακύρωσης ή τροποποίησης μιας εντολής για λογαριασμό του εν λόγω νομικού προσώπου.<sup>62</sup> Κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας στοιχειοθετείται και όταν ένα πρόσωπο καταρτίζει μία συναλλαγή εν γνώσει του γεγονότος ότι μία δημοσιοποιημένη πληροφορία είναι αναληθής.<sup>63</sup>

Τέλος, η απαγόρευση δεν καταλαμβάνει συναλλαγές που πραγματοποιούνται από πρόσωπο προς εκπλήρωση μιας απαιτητής υποχρέωσης για την απόκτηση ή διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων, όταν η υποχρέωση αυτή απορρέει από προηγούμενη συμφωνία, που καταρτίστηκε πριν το εν λόγω πρόσωπο αποκτήσει την προνομιακή πληροφορία.<sup>64</sup>

#### **1.4.1. Ζητήματα Απόδειξης – Το τεκμήριο γνώσης του πρωτογενούς κατόχου προνομιακών πληροφοριών (insider).**

Η καταπολέμηση των ανωτέρω συμπεριφορών προσέκρουε πάντοτε σε αποδεικτικές δυσχέρειες.<sup>65</sup> Στοιχεία που θα πρέπει να συντρέχουν προκειμένου να αποδεικνύεται ότι ένα πρόσωπο προέβη σε κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας είναι η κατοχή της εν λόγω πληροφορίας από το συγκεκριμένο πρόσωπο, η γνώση του προνομιακού χαρακτήρα της από το εν λόγω πρόσωπο και η κατάχρηση της πληροφορίας από αυτό.<sup>66</sup>

Υπό το προγενέστερο δίκαιο είχε επικρατήσει η άποψη ότι ο νόμος<sup>67</sup> εισήγαγε μαχητό τεκμήριο ότι οι πρωτογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών γνωρίζουν

---

<sup>59</sup> Β. Τουντόπουλος, ο.π.

<sup>60</sup> Βλ. αρ. 8 MAR και Προοίμιο Κανονισμού σκέψη 25.

<sup>61</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 334.

<sup>62</sup> Βλ. αρ. 8 παρ. 5 MAR.

<sup>63</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 380.

<sup>64</sup> Γιάννης Ε. Βελέντζας ο.π., σελ. 9

<sup>65</sup> Βλ. Ν. Βερβεσός, ο.π.

<sup>66</sup> Β. Τουντόπουλος, ο.π., σελ. 389.

<sup>67</sup> Βλ. άρθρο 3 ν.3340/2005.

τον προνομιακό χαρακτήρα των πληροφοριών που κατέχουν,<sup>68</sup> με δυνατότητα ανταπόδειξης του σχετικού τεκμηρίου.<sup>69</sup>

Και ο ισχύων Κανονισμός MAR φαίνεται κατά την κρατούσα άποψη να εισάγει μαχητό τεκμήριο γνώσης του insider.<sup>70</sup> Αυτό διαφαίνεται και στο μέτρο που αναφορά στη γνώση ή την υπαίτια άγνοια του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας γίνεται μόνο ως προς τους δευτερογενείς κατόχους προνομιακών πληροφοριών.<sup>71</sup>

Εκφράζονται, σε κάθε περίπτωση, επιφυλάξεις ως προς την επέκταση του τεκμηρίου γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα της πληροφορίας σε όλες ανεξαιρέτως τις περιπτώσεις πρωτογενών κατόχων προνομιακών πληροφοριών, καθώς κάτι τέτοιο δε θα δικαιολογείτο πάντοτε. Θα ήταν ανεπιεικές να θεμελιωθεί τέτοιο τεκμήριο λόγου χάρη για τους μικρομετόχους της εκδότριας.<sup>72</sup>

Αντίθετα, η ιδιότητα ορισμένων προσώπων αποτελεί εκ των πραγμάτων ένδειξη κατοχής προνομιακών πληροφοριών και γνώσης του προνομιακού τους χαρακτήρα. Τέτοια είναι τα (εκτελεστικά) μέλη των διοικητικών οργάνων λόγω της φύσης της θέσης τους, που συνεπάγεται τη συμμετοχή τους στις επιχειρηματικές αποφάσεις του εκδότη, συνεπώς και κατοχή των προνομιακών πληροφοριών που σχετίζονται με αυτές, έχοντας πάντοτε δυνατότητα ανταπόδειξης.<sup>73</sup>

Το ζήτημα, ωστόσο, παραμένει ως προς το αν υφίσταται και τεκμήριο χρήσης της προνομιακής πληροφορίας, όταν ένας πρωτογενής κάτοχος προβαίνει σε κατάρτιση συναλλαγής,<sup>74</sup> κάτι το οποίο φαίνεται να έγινε δεκτό από τη νομολογία του ΔικΕΕ.

Στο πλαίσιο αυτό είχε ανακύψει μεταξύ άλλων το ζήτημα, αν για τη στοιχειοθέτηση της παράνομης χρησιμοποίησης προνομιακών πληροφοριών απαιτείται, πέρα από την απλή γνώση της προνομιακής πληροφορίας και η πραγματική χρήση αυτής. Εάν, δηλαδή, μόνο η απόκτηση ή η διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων από πρωτογενή κάτοχο προνομιακής πληροφορίας (insider) αποτελεί καθαυτή μία συναλλαγή που εμπίπτει στην απαγόρευση χρήσης προνομιακής πληροφορίας, ή εάν θα πρέπει να αποδειχθεί επιπλέον και η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου ανάμεσα στη γνώση και την πράξη του insider.<sup>75</sup> Στην πρώτη εκδοχή, που είναι και λιγότερο επιεικής

---

<sup>68</sup> βλ. εισηγητική έκθεση του ν.3340/2005 ο.π, βάσει της οποίας: «Σημειώνεται ότι η εφαρμογή της απαγόρευσης του παρόντος άρθρου στηρίζεται στην πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης της παραβατικής συμπεριφοράς και όχι στο υποκειμενικό στοιχείο. Συνεπώς σε αντίθεση με την αντίστοιχη απαγόρευση του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου..., η οποία απαιτούσε την ύπαρξη «εν γνώσει εκμετάλλευσης» των προνομιακών πληροφοριών, η εφαρμογή της απαγόρευσης του παρόντος άρθρου δεν προϋποθέτει την ύπαρξη υποκειμενικής υπόστασης, δεδομένου ότι έχει απαλειφθεί πλέον το στοιχείο της «εν γνώσει εκμετάλλευσης». Επομένως, το παρόν άρθρο δημιουργεί ως προς τα πρόσωπα στα οποία αναφέρεται, μαχητό τεκμήριο γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών.»

<sup>69</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 365.

<sup>70</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>71</sup> Βλ. άρθρο 8 παρ. 4 τελ. εδάφιο MAR: «...εφόσον το πρόσωπο αυτό γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι πρόκειται για προνομιακή πληροφορία».

<sup>72</sup> Β. Τουντόπουλος, ο.π.

<sup>73</sup> Γιάννης Ε. Βελέντζας σελ. 9, Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 335.

<sup>74</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 389.

<sup>75</sup> Ν. Βερβεσός, ο.π., Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 335: «...αν η διενέργεια της συναλλαγής είναι αποτέλεσμα της γνώσης.»

για τον κάτοχο προνομιακών πληροφοριών, ο αιτιώδης σύνδεσμος καθίσταται περιττός.<sup>76</sup>

Η ανάλυση της έννοιας της «χρησιμοποίησης» προνομιακής πληροφορίας καθίσταται μία σύνθετη διαδικασία, καθώς είναι ιδιαίτερα δυσχερές να εξακριβωθούν τα εσωτερικά κίνητρα του κατόχου, που επηρέασαν τη βούληση του να λάβει μία επενδυτική απόφαση, την οποία ενδέχεται να έχουν επηρεάσει διάφοροι παράγοντες, μεταξύ δε αυτών και η προνομιακή πληροφορία που κατέχει.<sup>77</sup>

Το ζήτημα είχε και υπό το προγενέστερο δίκαιο απασχολήσει τη βιβλιογραφία, όπου είχαν υποστηριχθεί δύο απόψεις. Βάσει της πρώτης, η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών προϋπέθετε την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ γνώσης και πράξης του κατόχου, ενώ βάσει της αντίθετης άποψης, κάθε συναλλαγή εν γνώσει της πληροφορίας αποτελούσε χρήση κατά την έννοια της απαγόρευσης, χωρίς να απαιτείται η ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ γνώσης και πράξης του insider.<sup>78</sup>

Με τα επίμαχα αυτά ζητήματα είχε ασχοληθεί εκτενώς υπό το προγενέστερο ενωσιακό πλαίσιο το ΔικΕΕ στην γνωστή υπόθεση Spector,<sup>79</sup> την οποία θα εξετάσουμε αναλυτικά ευθύς κατωτέρω.

#### **1.4.2. Το τεκμήριο γνώσης του insider μέσω επισκόπησης της Υπόθεσης C-45/08 Spector.**

Όσον αφορά το πραγματικό της άνω απόφασης: πρόκειται για την εισηγμένη στο Euronext Brussels βελγική εταιρία Spector Photo Group NV, η οποία στο πλαίσιο εφαρμογής προγράμματος διανομής στο προσωπικό της μετοχών της εταιρίας προέβη στην υιοθέτηση προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης και εν συνεχεία στην απόκτηση ιδίων μετοχών.<sup>80</sup> Μεταξύ των διενεργηθέντων συναλλαγών, εκτελέστηκαν σε συγκεκριμένη περίοδο, από τον διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρίας εντολές αγοράς μετοχών, γεγονός που επέτρεψε στη Spector να αποκτήσει μετοχές με μέση τιμή σε ευρώ ανά μετοχή χαμηλότερη από την προβλεπόμενη για την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Εν συνεχεία, η εταιρία δημοσιοποίησε τις συναλλαγές στις οποίες είχε προβεί, με αποτέλεσμα η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της να αυξηθεί στα 12,50 ευρώ.<sup>81</sup> Η CBFA χαρακτήρισε τις άνω πράξεις αγοράς ιδίων μετοχών ως πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και οι οποίες απαγορεύονταν στο βελγικό δίκαιο.<sup>82</sup> Στα πλαίσια της ένδικης διαφοράς ετέθη μεταξύ άλλων από το hof van beroep te Brussel στο ΔικΕΕ το εξής ερώτημα: Θα πρέπει κατά το ισχύσαν αρ. 2 παρ. 1 της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ να αποδειχθεί ότι ο κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών (insider) κάνει υπαίτια χρήση αυτών, όταν διενεργεί συναλλαγές επί

<sup>76</sup> Γιώργος Ψαρουδάκης, Μεταξύ γνώσης και βούλησης του insider: Η κατοχή της εμπιστευτικής πληροφορίας και η επενδυτική απόφαση, ΕΕμπΔ 2010, σελ. 210

<sup>77</sup> Γ. Ψαρουδάκης, ο.π.

<sup>78</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 1

<sup>79</sup> Βλ. ΔικΕΕ, 23.12.2009, C-45/08, Spector Photo Group NV.

<sup>80</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 11.

<sup>81</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 13 και 14.

<sup>82</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 15.

κινητών αξιών, στις οποίες αφορούν οι εν λόγω πληροφορίες, ή θεωρείται ότι κάνει εξ ορισμού χρήση των πληροφοριών αυτών (χωρίς να απαιτείται υπαιτιότητα).<sup>83</sup>

Το ΔικΕΕ εκκινώντας από το γράμμα της διάταξης<sup>84</sup> διαπίστωσε ότι οι πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες ορίζονταν κατά τρόπο αντικειμενικό, χωρίς η πρόθεσή τους ή άλλα υποκειμενικά στοιχεία να υπεισέρχονται ρητώς στον ορισμό των εν λόγω πράξεων.<sup>85</sup> Η διάταξη περιοριζόταν στη ρητή αναφορά μόνο δύο συστατικών στοιχείων της απαγορευμένης πράξης. Αφενός, στα πρόσωπα που εμπíπτουν στο πεδίο εφαρμογής της και, αφετέρου, στις υλικές ενέργειες που συνθέτουν την οικεία πράξη.<sup>86</sup> Έτσι, βάσει γραμματικής ερμηνείας δεν απαιτείτο οι προνομιακές πληροφορίες να προκάλεσαν την απόφαση του insider για τη διενέργεια των συναλλαγών.

Η κατά αντικειμενικό τρόπο διαμόρφωση του πραγματικού της απαγόρευσης βρίσκει έρεισμα στην ανάγκη ενιαίας ρύθμισης και ερμηνείας της από τα κράτη μέλη. Η μεταφορά στα εσωτερικά δίκαια των κρατών μελών του σχετικού άρθρου<sup>87</sup> της προγενέστερης οδηγίας 89/592, το οποίο απαγόρευε στους κατόχους να «εκμεταλλεύονται εν γνώσει τους» εμπιστευτικές πληροφορίες, οδήγησε σε διαφορετικές ερμηνείες της διάταξης και ταυτίστηκε σε ορισμένα εθνικά δίκαια με την απαίτηση αναγωγής σε κάποιο ηθικό στοιχείο.<sup>88</sup> Επιλέχθηκε, λοιπόν, μία πιο αντικειμενική προσέγγιση της έννοιας, η οποία διαφαίνεται από την αντικατάσταση του ρήματος «εκμεταλλεύονται εν γνώσει» με το ρήμα «χρησιμοποιούν», προκειμένου από τον ορισμό των πράξεων προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες να απαλειφθεί κάθε στοιχείο που παραπέμπει σε σκοπό ή σε πρόθεση.<sup>89</sup> Έτσι, προάγεται η νομική ασφάλεια και αναπτύσσεται μεγαλύτερη προληπτική λειτουργία.<sup>90</sup>

Επιπλέον, σύμφωνα με το ΔικΕΕ, η ιδιαίτερη φύση των πράξεων των προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, επιτρέπει να θεωρηθεί ότι, οσάκις πληρούνται τα στοιχεία που αναφέρει ο νόμος, συντρέχει η ηθική προϋπόθεση.<sup>91</sup> Συγκεκριμένα, η διενέργεια συναλλαγών επί κινητών αξιών από τα πρόσωπα αυτά αποτελεί το αποτέλεσμα μίας σύνθετης διαδικασίας λήψης

---

<sup>83</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 23 και 30 και ειδικότερα τα προδικαστικά ερωτήματα (υπ' αριθμόν 2 και 3), με τα οποία ετέθησαν τα εξής: Πρώτον, εάν το άρθρο 2, παράγραφος 1 της οδηγίας 2003/6 έχει την έννοια ότι το γεγονός και μόνον ότι ένα πρόσωπο είναι πρωτογενής κάτοχος εμπιστευτικών πληροφοριών και αποκτά ή διαθέτει, ή επιχειρεί να αποκτήσει ή διαθέσει, για λογαριασμό του ή για λογαριασμό τρίτων, κινητές αξίες τις οποίες αφορούν οι πληροφορίες αυτές συνεπάγεται, εξ ορισμού, ότι το πρόσωπο αυτό κάνει χρήση των εν λόγω εμπιστευτικών πληροφοριών. Δεύτερον, εάν, σε περίπτωση αρνητικής απαντήσεως στο άνω ερώτημα πρέπει να θεωρηθεί ότι απαιτείται να έχει ληφθεί με πλήρη επίγνωση απόφαση για την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.

<sup>84</sup> Βλ. άρθρο 2 παράγραφος 1 Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

<sup>85</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 32.

<sup>86</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 31.

<sup>87</sup> Βλ. αρ. 2 παρ. 1 Οδηγίας 89/592/ΕΚ.

<sup>88</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 33 και 35.

<sup>89</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 34, Γ. Βελέντζα ΕΤΡΑΞΧρΔ ο.π., σελ. 8.

<sup>90</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>91</sup> βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 36.

αποφάσεων,<sup>92</sup> η οποία διακρίνεται από δύο βασικά στοιχεία: πρώτον, αποκλείει την πιθανότητα το πρόσωπο να ενήργησε χωρίς να έχει συνείδηση των πράξεων του και δεύτερον, οι προνομιακές πληροφορίες πρέπει καταρχήν να θεωρηθεί ότι συνεκτιμήθηκαν κατά τη λήψη της απόφασης από τον κάτοχο τους.<sup>93</sup>

Οι κρίσεις της εν θέματι απόφασης έχουν αφομοιωθεί στον MAR, όπου ορίζεται ότι όταν ένα πρόσωπο, νομικό ή φυσικό, το οποίο είναι κάτοχος προνομιακών πληροφοριών αποκτά ή διαθέτει, ή επιχειρεί να αποκτήσει ή διαθέσει, για δικό του λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου, άμεσα ή έμμεσα, χρηματοπιστωτικά μέσα με τα οποία σχετίζονται οι πληροφορίες αυτές, θα πρέπει να θεωρείται ότι χρησιμοποίησε αυτές τις πληροφορίες.<sup>94</sup>

Καθιερώνεται λοιπόν αντικειμενική ευθύνη του insider και ως εκ τούτου, εφόσον συντρέχουν οι παράμετροι του νόμου (άρθρο 8 MAR), που στοιχειοθετούν πράξη προσώπου που κατέχει εμπιστευτικές πληροφορίες, η πρόθεση του προσώπου αυτού τεκμαίρεται.<sup>95</sup>

Έχει υποστηριχθεί ότι εν προκειμένω το ΔικΕΕ, δεν έλαβε ευθέως θέση επί του ζητήματος της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ πράξης και βούλησης του insider,<sup>96</sup> υιοθετώντας μία ενδιάμεση θέση. Είναι ωστόσο εμφανές ότι συνέκλινε περισσότερο με την κρατούσα στη θεωρία και αυστηρότερη για τον insider εκδοχή, ότι συναλλαγή επί μετοχών για τις οποίες ο συναλλασσόμενος έχει στην κατοχή του προνομιακές πληροφορίες, αποτελεί «χρήση» κατά την έννοια των σχετικών διατάξεων, χωρίς να χρειάζεται απόδειξη περί του ότι οι πληροφορίες αυτές προκάλεσαν την απόφαση διενέργειας της συγκεκριμένης συναλλαγής.<sup>97</sup>

Παρολαυτά, δε θα πρέπει να οδηγούμαστε αβίαστα στο συμπέρασμα ότι οποιαδήποτε συναλλαγή διενεργείται από πρωτογενή κάτοχο εμπίπτει αυτομάτως στο πεδίο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών,<sup>98</sup> καθώς κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε ορισμένες περιπτώσεις σε ανεπιεική αποτελέσματα.<sup>99</sup> Άλλωστε, στην εξεταζόμενη απόφαση γίνεται αναφορά και σε περιπτώσεις που το εν λόγω τεκμήριο μπορεί να ανατραπεί ή εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης.<sup>100</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα των τελευταίων είναι αυτό του ειδικού διαπραγματευτή ή του παραγγελιοδόχου, οι οποίοι δε σχηματίζουν καν επενδυτική απόφαση με γνώμονα το δικό τους περιουσιακό όφελος, αλλά συναλλάσσονται με τρόπο που επιβάλλουν συγκεκριμένοι κανόνες.<sup>101</sup> Αντίστοιχα ισχύουν για τη χρήση από έναν επενδυτή της «ιδίας αυτού γνώσης», όταν δηλαδή υλοποιεί μία εσωτερική του απόφαση (λ.χ. όταν

<sup>92</sup> Βλ. Ν. Βερβεσός ο.π. και ΔικΕΕ ο.π. σκ. 36: «...η διενέργεια πράξεως αγοραπωλησίας από τον insider είναι, κατ' ανάγκην, το αποτέλεσμα μιας σειράς αποφάσεων εντασσομένων σε ένα περίπλοκο πλαίσιο...»

<sup>93</sup> Βλ. Νικόλαος Βερβεσός ο.π. και ΔικΕΕ ο.π. σκ. 36.

<sup>94</sup> Βλ. Προοίμιο MAR ο.π., σκ. 24.

<sup>95</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 37.

<sup>96</sup> Βλ. Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>97</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 211, βλ. επίσης σκ. 59 των Προτάσεων της Γενικής Εισαγγελέως Kokott στην υπόθεση Spector.

<sup>98</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 45 και 56.

<sup>99</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ο.π.

<sup>100</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ο.π., ΔικΕΕ ο.π. σκ. 38.

<sup>101</sup> Βλ. σκ. 18 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και ΔικΕΕ ο.π. σκ. 58.

αποκτά μετοχές μίας εταιρίας και αποφασίζει κατόπιν να υποβάλει δημόσια πρόταση εξαγοράς).<sup>102</sup> Τυποποιούνται, λοιπόν, κάποιες περιπτώσεις<sup>103</sup> στις οποίες δε θα πρέπει να εφαρμοστεί η απαγόρευση, καθώς είτε δεν υπάρχει αυτόνομη επενδυτική απόφαση, είτε δεν υφίσταται καν προνομιακή πληροφορία παρά μόνο ίδια γνώση επενδυτικών σχεδίων.<sup>104</sup>

Τέλος, το ΔικΕΕ, επικαλούμενο το σκοπό των διατάξεων, έκρινε ότι το πεδίο εφαρμογής της απαγορεύσεως δε θα πρέπει να διευρύνεται, λόγω ακριβώς της αντικειμενικής διαμόρφωσης του πραγματικού της χρήσης προνομιακών πληροφοριών, πέραν του πρόσφορου και αναγκαίου για την επίτευξη των επιδιωκόμενων κανονιστικών στόχων μέτρου, σε συναλλαγές οι οποίες δε θίγουν τα προστατευόμενα από τις διατάξεις συμφέροντα.<sup>105</sup> Ωστόσο, ανακύπτουν εν προκειμένω ζητήματα ασφαλούς οριοθέτησης μεταξύ επιτρεπτής και μη επιτρεπτής «χρήσης».<sup>106</sup>

Σε κάθε περίπτωση, το ΔικΕΕ αντιλήφθηκε την απαγόρευση της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών ως μέθοδο διασφάλισης της ισότητας μεταξύ των συναλλασσομένων στην αγορά.<sup>107</sup> Σύμφωνα με το ΔικΕΕ, η εξασφάλιση της ακεραιότητας των κεφαλαιαγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών εξαρτώνται, μεταξύ άλλων, από την εγγύηση που τους παρέχεται περί προστασίας από την παράνομη χρήση προνομιακών πληροφοριών.<sup>108</sup> Ουσιαστικά, η απαγόρευση επιδιώκει να καταπολεμήσει την πληροφοριακή ασυμμετρία που επικρατεί στην αγορά και να εξασφαλίσει την ίση μεταχείριση των επενδυτών, η οποία διαταράσσεται εκ του λόγου ότι ο insider θα προβαίνει σε κάθε περίπτωση σε συναλλαγές γνωρίζοντας ότι είναι ασφαλής βάσει της προνομιακής πληροφορίας που κατέχει, κάτι το οποίο δεν ισχύει για τους λοιπούς συναλλασσομένους.<sup>109</sup>

Συμπερασματικά, το ΔικΕΕ υιοθέτησε, ως φαίνεται, την αυστηρότερη για τον κάτοχο προνομιακών πληροφοριών εκδοχή, κατά την οποία τεκμαίρεται ότι αυτός ενεργεί εν γνώσει της πληροφορίας. Το τεκμήριο αυτό είναι μαχητό, ώστε να μην έρχεται σε αντίθεση με θεμελιώδη δικαιώματα, ιδίως με την αρχή του τεκμηρίου αθωότητας που καθιερώνεται στο αρ. 6 παρ. 2 της ΕΣΔΑ, δεδομένου ότι διατηρούνται τα δικαιώματα άμυνας των κατόχων προνομιακών πληροφοριών.<sup>110</sup>

Καθίσταται πάντως σαφές ότι η γνώση της προνομιακής πληροφορίας δεν δύναται να απομονωθεί από την επενδυτική απόφαση του insider, αλλά αντιθέτως, την

---

<sup>102</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ο.π.

<sup>103</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκη ο.π., ο οποίος τις ονομάζει περιπτώσεις «ανταπόδειξης» και τυποποιημένα πραγματικά.

<sup>104</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκη ο.π., ο οποίος αναφέρει ότι η αιτία αυτών των τυποποιημένων εξαιρέσεων δεν είναι η έλλειψη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ γνώσης της πληροφορίας και επενδυτικής απόφασης, η οποία όμως μπορεί και να συντρέχει.

<sup>105</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 46, βλ. επίσης Ν. Βερβεσός ο.π., όπου αναφέρεται ότι ο σκοπός της διάταξης καλείται, σύμφωνα με το ΔΕΚ, να «διορθώσει» τις συνέπειες που απορρέουν από την αντικειμενική διαμόρφωση του πραγματικού της χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών.

<sup>106</sup> Βλ. αναλυτικά σε Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>107</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 48.

<sup>108</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 37.

<sup>109</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ο.π., σελ. 215-216.

<sup>110</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 39 και 44.

ενισχύει.<sup>111</sup> Αυτό που κολάζεται, εν τέλει, είναι η πραγματοποίηση της συναλλαγής καθεαυτής κατά το χρόνο κτήσης της προνομιακής πληροφορίας και υπό τις συγκεκριμένες περιστάσεις, και όχι η διαμόρφωση της απόφασης του insider για συναλλαγή ως αποτέλεσμα της προνομιακής πληροφορίας.<sup>112</sup>

### **1.5. Σχέση εταιρικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Εισαγωγή στην προβληματική.**

Αφού εξετάσαμε τα σημαντικότερα σημεία της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής, η οποία πραγματεύεται ένα ζήτημα που άπτεται τόσο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς με προεκτάσεις, ωστόσο, εταιρικού δικαίου (σε σύνθετες εταιρικές πράξεις οι οποίες ρυθμίζονται ως επί των πλείστων από τις διατάξεις για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς), αξίζει να γίνει μία συνοπτική αναφορά στη σχέση που συνδέει αυτά τα δύο δίκαια.

Έτσι, αρχικά θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα όρια μεταξύ εταιρικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς δεν είναι πάντοτε ευδιάκριτα.<sup>113</sup>

Περαιτέρω, έχουν επισημανθεί ορισμένες ποιοτικές διαφορές μεταξύ αυτών των κλάδων δικαίου, για τους οποίους είχε εκφραστεί ιδίως παλαιότερα η ανησυχία ότι ίσως το αναπτυσσόμενο τα τελευταία χρόνια δίκαιο της κεφαλαιαγοράς επισκιάσει βασικές αρχές του δικαίου της Α.Ε.<sup>114</sup> Από τη μία, λοιπόν, το εταιρικό δίκαιο είναι οργανωτικό και στοχεύει στη ρύθμιση των σχέσεων των μετόχων με την εταιρία, ιδιαίτερα στην προστασία των μετόχων της μειοψηφίας, στον καθορισμό των οργάνων της εταιρίας και των αρμοδιοτήτων αυτών, καθώς και στην προστασία των τυχόν πιστωτών και εργαζομένων. Στο επίκεντρο βρίσκεται ο μέτοχος ως μέλος μίας ένωσης προσώπων.<sup>115</sup>

Από την άλλη, στο επίκεντρο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς βρίσκεται η αγορά ως χώρος διεξαγωγής συναλλαγών (προσφορά και ζήτηση) σε κινητές αξίες, με την έννοια όμως ότι θα ενισχύεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ορθή λειτουργία της, καθώς θα αποτελεί έναν χώρο, όπου η άντληση κεφαλαίων (μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση) για τις επιχειρήσεις θα γίνεται με τον αποδοτικότερο τρόπο. Επομένως, στόχοι εν προκειμένω είναι, όπως αποτυπώνεται πλέον ρητά και στα προοίμια των ενωσιακών κειμένων, η προστασία της αγοράς ως θεσμού και παράλληλα των επενδυτών (μέτοχοι – επενδυτές και δυνητικοί), στο σύνολό τους και ατομικά, οι οποίοι ως στόχοι συνδέονται αμοιβαία και αλληλοσυμπληρώνονται.<sup>116</sup>

Οι ανωτέρω τρόποι προστασίας του επενδυτή από τη μία, και του μετόχου από την άλλη, μπορεί να είναι διαφορετικοί αλλά παράλληλοι και συμπληρωματικοί. Έτσι, έχει επικρατήσει η άποψη για το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και το εταιρικό δίκαιο, ότι

<sup>111</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ο.π., σελ. 219.

<sup>112</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 336, Γ. Ψαρουδάκης ο.π., σελ. 217.

<sup>113</sup> Βλ. σχετικά Γεώργιος Δ. Σωτηρόπουλος, Το «δικαίωμα» διενέργειας Due Diligence του υποψήφιου αγοραστή μετοχών, ΕΕμπΔ 2008, σελ. 216.

<sup>114</sup> Γεώργιος Δ. Τριανταφυλλάκης, Από την προστασία της μειοψηφίας στην προστασία του μετόχου, σελ. 95 επ. (95).

<sup>115</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 277.

<sup>116</sup> Βλ. σχετικά σε Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 277-278.

πρόκειται ουσιαστικά για «δίδυμους» κλάδους, οι οποίοι αλληλοδιαπλέκονται και αλληλοσυμπληρώνονται λειτουργικά, ιδίως στο πεδίο εφαρμογής της προστασίας του μετόχου – επενδυτή.<sup>117</sup>

Η σχέση μεταξύ τους θα γίνει αντιληπτή και κατωτέρω στη θεματική των σύνθετων εταιρικών πράξεων, οι οποίες κλιμακώνονται σε στάδια και κατά τη διάρκεια εξέλιξής τους διακινούνται συχνά πληροφορίες με προνομιακό περιεχόμενο. Το δυσχερές έργο στις περιπτώσεις αυτές είναι να εξακριβωθεί σε ποιο ακριβώς χρονικό σημείο αυτών μπορεί να θεμελιωθεί η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, ούτως ώστε να ενεργοποιηθούν η απαγόρευση χρήσης και η υποχρέωση των εκδοτών να δημοσιοποιήσουν την εν λόγω πληροφορία όσο το δυνατόν συντομότερα, προκειμένου να μην παραπλανηθούν οι επενδυτές και προκληθεί πληροφοριακή ασυμμετρία. Ειδικότεροι προβληματισμοί, που θα εξεταστούν υπό το πρίσμα του MAR και της νομολογίας του ΔικΕΕ είναι, αν μπορούν να θεωρηθούν και τα επιμέρους στάδια τέτοιων διαδικασιών προνομιακές πληροφορίες ή μόνο το τελικό γεγονός με το οποίο αυτές ολοκληρώνονται, καθώς και αν «συγκεκριμένη» θεωρείται μόνο η σχετική με το γεγονός αυτό πληροφορία, εφόσον η επέλευσή του αναμένεται εύλογα, ή εάν ως τέτοια μπορεί να θεωρηθεί και κάθε πληροφορία που σχετίζεται με ένα ενδιάμεσο στάδιο, ανεξάρτητα από την πιθανότητα επέλευσης της τελικής κατάστασης.

---

<sup>117</sup> Βλ. Ν. Τέλλης ο.π.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

### 2.1. Η έννοια των σύνθετων εταιρικών πράξεων.

Προτού εισέλθουμε στην κύρια προβληματική, καθίσταται αναγκαίο να εξετάσουμε την έννοια των σύνθετων εταιρικών πράξεων, καθώς και την προβληματική που εγείρουν.

Έτσι, σύνθετες εταιρικές πράξεις αποτελούν οι διαδικασίες εκείνες, η ολοκλήρωση των οποίων δεν επέρχεται υπο actu, αλλά κλιμακώνεται σε επιμέρους στάδια, από τα οποία πρέπει να διέλθουν προκειμένου να επέλθει το τελικό γεγονός της πραγμάτωσής τους. Τα στάδια αυτά μπορεί να είναι για παράδειγμα αποφάσεις αρμόδιων εταιρικών οργάνων (π,χ διοικητικού συμβουλίου, γενικής συνέλευσης).

Κλασικές περιπτώσεις σύνθετων εταιρικών πράξεων αποτελούν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Mergers and Acquisitions),<sup>118</sup> η διαδικασία των οποίων αναλύεται διεξοδικά και στο νέο ν.4601/2019 για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς, αλλά και γενικά μία κατάσταση ή σύνθετο επιχειρηματικό γεγονός που υλοποιείται στο πλαίσιο διαπραγματεύσεων ή προϋποθέτει εγκρίσεις διαφόρων οργάνων.

Κατά τα ενδιάμεσα στάδια, από τα οποία χρειάζεται να διέλθει η σύνθετη εταιρική πράξη προκειμένου να ολοκληρωθεί, είναι εύλογο να διακινούνται πληροφορίες με προνομιακό περιεχόμενο. Το δυσχερές έργο στις περιπτώσεις αυτές είναι να εξακριβωθεί σε ποιά ακριβώς χρονικό σημείο μιας παρατεταμένης διαδικασίας μπορεί να θεμελιωθεί η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, ούτως ώστε να ενεργοποιηθεί η απαγόρευση χρήσης και η υποχρέωση των εκδοτών για δημοσιοποίησή της, όσο το δυνατόν συντομότερα, προκειμένου να διασφαλισθεί η διαφάνεια στην αγορά και η μη παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.<sup>119</sup>

Δυσχέρειες ανακύπτουν ως προς την οριοθέτηση του ορισμού, που δίδεται στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας, ώστε να διαπιστωθεί αν σε αυτή εμπίπτει μόνο το τελικό γεγονός της σύνθετης εταιρικής πράξης, ή και τα ενδιάμεσα στάδια από τα οποία διέρχεται.

Τα ανωτέρω ζητήματα θα εξεταστούν διεξοδικά στη συνέχεια, τόσο από τη σκοπιά των διατάξεων του Κανονισμού MAR<sup>120</sup>, όσο και της νομολογίας του ΔικΕΕ.

---

<sup>118</sup> Βλ Λιβαδά Χ, ο.π, σελ.212 όπου αναφέρει ότι «η ανίχνευση του συγκεκριμένου ή μη χαρακτήρα μιας πληροφορίας αρχίζει να γίνεται ιδιαίτερα δυσχερής σε περιπτώσεις γεγονότων που κλιμακώνονται σε περισσότερα στάδια. Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αποτελούν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων, στο πλαίσιο των οποίων ενδέχεται περισσότερες πληροφορίες για το ίδιο γεγονός να είναι συγκεκριμένες ανάλογα με το στάδιο στο οποίο βρίσκεται η εξαγορά ή η συγχώνευση».

<sup>119</sup> Βλ. Προοίμιο Κανονισμού MAR, σκ. 49.

<sup>120</sup> Άρθρο 7 παρ. 2 MAR

## 2.2. Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας.

Η σημασία της πληροφορίας και της ορθής ενημέρωσης στην αγορά είναι αξιοσημείωτη, καθώς συνιστά όχι μόνο προϋπόθεση ορθής λειτουργίας αυτής, αλλά και βασικό συστατικό της ίδιας της ύπαρξής της. Έτσι, ιδιαίτερα σημαντική κρίνεται η οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας και η ανάλυση των επιμέρους κριτηρίων, που θα πρέπει να πληρούνται προκειμένου μία πληροφορία να χαρακτηριστεί προνομιακή, με ιδιαίτερη έμφαση στην προϋπόθεση του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα και τις ειδικές εκφάνσεις αυτού στα σύνθετα επιχειρηματικά γεγονότα.

### 2.2.1. Γενικά.

Ο όρος «προνομιακή πληροφορία» ήρθε να αντικαταστήσει τον παλαιότερο όρο «εμπιστευτική πληροφορία», σε μία μάλλον μεταφορά του αγγλικού όρου «privileged information».<sup>121</sup>

Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας αποδίδεται στο άρθρο 7 παρ. 1 του MAR. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι μία πληροφορία θεωρείται προνομιακή, εφόσον σωρευτικά: α) είναι συγκεκριμένη, β) δεν έχει δημοσιοποιηθεί, γ) αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και δ) εάν δημοσιοποιούταν, θα μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή στην τιμή των συνδεόμενων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>122</sup>

Περαιτέρω, σύμφωνα με τον Κανονισμό, ειδικά για τα πρόσωπα που διαμεσολαβούν κατ' επάγγελμα στην εκτέλεση εντολών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, ως προνομιακές θεωρούνται οι πληροφορίες, οι οποίες διαβιβάζονται από πελάτη, και σχετίζονται με τις εκκρεμείς εντολές του, ενώ παράλληλα πληρούνται και οι λοιπές προϋποθέσεις του άρθρου 7 παρ. 1 του MAR.<sup>123</sup>

Ο ορισμός της προνομιακής πληροφορίας στο άρθρο 7 του MAR είναι σχεδόν ταυτόσημος με τον αντίστοιχο της προγενέστερης Οδηγίας 2003/6/ΕΚ<sup>124</sup> και της εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.<sup>125</sup>

Εξετάζονται κατωτέρω οι επί μέρους προϋποθέσεις της προνομιακής πληροφορίας, που τίθενται στον MAR, προκειμένου να προσδιοριστεί τότε μία πληροφορία έχει προνομιακό χαρακτήρα και άρα εμπίπτει στο αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης της κατάχρησης και της υποχρέωσης του εκδότη για δημοσιοποίηση που ρυθμίζεται στο αρ. 17 MAR.

<sup>121</sup> Βλ. υποσημείωση σε Γ. Ψαρουδάκης, Σκέψεις για την υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών – με αφορμή την ΔΕΦΑΘ 1925/2010 και την BGH ZBB 2011, 72 (“Schrempp”), ΕΕμπΔ 2011, 492 επ. (492).

<sup>122</sup> Βλ. επίσης άρθρο 7 παρ. 1 στοιχ. β'-γ' MAR όπου δίδονται ειδικότεροι ορισμοί προνομιακών πληροφοριών σε ό,τι αφορά τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων και τα δικαιώματα εκπομπής ή τα εκπλειστηριαζόμενα προϊόντα που βασίζονται σε αυτά.

<sup>123</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 1 στοιχ. δ' MAR.

<sup>124</sup> Βλ. άρθρο 1 αριθ. 1 της Οδηγίας.

<sup>125</sup> Βλ. άρθρο 1 της εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.

### 2.2.2. Ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της πληροφορίας.

Η πρώτη προϋπόθεση, η οποία τίθεται, προκειμένου μια πληροφορία να χαρακτηριστεί προνομιακή είναι αυτή του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα. Όπως ορίζεται σχετικά στο αρ. 7 παρ. 2 εδ. 1 MAR, προκειμένου μία πληροφορία να είναι συγκεκριμένη θα πρέπει, αφενός να αφορά ένα γεγονός ή μια κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει, και αφετέρου η πληροφορία να είναι αρκούντως συγκεκριμένη, ώστε να καθίσταται δυνατή η συναγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ελλείψει ειδικότερου ορισμού στον MAR, στις έννοιες «κατάσταση» και «γεγονός» θα πρέπει να αποδίδεται η σημασία που έχουν αυτές στην κοινή γλώσσα.<sup>126</sup>

Όπως έχει και νομολογιακά κριθεί,<sup>127</sup> προκειμένου οι πληροφορίες να μπορούν να θεωρηθούν συγκεκριμένες δεν απαιτείται να συνάγεται με επαρκή βαθμό πιθανότητας ότι η δυνητική επίδραση τους στην τιμή των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων θα ασκηθεί προς συγκεκριμένη κατεύθυνση (θετική ή αρνητική).

Υπό το προγενέστερο νομοθετικό πλαίσιο, τόσο η πρώτη προϋπόθεση του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα, όσο και η τέταρτη περί της δυνατότητας επίδρασης της πληροφορίας στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων, εξειδικεύονταν στο αρ. 1 της εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124.

Ο συγκεκριμένος χαρακτήρας μίας πληροφορίας κρίνεται κατά περίπτωση και εξαρτάται, τόσο από το περιεχόμενό της, όσο και από το ευρύτερο περιβάλλον στο οποίο αυτή εντάσσεται.<sup>128</sup> Σε κάθε περίπτωση, για να είναι μία πληροφορία συγκεκριμένη θα πρέπει να δύναται να αποτελέσει αντικείμενο εκμετάλλευσης στην αγορά, δηλαδή να προσδίδει οικονομικής φύσεως πλεονέκτημα στον κάτοχό της σε σχέση με τους λοιπούς συναλλασσομένους.<sup>129</sup>

Συγκεκριμένη πληροφορία δε δύναται να αποτελέσουν οι υποκειμενικές κρίσεις, εκτός εάν αυτές βασίζονται σε συγκεκριμένα γεγονότα ή όταν γίνονται αντιληπτές από τους επενδυτές ως συγκεκριμένες πληροφορίες.<sup>130</sup> Περαιτέρω, γίνεται δεκτό ότι απλές εκτιμήσεις ή κρίσεις σχετικά με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο ενός εκδότη ή προβλέψεις για την επιχειρηματική εξέλιξη μίας εκδότριας εταιρίας ή της τιμής της μετοχής της, που στηρίζονται σε εκτιμήσεις γνωστών στοιχείων, καθώς και πληροφορίες αντλούμενες από έρευνες που εκπονούνται με βάση δεδομένα δημοσιευμένα στο κοινό, δεν εμπίπτουν στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας.<sup>131</sup> Το αυτό ισχύει και για τις απλές φήμες ή διαδόσεις, που δε βασίζονται σε συγκεκριμένα στοιχεία, ώστε να επιτρέπουν τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίδραση στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>132</sup>

<sup>126</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>127</sup> Βλ. ΔικΕΕ αποφ. της 11.3.2015 υποθ. C-628/13 Lafonta, σκ. 38.

<sup>128</sup> CESR/06-562b, 1.5.: "The precise nature of information is to be assessed on a case by case basis and depends on what information is and the surrounding context.", Β. Τουντόπουλος ο.π., 368.

<sup>129</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>130</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>131</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., βλ. και Προοίμιο MAR σκ. 28.

<sup>132</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

Ωστόσο, όπως έχει κριθεί νομολογιακά,<sup>133</sup> δύναται να συνιστά συγκεκριμένη πληροφορία, αυτή που αφορά την επικείμενη δημοσίευση στον τύπο άρθρου, με το οποίο διαδίδονται φήμες της αγοράς, για έναν εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων (λ.χ. για μία επικείμενη δημόσια προσφορά εξαγοράς τίτλων του). Εν προκειμένω, κρίσιμα στοιχεία για την αξιολόγηση του συγκεκριμένου χαρακτήρα είναι, αν στο άρθρο γίνεται αναφορά στην τιμή εξαγοράς των τίτλων του εκδότη στο πλαίσιο ενδεχόμενης προσφοράς εξαγοράς, καθώς και η ταυτότητα του δημοσιογράφου που υπέγραψε το άρθρο και του δημοσιογραφικού οργανισμού που το δημοσίευσε. Όσον αφορά δε την πραγματική επίδραση που είχε η εν λόγω δημοσίευση στην τιμή των οικείων τίτλων, δεν αρκεί αυτή καθεαυτή για να διαπιστωθεί ο συγκεκριμένος χαρακτήρας, χωρίς να εξεταστούν άλλα στοιχεία τα οποία ήταν ή έγιναν γνωστά πριν από τη δημοσίευση.

Αυτό το οποίο έχει απασχολήσει τόσο τη θεωρία όσο και τη νομολογία είναι το ζήτημα της ανίχνευσης του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα μίας πληροφορίας σε σύνθετες, παρατεταμένες διαδικασίες (ή μελλοντικά επιχειρηματικά σχέδια).

Προς τούτο θα πρέπει να εξετάζεται, ποιό βαθμό πιθανότητας επελεύσεως πρέπει να εμφανίζει ένα μελλοντικό γεγονός, προκειμένου να υπαχθεί στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας<sup>134</sup> και εάν ήδη τα ενδιάμεσα στάδια μίας παρατεταμένης διαδικασίας, όπως είναι μία σταδιακώς αποφασιζόμενη αλλαγή στην ηγεσία μιας εταιρίας,<sup>135</sup> συνιστούν προνομιακή πληροφορία. Τα ζητήματα αυτά, μάλιστα, θεωρήθηκαν τόσο δυσχερή, ώστε τέθηκαν από το Γερμανικό Ακυρωτικό ως προδικαστικό ερώτημα στο ΔικΕΕ, στην υπόθεση σταθμός για την οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας σε παρατεταμένες διαδικασίες.<sup>136</sup>

### 2.2.3. Μελλοντικά Γεγονότα.

Τα μελλοντικά γεγονότα, στα οποία περιλαμβάνονται και οι μελλοντικές επιχειρηματικές αποφάσεις, εμφανίζονται ως «ανοικτές» επιλογές, που εκτυλίσσονται σε βάθος χρόνου.<sup>137</sup> Συχνά αποτελούν πεδίο εμφάνισης συναλλαγών ύποπτων για κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών. Έτσι, προθέσεις ή σχεδιασμοί για μελλοντικά επιχειρηματικά σχέδια ενδέχεται να συνιστούν πληροφορίες, εφόσον εξωτερικεύονται, και θα πρέπει να εξετάζονται ως προς τον συγκεκριμένο χαρακτήρα τους.<sup>138</sup>

Σύμφωνα με την πρόβλεψη του MAR για τις παρατεταμένες διαδικασίες, πληροφορία αναφορικά με μελλοντικό γεγονός ή κατάσταση μπορεί να έχει συγκεκριμένο χαρακτήρα, αν η πιθανότητα εμφάνισης του εν λόγω γεγονότος ή της κατάστασης κρίνεται ως «εύλογη», δηλαδή ευλόγως αναμένεται ότι θα υπάρξει, και είναι επαρκώς συγκεκριμένη, ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδραση του γεγονότος ή της κατάστασης στις τιμές των

<sup>133</sup> Βλ. ΔικΕΕ, απόφαση της 15.3.2022, Υπόθεση C-302/20, σκ. 52, 56 και 57.

<sup>134</sup> Ουσιαστικά ερμηνεία της φράσης «ευλόγως μπορεί να αναμένεται» του προϊσχύσαντος άρθρου 1 παρ. 1 της Εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124.

<sup>135</sup> Βλ. Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 493.

<sup>136</sup> ΔικΕΕ, απόφαση της 28.06.2012, C-19/11 Markus Geltl κατά Daimler AG, βλ. σχετικά από την ελληνική βιβλιογραφία Ε. Κινητή ΕΕμπΔ, σελ. 758 επ.

<sup>137</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρΙΔ ο.π., σελ. 249.

<sup>138</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρΙΔ ο.π., 250.

χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>139</sup> Επίσης, ορίζεται ότι στην περίπτωση μιας παρατεταμένης διαδικασίας που αποσκοπεί σε 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.<sup>140</sup>

Συνεπώς, από τη ρύθμιση καταλαμβάνονται είτε γεγονότα ή καταστάσεις που υφίστανται είτε που αναμένεται ότι θα λάβουν χώρα, υπό την προϋπόθεση πάντοτε ότι η πληροφορία θα είναι συγκεκριμένη, ώστε να επιτρέπει την οικονομική της εκμετάλλευση.<sup>141</sup> Γεγονότα ή καταστάσεις που αναμένεται ότι θα λάβουν χώρα, θεωρούνται συγκεκριμένες πληροφορίες αν η επέλευσή τους κρινόμενη ex ante, αναμένεται εύλογα από τον επενδυτή.<sup>142</sup>

Η απαίτηση του συγκεκριμένου της πληροφορίας (precise nature test) αποσκοπεί στον περιορισμό του χαρακτηρισμού ως προνομιακών των πληροφοριών που αφορούν μελλοντικά γεγονότα, τα οποία βρίσκονται ακόμη σε αρκετά πρώιμο στάδιο (premature information). Τέτοιες πληροφορίες συνιστούν οι σχετικές με μη διαμορφωμένα ως προς τον τρόπο και τα μέσα υλοποίησης τους επιχειρηματικά σχέδια, οι οποίες, εφόσον δημοσιοποιηθούν, ενέχουν σοβαρό κίνδυνο πρόκλησης ζημίας τόσο στους εκδότες, από τη ματαίωση της αποπεράτωσής του, όσο και στους επενδυτές, μη αποκλεισμένου του ενδεχομένου καταγγελιών σε βάρος του εκδότη για παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.<sup>143</sup> Παράλληλα, αποφεύγεται ο κίνδυνος πληροφοριακής υπερφόρτισης της αγοράς (information overload), ο οποίος εμφανίζεται όταν δημοσιοποιείται μεγάλος όγκος πρώιμων πληροφοριών, που αλλοιώνουν το σύνολο των διαθέσιμων στην αγορά πληροφοριών και τις ορθές εκτιμήσεις του επενδυτικού κοινού.<sup>144</sup>

Η κρίση επί του «συγκεκριμένου» της πληροφορίας αναφορικά με μελλοντικά γεγονότα θα γίνει βάσει αντικειμενικών δεδομένων και ενδείξεων που είναι διαθέσιμα κατά τον χρόνο της αξιολόγησης, και όχι τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν μετά την επέλευση του γεγονότος.<sup>145</sup> Ο έλεγχος διέρχεται από δύο αυτοτελή στάδια. Αρχικά, εξετάζεται αν το μελλοντικό γεγονός, ως τελικό γεγονός, «ευλόγως αναμένεται ότι θα υπάρξει». Εν συνεχεία, θα διερευνηθεί η προσφορότητα του γεγονότος να μεταβάλλει την τιμή του οικείου χρηματοπιστωτικού μέσου.<sup>146</sup>

---

<sup>139</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 2 εδ. 1 MAR και προϊσχύσαν άρθρο 6 παρ. 1 στοιχ. α' υποπερ. αα' και ββ' ν. 3340/2005, ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2003/6/EK και την Εκτελεστική Οδηγία 2003/124.

<sup>140</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 2 εδ. 2 MAR.

<sup>141</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 368.

<sup>142</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>143</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π., σελ. 251, Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., σελ. 212.

<sup>144</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π., σελ. 250, Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 497, Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 764.

<sup>145</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π., σελ. 251.

<sup>146</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π.

#### **2.2.4. Το πραγματικό της υπόθεσης C – 19/11 Markus Gelll κατά Daimler AG.**

Με την διασαφήνιση των ανωτέρω σταδίων ασχολήθηκε το ΔικΕΕ στην επώνυμη υπόθεση Gelll. Ως εκ τούτου, τα ζητήματα αυτά θα εξεταστούν μέσω επισκόπησης της εν λόγω νομολογίας.

Το πραγματικό της υπόθεσης αφορά την καθυστερημένη δημοσιοποίηση της πρόωρης αποχώρησης (πριν από τη λήξη της θητείας του) του επικεφαλής του Διοικητικού Συμβουλίου της Daimler AG, Jurgen Schrempp, η οποία ναι μεν προετοιμαζόταν επί εβδομάδες, δημοσιοποιήθηκε παρολαυτά μόλις μετά την απόφαση του εποπτικού συμβουλίου με την οποία εγκρίθηκε η αποχώρηση.<sup>147</sup>

Στα πλαίσια της άνω υπόθεσης το Γερμανικό Ακυρωτικό με την από 22.11.2010 απόφασή του έθεσε στο ΔικΕΕ τα εξής προδικαστικά ερωτήματα:

Πρώτον, σε περίπτωση που αναμένεται να λάβει χώρα ένα γεγονός ή μία κατάσταση ως αποτέλεσμα μίας διαδικασίας, που αποτελείται από επιμέρους στάδια, αν είναι δυνατόν και τα επιμέρους στάδια να αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες, κατά την έννοια των σχετικών διατάξεων.<sup>148 149</sup>

Δεύτερον, αν η έννοια του «ευλόγως αναμενόμενου», προϋποθέτει εκτίμηση αυξημένης ή υψηλής πιθανότητας ή αν πρέπει να θεωρηθεί για τις καταστάσεις ή τα γεγονότα, που ευλόγως αναμένεται ότι θα επέλθουν ότι είναι πρόσφορα να επηρεάσουν σημαντικά τις χρηματιστηριακές τιμές ακόμη και όταν η επέλευσή τους είναι αβέβαιη αλλά όχι απίθανη.<sup>150</sup> Η διαφορά στις άνω επιλογές έγκειται εν προκειμένω ακριβώς στο εξής: Εάν απαιτείτο αυξημένη ή υψηλή πιθανότητα επελεύσεως του μελλοντικού γεγονότος, τότε το γεγονός της σχεδιαζόμενης αποχώρησης του διευθύνοντος συμβούλου θα έπρεπε να δημοσιοποιηθεί μόνο μετά την τελική έγκριση της από το εποπτικό συμβούλιο στις 28.7.2005. Αντιθέτως, αν δεχθούμε ότι τέτοια πιθανότητα δεν απαιτείται, προνομιακή πληροφορία, δημοσιευτέα, συνιστά ήδη η ανακοίνωση από τον Schrempp στις 17.5.2005 στον πρόεδρο του εποπτικού συμβουλίου της πρόθεσής του να αποχωρήσει πρόωρα από τη θέση του.<sup>151</sup>

Μπορεί τα άνω ζητήματα να εξετάζονται στην εν θέματι απόφαση υπό το πρίσμα του τότε ισχύοντος προγενέστερου δικαίου, ωστόσο τα πορίσματά της έχουν αφομοιωθεί στο ισχύον κανονιστικό πλαίσιο.

#### **2.2.5. Το «ευλόγως αναμενόμενο» κατά την εξέταση μελλοντικών γεγονότων.**

Οι προγενέστερες διατάξεις δεν καθόριζαν *in abstracto* κάποιο ποσοστό χαμηλότερο του οποίου ένα γεγονός δεν μπορεί ευλόγως να αναμένεται, με αποτέλεσμα να επικρατεί ασάφεια ως προς την έννοια του «ευλόγου». Ωστόσο, ο καθορισμός κριτηρίων αξιολόγησης του βαθμού πιθανότητας επέλευσης ενός μελλοντικού γεγονότος είναι καθοριστικής σημασίας, προκειμένου να διακρίνει η εταιρία ποιες πληροφορίες χρήζουν δημοσιοποίησης.<sup>152</sup>

<sup>147</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 342.

<sup>148</sup> Υπό το τότε ισχύον δίκαιο της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ και της εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124.

<sup>149</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 23, προδικαστικό ερώτημα υπ' αριθ. 1.

<sup>150</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 23, υπ' αριθ. 2 προδικαστικό ερώτημα.

<sup>151</sup> Ε. Κινινή, ο.π., σελ. 760.

<sup>152</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρίΔ ο.π., σελ. 251.

Ελλείπει λοιπόν ειδικότερης πρόβλεψης, είχαν υποστηριχθεί ορισμένα κριτήρια πιθανότητας τα οποία δύνανται να ληφθούν υπόψη κατά την εξέταση επέλευσης μελλοντικών γεγονότων.

Αρχικά, εξετάζεται το κριτήριο της πιθανότητας / εύρους (probability/magnitude). Πρόκειται για ένα κινητό σύστημα<sup>153</sup> σύμφωνα με το οποίο, για την κρίση αν ένα αβέβαιο, μελλοντικό γεγονός συνιστά προνομιακή πληροφορία, δεν απαιτείται υπερέχουσα, ούτε υψηλή πιθανότητα, αλλά η ρύθμιση καταλαμβάνει ακόμη και «ανοιχτά» γεγονότα, υπό την προϋπόθεση ότι ασκούν σημαντική επιρροή επί της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>154</sup>

Το εν λόγω κριτήριο προέρχεται από τη νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων, όπου έχει κριθεί ότι ένας χαμηλός βαθμός πιθανότητας επέλευσης της καταστάσεως (probability) μπορεί να αντισταθμιστεί από έναν υψηλό αντίκτυπο (magnitude) στην αξία των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων, υπό το πρίσμα της συνολικής δραστηριότητας της εταιρίας.<sup>155</sup>

Πρακτικά το εν λόγω κριτήριο δέχεται ότι υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ των δύο συστατικών στοιχείων μιας προνομιακής πληροφορίας<sup>156</sup> και συλλαμβάνεται ως εξής: για ένα μελλοντικό, τελικό γεγονός που επερχόμενο θα επηρεάσει σημαντικά την τιμή των μετοχών, αρκεί χαμηλότερος βαθμός πιθανότητας επέλευσης. Αντιθέτως, απαιτείται υψηλότερος βαθμός πιθανότητας επέλευσης για ένα τελικό γεγονός με μικρότερη ικανότητα επιρροής της τιμής.<sup>157</sup> Άρα, ο χαμηλός βαθμός πιθανότητας επέλευσης του γεγονότος αντισταθμίζεται από τη σημαντική επιρροή που αναμένεται ότι θα έχει επί της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον επέλθει. Έτσι, μειώνεται ο βαθμός πιθανότητας που απαιτείται ώστε η πληροφορία που αφορά το γεγονός να θεωρηθεί συγκεκριμένη.<sup>158</sup>

Προς αυτήν την άποψη είχε ταχθεί και στην εν θέματι υπόθεση ο Γενικός Εισαγγελέας Mengozzi με τις προτάσεις του,<sup>159</sup> όπου διατυπώνεται η θέση ότι οι δύο προϋποθέσεις του «συγκεκριμένου», δηλαδή το ευλόγως αναμενόμενο και δυνατότητα επίδρασης επί των τιμών, συνδέονται και θα πρέπει να εκτιμώνται ενιαία. Ως σημείο αναφοράς για τον χαρακτηρισμό μίας πληροφορίας ως συγκεκριμένης βάσει του άνω κριτηρίου, προτάθηκε ο «ορθολογικός επενδυτής», δηλαδή ο επενδυτής που αξιολογεί

---

<sup>153</sup> Βλ. σε Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 22 όπου αναφέρεται σχετικά ότι με βάση το κριτήριο πιθανότητας/εύρους, «η πιθανότητα επέλευσης, η οποία πρέπει να συντρέχει για να καταφαθεί ο συγκεκριμένος χαρακτήρας της πληροφορίας, αποτελεί ένα κινητό μέγεθος το οποίο προσδιορίζεται κατά περίπτωση και αφού ληφθούν υπόψιν οι επιδράσεις που έχει το μελλοντικό γεγονός στον εκδότη.»

<sup>154</sup> Βλ. Ε. Κινινή ο.π., σελ. 764.

<sup>155</sup> βλ. και την απόφαση Basic Inc. κατά Levinson, 485 US 224, 1988: “...will depend on 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.”

<sup>156</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρίΔ ο.π., σελ. 255.

<sup>157</sup> Γιώργος Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., 498.

<sup>158</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρίΔ ο.π.

<sup>159</sup> Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα Mengozzi της 21.3.2012 για την Υπόθεση C-19/11 Markus Geltl κατά Daimler AG, σκ. 69 και 106 όπου αναφέρει ότι αν υπάρχει υψηλή πιθανότητα η πληροφορία να επηρεάσει τις τιμές των κινητών αξιών, αρκεί η επέλευση της μελλοντικής καταστάσεως ή γεγονότος να είναι αβέβαιη αλλά όχι απίθανη.

τις ειδήσεις οι οποίες αφορούν την επέλευση μελλοντικών γεγονότων βάσει αντικειμενικών κριτηρίων ορθολογικότητας και δεν είναι απλός κερδοσκόπος.<sup>160</sup> Ενδιαφέρεται για κάθε πληροφορία που είναι αντικειμενικώς ικανή να επηρεάσει την τιμή της μετοχής, αλλά και για καμία άλλη.<sup>161</sup> Έτσι, αποτυπώθηκε στις προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα το κριτήριο «total mix»,<sup>162</sup> βάσει του οποίου, προκειμένου να αποφεύγεται η πληροφοριακή υπερφόρτωση της αγοράς (information overload), μία πληροφορία θα θεωρείται προνομιακή, εφόσον υφίσταται σημαντική πιθανότητα ότι αν είχε γίνει γνωστή θα θεωρούταν από τον ορθολογικό επενδυτή ως στοιχείο που αλλοιώνει σημαντικά το γενικό σύνολο (total mix) των πληροφοριών που κατέχει.<sup>163</sup>

Αντίθετη της άνω εκδοχής είναι η άποψη περί της ύπαρξης ελάχιστου βαθμού πιθανότητας, η οποία είναι και η κρατούσα στη θεωρία,<sup>164</sup> βάσει της οποίας αρκεί υπερέχουσα πιθανότητα (άνω του 50%). Έτσι, το πραγματικό της επαρκούς πιθανότητας πληρούται όταν η πιθανότητα επελεύσεως του γεγονότος είναι μεγαλύτερη του 50%, ενώ αντίθετα, δεν υφίσταται επαρκής πιθανότητα όταν η επέλευση του γεγονότος εξεταζόμενη ex ante φαίνεται ακόμη «ανοιχτή», με την έννοια ότι η επέλευσή του είναι εξίσου πιθανή με τη μη επέλευσή του.<sup>165</sup>

Το κριτήριο της υπερέχουσας πιθανότητας παραπέμπει στην balance of probabilities των αγγλόφωνων δικαίων και, όπως έχει υποστηριχθεί, φαίνεται να διασφαλίζει έναν επιτυχή συγκερασμό μεταξύ του γράμματος της ρύθμισης και της ανάγκης σύλληψης των ενδιαφερουσών για την αγορά πληροφοριών, χωρίς υπερβολική διεύρυνση του πεδίου της υποχρέωσης δημοσιοποίησης.<sup>166</sup> Όπως έχει υποστηριχθεί, ένας minimum βαθμός πιθανότητας επέλευσης του γεγονότος απαιτείται σε κάθε περίπτωση, ανεξάρτητα από αξιολογικές κρίσεις, όπως οι αναμενόμενες επιπτώσεις επί του εκδότη, η σημασία των μελλοντικών περιστάσεων ή ο ιδιαίτερα ευαίσθητος χαρακτήρας τους.<sup>167</sup> Σημείο αναφοράς και εν προκειμένω είναι ο ορθολογικός επενδυτής, που λαμβάνει τις επενδυτικές του αποφάσεις στη βάση εύλογων, αξιόπιστων και πραγματικών πληροφοριών.<sup>168</sup> Η ανακοίνωση γεγονότων που έχουν μόνο θεωρητική πιθανότητα σύνδεσης με το τελικό, μελλοντικό γεγονός, παραπλανά το επενδυτικό κοινό και υπονομεύει την αποτελεσματικότητα της ενημέρωσης του, ενόψει και της πεπερασμένης ικανότητάς του επεξεργασίας της πληθώρας των παρεχόμενων πληροφοριών.<sup>169</sup>

Σε κάθε περίπτωση, η υιοθέτηση μίας υψηλής ή πολύ υψηλής πιθανότητας έχει απορριφθεί από θεωρία και νομολογία, καθώς θα περιόριζε σε μεγάλο βαθμό τον κύκλο

---

<sup>160</sup> Βλ. Προτάσεις Γενικού Εισαγγελέα Mengozzi ο.π. σκ. 71.

<sup>161</sup> Βλ. σχετικά Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 501.

<sup>162</sup> Βλ. Supreme Court TSC Industries, Inc. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976 όπου κρίθηκε: “there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available”.

<sup>163</sup> Βλ. Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 764.

<sup>164</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., 21.

<sup>165</sup> Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 765.

<sup>166</sup> Γ. Ψαρουδάκης ο.π., 497.

<sup>167</sup> Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π.

<sup>168</sup> Βλ. Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 766, Γ. Ψαρουδάκης ο.π., σελ. 497

<sup>169</sup> Γ. Ψαρουδάκης ο.π.



των μελλοντικών γεγονότων, των πιθανών να συνιστούν προνομιακές πληροφορίες. Έτσι θα περιοριζόταν και το πεδίο εφαρμογής, με αποτέλεσμα πληροφορίες που αφορούν μελλοντικές επαρκώς πιθανές καταστάσεις, που όμως δεν εμφανίζουν υψηλή ή πολύ υψηλή πιθανότητα επελεύσεως, να εκφεύγουν της απαγόρευσης κατάχρησης και της υποχρέωσης δημοσιοποίησης, μολονότι θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά τις τιμές.<sup>170</sup>

#### **2.2.6. Η πιθανή επίδραση του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων.**

Προϋπόθεση για το χαρακτηρισμό μίας πληροφορίας ως συγκεκριμένης είναι το αρκούντως ορισμένο αυτής, ώστε να επιτρέπεται η εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδραση της στην τιμή του οικείου χρηματοπιστωτικού μέσου.<sup>171</sup> Η διαπίστωση αυτή θα λάβει χώρα με βάση τα πραγματικά περιστατικά κάθε περίπτωσης και με μέτρο αναφοράς τον μέσο ορθολογικό επενδυτή.<sup>172</sup>

Το στάδιο αυτό ελέγχου του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα της πληροφορίας αλληλοεπικαλύπτεται από την τέταρτη προϋπόθεση προκειμένου να χαρακτηριστεί μία πληροφορία ως προνομιακή,<sup>173</sup> ήτοι της δυνατότητάς της, εφόσον δημοσιοποιηθεί, να επιδράσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά. Και τούτο διότι και τα δύο αυτά στάδια έχουν ως κοινό στοιχείο την επίδραση επί των τιμών. Ωστόσο, η διαφορά έγκειται στο ότι η εξέταση του δυνητικού επηρεασμού των τιμών από τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας προϋποθέτει, ως λογικώς προηγούμενη κρίση, ότι θα έχει διαπιστωθεί ήδη το «συγκεκριμένο» της πληροφορίας με εξέταση της πιθανής επίδρασης του γεγονότος που αυτή αφορά στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>174</sup> Έτσι, στα πλαίσια της οριοθέτησης του συγκεκριμένου μιας πληροφορίας αναφορικά με μελλοντικά γεγονότα, τα δύο στάδια αξιολογικών κρίσεων (συγκεκριμένο και επίδραση στις τιμές) εξετάζονται αυτοτελώς.

Σχετικά με τον βαθμό βεβαιότητας που απαιτείται για τη δυνατότητα επίπτωσης ενός μελλοντικού γεγονότος στην τιμή των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων, γίνεται δεκτό ότι θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 50%.<sup>175</sup>

---

<sup>170</sup> Ε. Κινητή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 766.

<sup>171</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 2 εδ. 1 MAR.

<sup>172</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>173</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 1 στοιχ. α' MAR.

<sup>174</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρΙΔ ο.π.

<sup>175</sup> Βλ. Θ. Κουλουριανός ΧρΙΔ ο.π., σελ. 253.

### 2.2.7. Τα πορίσματα του ΔικΕΕ.

Το ΔικΕΕ απεφάνθη ότι η φράση «που ευλόγως αναμένεται» καλύπτει μελλοντικές καταστάσεις και γεγονότα, των οποίων η επέλευση αποδεικνύεται βάσει συνολικής εκτίμησης των διαθέσιμων στοιχείων «ρεαλιστική».<sup>176</sup> Η κρίση αυτή δεν έχει την έννοια ότι θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το μέγεθος του αντικτύπου της καταστάσεως ή του γεγονότος στην αξία των κινητών αξιών.<sup>177</sup> Τα ανωτέρω πορίσματα αφομοιώθηκαν και στον MAR. Συγκεκριμένα, στη σκέψη 16 του Προοιμίου του Κανονισμού διευκρινίζεται ότι ένα γεγονός «ευλόγως αναμένεται» να υπάρξει όταν βάσει μίας συνολικής εκτίμησης των παραγόντων που επενεργούν τη δεδομένη χρονική στιγμή υπάρχει ρεαλιστική προοπτική (realistic prospect) ότι θα υπάρξει ή θα συμβεί.

Το πόσο «ρεαλιστική» θα πρέπει να εμφανίζεται η επέλευση της μελλοντικής κατάστασης δεν εξειδικεύτηκε από το ΔικΕΕ. Ωστόσο, υποστηρίζεται ότι κριτήριο για την εκτίμηση της «ρεαλιστικής προοπτικής» είναι η σκοπιά ενός συνετού επενδυτή.<sup>178</sup> Το ΔικΕΕ δε διευκρίνισε επίσης αν αυτό το μέτρο πιθανότητας διαφέρει από εκείνο της «υπερέχουσας πιθανότητας». Ωστόσο, από το σκεπτικό της απόφασης διαφαίνεται ότι θα πρέπει να υφίσταται τουλάχιστον υπερέχουσα πιθανότητα (άνω του 50%),<sup>179</sup> ήτοι η επέλευση του γεγονότος να είναι αντικειμενικά πιο πιθανή από τη μη επέλευση, προκειμένου να περιορίζεται το φαινόμενο του κατακλυσμού πληροφοριών. Η φράση «που ευλόγως μπορεί να αναμένεται» δεν έχει την έννοια ότι απαιτείται υψηλή πιθανότητα επελεύσεως, ούτε όμως θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως «συγκεκριμένες», πληροφορίες που αφορούν γεγονότα των οποίων η επέλευση δεν είναι πιθανή.<sup>180</sup> Έτσι, αν μελλοντικά επιχειρηματικά σχέδια, όπως μία πρόταση εξαγοράς ή συγχώνευσης, αποτελούν για την εταιρία «ανοικτές» επιλογές, με την έννοια ότι η επέλευση τους είναι εξίσου πιθανή με τη μη επέλευσή τους, δε θα αναμένεται ευλόγως ότι θα επέλθουν.<sup>181</sup>

Αναλυτικότερα για το σκεπτικό του ΔικΕΕ κατά την εξέταση του δεύτερου προδικαστικού ερωτήματος:

Αρχικά, στράφηκε στη γραμματική διατύπωση των διατάξεων, όπου φαίνεται να επικρατεί η φράση ότι πρέπει να πρόκειται για γεγονός ή κατάσταση που «ευλόγως μπορεί να αναμένεται» ότι θα λάβει χώρα ή θα υπάρξει (βλ. και στην αγγλική απόδοση “...may reasonably be expected...”). Οι διατυπώσεις αυτές απέκλειαν την απαίτηση υψηλής, προσεγγίζουσας τη βεβαιότητα πιθανότητας.<sup>182</sup> Μόνο η γερμανική απόδοση είχε διαφοροποιηθεί υιοθετώντας την έννοια της επαρκούς πιθανότητας με τη διατύπωση «με αρκετές πιθανότητες» (“...man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann...”).<sup>183</sup> Ωστόσο, καμία εκ των γλωσσικών αποδόσεων δε διεκδικούσε προτεραιότητα.<sup>184</sup>

<sup>176</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκ. 49.

<sup>177</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκ. 50 επ.

<sup>178</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 22.

<sup>179</sup> Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 768.

<sup>180</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 46 και 48.

<sup>181</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρίΔ ο.π., σελ. 252, Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 765.

<sup>182</sup> Γ. Ψαρουδάκης ο.π., 497.

<sup>183</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 42.

<sup>184</sup> Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., 767.

Έτσι, αναζητήθηκε από το ΔικΕΕ μια κοινή ερμηνεία βάσει του σκοπού της προϋσχύσασας Οδηγίας.<sup>185</sup> Συγκεκριμένα, το ΔικΕΕ άντλησε εν προκειμένω το επιχειρήμα του από την απόφαση Spector<sup>186</sup> για το insider trading, θέτοντας στο επίκεντρο τη διαφύλαξη της ισότητας των επενδυτών, η οποία όμως διαταράσσεται από τη γνώση κάποιων εξ αυτών για την πιθανότητα επέλευσης γεγονότων που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, σε βάρος αυτών που την αγνοούν.

Μία υψηλή πιθανότητα επελεύσεως απορρίφθηκε ως περιοριστική,<sup>187</sup> καθώς θα καλύπτονταν μόνο γεγονότα των οποίων η επέλευση πιθανολογείται σε πολύ μεγάλο βαθμό. Αυτό θα διατάραζε την ακεραιότητα της αγοράς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών,<sup>188</sup> αφού οι κάτοχοι θα μπορούσαν να αντλήσουν όφελος από πληροφορίες που λόγω της άνω περιοριστικής ερμηνείας δε θεωρήθηκαν προνομιακές.<sup>189</sup>

Περαιτέρω, το test probability/ magnitude (πιθανότητας / εύρους) δεν υιοθετήθηκε από το ΔικΕΕ.<sup>190</sup> Στην εξέταση του προνομιακού χαρακτήρα μίας πληροφορίας, η κρίση περί του συγκεκριμένου γίνεται σε πρώτο στάδιο, καθώς προϋποτίθετο ως λογικώς προηγούμενη, και είναι αυτοτελής από την επόμενη κρίση περί της επιρροής στην τιμή, κατά την οποία μπορεί να ληφθεί υπόψη το μέτρο της πιθανότητας επελεύσεως που χρησιμοποιήθηκε στο πρώτο στάδιο.<sup>191</sup> Τα άνω πορίσματα αφομοιώθηκαν στον ισχύοντα Κανονισμό MAR<sup>192</sup>, όπου ορίζεται ότι η έννοια του συγκεκριμένου δε θα πρέπει να ερμηνεύεται κατά τρόπο, ώστε να λαμβάνεται υποχρεωτικά υπόψη το μέγεθος της επίδρασης της εν λόγω κατάστασης ή του γεγονότος στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι δύο προϋποθέσεις του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας, δηλαδή ο συγκεκριμένος χαρακτήρας και η επίπτωση αυτής στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων, εξετάζονται χωριστά και αυτοτελώς.

Τελικά κατέληξε στην υιοθέτηση της ρεαλιστικής προοπτικής. Το αν εν τέλει το μελλοντικό γεγονός ή η κατάσταση επέλθει ή όχι, είναι αδιάφορο, καθώς αυτό που εκτιμάται είναι το αν η επέλευσή του θεωρείται «εύλογη» κατά το κρίσιμο χρονικό σημείο της αξιολόγησης.<sup>193</sup>

---

<sup>185</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκ. 42.

<sup>186</sup> βλ. ΔικΕΕ υποθ. C-45/08 ο.π. σκ. 52.

<sup>187</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκ. 46.

<sup>188</sup> βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 33.

<sup>189</sup> βλ. ΔικΕΕ ο.π. σκ. 47.

<sup>190</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκ. 50, 51 και 52.

<sup>191</sup> Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., 498.

<sup>192</sup> βλ. Προοίμιο Κανονισμού ο.π. τρίτη φράση της σκ. 16 και σκ. 18, ΔικΕΕ ο.π., σκ. 50 επ.

<sup>193</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

### 2.2.8. Επιμέρους στάδια σύνθετης διαδικασίας.

Όπως εκτέθηκε και ανωτέρω, η ανίχνευση του συγκεκριμένου ή μη χαρακτήρα μίας πληροφορίας καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής στις περιπτώσεις καταστάσεων που κλιμακώνονται σε περισσότερα στάδια, όπως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις.<sup>194</sup>

Το καίριο ζήτημα εν προκειμένω είναι αν αντικείμενο ελέγχου για την ύπαρξη συγκεκριμένης πληροφορίας σε παρατεταμένες διαδικασίες μπορεί να αποτελεί καθεαυτό το κάθε ενδιάμεσο στάδιο υλοποίησης της διαδικασίας, με την έννοια ότι αυτό θα πρέπει να αξιολογείται αυτοτελώς (per se εξέταση), ή αν εξετάζεται στο πλαίσιο μίας συνολικής κρίσης ως προς την πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος της διαδικασίας.<sup>195</sup> Υπό το προγενέστερο δίκαιο το εν θέματι ζήτημα ήταν αμφιλεγόμενο, μέχρι την έκδοση της απόφασης Geltl.

Τα ενδιάμεσα στάδια μίας σύνθετης διαδικασίας διακρίνονται σε γνήσια και μη γνήσια. Έτσι, όταν το ενδιάμεσο γεγονός ενδιαφέρει τους επενδυτές μόνο εκ του λόγου ότι θεμελιώνει την πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος, γίνεται λόγος για γνήσιο ενδιάμεσο γεγονός. Αντιθέτως, μη γνήσιο θεωρείται όταν μπορεί ταυτόχρονα να αποτελεί προάγγελο ενός επόμενου γεγονότος αλλά και να αναπτύσσει αυτοτελή σημασία. Στην άνω υπόθεση Geltl, τέτοιο αυτοτελές ενδιάμεσο γεγονός θα μπορούσε να είναι η βούληση του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρίας να αποχωρήσει πρόωρα, καθώς έχει μία σημασία καθεαυτό,<sup>196</sup> ανεξαρτήτως αν εν τέλει θα πραγματοποιηθεί η αποχώρηση ή όχι.<sup>197</sup>

Το ΔικΕΕ έκρινε<sup>198</sup> ότι κάθε επιμέρους στάδιο μίας παρατεταμένης διαδικασίας δύναται να συνιστά αφ' εαυτού προνομιακή πληροφορία και κατ' επέκταση δημοσιευτέο γεγονός, χωρίς να εξαρτάται από την πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος.

Στο σκεπτικό του υιοθέτησε και πάλι την γραμματική ερμηνεία των σχετικών διατάξεων.<sup>199</sup> Περαιτέρω, χρησιμοποίησε εξ αντιδιαστολής επιχείρημα από τη διάταξη για την αναβολή των προνομιακών πληροφοριών, βάσει της οποίας δύναται να αναβληθούν καταστάσεις οι οποίες αποτελούν συνήθη επιμέρους στάδια σύνθετων διαδικασιών, όπως διαπραγματεύσεις σε εξέλιξη.<sup>200</sup> Τέλος, κατά την κρίση του ΔικΕΕ, η άποψη αυτή είναι συνεπής και με το σκοπό των διατάξεων, ήτοι την εξασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς αυτήν, που εξαρτώνται από τη διασφάλιση της ίσης μεταχείρισης των συμμετεχόντων και την αμερόληπτη δημοσιοποίηση των πληροφοριών.<sup>201</sup> Έτσι, αν το ενδιάμεσο στάδιο μίας παρατεταμένης διαδικασίας δε συνιστούσε προνομιακή πληροφορία, ο

<sup>194</sup> Χ. Λιβαδά, ΧρηΔικ ο.π., σελ. 212.

<sup>195</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π., σελ. 256, Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 494.

<sup>196</sup> Σηματοδοτεί λ.χ. κατά κάποιον τρόπο μία δυσαρέσκεια ως προς την πολιτική που ακολουθεί η εταιρία.

<sup>197</sup> Βλ. σχετικά σε Γ. Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ ο.π.

<sup>198</sup> ΔικΕΕ ο.π. σκέψη 31.

<sup>199</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π., σκ. 29.

<sup>200</sup> ΔικΕΕ ο.π., σκ. 32.

<sup>201</sup> ΔικΕΕ ο.π., σκ. 33 και 34.

κάτοχος της πληροφορίας που αφορά το εν λόγω στάδιο θα βρισκόταν σε πλεονεκτική θέση σε σχέση με τους λοιπούς επενδυτές που την αγνοούν.<sup>202</sup>

Η αξιολόγηση ως προς τα ενδιάμεσα στάδια, θα είναι διττή. Αρχικά, αξιολογείται αν το αβέβαιο τελικό γεγονός, το οποίο στην εν θέματι υπόθεση ήταν η αποχώρηση του Schrempp, συνιστά προνομιακή πληροφορία. Εν συνεχεία εκτιμάται αν το ενδιάμεσο στάδιο – η ενημέρωση του Προέδρου του εποπτικού Συμβουλίου από τον Schrempp – συνιστά και αυτό αυτοτελώς προνομιακή πληροφορία και ως εκ τούτου υπόκειται ξεχωριστά σε δημοσιοποίηση. Η κρίση αυτή προϋποθέτει η πληροφορία αναφορικά με αυτά τα στάδια να είναι αφενός μεν «συγκεκριμένη», αφετέρου δε να δύναται να επηρεάσει την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>203</sup>

Έτσι, κατά την εξέταση του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα μίας πληροφορίας που αφορά το ενδιάμεσο στάδιο μίας παρατεταμένης διαδικασίας, δεν ενδιαφέρει η πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος.<sup>204</sup> Η πληροφορία μπορεί να είναι συγκεκριμένη ακόμη και όταν το μελλοντικό, τελικό γεγονός δεν «αναμένεται ευλόγως» να υπάρξει.

Τα άνω πορίσματα της νομολογίας του ΔικΕΕ αφομοιώθηκαν πλήρως από τον ενωσιακό νομοθέτη στον Κανονισμό MAR, με την ενσωμάτωση νέων διατάξεων,<sup>205</sup> οι οποίες δεν απαντούσαν στο προγενέστερο δίκαιο. Έτσι, προνομιακή πληροφορία μπορεί να αποτελεί και ένα επιμέρους στάδιο μίας παρατεταμένης διαδικασίας, εφόσον πληροί αφ' εαυτού τα κριτήρια του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 7 παρ. 3 του MAR, προκειμένου μία πληροφορία περί το ενδιάμεσο στάδιο μίας σύνθετης πράξης να είναι προνομιακή, θα πρέπει πέραν του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα της, να δύναται κατ' επέκταση να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>206</sup> Η ανακοίνωση λόγου χάρη της έναρξης των διαπραγματεύσεων για μία εξαγορά, θεωρείται από την κοινοτική νομοθεσία ως «συγκεκριμένη», διότι ο επενδυτής μπορεί εξ αυτής να εξαγάγει συμπεράσματα ως προς την επίπτωσή της στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία αφορά.<sup>207</sup>

Όπως έκρινε και το ΔικΕΕ στην εν θέματι υπόθεση,<sup>208</sup> ένας ορθολογικός επενδυτής, προκειμένου να διαπιστώσει αν μία πληροφορία ενδέχεται να επηρεάσει αισθητά την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων του εκδότη, συνεκτιμά όχι μόνο τον αναμενόμενο αντίκτυπο ενός γεγονότος για τον εκδότη, αλλά και τις πιθανότητες επελεύσεως του γεγονότος αυτού. Κατ' επέκταση, ο αντίκτυπος ενός ενδιάμεσου σταδίου στην τιμή των κινητών αξιών συνήθως εξαρτάται από τον αντίκτυπο που θα έχει το πιθανό τελικό γεγονός.<sup>209</sup> Γι' αυτό και έχει υποστηριχθεί ότι σε κάθε περίπτωση το επί μέρους στάδιο αναπόφευκτα συγγέεται με την πιθανότητα επέλευσης του

<sup>202</sup> ΔικΕΕ ο.π., σκ. 36.

<sup>203</sup> Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 763.

<sup>204</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 23, Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 342.

<sup>205</sup> Βλ. Άρθρο 7 παρ. 2 και 3 MAR και Προοίμιο Κανονισμού MAR σκ. 16.

<sup>206</sup> Ε. Κινινή, ΕλλΔνη ο.π., σελ. 24.

<sup>207</sup> Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π.

<sup>208</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π., σκ. 55.

<sup>209</sup> Ε. Κινινή, ΕλλΔνη ο.π.

τελικού γεγονότος, αφού εάν αυτό εμφανίζει ελάχιστες πιθανότητες να επέλθει, αμφισβητείται και η ικανότητα της πληροφορία περί το ενδιάμεσο στάδιο να επηρεάσει αισθητά την αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων, έστω κι αν έχει καταφασθεί το «συγκεκριμένο» αυτής.<sup>210</sup>

Τέτοια πληροφορία δεν συνιστά μόνο αυτή που αφορά ενδιάμεσα στάδια σύνθετων διαδικασιών που επιβάλλονται και υπόκεινται σε δημοσιότητα εκ του νόμου, αλλά και αυτή που σχετίζεται λ.χ. με την πορεία των διαπραγματεύσεων των συμβάσεων, τους προσωρινά συμφωνηθέντες όρους, την πιθανότητα διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων, τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες θα διατεθούν αυτά στην αγορά κ.α.<sup>211</sup>

Στο παράδειγμα της σύνθετης πράξης της εξαγοράς, τυπικά ενδιάμεσα στάδια που ενδέχεται να συνιστούν προνομιακή πληροφορία, εφόσον πληρούν τις σχετικές προϋποθέσεις, είναι η εκδήλωση ενδιαφέροντος μιας επιχείρησης για την εξαγορά άλλης, η ανακοίνωση της έναρξης και της διεξαγωγής των διαπραγματεύσεων, αλλά και η επιτυχής πορεία αυτών, η σύναψη σύμβασης εμπιστευτικότητας, η επιστολή προθέσεων, η διεξαγωγή ελέγχου Due Diligence, η σύναψη της σύμβασης και τέλος το Closing. Επίσης, προνομιακή μπορεί να είναι και μία πληροφορία που αφορά την ανακοίνωση της ίδιας της εξαγοράς.<sup>212</sup>

Το ΔικΕΕ στην εν θέματι υπόθεση επέκτεινε την έννοια της προνομιακής πληροφορίας και σε μελλοντικά ενδιάμεσα στάδια που δεν έχουν ακόμη επέλθει.<sup>213</sup> Κατ' εφαρμογή των κρίσεων του ΔικΕΕ, ο MAR ορίζει ότι ακόμη και ένα μελλοντικό ενδιάμεσο στάδιο μπορεί να αποτελεί συγκεκριμένη πληροφορία, εφόσον μετά από συνολική εκτίμηση των παραγόντων υπάρχει «ρεαλιστική προοπτική» ότι θα υπάρξει.<sup>214</sup>

Σε κάθε περίπτωση, έχει υποστηριχθεί ότι για να χαρακτηριστεί μία πληροφορία ως «συγκεκριμένη» θα πρέπει να είναι πλήρης σε ένα βαθμό,<sup>215</sup> δηλαδή να καθίστανται γνωστά τα ουσιώδη στοιχεία του γεγονότος που αφορά. Η ανακοίνωση λ.χ. από τον εκδότη της πρόθεσης μίας εξαγοράς ως προς την οποία δεν είναι γνωστή η τιμή, έστω και κατά προσέγγιση, ή δεν έχει συγκεκριμένο στόχο, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι προσδίδει στην πληροφορία τον αρκούντως συγκεκριμένο χαρακτήρα που επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίδρασή της στην τιμή.

---

<sup>210</sup> Θ. Κουλουριανός ΧριΔ ο.π., σελ. 256, βλ. επίσης Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 761, όπου αναφέρεται ότι συχνά ο αντίκτυπος των ενδιάμεσων γεγονότων επί της αξίας των χρηματοπιστωτικών μέσων συνέχεται με την πιθανότητα επέλευσης του εκάστοτε τελικού γεγονότος.

<sup>211</sup> Βλ. Προοίμιο Κανονισμού, σκέψη 17.

<sup>212</sup> Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., σελ. 212.

<sup>213</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π., σκέψη 38: «...Διευκρινίζεται ότι η ερμηνεία αυτή δεν ισχύει μόνο για προγενέστερα στάδια, αλλά, σύμφωνα με το αρ. 1 παρ. 1 της οδηγίας 2003/124 και για τα στάδια που ευλόγως αναμένεται ότι θα επέλθουν».

<sup>214</sup> Βλ. Προοίμιο Κανονισμού σκέψη 16, φράση δεύτερη.

<sup>215</sup> Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., ΣτΕ 317/2014 και σχολιασμό της εν λόγω απόφασης σε Δ. Αυγητίδη ο.π., σελ. 343, βλ. όμως και Β. Τουντόπουλο ο.π., ο οποίος αναφέρει ότι «...μία πληροφορία δεν πρέπει απαραίτητα να είναι απόλυτα πλήρης και σαφής προκειμένου να θεωρηθεί συγκεκριμένη. Είναι αμφισβητούμενο αν θα πρέπει να είναι γνωστά τα ουσιώδη στοιχεία μίας συναλλαγής, ήτοι νομική δέσμευση, τίμημα, βασικοί όροι χρηματοδότησης κλπ.»

Το ίδιο ισχύει και για μία διαδικασία, η οποία βρίσκεται σε αρχικό στάδιο, οπότε υφίσταται ισχυρό ενδεχόμενο μη αποπεράτωσης της.

Εκείνο το οποίο παραμένει ένα «ανοιχτό» ζήτημα και δεν ρυθμίζεται ούτε στον MAR, είναι ποιό βαθμό πιθανότητας επέλευσης θα πρέπει να εμφανίζει το τελικό γεγονός, προκειμένου να ληφθεί υπόψη κατά την αξιολόγηση της επίδρασης του ενδιαμέσου σταδίου στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>216</sup> Σχετικά έχουν υποστηριχθεί ποικίλες γνώμες, εκ των οποίων ορθότερη φαίνεται αυτή που απορρίπτει γενικευμένες λύσεις και προτείνει η σημαντικότητα του ενδιαμέσου σταδίου να αξιολογείται ex ante από τη σκοπιά ενός συνετού επενδυτή. Δηλαδή, να αξιολογείται κατά περίπτωση και βάσει όλων των συντρεχουσών περιστάσεων, λαμβάνοντας υπόψη ακόμα και μελλοντικά συμβάντα για τα οποία δεν υπάρχει επαρκής πιθανότητα επέλευσής τους.<sup>217</sup>

Συμπερασματικά όλων των ανωτέρω, ακόμη και όταν το τελικό γεγονός μίας παρατεταμένης διαδικασίας, δε συνιστά προνομιακή πληροφορία, διότι δεν αναμένεται ευλόγως να επέλθει, η πληροφορία αναφορικά με το κάθε επιμέρους στάδιο της διαδικασίας μπορεί αφεαυτής να είναι προνομιακή.<sup>218</sup> Τούτο εκ πρώτης όψεως, διευκολύνει τον εκδότη, καθώς απαλλάσσεται από την υποχρέωση ελέγχου σε κάθε στάδιο της επαρκούς πιθανότητας επέλευσης του τελικού γεγονότος. Παράλληλα, όμως, διευρύνεται αρκετά η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, ενεργοποιώντας ορισμένες φορές την υποχρέωση δημοσιοποίησης πληροφοριών, που εν τέλει δε μετουσιώνονται σε πραγματικά γεγονότα. Τούτο είναι επιζήμιο τόσο για τον εκδότη και τα επιχειρηματικά του σχέδια, όσο και για την ίδια την αγορά.<sup>219</sup> Διορθωτικά λειτουργεί η δυνατότητα αναβολής της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών.<sup>220</sup>

---

<sup>216</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>217</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>218</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 342.

<sup>219</sup> Ε. Κινητή ΕΕμπΔ ο.π.

<sup>220</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 25.

### 2.3. Έλλειψη δημοσιοποίησης.

Η δεύτερη προϋπόθεση που θέτει ο MAR προκειμένου να χαρακτηριστεί μία πληροφορία ως προνομιακή είναι αυτή να μην έχει δημοσιοποιηθεί.<sup>221</sup> Και τούτο διότι όταν μία πληροφορία δημοσιοποιηθεί χάνει τον προνομιακό της χαρακτήρα.

Για τη διαπίστωση της συνδρομής της εν λόγω προϋπόθεσης, σημασία θα πρέπει να αποδίδεται στα πραγματικά περιστατικά της κάθε συγκεκριμένης περίπτωσης, από τα οποία θα εξαρτηθεί εάν και πότε μία πληροφορία έχει δημοσιοποιηθεί.<sup>222</sup>

Λαμβάνοντας υπόψη το σκοπό του Κανονισμού, δημοσιοποίηση επέρχεται όταν η πληροφορία καθίσταται προσβάσιμη σε άριστο αριθμό επενδυτών, δηλαδή όταν κάθε επενδυτής θα μπορούσε να έχει πρόσβαση σε αυτήν.<sup>223</sup> Άρα, αυτό που ενδιαφέρει εν προκειμένω είναι η ευρεία πρόσβαση του επενδυτικού κοινού στην πληροφορία.<sup>224</sup>

Υποστηρίζεται ότι το πρόσωπο που προέβη στη δημοσιοποίηση της πληροφορίας, αλλά και ο τρόπος με τον οποίο έλαβε χώρα δεν ενδιαφέρουν, και ως εκ τούτου μία πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί δημοσιοποιημένη ακόμη και εάν δεν έχει δημοσιοποιηθεί από τον εκδότη με τον καθορισμένο από την αρμόδια αρχή τρόπο.<sup>225</sup> Εξάλλου, χαρακτηριστικό στοιχείο της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί η ταχεία και έγκαιρη αξιοποίηση των πληροφοριών που διοχετεύονται σε αυτή. Επομένως, μία απαίτηση για τήρηση των νομοθετικά προβλεπόμενων διαδικασιών γνωστοποίησης θα ερχόταν σε αντίθεση με τη δυναμική λειτουργία της.<sup>226</sup>

Ως εκ τούτου, μία πληροφορία καθίσταται «δημόσια», εφόσον υπήρξαν λ.χ. ανακοινώσεις σε έγκριτες οικονομικές εφημερίδες ή ηλεκτρονικά μέσα ενημέρωσης (π.χ. Reuters), καθώς και όταν η εν λόγω πληροφορία αναρτηθεί στην ιστοσελίδα της εκδότριας. Η κάθε περίπτωση πάντως είναι ορθότερο να εξετάζεται ad hoc, καθώς ενδέχεται να πρόκειται για μία δημοσίευση στον επαρχιακό τύπο, στον οποίο δεν έχει πρόσβαση το ευρύ επενδυτικό κοινό. Επίσης, δημοσιοποίηση μπορεί να υφίσταται και στο πλαίσιο έκτακτης ενημέρωσης (ad hoc ενημέρωση) με δελτίο τύπου στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.<sup>227</sup>

Υποστηρίζεται περαιτέρω, ότι η πληροφορία καθίσταται γνωστή στο ευρύ κοινό από τη στιγμή που είναι πράγματι προσβάσιμη σ' αυτό μέσω του τύπου ή του χρηματιστηρίου, δηλαδή με την πραγματική κυκλοφορία της και όχι απλώς την αποστολή της.<sup>228</sup>

Έτσι, για να θεωρηθεί ότι μία πληροφορία έχει δημοσιοποιηθεί αρκεί να διοχετεύεται στο ευρύ κοινό με τρόπο που να παρέχεται η δυνατότητα έγκαιρης αξιολόγησής της από το μέσο επενδυτή.<sup>229</sup> Από την έννοια της «δημοσιοποίησης»

<sup>221</sup> άρθρο 7 παρ. 1 στοιχ. α' MAR.

<sup>222</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 344.

<sup>223</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 372.

<sup>224</sup> Βλ. άρθρο 17 παρ. 1 εδ. 2 πρώτο και τρίτο υποεδάφιο MAR.

<sup>225</sup> Βλ. Β. Τουντόπουλος ο.π., Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π.

<sup>226</sup> Χ. Λιβαδά ο.π.

<sup>227</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>228</sup> Βλ. σχετικά Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>229</sup> Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π.



αποκλείονται περιπτώσεις, κατά τις οποίες η πληροφορία έχει ανακοινωθεί σε περιορισμένο ή συγκεκριμένο κύκλο προσώπων,<sup>230</sup> όπως ενδεικτικά οι ανακοινώσεις πληροφοριών κατά τη Γενική Συνέλευση της εκδότριας ή στο πλαίσιο παρουσίασης της εταιρίας σε μικρό αριθμό επενδυτών (road show), καθώς και κατά τη διάρκεια συνέντευξης σε αναλυτές ή στο πλαίσιο μιας δίκης, ακόμη και δημόσιας.<sup>231</sup>

Συνεπώς, οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει να εξετάζουν μεταξύ άλλων και τον βαθμό στον οποίο οι πληροφορίες δεν έχουν καταστεί δημόσιες, προκειμένου να διενεργήσουν συναλλαγές βάσει αυτών, ώστε να κρίνουν εάν θα επρόκειτο για συναλλαγές βάσει προνομιακών πληροφοριών.<sup>232</sup>

#### **2.4. Πληροφορία που αφορά εκδότη ή χρηματοπιστωτικά μέσα.**

Πέραν των ανωτέρω, προκειμένου μία πληροφορία να χαρακτηριστεί προνομιακή θα πρέπει επιπλέον να αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα (άρθρο 7 παρ. 1<sup>α</sup> MAR).

Έτσι, μία πληροφορία αφορά άμεσα έναν εκδότη όταν αναφέρεται στα στοιχεία της περιουσιακής ή οικονομικής κατάστασης της επιχείρησής του (π.χ. αναμενόμενα κέρδη ή ζημίες), την εξέλιξη των συνεργασιών της ή των δραστηριοτήτων της, την προσωπική ή οργανωτική της δομή,<sup>233</sup> καθώς και σε σημαντικές επιχειρηματικές της αποφάσεις και εταιρικές πράξεις (συγχωνεύσεις, εξαγορές, αυξομειώσεις μετοχικού κεφαλαίου, ακύρωση απόφασης γενικής συνέλευσης), οι οποίες καθιστούν τον κάτοχό τους σε πλεονεκτική θέση σε σχέση με τους λοιπούς επενδυτές.<sup>234</sup> Κατά τα άλλα η πληροφορία δύναται να αφορά τόσο την εξωτερική όσο και την εσωτερική λειτουργία της επιχείρησης.<sup>235</sup>

Ομοίως, η άμεση αναφορά σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο συνίσταται όταν η πληροφορία αναφέρεται στο ίδιο το χρηματοπιστωτικό μέσο.<sup>236</sup> Στην περίπτωση αυτή εντάσσονται πληροφορίες σχετικά με τη μεταβολή της ονομαστικής του αξίας, τη διενέργεια δημόσιας πρότασης με αντικείμενο συγκεκριμένες μετοχές,<sup>237</sup> και γενικότερα με την επικείμενη πώληση ή ζήτηση μεγάλου αριθμού μετοχών.<sup>238</sup>

Αντιθέτως, μία πληροφορία αφορά έμμεσα ένα χρηματοπιστωτικό μέσο ή έναν εκδότη, όταν αναφέρεται σε δεδομένα ή πληροφορίες της αγοράς, όπως για παράδειγμα τη μεταβολή των επιτοκίων, ή ακόμα και νομοθετικές μεταβολές (π.χ. μία μείζονος

---

<sup>230</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 344, Βλ. και αρ. 2 παρ. 1 στοιχ. α' - i) του Εκτελεστικού Κανονισμού 2016/1055 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, όπου αναφέρεται ότι οι εκδότες ...δημοσιοποιούν προνομιακές πληροφορίες χρησιμοποιώντας τεχνικά μέσα που διασφαλίζουν ότι οι προνομιακές πληροφορίες διαδίδονται σε όσο το δυνατόν ευρύτερο κοινό, χωρίς διακρίσεις.

<sup>231</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 373.

<sup>232</sup> Βλ. Προοίμιο Κανονισμού MAR, σκέψη 28 3<sup>η</sup> φράση.

<sup>233</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>234</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π.

<sup>235</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Χ. Λιβαδά ο.π.

<sup>236</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>237</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>238</sup> Βλ. σχετικά παραδείγματα σε Δ. Αυγητίδης ο.π. και Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π.

σημασίας κυβερνητική απόφαση για την απαγόρευση των εξαγωγών σε ένα κράτος ή σχετική με φορολογικά ζητήματα ή ακόμη και αποφάσεις της Επιτροπής Ανταγωνισμού).<sup>239</sup>

Θα έλεγε κανείς ότι εύκολα γίνεται αντιληπτή η ευρύτητα του πεδίου εφαρμογής του MAR ως προς το συγκεκριμένο κριτήριο, καθιστώντας το εύρος των προνομιακών πληροφοριών που καταλαμβάνονται από αυτό πράγματι πολύ μεγάλο.<sup>240</sup>

Επισημαίνεται πάντως ότι οι πληροφορίες που αφορούν έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα αντίστοιχα υπόκεινται, εφόσον συντρέχουν και οι λοιπές προϋποθέσεις, στην απαγόρευση χρήσης προνομιακών πληροφοριών, όπως ορίζεται στον Κανονισμό, δεν υπόκεινται, ωστόσο, στην υποχρέωση δημοσιοποίησης του άρθρου 17 MAR, καθώς την εν λόγω υποχρέωση υπέχει ο εκδότης μόνο για πληροφορίες που τον αφορούν άμεσα.<sup>241</sup>

Πάντως, σε κάποιες περιπτώσεις, η διάκριση μεταξύ μίας πληροφορίας που αφορά έναν εκδότη και μίας που αφορά ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, δεν είναι ευχερής.<sup>242</sup>

Δυσχερές είναι να διαπιστωθεί ο προνομιακός χαρακτήρας μίας πληροφορίας όταν αφορά περισσότερους εκδότες ή χρηματοπιστωτικά μέσα, οπότε η κάθε περίπτωση θα πρέπει να κρίνεται *ad hoc*. Τέλος, έχει υποστηριχθεί ότι μία πληροφορία που αφορά εν γένει χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες αυτών, όπως αναφορικά με πιθανή πτώση της τιμής τους, δεν είναι προνομιακή.<sup>243</sup>

## **2.5. Η σημαντική επίδραση στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά η πληροφορία.**

Για την ολοκλήρωση της νομικής αξιολόγησης περί του προνομιακού χαρακτήρα μίας πληροφορίας θα πρέπει να συντρέχει και η τελευταία προϋπόθεση που τίθεται στο αρ. 7 παρ. 1 του MAR, δηλαδή η πρόβλεψη ως προς το εάν η πληροφορία σε περίπτωση δημοσιοποίησής της θα μπορούσε να επιδράσει σημαντικά την τιμή των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων, δηλαδή να πρόκειται για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε μεταξύ άλλων ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων.<sup>244</sup>

Σκοπός της ρύθμισης είναι να περιοριστεί το πεδίο εφαρμογής της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, ώστε να καταλαμβάνονται μόνο πληροφορίες οι οποίες είναι εκ της φύσεως τους πρόσφορες να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Ειδικά, θα προκαλούταν υπέρμετρη επιβάρυνση των συναλλαγών.<sup>245</sup>

Ελλείπει ρητής νομοθετικής πρόβλεψης ως προς τον βαθμό πιθανολόγησης που απαιτείται εκ μέρους του επενδυτή για το δυνητικό επηρεασμό της τιμής από τη

<sup>239</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.. Χ. Λιβαδά ο.π.

<sup>240</sup> Χ. Λιβαδά ο.π., Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>241</sup> Βλ. σχετικά Χ. Λιβαδά ο.π., σελ. 215.

<sup>242</sup> Β. σχετικά σε Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 375.

<sup>243</sup> Χ. Λιβαδά ο.π.

<sup>244</sup> Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ.339.

<sup>245</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

δημοσιοποίηση της πληροφορίας, έχει υποστηριχθεί ότι για λόγους συστηματικής ενότητας, το ορθό θα ήταν να αρκεί το ίδιο κριτήριο πιθανολόγησης που απαιτείται κατά την εκτίμηση της επίπτωσης ενός μελλοντικού γεγονότος στην τιμή, κατά την εξέταση του «συγκεκριμένου». Τούτο σημαίνει ότι ο επενδυτής αρκεί να καταλήξει σε ένα ποσοστό άνω του 50% ότι θα επέλθει διακύμανση της τιμής του οικείου χρηματοπιστωτικού μέσου από τη δημοσιοποίηση της πληροφορίας, ενώ η ύπαρξη μίας ισχυρής πιθανότητας, αγγίζοντας τη βεβαιότητα, δεν απαιτείται.<sup>246</sup>

Σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να πρόκειται για πληροφορία την οποία ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε μεταξύ άλλων ως ουσιώδη κατά την λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων (αρ. 7 παρ. 4 MAR). Ο MAR εν προκειμένω υιοθετεί το αντικειμενικό μέτρο του συνετού επενδυτή (reasonable investor test),<sup>247</sup> κριτήριο αντλούμενο από το αμερικανικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.<sup>248</sup>

Αυτό είναι εύλογο, καθώς, όπως και νομολογιακά έχει κριθεί,<sup>249</sup> ο συνετός επενδυτής αποφασίζει κυρίως βάσει δεδομένων που αφορούν την τιμή των μετοχών, και ως εκ τούτου τα κριτήρια της σημαντικής επιρροής επί της τιμής και η επενδυτική απόφαση ενός επενδυτή συνδέονται (significant price effect criterion).<sup>250</sup> Η εκτίμηση ότι η δημοσιοποίηση μίας πληροφορίας πρόκειται να οδηγήσει σε σημαντική επιρροή της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ενισχύεται απλά και μόνο επειδή πιθανολογείται ότι ένας συνετός επενδυτής θα την αξιολογούσε ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επιχειρηματικών του αποφάσεων.<sup>251</sup>

Η κατεύθυνση, πάντως, της τελικής επίδρασης επί της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου (θετική ή αρνητική) δεν είναι κρίσιμη και δε χρειάζεται να είναι εκ των προτέρων γνωστή. Ωστόσο, όταν η κατεύθυνση της τιμής της κινητής αξίας είναι εντελώς άγνωστη, ένας επενδυτής δύσκολα θα μπορέσει να λάβει μία επενδυτική απόφαση.<sup>252</sup> Σε κάθε περίπτωση, καθίσταται νομικά αδιάφορο αν η πληροφορία επέφερε πράγματι μεταβολή επί της τιμής, αρκεί αυτή να ήταν πρόσφορη να επηρεάσει σημαντικά την τιμή κατά την κατάρτιση της εκάστοτε συναλλαγής.<sup>253</sup> Έτσι, η πρόγνωση περί της σημαντικής επίδρασης επί των τιμών των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων γίνεται με βάση τα δεδομένα που συντρέχουν κατά τον χρόνο αξιοποίησης της πληροφορίας.<sup>254</sup>

Τέλος, σε σύνθετες εταιρικές πράξεις το εν λόγω κριτήριο θα πρέπει να κρίνεται ad hoc και με βάση όσα εκτέθηκαν ανωτέρω. Πάντως, όσο εγγύτερα στην ολοκλήρωσή της βρίσκεται η σύνθετη διαδικασία, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα επηρεασμού των τιμών των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων.<sup>255</sup>

---

<sup>246</sup> Θ. Κουλουριανός Χρ/Δ ο.π., σελ. 253.

<sup>247</sup> Έ. Κιρινή, ΕλλΔνη ο.π., Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 345.

<sup>248</sup> Θ. Κουλουριανός Χρ/Δ ο.π., 254.

<sup>249</sup> Βλ. ΔικΕΕ ο.π., σκέψη 55.

<sup>250</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 376, Θ. Κουλουριανός Χρ/Δ ο.π., σελ. 254.

<sup>251</sup> Θ. Κουλουριανός ο.π.

<sup>252</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., 377.

<sup>253</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., 377.

<sup>254</sup> Χ. Λιβαδά ο.π.

<sup>255</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: Η ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

### 3.1. Εισαγωγικά.

Μετά την ανωτέρω ενδελεχή επισκόπηση, καθίσταται σαφές ότι υπό το ισχύον νομοθετικό καθεστώς, προνομιακή πληροφορία μπορεί να συνιστά όχι μόνο το τελικό στάδιο μίας σύνθετης διαδικασίας, αλλά και τα επιμέρους στάδια από τα οποία διέρχεται μέχρι να φτάσει στο τελικό γεγονός, εφόσον πληρούν αφ' εαυτού τα κριτήρια της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας.

Η παραδοχή της ύπαρξης προνομιακής πληροφορίας έχει ως αποτέλεσμα την ενεργοποίηση της απαγόρευσης χρήσης αυτής, αλλά και της υποχρέωσης δημοσιοποίησής της από τον εκδότη. Η τελευταία χρήζει ιδιαίτερης σημασίας στις σύνθετες εταιρικές πράξεις, καθώς σε ορισμένες περιστάσεις ενδέχεται να προκαλέσει δυσχέρειες τόσο στον ίδιο τον εκδότη που επιβαρύνεται με την υποχρέωση αυτή, όσο και στο επενδυτικό κοινό, το οποίο συχνά έρχεται αντιμέτωπο με πληθώρα δημοσιοποιημένων πληροφοριών που ενδέχεται να είναι πρώιμες και αβέβαιες ως προς την τελική τους επέλευση (information overload). Τα εν λόγω ζητήματα μετριάζονται με την υιοθέτηση του μηχανισμού της αναβολής δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών.

### 3.2. Οι προληπτικοί μηχανισμοί του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Η έννομη τάξη δεν περιορίζεται μόνο στην εισαγωγή διατάξεων με κατασταλτικό χαρακτήρα αναφορικά με την απαγόρευση της διενέργειας συναλλαγών από κατόχους προνομιακών πληροφοριών, αλλά θεσπίζει και μία σειρά από προληπτικά μέτρα κατά της κατάχρησης της αγοράς.<sup>256</sup>

Συγκεκριμένα, όπως και υπό το προγενέστερο δίκαιο (βλ. ν. 3340/2005), υιοθετούνται δύο στρατηγικές για την αντιμετώπιση των συμπεριφορών που δύνανται να επηρεάσουν την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Πρώτον, η εισαγωγή διατάξεων αποτρεπτικού χαρακτήρα με την απόδοση στις συμπεριφορές αυτές του παραβατικού στοιχείου και την αυστηροποίηση των επαπειλούμενων μέτρων (κυρίως διοικητικών και ποινικών), και δεύτερον η υιοθέτηση διατάξεων προληπτικού χαρακτήρα, οι οποίες μειώνουν τα περιθώρια εμφάνισης αποδοκιμαζόμενων πρακτικών.<sup>257</sup>

Τα εν λόγω προληπτικά μέτρα υιοθετούν τη λεγόμενη οικονομική θεωρία της συμπεριφοράς (behavioral economics), επιδιώκοντας να μειώσουν το όφελος που θα είχε ο επίδοξος δράστης των παραβατικών συμπεριφορών εντός της κεφαλαιαγοράς.<sup>258</sup>

<sup>256</sup> Νικόλαος Α. Βερβεσός, Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ. 175.

<sup>257</sup> Αθανάσιος Στ. Κουλορίδας, Η δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά τον ν. 3340/2005, ΕΕμπΔ 2009, σελ. 942.

<sup>258</sup> Βλ. Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 943 σχετικά με την εν λόγω θεωρία, βάσει της οποίας ένα λογικά δράττων πρόσωπο για να προβεί σε μία παραβατική συμπεριφορά θα πρέπει το όφελος από την εν λόγω συμπεριφορά επί της πιθανότητας πραγματοποίησης αυτού να είναι μεγαλύτερο από τις συνέπειες που επιφέρει η τιμώρησή της επί της πιθανότητας τιμώρησης.

Μέτρα για την πρόληψη της κατάχρησης της αγοράς, δηλαδή τόσο κατά της χειραγώγησης όσο και της παράνομης χρησιμοποίησης ή ανακοίνωσης (αρ. 10 MAR) προνομιακών πληροφοριών, θεσπίζονται διάσπαρτα σε όλο το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, όπως ενδεικτικά στις διατάξεις των ν. 3556/2007 και 4514/2018 που προβλέπουν τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων των εκδοτών, τη δημοσίευση της απόκτησης ή εκχώρησης σημαντικής συμμετοχής σε εκδότη ή τη δημιουργία σινικών τειχών (Chinese walls) στις ΕΠΕΥ. Αντίστοιχα μέτρα προβλέπονται και στον Κανονισμό 596/2014 (MAR).

Τέτοια μέτρα είναι η υποχρέωση του εκδότη κινητών αξιών να προβεί σε άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών που κατέχει (ad hoc Publizitat), η υποχρέωση γνωστοποίησης συναλλαγών από πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα, αλλά και τα συνδεδεμένα με αυτά πρόσωπα (director's dealings) και τέλος η υποχρέωση σύνταξης καταλόγου με τα πρόσωπα που απασχολούνται από τον εκδότη και έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες.<sup>259</sup>

Έτσι, τόσο οι εκδότες, όσο και τα διευθυντικά στελέχη αυτών, καθώς και άλλα πρόσωπα τα οποία συμμετέχουν στην αγορά, και συγκεκριμένα οι κατ' επάγγελμα διαμεσολαβητές, οι διαχειριστές και οι αναλυτές (πρόσωπα που εκδίδουν στατιστικά στοιχεία), υπέχουν υποχρέωση λήψης προληπτικών της κατάχρησης της αγοράς μέτρων.<sup>260</sup> Επισημαίνεται ότι τα μέτρα αυτά, πέραν της ανωτέρω λειτουργίας, αποσκοπούν και στη διευκόλυνση του ελεγκτικού έργου της ΕΚ.<sup>261</sup>

Οι υποχρεώσεις που δεσμεύουν τους εκδότες στα πλαίσια της πρόληψης, είναι αφενός μεν η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών που κατέχουν, αφετέρου δε η κατάρτιση καταλόγου προσώπων που έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες. Στο παρόν κεφάλαιο θα ασχοληθούμε ειδικότερα με το σημαντικό κεφάλαιο της υποχρέωσης δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών που ρυθμίζεται στο άρθρο 17 MAR.

### **3.3. Η άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών.**

Ο σημαντικότερος από τους ανωτέρω αναφερόμενους μηχανισμούς πρόληψης, ο οποίος έχει και τη μεγαλύτερη πρακτική σημασία,<sup>262</sup> είναι η άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ειδικά, αναφορικά με τα προληπτικά της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών μέτρα, αυτά αποσκοπούν στην άρση της πληροφοριακής ασυμμετρίας που δημιουργεί το πληροφοριακό και οικονομικό πλεονέκτημα του κατόχου προνομιακής πληροφορίας σε βάρος των υπολοίπων επενδυτών που δεν τελούν σε γνώση αυτής.

<sup>259</sup> Βλ. Νικόλαος Βερβεσός ο.π., Α. Κουλορίδας ο.π.

<sup>260</sup> Βλ. αναλυτικά σχετικά με αυτούς σε Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 451 επ.

<sup>261</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 432.

<sup>262</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 176, ο οποίος αναφέρει μεταξύ άλλων ότι από τα μέτρα πρόληψης η υποχρέωση δημοσιοποίησης θεωρείται και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού ως το καλύτερο προληπτικό σύστημα της απαγόρευσης εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών.

Έτσι, στον MAR ορίζεται ότι κάθε εκδότης ενημερώνει το κοινό όσο το δυνατόν συντομότερα σχετικά με προνομιακές πληροφορίες οι οποίες αφορούν άμεσα στον εν λόγω εκδότη (αρ. 17 παρ. 1 εδ. 1<sup>ο</sup> MAR).

Και η προϊσχύσασα Οδηγία 2003/6 όριζε, στο άρθρο 6 παρ. 1 εδάφιο 1 αυτής, σχεδόν αντίστοιχα με το ισχύον δίκαιο, ότι τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων δημοσιοποιούν το ταχύτερο δυνατό τις εμπιστευτικές πληροφορίες που τους αφορούν.<sup>263</sup> Στην εθνική έννομη τάξη είχε μεταφερθεί η εν λόγω ρύθμιση με το άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 3340/2005, σύμφωνα με το οποίο οι εκδότες υποχρεούνται να δημοσιοποιούν χωρίς υπαίτια βραδύτητα τις προνομιακές πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα.

Η υποχρέωση ad hoc δημοσιοποίησης αποτελεί σύστοιχο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, καθώς συντελεί στην πρόληψη αυτής.<sup>264</sup> Όπως έχει λεχθεί, φαίνεται ότι η υποχρέωση έκτακτης πληροφόρησης στον Κανονισμό έχει κατά βάση συμπληρωματικό χαρακτήρα στις διατάξεις για την αποτροπή της κατάχρησης της αγοράς, καθώς αποσκοπεί στη γενικότερη μείωση των διαθέσιμων προνομιακών πληροφοριών και συνακόλουθα στην αποτροπή της καταχρήσεως αυτών.<sup>265</sup>

Η προληπτική αυτή λειτουργία έγκειται στο γεγονός ότι οι πληροφορίες που έχουν γνωστοποιηθεί δεν προσδίδουν πλέον στον κάτοχό τους αθέμιτο πληροφοριακό προβάδισμα, και ταυτόχρονα δεν μπορούν να καταστούν αντικείμενο εκμετάλλευσης από αυτόν, λόγω του ότι αίρεται ο προνομιακός τους χαρακτήρας.<sup>266</sup> Έτσι, καταρχήν η άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών αποθαρρύνει τον κάτοχό τους από το να προβεί σε εκμετάλλευση αυτών.<sup>267</sup>

Πάντως, αν και η υποχρέωση ad hoc δημοσιοποίησης εντάσσεται οργανικά στο δίκαιο της κατάχρησης της αγοράς, παρόλα αυτά ο σκοπός της σχετικής ρύθμισης είναι ευρύτερος,<sup>268</sup> καθώς διαπραγματεύεται ως ένας από τους βασικούς πυλώνες ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού.<sup>269</sup>

Έτσι, ένας από τους σκοπούς που επιτελούνται μέσω της υποχρέωσης αυτής, είναι η διασφάλιση ίσων ευκαιριών στην αγορά εντός της οποίας όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν άμεση και ισότιμη (κατά το εφικτό) πρόσβαση στην πληροφόρηση.<sup>270</sup> Η τακτική πληροφόρηση των επενδυτών τους επιτρέπει να λαμβάνουν τις αποφάσεις τους γνωρίζοντας όλα τα δεδομένα που αφορούν το αντικείμενο της επένδυσής τους. Επομένως, η άμεση δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών συνδέεται άμεσα με την αποτελεσματική και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς (market efficiency), την

---

<sup>263</sup> Βλ. και την απόφαση 3/347/2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δυνάμει της οποίας εξειδικεύονταν υπό το προγενέστερο δίκαιο οι υποχρεώσεις των εκδοτών στα πλαίσια της διάταξης της παρ. 1 άρθρου 6 της Οδηγίας 2006/3.

<sup>264</sup> Βλ. Προϊόνιο Κανονισμού MAR σκέψη 49.

<sup>265</sup> Βλ. σχετικά σε υπό δημοσίευση Κωνσταντίνος Γ. Σερδάρης, Η υποχρέωση έκτακτης πληροφόρησης επί σύνθετων εταιρικών πράξεων (αρ. 17 MAR) μετά τον Κανονισμό (ΕΕ) .../2024 (EU Listing Act).

<sup>266</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 433, Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>267</sup> Α. Κουλορίδας ο.π.

<sup>268</sup> Βλ. σε υπό δημοσίευση Κ. Σερδάρης ο.π.

<sup>269</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>270</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

ορθολογική διαμόρφωση των τιμών των κινητών αξιών,<sup>271</sup> και κατ' επέκταση την ενίσχυση της διαφάνειας και αξιοπιστίας της αγοράς με την αντιμετώπιση της πληροφοριακής ασυμμετρίας (information asymmetry) μεταξύ των συμμετεχόντων.<sup>272</sup>

Επισημαίνεται, λοιπόν, ότι ο σκοπός της απαγόρευσης εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών δεν είναι άμεσα συνυφασμένος με εκείνον της υποχρέωσης ad hoc ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού. Η μεν πρώτη αποσκοπεί ιδίως στην εξασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ενώ η δεύτερη στη μείωση των αρνητικών συνεπειών της πληροφοριακής ασυμμετρίας και στην ορθή λειτουργία του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών εντός της αγοράς.<sup>273</sup>

Περαιτέρω, αποσκοπεί στην προστασία του συνόλου των επενδυτών και συνιστά μία διαρκή υποχρέωση για τους εκδότες, σε αντίθεση με την υποχρέωση πληροφόρησης στο δίκαιο των Α.Ε., η οποία αποσκοπεί αποκλειστικά στην προστασία των μετόχων και παρέχεται μόνο στο πλαίσιο μίας Γενικής Συνέλευσης.<sup>274</sup>

Διαφαίνεται, λοιπόν, ότι η υποχρέωση ad hoc δημοσιοποίησης αποτελεί πέρα από μηχανισμό πρόληψης, και μηχανισμό πραγμάτωσης της πληροφοριακής ίσης μεταχείρισης<sup>275</sup> και της πληροφοριακής αποτελεσματικότητας (informational efficiency)<sup>276</sup> στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

### 3.3.1. Φορέας της υποχρέωσης δημοσιοποίησης.

Φορέας της υποχρέωσης άμεσης ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού είναι, σε αντίθεση με την απαγόρευση εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών, το ίδιο το νομικό πρόσωπο της εκδότριας εταιρίας και όχι τα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου.<sup>277</sup>

Στο άρθρο 6 της προγενέστερης Οδηγίας 2003/6, η υποχρέωση δημοσιοποίησης ίσχυε μόνο για εκδότες των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά.<sup>278</sup> Αντίθετα, ο ν. 3340/2005 στο άρθρο 10 εφάρμοζε την υποχρέωση δημοσιοποίησης και στους ΠΜΔ.<sup>279</sup>

Παρατηρείται πλέον η διεύρυνση του αντικειμενικού πεδίου εφαρμογής της υποχρέωσης δημοσιοποίησης όσον αφορά τις αγορές στις οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης τα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Έτσι, υπό το καθεστώς του MAR, υποχρέωση δημοσιοποίησης υπέχει όχι μόνο ο εκδότης ο οποίος έχει ζητήσει την εισαγωγή ή έχει εγκριθεί η εισαγωγή των

<sup>271</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., βλ. σχετικά και Α. Κουλορίδας ο.π., Γ. Σωτηρόπουλος ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 218.

<sup>272</sup> Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 944.

<sup>273</sup> Βλ. σχετικά σε υπό δημοσίευση Κ. Σαρδέρης, όπου αναφέρεται ότι: «...σύμφωνα με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς... οι τιμές των κινητών αξιών που διαπραγματεύονται στις αγορές αποτυπώνουν πλήρως, αν και όχι πάντα αμέσως, όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.»

<sup>274</sup> Βλ. σχετικά Ν. Βεβρεσός ο.π., σελ. 177

<sup>275</sup> Ν Βεβρεσός ο.π., σελ. 176.

<sup>276</sup> Βλ. σχετικά σε υπό δημοσίευση Κ. Σαρδέρης.

<sup>277</sup> Β. Βεβρεσός ο.π.

<sup>278</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη 2019 ο.π., σελ. 18

<sup>279</sup> Βλ. σχετικά Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 944-945.

χρηματοπιστωτικών του μέσων<sup>280</sup> προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά κράτους μέλους, αλλά και, στην περίπτωση των μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή σε άλλα είδη οργανωμένων μηχανισμών διαπραγμάτευσης (ΟΜΔ) (άρθρο 17 παρ. 1 εδ. 3<sup>ο</sup> MAR).

Ωστόσο, έχει υποστηριχθεί ότι η επέκταση της υποχρέωσης δημοσιοποίησης και σε εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά θα πρέπει να περιορισθεί τελολογικώς, ώστε να εφαρμόζεται μόνο όταν στη διαπραγμάτευσή τους έχει συγκατατεθεί ο εκδότης ή όταν αυτά έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στη μη ρυθμιζόμενη αγορά με πρωτοβουλία του εκδότη.<sup>281</sup>

Περαιτέρω, η εν λόγω υποχρέωση ισχύει και για τους συμμετέχοντες σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής<sup>282</sup>, συμπεριλαμβανομένων των αεροπορικών δραστηριοτήτων ή εγκαταστάσεων, τις οποίες κατέχει ή ελέγχει ο εν λόγω συμμετέχων, κάποια μητρική ή συνδεδεμένη επιχείρησή του ή για τις οποίες είναι υπεύθυνος όσον αφορά τα λειτουργικά θέματα ο εν λόγω συμμετέχων ή κάποια μητρική ή θυγατρική ή συνδεδεμένη επιχείρησή του, εν όλω ή εν μέρει (άρθρο 17 παρ. 2 εδ. 1<sup>ο</sup> MAR).

### 3.3.2. Αντικείμενο δημοσιοποίησης.

Αντικείμενο της υποχρέωσης άμεσης δημοσιοποίησης από τους εκδότες αποτελούν οι προνομιακές πληροφορίες, όπως ορίζονται στο άρθρο 7 MAR, δηλαδή θα πρέπει να πληρούν σωρευτικά τις προϋποθέσεις που τίθενται στο εν λόγω άρθρο<sup>283</sup> και οι οποίες εκτέθηκαν αναλυτικά ανωτέρω.

Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας ρυθμίζεται στον MAR ενιαία (einstufiges Modell, one fold notion of inside information) τόσο για την απαγόρευση κατάχρησης (prohibition of insider trading), όσο και για την υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης από τη μεριά του εκδότη (ad hoc disclosure obligation).<sup>284</sup> Έτσι, σύμφωνα με τον MAR, η δημοσιευτέα από τον εκδότη πληροφορία ταυτίζεται με την προνομιακή πληροφορία.<sup>285</sup>

Η χρησιμοποίηση ενός κοινού ορισμού της έννοιας δικαιολογείται σε έναν βαθμό από το γεγονός ότι η υποχρέωση δημοσιοποίησης αποτελεί μηχανισμό πρόληψης της απαγόρευσης κατάχρησης,<sup>286</sup> ωστόσο δε συνάδει με τις λειτουργικές διαφορές των δύο ρυθμίσεων, όπως τούτες εκτέθηκαν ανωτέρω.

Παράλληλα, όμως, έχει οδηγήσει και σε πρακτικές δυσχέρειες, ειδικότερα στις περιπτώσεις σύνθετων επιχειρηματικών διαδικασιών, λόγω της υποχρέωσης του εκδότη στα πλαίσια συμμόρφωσής του με την υποχρέωση δημοσιοποίησης, να

<sup>280</sup> Βλ. για τον ορισμό των χρηματοπιστωτικών μέσων άρθρο 3 παρ. 1 αριθ. 1 MAR σε συνδυασμό με το άρθρο 4 παρ. 1 σημείο 15 της Οδηγίας 2014/64/ΕΕ (MiFID II).

<sup>281</sup> Ε. Κινινή ο.π.

<sup>282</sup> Για τον ορισμό του συμμετέχοντος σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής βλ. άρθρο 3 παρ. 1 αριθ. 20 MAR.

<sup>283</sup> Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 946, Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 434.

<sup>284</sup> Έφη Ι. Κινινή, Η υποχρέωση προς δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά τον Κανονισμό 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς (MAR), ΕλλΔνη 1/2019, σελ. 19.

<sup>285</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>286</sup> Θ. Κουλουριανός, ο.π., σελ. 257.



γνωστοποιεί άμεσα ενδιάμεσα στάδια σύνθετων εταιρικών πράξεων, που συνιστούν προνομιακές πληροφορίες, σε αρκετά πρώιμο στάδιο. Αυτό συχνά έχει ως αποτέλεσμα να παρακωλύεται η λειτουργία τόσο του ίδιου του εκδότη όσο και της αγοράς, λόγω ενδεχόμενης παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού, στην περίπτωση που οι πληροφορίες αυτές δεν εξελιχθούν εν τέλει σε πραγματικό γεγονός.<sup>287</sup>

Σημειωτέον ότι στο αρ. 6 παρ. 1 (ε) της Πρότασης του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, υπήρξε μία προσπάθεια αποσύνδεσης της απαγόρευσης χρήσης των εμπιστευτικών πληροφοριών από την υποχρέωση ανακοίνωσής τους, με την υιοθέτηση του μοντέλου δύο επιπέδων (two fold notion of inside information - zweistufiges Modell)<sup>288</sup>. Είχε προταθεί δηλαδή η υιοθέτηση διακριτών ορισμών της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας για την απαγόρευση κατάχρησης και την υποχρέωση δημοσιοποίησης.<sup>289</sup>

Έτσι, προβλεπόταν μία νέα κατηγορία πληροφορίας ονόματι «Insiderinformation light» (information light), που αντικατόπτριζε το πρότυπο της βρετανικής «relevant information not generally available – RINGA» (sec. 118 (4) FSA Code of Market Conduct).<sup>290</sup> Στην έννοια αυτής της πληροφορίας θα ενέπιπταν όλες οι πληροφορίες που αφορούν τον εκδότη, οι οποίες δεν είναι γενικά διαθέσιμες στο κοινό αλλά εάν ήταν σε συνετό επενδυτή, θα θεωρούνταν σημαντικές.

Η καινοτομία σε σχέση με την εν λόγω ρύθμιση θα ήτο το γεγονός ότι οι πληροφορίες αυτές δε θα καταλαμβάνονταν από την υποχρέωση δημοσιοποίησης, αλλά μόνο από την απαγόρευση κατάχρησης τους,<sup>291</sup> και ως εκ τούτου η απαγόρευση της χρησιμοποίησής τους από τον κάτοχό τους θα ενεργοποιούνταν σε προγενέστερο στάδιο σε σχέση με την υποχρέωση δημοσιοποίησης τους. Έτσι, πληροφορίες που ενδεχομένως να μην ήταν αρκετά ακριβείς, ώστε να υποχρεούταν ο εκδότης να τις δημοσιοποιήσει, αλλά κατά την κοινή πείρα ενδιαφέρουν την αγορά, ώστε να μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο παράνομης εκμετάλλευσης, να καταλαμβάνονταν από το πεδίο εφαρμογής της απαγόρευσης χρήσης τους.<sup>292</sup>

Στα πλαίσια αυτά, προτείνεται μία στενότερη οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας. Ενόψει τούτου, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο επρόκειτο να υιοθετήσουν έναν Κανονισμό (EU Listing Act) για την

---

<sup>287</sup> Ε. Κινινή, ο.π., σελ. 769, καθώς και Θ. Κουλουριανός ο.π., σελ. 258.

<sup>288</sup> Βλ. σε Ε. Ι. Κινινή, ο.π., σε υποσημείωση σελ. 19.

<sup>289</sup> Θ. Κουλουριανός, ΧρΙΔ, σελ. 257.

<sup>290</sup> Βλ. σε Ε. Κινινή, ΕΕμπΔ, σελ. 768-769, όπου αναλύει τη συγκεκριμένη νέα, τότε, ρύθμιση, η οποία εν τέλει δεν υιοθετήθηκε. Επρόκειτο για μία πληροφορία, η οποία δεν θα περιελάμβανε τα στοιχεία της συγκεκριμένης πληροφορίας, ούτε την προϋπόθεση της δυνατότητας αισθητής επιρροής επί της τιμής. Αντ' αυτού θα έπρεπε να ήτο «σημαντική» για ένα συνετό επενδυτή κατά τη λήψη επενδυτικής απόφασης. Στη κατηγορία αυτή εμπιστευτικών πληροφοριών θα ενέπιπταν επί παραδείγματι, η πορεία των διαπραγματεύσεων των συμβάσεων ή οι προσωρινά συμφωνηθέντες όροι σε αυτές, η πιθανότητα διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων, οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες θα διατεθούν στην αγορά τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή οι προσωρινοί όροι διάθεσης αυτών.

<sup>291</sup> Βλ. αρ. 12 παρ. 3 της Πρότασης Κανονισμού, βλ. επίσης Ε. Κινινή ΕΕμπΔ ο.π., σελ 769.

<sup>292</sup> Βλ. σε Θ. Κουλουριανό ο.π., σελ. 258-259.

τροποποίηση του MAR,<sup>293</sup> ο οποίος προβλέπει μεταξύ άλλων τον περιορισμό του πεδίου εφαρμογής της υποχρέωσης δημοσιοποίησης στην περίπτωση των σύνθετων εταιρικών πράξεων.

Σε κάθε περίπτωση, κάθε εκδότης υποχρεούται να ενημερώνει το κοινό σχετικά με προνομιακές πληροφορίες οι οποίες τον αφορούν άμεσα (άρθρο 17 παρ. 1 MAR).

Έτσι, κατά απόκλιση από το δίκαιο της καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών, που καταλαμβάνει και πληροφορίες που αφορούν έμμεσα στον εκδότη, η υποχρέωση για δημοσιοποίηση εξαντλείται στις πληροφορίες που τον αφορούν άμεσα,<sup>294</sup> περιορίζοντας σε ένα βαθμό το εύρος των προνομιακών πληροφοριών που οφείλει ο εκδότης να δημοσιοποιεί σε σχέση με τις προνομιακές πληροφορίες που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο κατάχρησης από τον κάτοχό τους.

Πληροφορίες που αφορούν άμεσα τον εκδότη είναι αυτές που ανάγονται στη σφαίρα ή στο αντικείμενο δραστηριότητάς του,<sup>295</sup> όπως τα γεγονότα που προέρχονται από τα ίδια τα όργανα του εκδότη.<sup>296</sup>

Ωστόσο, η υποχρέωση δημοσιοποίησης δεν περιορίζεται μόνο σε τέτοια γεγονότα. Η έννοια της πληροφορίας που αφορά τον εκδότη είναι ευρύτερη, καθώς δεν καταλαμβάνει πλέον μόνο τις πληροφορίες που επέρχονται της σφαίρας δραστηριότητας του εκδότη (το “business” του εκδότη)<sup>297</sup>, αλλά καταλαμβάνει και πληροφορίες οι οποίες προέρχονται εκτός της εκδότριας εταιρίας, αλλά την αφορούν άμεσα. Πάντως, η κατάταξη μίας πληροφορίας στη σφαίρα δραστηριότητας μίας εταιρίας ή εκτός αυτής δε διαδραματίζει και μεγάλη πρακτική σημασία.<sup>298</sup>

Αντιθέτως, στις πληροφορίες που δεν αφορούν άμεσα τον εκδότη εντάσσονται πληροφορίες σχετικά με τα δεδομένα της αγοράς (λόγου χάρι μεταβολές επιτοκίων ή νομοθετικές μεταβολές)<sup>299</sup> ή πληροφορίες που αναφέρονται σε χρηματοπιστωτικό μέσο. Ωστόσο, κατά την ορθότερη άποψη η πληροφορία σχετικά με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο του εκδότη θα πρέπει να λογισθεί ως πληροφορία που τον αφορά άμεσα.<sup>300</sup>

Ο δικαιολογητικός λόγος του διαχωρισμού μεταξύ πληροφοριών που αφορούν άμεσα και έμμεσα τον εκδότη έγκειται στο ότι θα ήταν ιδιαίτερα επαχθές για εκείνον

---

<sup>293</sup> βλ. Συμβούλιο της ΕΕ, Ένωση κεφαλαιαγορών: Καθορισμός της διαπραγματευτικής εντολής του Συμβουλίου σχετικά με την πράξη για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, Δελτίο Τύπου, 14 Ιουνίου 2023, διαθέσιμο εις: [www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/](http://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/)., Πρόταση Κανονισμού ο.π. COM (2022) 762 τελικό.

<sup>294</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 177, Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 947, ο οποίος αναφέρει και ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα για τη διαφοροποίηση των δύο υποχρεώσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Έτσι, ο διευθύνων μίας κλωστοϋφαντουργικής εταιρίας διαπράττει κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών όταν αγοράζει μετοχές της εταιρίας του γνωρίζοντας ότι πρόκειται να ψηφισθεί νομοσχέδιο που θα απαγορεύει τις εισαγωγές κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων από την Κίνα, ωστόσο δεν υποχρεούται να δημοσιοποιήσει την εν λόγω πληροφορία, καθώς τον αφορά έμμεσα.

<sup>295</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>296</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>297</sup> Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 945.

<sup>298</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 178, όπου παραθέτει και σχετικά παραδείγματα τέτοιων γεγονότων.

<sup>299</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 435.

<sup>300</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

να προβαίνει σε άμεση γνωστοποίηση κάθε πληροφορίας που τον αφορά έστω και έμμεσα.<sup>301</sup> Ενίοτε, όμως, ο διαχωρισμός μεταξύ των δύο κατηγοριών πληροφοριών είναι στην πράξη δυσχερής.<sup>302</sup>

Για τον λόγο αυτό, τόσο προς επίτευξη ασφάλειας δικαίου, όσο και προς διευκόλυνση των εκδοτών, οι εποπτικές αρχές, κυρίως σε ευρωπαϊκό επίπεδο<sup>303</sup>, ορίζουν ενδεικτικές καταστάσεις ή γεγονότα που θεμελιώνουν υποχρέωση του εκδότη να προβεί σε δημοσιοποίηση. Σχετική αναφορά σε γεγονότα προβλέπονταν στην προϊσχύσασα ΑΠ. 3/347/12.7.2005 ΕΚ, η οποία περιλάμβανε μία ενδεικτική απαρίθμηση των πληροφοριών εκείνων που πρέπει να δημοσιοποιούνται άμεσα από τον εκδότη, και η οποία παρά το γεγονός ότι δεν ισχύει πλέον ενόψει του MAR, τα αναφερόμενα σε αυτή γεγονότα εξακολουθούν να έχουν ερμηνευτική αξία και για τις ισχύουσες ρυθμίσεις.<sup>304</sup>

Σε κάθε περίπτωση, προκειμένου να θεμελιωθεί η υποχρέωση γνωστοποίησης θα πρέπει να πληρούνται και οι λοιπές προϋποθέσεις του Κανονισμού (άρθρο 7 MAR), ώστε τα γεγονότα ή οι καταστάσεις να μπορούν να χαρακτηριστούν ως προνομιακές πληροφορίες.<sup>305</sup>

Τέλος, σχετικά με τη δημοσιοποίηση από τρίτο ανεπιβεβαίωτων πληροφοριών/φημών, που θα δύναντο να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, ο Κανονισμός MAR δεν προβλέπει υποχρέωση του εκδότη να προβεί σε άμεση επιβεβαίωση ή διάψευση των εν λόγω ανεπιβεβαίωτων πληροφοριών. Ωστόσο, όταν μία τέτοια φήμη είναι επαρκώς ακριβής, η δημοσιοποίηση της μπορεί να αποτελεί ένδειξη ότι μία προνομιακή πληροφορία έχει πλέον διαρρεύσει, με αποτέλεσμα να μην είναι πλέον διασφαλισμένος ο εμπιστευτικός της χαρακτήρας. Αυτό έχει σημασία σε περίπτωση αναβολής της δημοσιοποίησης της εν λόγω πληροφορίας (βλ. κατωτέρω), όπου ο εκδότης δε θα μπορεί πλέον να αναβάλλει τη δημοσιοποίηση της και θα υποχρεούται σε δημόσια ανακοίνωση.<sup>306</sup>

### 3.3.3. Χρόνος δημοσιοποίησης.

Σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 1 MAR, ο εκδότης δημοσιοποιεί τις προνομιακές πληροφορίες όσο το δυνατόν συντομότερα (“as soon as possible”). Υπό το προγενέστερο νομοθετικό καθεστώς, το άρθρο 10 παρ. 1 Ν.3340/2005 απαιτούσε δημοσιοποίηση «χωρίς υπαίτια βραδύτητα». Παρά τη διαφορετική διατύπωση το περιεχόμενο των δύο διατάξεων δεν διαφοροποιείται.<sup>307</sup>

<sup>301</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 177.

<sup>302</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>303</sup> Βλ. ενδεικτικά ESMA70-145-111 Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR), CESR/06-562b.

<sup>304</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Ν. Βεβρεσος ο.π., σελ 178, Α. Κουλορίδας ο.π., όπου γίνεται και αναλυτική αναφορά στην υποσημείωση υπ’ αριθμόν 11, τον ενδεικτικών γεγονότων που απαριθμούνται στην εν λόγω απόφαση.

<sup>305</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 946.

<sup>306</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 436.

<sup>307</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 27.

Η φράση «όσο το δυνατόν συντομότερα» αποτυπώνει την ανάγκη για ταχεία γνωστοποίηση των προνομιακών πληροφοριών.<sup>308</sup> Η υποχρέωση για δημοσιοποίηση δε γεννάται αμέσως μόλις αντικειμενικά υπάρξει προνομιακή πληροφορία, αλλά ο εκδότης διαθέτει μία εύλογη προθεσμία, προκειμένου να διαγνώσει την εκάστοτε κατάσταση και να επιβεβαιώσει αν καταλαμβάνεται από την εν λόγω υποχρέωση.<sup>309</sup>

Τέλος, ιδιαίτερα δυσχερείς είναι οι περιπτώσεις των σύνθετων εταιρικών γεγονότων λόγω της δυσκολίας που ενέχει ο προσδιορισμός του ακριβούς χρονικού σημείου κατά το οποίο υφίσταται η προνομιακή πληροφορία και θεμελιώνεται η υποχρέωση δημοσιοποίησης.<sup>310</sup> Σημαντικό είναι το γεγονός, ότι δε χρειάζεται η οριστικοποίηση ή η ολοκλήρωση των γεγονότων προκειμένου να ενεργοποιηθεί η υποχρέωση δημοσιοποίησης, εφόσον μία ενδιάμεση μη οριστική πράξη πληροί τις προϋποθέσεις της προνομιακής πληροφορίας, κάτι το οποίο πρακτικά γεννά ορισμένες φορές την υποχρέωση γνωστοποίησης σε αρκετά πρώιμο στάδιο.<sup>311</sup>

### 3.3.4. Μορφή και μέσα δημοσιοποίησης.

Η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών θα πρέπει να γίνεται με τρόπο σαφή, που να διευκολύνει την πλήρη, ορθή και έγκαιρη αξιολόγησή τους από το επενδυτικό κοινό και να επιτρέπει την ταχεία πρόσβασή του στις πληροφορίες.<sup>312</sup>

Πρακτικά, στην περίπτωση ειδικότερα που δημοσιοποιούνται προνομιακές πληροφορίες που σχετίζονται με μία σύνθετη επιχειρηματική διαδικασία, λόγω χάρη συγχώνευσης, διάσπασης ή εξαγοράς, καθώς και σημαντικής απόκτησης ή εκχώρησης μετοχών, η ανακοίνωση θα πληροί τα ανωτέρω κριτήρια εφόσον περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της εν λόγω εταιρικής μεταβολής.<sup>313</sup>

Περαιτέρω, όπως ορίζεται στο άρθρο 17 παρ. 1 εδάφιο 2<sup>ο</sup> MAR, ο εκδότης υποχρεούται να αναρτά και να διατηρεί την προνομιακή πληροφορία στον επίσημο δικτυακό τόπο του για περίοδο τουλάχιστον πέντε ετών.<sup>314</sup> Σε κάθε περίπτωση, απαγορεύεται αυτός να συνδυάζει τη δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών με την εμπορική προώθηση των δραστηριοτήτων του (μάρκετινγκ).<sup>315</sup>

Το κυριότερο είναι να γνωστοποιούνται εκείνα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα προκειμένου να δοθεί στους επενδυτές η πλήρης εικόνα της κατάστασης, στην οποία αναφέρεται η πληροφορία και να μην επιχειρείται η συγκάλυψη των επιπτώσεων της στον εκδότη.<sup>316</sup>

---

<sup>308</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>309</sup> Ε. Κινινή Ελληνική ο.π.

<sup>310</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 437.

<sup>311</sup> Βλ. σχετικά Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 949, βλ. επίσης το προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας όπου γίνεται λόγος για το την υπερπληθώρα πληροφοριών (information overload).

<sup>312</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>313</sup> Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 954.

<sup>314</sup> Βλ. σχετικά Ε. Κινινή ο.π., σελ. 28, όπου αναφέρει ότι ο MAR επέφερε μεταβολές αναφορικά με τα μέσα και τη μορφή της δημοσιοποίησης σε σχέση με το προϊσχύσαν δίκαιο. Για τις σχετικές ρυθμίσεις του προϊσχύσαντος νομοθετικού πλαισίου (άρθρο 10 παρ. 2 ν.3340/2005 και άρθρο 3 παρ. 1 Απ. 3/347/12.7.2005) βλ. αναλυτικά σε Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 954-955.

<sup>315</sup> Βλ. MAR άρθρο 17 παρ. 1 εδάφιο 2, δεύτερο υποεδάφιο, Α. Κουλορίδας ο.π.

<sup>316</sup> Α. Κουλορίδας ο.π.

Οι περαιτέρω λεπτομέρειες της δημοσιοποίησης ρυθμίζονται στον εκτελεστικό Κανονισμό 2016/1055<sup>317</sup> με τον οποίο επιβάλλεται η χρησιμοποίηση από τον εκδότη τεχνικών μέσων, που διασφαλίζουν τη διάδοση των προνομιακών πληροφοριών σε όσο το δυνατό ευρύτερο κοινό.<sup>318</sup>

### **3.3.5. Δημοσιοποίηση επιμέρους σταδίων σύνθετης διαδικασίας.**

Όταν ανακύπτει περίπτωση παρατεταμένης διαδικασίας, που κλιμακώνεται σε επιμέρους στάδια, δημιουργούνται αμφιβολίες στην περίπτωση που ο εκδότης έχει προβεί σε δημοσιοποίηση ενός επιμέρους σταδίου της διαδικασίας, για το εάν δεσμεύεται να δημοσιοποιεί και κάθε επόμενο στάδιο της διαδικασίας, εφόσον πληροί την έννοια της προνομιακής πληροφορίας.

Το άνω ζήτημα ρυθμίζεται με την απόφαση 3/347/2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τις υποχρεώσεις των εκδοτών για δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών. Ορίζεται ότι κάθε σημαντική μεταβολή ή εξέλιξη που αφορά ήδη γνωστοποιηθείσες προνομιακές πληροφορίες, δημοσιοποιείται άμεσα μετά την επέλευση αυτής της μεταβολής ή εξέλιξης, με τρόπο ίδιο με εκείνο που χρησιμοποιήθηκε για την αρχική δημοσιοποίηση των πληροφοριών.<sup>319</sup>

Στο παράδειγμα μίας συγχώνευσης, εάν ο εκδότης έχει προβεί στη δημοσιοποίηση της διενέργειας ενός αρχικού σταδίου διαπραγματεύσεων, θα πρέπει να δημοσιοποιήσει και κάθε επόμενο σημαντικό στάδιο, όπως τη διακοπή των εν λόγω διαπραγματεύσεων.

Λόγω των δυσχερειών που δημιουργεί η υποχρέωση δημοσιοποίησης των πληροφοριών που σχετίζονται με ενδιάμεσα στάδια τέτοιων διαδικασιών, τόσο αναφορικά με το χρονικό σημείο κατά το οποίο γεννάται προνομιακή πληροφορία, όσο και ως προς τον κίνδυνο να ματαιωθεί η ολοκλήρωση της διαδικασίας, λόγω της γνωστοποίησης των πληροφοριών στο ευρύ κοινό (deal breakers), παρέχεται η δυνατότητα στους εκδότες να αναβάλουν προσωρινά τη δημοσιοποίηση μίας προνομιακής πληροφορίας, κατά το άρθρο 17 παρ. 4 MAR, εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι προβλεπόμενες προϋποθέσεις, ως κατωτέρω.

---

<sup>317</sup> Άρθρα 2, 3 ΕΚ 2016/1055 σε συνδ. με το άρθρο 17 παρ. 10 στοιχ. α' MAR.

<sup>318</sup> Βλ. άρθρο 2 ΕΚ 2016/1055.

<sup>319</sup> Βλ. άρθρο 2 παρ. 4 Απόφασης ΕΚ 3/347/2005.

### 3.4. Αναβολή δημοσιοποίησης σταδίων σύνθετης εταιρικής πράξης.

#### 3.4.1. Γενικά.

Με βάση το ισχύον νομοθετικό καθεστώς,<sup>320</sup> επιτάσσεται η γνωστοποίηση των προνομιακών πληροφοριών στο επενδυτικό κοινό όσο το δυνατόν συντομότερα. Τούτο συνεπάγεται στο πλαίσιο σύνθετων επιχειρηματικών σχεδίων που εξελίσσονται σταδιακά, η υποχρέωση δημοσιοποίησης να καλείται σε εφαρμογή σε πολύ πρώιμο στάδιο.<sup>321</sup> Η πρόωγη αυτή ανακοίνωση στο ευρύ κοινό ενδέχεται συχνά να επηρεάσει αρνητικά την ομαλή εξέλιξη ή ακόμη και την έκβαση της παρατεταμένης διαδικασίας, τόσο ως προς τον ίδιο τον εκδότη, όσο και για το επενδυτικό κοινό.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αντλείται από την πρακτική των δημόσιων προτάσεων εξαγοράς, όπου η γνωστοποίηση των συναντήσεων μεταξύ των στελεχών της διοίκησης δύο εταιριών για επικείμενη υποβολή φιλικής τέτοιας πρότασης, δύναται να προκαλέσει άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρίας – στόχου, αυξάνοντας το κόστος εξαγοράς της και καθιστώντας την έτσι μη ελκυστικό στόχο για τον προτείνοντα, οδηγώντας ενδεχομένως σε ματαίωση της πρότασης. Από την εξέλιξη αυτή ζημιώνεται τόσο η ίδια η εταιρία που χάνει μία επιχειρηματική ευκαιρία, όσο και οι επενδυτές, οι οποίοι προέβησαν σε συναλλαγές εκτιμώντας εύλογα την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η οποία όμως τελικά δεν υλοποιήθηκε προκαλώντας πτώση της τιμής της μετοχής.<sup>322</sup>

Οι ανωτέρω επιπτώσεις της υποχρέωσης δημοσιοποίησης που αποτελούν συχνό φαινόμενο σε ανάλογες περιστάσεις αμβλύνονται με τη δυνατότητα που παρέχεται στην εταιρία να αναβάλει τη δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 17 παρ. 4 ΜΑΡ. Ειδικά, στη δυνατότητα καθυστέρησης της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών σε παρατεταμένες διαδικασίες προσέδωσε ιδιαίτερη πρακτική σημασία η νομολογία του ΔικΕΕ στην υπόθεση *Geltl*, η οποία επεξέτεινε την έννοια της προνομιακής πληροφορίας και στα ενδιάμεσα στάδια των διαδικασιών αυτών.<sup>323</sup>

Έτσι, παρέχεται ρητά στον Κανονισμό ΜΑΡ η δυνατότητα στον εκδότη ή στον συμμετέχοντα σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής να αναβάλει προσωρινά υπ' ευθύνη του τη δημοσιοποίηση μίας προνομιακής πληροφορίας που σχετίζεται με μία παρατεταμένη διαδικασία, η οποία εξελίσσεται σε στάδια, συντρεχουσών σωρευτικά των προϋποθέσεων που ορίζονται στον νόμο.<sup>324</sup>

Επισημαίνεται ότι η αναστολή του καθήκοντος δημοσιοποίησης έχει μόνο προσωρινό χαρακτήρα και διαρκεί για όσο χρόνο συντρέχουν οι προϋποθέσεις που δικαιολογούν την ανάγκη του εκδότη να καθυστερήσει τη δημοσιοποίηση, δηλαδή για όσο βλάπτονται τα νόμιμα συμφέροντά του από τη γνωστοποίηση της πληροφορίας.<sup>325</sup>

<sup>320</sup> Άρθρο 17 παρ. 1 ΜΑΡ.

<sup>321</sup> Θ. Κουλουριανός ΧρίΔ ο.π., σελ. 257.

<sup>322</sup> Θ. Κουλουριανός ο.π., Χ. Λιβαδά ΧρηΔικ ο.π., σελ. 212.

<sup>323</sup> Ε. Κιρινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 29-30.

<sup>324</sup> Άρθρο 17 παρ. 4 εδ. 2.

<sup>325</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 438, Ε Κιρινή ΕλλΔνη ο.π.

Υπό το προγενέστερο δίκαιο, αμφισβητούταν αν η αναβολή της δημοσιοποίησης επέρχεται αυτόματα, ως εκ του νόμου εξαίρεση, ή αν απαιτείται συνειδητή απόφαση του εκδότη με απόφαση οργάνου του. Έχει επικρατήσει, τόσο βάσει των διατάξεων του Κανονισμού MAR,<sup>326</sup> όσο και του κανονισμού 2016/1055,<sup>327</sup> η άποψη ότι προϋποτίθεται ενσυνείδητη απόφαση του εκδότη για την αναβολή.<sup>328</sup>

### 3.4.2. Προϋποθέσεις αναβολής.

Προκειμένου η αναβολή δημοσιοποίησης σύμφωνα με τα παραπάνω να είναι νόμιμη, θα πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι προϋποθέσεις, οι οριζόμενες ρητώς στο άρθρο 17 παρ. 4 εδ. 1 MAR. Σύμφωνα, λοιπόν, με το γράμμα του νόμου, κάθε εκδότης δύναται υπ' ευθύνη του να αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας εφόσον: α) η άμεση δημοσιοποίηση ενδέχεται να βλάψει τα νόμιμα συμφέροντα του εκδότη, β) η αναβολή δεν ενέχει κίνδυνο παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού και γ) ο εκδότης μπορεί να διασφαλίσει ότι η εν λόγω πληροφορία θα παραμείνει εμπιστευτική για όσο διάστημα διαρκεί η αναβολή δημοσιοποίησης.<sup>329</sup>

Οι ουσιαστικές προϋποθέσεις για την αναβολή ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με εκείνες του προϊσχύσαντος νομοθετικού πλαισίου.<sup>330</sup> Ενώσω συντρέχουν σωρευτικά οι τρεις ως άνω προϋποθέσεις ο εκδότης απαλλάσσεται από την υποχρέωση δημοσιοποίησης, χωρίς να απαιτείται η υποβολή αίτησης στην ΕΚ.<sup>331</sup> Δεδομένου ότι η αναβολή της δημοσιοποίησης δεν απαιτεί την έγκριση της αρμόδιας αρχής, χαρακτηρίζεται ως «αυτοαπαλλαγή» (Selbstbefreiung).<sup>332</sup> Κατά την ESMA δε, τούτη η «αυτοαπαλλαγή» αποτελεί την εξαίρεση από την καταρχήν υποχρέωση δημοσιοποίησης και πρέπει να ερμηνεύεται στενά.<sup>333</sup>

Στην αποκλειστική περίπτωση που παύσει να συντρέχει οιαδήποτε από τις ανωτέρω οριζόμενες στον νόμο προϋποθέσεις, και ιδίως όταν η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας δεν είναι πλέον εξασφαλισμένη,<sup>334</sup> ο εκδότης υποχρεούται να

<sup>326</sup> Βλ. και άρθρο 17 παρ. 5 MAR για την ειδική περίπτωση αναβολής δημοσιοποίησης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προς διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπου συντρέχουν ειδικοί κανόνες.

<sup>327</sup> Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 στοιχ. α' - ii) και άρθρο 4 παρ. 3 στοιχ. ε' του εκτελεστικού Κανονισμού 2016/1055.

<sup>328</sup> Βλ. αναλυτικά για το εν λόγω ζήτημα, καθώς και για το ποιός είναι αρμόδιος για τη λήψη της απόφασης αναβολής σε Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 38-39.

<sup>329</sup> Βλ. άρθρο 17 παρ. 4 εδ. 1 στοιχ. α' - γ'.

<sup>330</sup> Βλ. άρθρο 6 παρ. 2 της Οδηγίας 2003/6, άρθρο 11 παρ. 1 του ν. 3340/2005 και άρθρο 4 της Απ. της ΕΚ 3/347/12.7.2005 «Υποχρεώσεις των εκδοτών για τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών».

<sup>331</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., βλ. επίσης Β. Τουντόπουλος ο.π., όπου αναφέρεται σχετικά ότι δεν απαιτείται ούτε άδεια της εποπτικής αρχής, καθώς η νομιμότητα της αναβολής κρίνεται εκ των υστέρων και το βάρος απόδειξης της συνδρομής των προϋποθέσεων βαρύνει τον εκδότη που προβαίνει στην αναβολή.

<sup>332</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>333</sup> Βλ. ESMA 2016/1130 Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, par. 52: "...it should be borne in mind that the possibility to delay the disclosure of inside information as per Article 17(4) of MAR represents the exception to the general rule of disclosure to be made as soon as possible according to Article 17(1) of MAR, and therefore should be narrowly interpreted".

<sup>334</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 301, Α. Κουλορίδας ο.π., σελ. 952.

δημοσιοποιήσει άμεσα («το συντομότερο δυνατό») την προνομιακή πληροφορία,<sup>335</sup> καθώς και να ενημερώσει την αρμόδια αρχή σχετικά με το γεγονός της αναβολής και να παράσχει εγγράφως εξηγήσεις για την αναβολή και τους λόγους αυτής.<sup>336</sup>

### 3.4.3. Το νόμιμο συμφέρον του εκδότη για την αναβολή.

Η πρώτη προϋπόθεση που θα πρέπει να συντρέχει για την αναβολή της δημοσιοποίησης είναι η ύπαρξη νόμιμου συμφέροντος του εκδότη.<sup>337</sup> Τέτοιο νόμιμο συμφέρον προς αναβολή της δημοσιοποίησης μίας προνομιακής πληροφορίας θα θεμελιώνεται όταν η ανακοίνωση της δύναται να θέσει σε κίνδυνο, να εμποδίσει ή και να ματαιώσει επιχειρηματικά σχέδια ή στόχους του εκδότη.<sup>338</sup> Εξάλλου, σκοπός του άρθρου 17 παρ. 4 MAR είναι η προστασία των νομίμων συμφερόντων και των επενδυτικών κινήτρων του εκδότη, τα οποία μπορεί να θιγούν από την πρόωγη ανακοίνωση σχετικών πληροφοριών. Αντίστοιχα, η πρόωγη αποκάλυψη επιχειρηματικών καινοτομιών και επενδυτικών σχεδίων του ενδέχεται να προσδώσει διαπραγματευτικό προβάδισμα σε τρίτους ανταγωνιστές ή και δανειστές του.<sup>339</sup>

Σε αντίθεση με το προγενέστερο δίκαιο, όπου απαιτούταν στάθμιση του συμφέροντος του εκδότη προς το συμφέρον των συμμετεχόντων στην αγορά για πλήρη και έγκαιρη δημοσιότητα, υπό το καθεστώς του MAR μία τέτοια στάθμιση δεν απαιτείται<sup>340</sup>.

Η έννοια των νομίμων συμφερόντων του εκδότη δεν εξειδικεύεται στο άρθρο 17 παρ. 4 στοιχ. α' του MAR. Ωστόσο, κατά την ορθότερη άποψη, νοείται με την έννοια του συμφέροντος των μετόχων του εκδότη (shareholder value). Τούτο προκύπτει αφενός από την αιτιολογική σκέψη 50 στοιχείο α' του Προοιμίου του MAR στην οποία η έννοια του συμφέροντος του εκδότη εξομοιώνεται με το συμφέρον των υπαρχόντων και δυνητικών μετόχων<sup>341</sup>. Αφετέρου, ο ίδιος ο σκοπός του άρθρου 17 παρ. 4 του MAR κινείται προς την κατεύθυνση της διασφάλισης των επιχειρηματικών ευκαιριών και επενδυτικών κινήτρων του εκδότη, τα οποία ενδιαφέρουν κατεξοχήν τους μετόχους του εκδότη, καθώς σχετίζονται με τη διατήρηση ή την επαύξηση της αξίας της επένδυσής τους.<sup>342</sup> Σε κάθε περίπτωση, η αναβολή της δημοσιοποίησης είναι προς το συμφέρον των μετόχων όταν η αναμενόμενη ωφέλεια από την αναβολή είναι υψηλότερη από το αναμενόμενο κόστος.<sup>343</sup>

<sup>335</sup> Βλ. άρθρο 17 παρ. 7 εδ. 1 MAR.

<sup>336</sup> Άρθρο 17 παρ. 4 εδ. 3 MAR, βλ. επίσης το άρθρο 4 του εκτελεστικού Κανονισμού 2016/1055 όπου ορίζεται ποιες πληροφορίες πρέπει να περιλαμβάνουν η κοινοποίηση της καθυστερημένης δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών και η έγγραφη επεξήγηση.

<sup>337</sup> Βλ. Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 31, όπου αναφέρεται ότι απαιτείται η ύπαρξη νόμιμου συμφέροντος του εκδότη και όχι τρίτου π.χ. ενός αντισυμβαλλομένου του.

<sup>338</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>339</sup> Βλ. σχετικά Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>340</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>341</sup> Βλ. σκ. 50 στοιχ. α' Κανονισμού MAR: «...εάν τέτοια δημοσιοποίηση θα συνιστούσε σοβαρή απειλή για τα συμφέροντα των υπαρχόντων και δυνητικών μετόχων».

<sup>342</sup> Βλ. σχετικά Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 32, όπου οι μέτοχοι χαρακτηρίζονται ως «φορείς της υπεραξίας της επιχείρησης», αφού αυτοί φέρουν το κόστος της επένδυσης, αποκομίζουν κέρδη ή υφίστανται ζημίες όταν τα επιχειρηματικά σχέδια ναυαγούν.

<sup>343</sup> Βλ. σχετικά με αυτό σε Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π.



Έχει υποστηριχθεί ότι κατά την εκτίμηση από το διοικητικό όργανο του εκδότη περί του αν η αναβολή εξυπηρετεί τα συμφέροντά των μετόχων, αναγνωρίζεται σε αυτό κάποιο περιθώριο διακριτικής ευχέρειας, και μάλιστα υπό προϋποθέσεις εύλογης πληροφόρησης και μη ύπαρξης σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μελών του. Σε κάθε περίπτωση, η εκτίμηση περί αναβολής της δημοσιοποίησης δεν συνιστά επιχειρηματική απόφαση, και ως εκ τούτου δεν εφαρμόζεται εν προκειμένω ο BJR (business judgment rule) του άρθρου 102 παρ. 4 του ν. 4548/2018. Αντιθέτως, η διακριτική ευχέρεια που ενδεχομένως αναγνωρίζεται κατά την εκτίμηση περί αναβολής, χαρακτηρίζεται ως αυτοτελής κατηγορία διακριτικής ευχέρειας κατά τη λήψη νομικά δεσμευτικής απόφασης ή ως νομική κρίση (legal judgment).<sup>344</sup>

Περαιτέρω, τα νόμιμα συμφέροντα του εκδότη εξειδικεύονται αφενός μεν στις μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, που έχουν εκδοθεί σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 11 του MAR,<sup>345</sup> και περιλαμβάνουν έναν μη εξαντλητικό και ενδεικτικό κατάλογο παραδειγμάτων νομίμων συμφερόντων του εκδότη,<sup>346</sup> αφετέρου δε στην αιτιολογική σκέψη 50 του Προοιμίου του MAR.<sup>347</sup>

Έτσι, σύμφωνα με την ESMA, ο εκδότης έχει νόμιμο συμφέρον για αναβολή της δημοσιοποίησης όταν διεξάγει διαπραγματεύσεις για τη σύναψη συμφωνίας εξυγίανσης<sup>348</sup> ή την πραγματοποίηση συγχώνευσης ή εξαγοράς,<sup>349</sup> καθώς η άμεση δημοσιοποίηση ενδεχομένως να έθετε σε κίνδυνο την έκβαση των εν λόγω διαπραγματεύσεων (“would likely be jeopardized”).<sup>350</sup> Επιπλέον, ο εκδότης διατηρεί νόμιμο συμφέρον όταν σχεδιάζει να προσχωρήσει σε αγορά ή πώληση σημαντικής συμμετοχής σε άλλη εταιρία και η δημοσιοποίηση των πληροφοριών ενδέχεται να θέσει σε κίνδυνο την υλοποίηση του σχεδίου αυτού,<sup>351</sup> όπως και ενός σχεδίου εξαγοράς,<sup>352</sup> καθώς και όταν από την άμεση δημοσιοποίηση διακυβεύεται η χρηματοοικονομική βιωσιμότητα του εκδότη, καθώς τίθεται σε διακινδύνευση η

---

<sup>344</sup> Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>345</sup> ESMA, Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.7.2013, ESMA /2016/1130.

<sup>346</sup> Οι χαρακτηρισμοί «εξαντλητικός» και «ενδεικτικός» κατάλογος έχουν την έννοια ότι αφενός υπάρχουν και άλλες καταστάσεις στις οποίες μπορεί να συντρέχουν οι προϋποθέσεις για αναβολή της δημοσιοποίησης, αφετέρου ότι σε κάθε περίπτωση πρέπει να διαπιστώνεται ότι συντρέχουν οι προϋποθέσεις του αρ. 17 παρ. 4 για την αναβολή, βλ. ESMA/2016/1130 ο.π., παρ. 52 και 53.

<sup>347</sup> Η αιτ. σκ. 50 είναι σχεδόν ταυτόσημη με το άρθρο 3 παρ. 1 της προΐσχύσασας εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124/ΕΚ.

<sup>348</sup> Βλ. Προοίμιο MAR αιτ. σκ. 50, ESMA /2016/1130 Annex V, Nr 5.1, στοιχ. β΄.

<sup>349</sup> Βλ. ESMA /2016/1130 Annex V, Nr 5.1 στοιχ. α΄: “Examples of such negotiations may be those related to mergers, acquisitions, splits and spin – offs, purchases or disposals of major assets or branches of corporate activity, restructurings and reorganisations”.

<sup>350</sup> ESMA MAR Guidelines on the Delay in the disclosure of inside, 20.10.2016, ESMA/2016/1478, αριθ. 8 στοιχ. α΄, βλ. για τη σχέση μεταξύ των κατευθυντήριων γραμμών της ESMA και της αιτ. σκέψης του Κανονισμού MAR σε Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 33-34.

<sup>351</sup> ESMA/2016/1478 ο.π., αριθ. 8 στοιχ. ε΄.

<sup>352</sup> Βλ. σε υποσημείωση σε Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 35, όπου αναφέρεται ότι η περίπτωση αυτή διαφοροποιείται από των εν εξελίξει διαπραγματεύσεων, καθώς έχει ήδη αποφασισθεί το σχέδιο εξαγοράς, αλλά δεν υπάρχει ακόμη στάδιο διαπραγματεύσεων.

ολοκλήρωση εν εξελίξει διαπραγματεύσεων για τη χρηματοοικονομική του ανάκαμψη.<sup>353</sup>

Στα πλαίσια της ρύθμισης του άρθρου 17 παρ. 4 εδ. 2 του MAR περί αναβολής της δημοσιοποίησης πληροφοριών αναφορικά με επιμέρους στάδιο παρατεταμένης διαδικασίας, ορίζει η ESMA ότι νόμιμο συμφέρον αναβολής συνίσταται, όταν οι προνομιακές πληροφορίες αφορούν αποφάσεις διοικητικού οργάνου του εκδότη, ή συμβάσεις που έχουν συναφθεί από αυτό, για τις οποίες απαιτείται, βάσει του εθνικού δικαίου ή του καταστατικού του εκδότη, έγκριση από άλλο όργανο, εκτός από τη ΓΣ, και υπό τις προϋποθέσεις ότι η άμεση δημοσιοποίηση πριν από την οριστική απόφαση θα έθετε σε κίνδυνο την ορθή αξιολόγησή τους από το κοινό, ενώ ταυτόχρονα ο εκδότης έχει δρομολογήσει τη λήψη της τελικής απόφασης το συντομότερο δυνατό.<sup>354</sup>

#### **3.4.4. Μη παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.**

Η δεύτερη προϋπόθεση για την αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών από τον εκδότη ορίζεται στο άρθρο 17 παρ. 4 στοιχ. β' του MAR και αφορά την εξασφάλιση ότι η αναβολή δεν ενδέχεται να παραπλανήσει το επενδυτικό κοινό. Κίνδυνος παραπλάνησης συντρέχει ιδίως όταν δημιουργείται σύγχυση του επενδυτικού κοινού από την αναβολή σε συνδυασμό με άλλη πράξη του εκδότη, που έγκειται συνήθως στην ανακοίνωση πληροφοριών αντιφατικών με την πληροφορία της οποίας η δημοσιοποίηση έχει αναβληθεί. Για τον λόγο αυτόν συνίσταται ο εκδότης να ακολουθεί μία πολιτική που αποφεύγει τα σχόλια (no comment).<sup>355</sup>

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αντιφατικών συμπεριφορών του εκδότη αποτελεί η διάψευση από αυτόν του γεγονότος ότι γίνονται διαπραγματεύσεις για μία συγχώνευση, και εν συνεχεία η αναβολή από τον ίδιο της δημοσιοποίησης πληροφοριών αναφορικά με σχετικές συζητήσεις.

Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, κίνδυνος παραπλάνησης υφίσταται κυρίως όταν οι προνομιακές πληροφορίες: α) διαφέρουν ουσιωδώς από την προηγούμενη δημόσια ανακοίνωση του εκδότη σχετικά με το θέμα το οποίο αφορούν, χωρίς ωστόσο να απαιτείται η προνομιακή πληροφορία να βρίσκεται σε αντίφαση με αυτή,<sup>356</sup> β) αφορούν την ενδεχόμενη μη επίτευξη των χρηματοοικονομικών στόχων του εκδότη τους οποίους ο εκδότης έχει ήδη ανακοινώσει δημοσίως και τέλος γ) έρχονται σε αντίθεση με τις προσδοκίες της αγοράς που βασίζονται σε ενδείξεις τις οποίες έχει ήδη δώσει ο εκδότης στην αγορά.<sup>357</sup>

Όταν συντρέχουν οι ανωτέρω περιπτώσεις, οι οποίες αναφέρονται συνολικά σε προηγούμενη αντιφατική συμπεριφορά του εκδότη, αυτός υποχρεούται να

<sup>353</sup> ESMA/2016/1478 ο.π., αριθ 8 στοιχ. β'.

<sup>354</sup> ESMA/2016/1478 ο.π., αριθ. 8 στοιχ. γ', Προοίμιο MAR αιτ. σκ. 50 στοιχ. β', ESMA/2016/1130 Annex V, Nr 5.1, ο.π., στοιχ. γ'.

<sup>355</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 439, Ε. Κινινή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 35.

<sup>356</sup> Βλ. ESMA/2016/1130 ο.π. Annex IV, - Feedback on the CP, par. 140, p. 55: "...some information may be materially different from other information without necessarily being in contrast with it...".

<sup>357</sup> ESMA/2016/1478 παρ. 9 στοιχ. α' - γ'.

δημοσιοποιήσει άμεσα την πληροφορία.<sup>358</sup> Για την εφαρμογή του άρθρου 17 παρ. 4 εδ. 1 στοιχ. β' δεν έχει σημασία αν η παραπλάνηση του κοινού είναι καταλογιστέα στον εκδότη.<sup>359</sup>

### 3.4.5. Διασφάλιση της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας.

Η τρίτη και τελευταία προϋπόθεση που τίθεται από τον νόμο προκειμένου να δύναται ο εκδότης να αναβάλει τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών, είναι η υποχρέωσή του να διασφαλίσει την εμπιστευτικότητα της εν λόγω πληροφορίας (άρθρο 17 παρ. 4 εδ. 1 στοιχ. γ'). Η εν λόγω προϋπόθεση αποσκοπεί στην αποτροπή της εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών κατά τη διάρκεια της περιόδου αναβολής από τον εκδότη.<sup>360</sup> Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία κατά τη διάρκεια εξέλιξης παρατεταμένων διαδικασιών (π.χ. συγχωνεύσεων), καθώς κατά τα επί μέρους στάδια των εν λόγω διαδικασιών είθισται να διακινούνται πληροφορίες με προνομιακό χαρακτήρα.

Όπως ρητά ορίζεται και στο άρθρο 17 παρ. 8 του MAR, αν μία προνομιακή πληροφορία ανακοινωθεί από τον εκδότη ή αντιπρόσωπό του σε τρίτο πρόσωπο, επιβάλλεται η δημοσιοποίηση της εν λόγω πληροφορίας στο κοινό ταυτόχρονα με την ανακοίνωση, αν αυτή έγινε εκ προθέσεως, άλλως άμεσα μετά την ανακοίνωση, εκτός αν ο αποδέκτης της πληροφορίας δεσμεύεται με υποχρέωση εμπιστευτικότητας, η οποία μπορεί να βασίζεται είτε σε σύμβαση είτε στον νόμο.

Υπό το προγενέστερο δίκαιο η προϋπόθεση για διασφάλιση της εμπιστευτικότητας ρυθμιζόταν στο άρθρο 6 παρ. 2 εδ. 1 της Οδηγίας 2003/6/EK και εξειδικευόταν στο άρθρο 3 παρ. 2 της εκτελεστικής Οδηγίας 2003/124/EK, η οποία είχε μεταφερθεί στο άρθρο 4 παρ. 2 και 3 της Απόφασης της ΕΚ 3/347/12.7.2005.<sup>361</sup>

Βάσει του ισχύοντος άρθρου 17 παρ. 11 του MAR, η ESMA έχει εξουσιοδοτηθεί να εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές για την εξειδίκευση των προϋποθέσεων μόνο του άρθρου 17 παρ. 4 στοιχ. α' και β' του MAR, όχι όμως και για την προϋπόθεση της διασφάλισης της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας του στοιχ. γ' του ίδιου άρθρου.

Οι ειδικότερες απαιτήσεις προκειμένου για την εκπλήρωση της υποχρέωσης διασφάλισης της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών προκύπτουν από την υποχρέωση του εκδότη για διατήρηση αποδείξεων του άρθρου 4 παρ. 1 στοιχ. γ' - i) και ii) του εκτελεστικού Κανονισμού (ΕΕ) 2016/1055.<sup>362</sup> Συγκεκριμένα, για την απόδειξη της τήρησης των προϋποθέσεων του άρθρου 17 παρ. 4 του MAR θα πρέπει να προκύπτει κατ' αρχάς ότι έχουν εφαρμοστεί εσωτερικά και αναφορικά με τρίτους στεγανά στις ροές των πληροφοριών για την αποτροπή της πρόσβασης σε προνομιακές πληροφορίες από πρόσωπα πλην εκείνων για τα οποία απαιτείται η πρόσβαση στα πλαίσια συνήθους άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους

<sup>358</sup> ESMA /2016/1130, 3.3, παρ. 85: "the above situations are examples where immediate ... disclosure is always necessary and mandatory".

<sup>359</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 36.

<sup>360</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π.

<sup>361</sup> Βλ. σχετικά με το προϊσχύσαν δίκαιο Α. Κουλορίδας ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 951-952.

<sup>362</sup> Ε. Κινητή ΕλλΔνη ο.π., σελ. 37.

στο εσωτερικό του εκδότη. Επίσης, θα πρέπει να έχουν υιοθετηθεί ρυθμίσεις για τη δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών όσο το δυνατόν συντομότερα από τη στιγμή που δε διασφαλίζεται πλέον η εμπιστευτικότητά τους.

Προκειμένου να διασφαλίσει ο εκδότης την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών, υποχρεούται να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα ελέγχου πρόσβασης στις προνομιακές πληροφορίες, με τα οποία να εξασφαλίζει ότι οι προνομιακές πληροφορίες κατά την περίοδο της αναβολής δημοσιοποίησής τους διαβιβάζονται αποκλειστικά σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, τα οποία απαιτείται να διαθέτουν πρόσβαση στις εν λόγω πληροφορίες λόγω της άσκησης της εργασίας τους (need to know) και δεν πρόκειται να διαρρεύσουν σε άτομα πέρα από τα εξουσιοδοτημένα να λαμβάνουν γνώση.<sup>363</sup>

Τέτοια οργανωτικά μέτρα αποτελούν η θέσπιση σινικών τειχών (Chinese Walls), η σύναψη συμβάσεων εμπιστευτικότητας και η διασφάλιση ότι κάθε πρόσωπο που έχει πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες γνωρίζει τις υποχρεώσεις του και τις συνέπειες εκ της παραβίασης αυτών. Στα πλαίσια αυτά ορίζεται ρητώς στο άρθρο 18 παρ. 2 του MAR ότι οι εκδότες θα πρέπει να λαμβάνουν όλα τα απαραίτητα μέτρα για να εξασφαλίσουν ότι κάθε πρόσωπο που περιλαμβάνεται στον κατάλογο των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες αναγνωρίζει εγγράφως τις νομοθετικές και κανονιστικές υποχρεώσεις που υπέχει και έχει γνώση των κυρώσεων που επιβάλλονται σε περίπτωση πράξεων κατάχρησης των εν λόγω πληροφοριών και παράνομης ανακοίνωσής τους.

Όπως εκτέθηκε και ανωτέρω, ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιήσει το συντομότερο δυνατό την προνομιακή πληροφορία, από τη στιγμή που έχει απωλέσει το στοιχείο της εμπιστευτικότητάς της (άρθρο 17 παρ. 7 εδ. 1 MAR).<sup>364</sup>

Ειδικά στην περίπτωση που μία ανεπιβεβαίωτη πληροφορία (φήμη) αναφέρεται ρητά σε προνομιακή πληροφορία ή η φήμη είναι επαρκώς ακριβής, ώστε να καταδεικνύεται ότι η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας δεν είναι πλέον εξασφαλισμένη, τότε το άρθρο 17 παρ. 7 εδ. 2 του MAR θεσπίζει την υποχρέωση του εκδότη να προβεί σε δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας. Είναι νομικά αδιάφορο αν η διαρροή της προνομιακής πληροφορίας προέρχεται από σφαίρα δραστηριότητας του εκδότη ή ανάγεται σε υπαιτιότητά του.<sup>365</sup> Σχετικά έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι η ρύθμιση του Κανονισμού εισάγει αμάχητο τεκμήριο της παραβίασης της υποχρέωσης διασφάλισης της εμπιστευτικότητας εις βάρος του εκδότη.<sup>366</sup> Ως εκ τούτου, η απόδειξη της μη διασφάλισης της εμπιστευτικότητας περιττεύει, ενώ αρκεί το επαρκώς ακριβές της φήμης για να καταδειχθεί η απώλεια του εμπιστευτικού χαρακτήρα. Το πότε η φήμη είναι επαρκώς ακριβής θα κριθεί κατά περίπτωση, και πάντοτε με αυστηρά κριτήρια προς αποφυγή απόπειρας τρίτων να

<sup>363</sup> Ε. Κινινή Ελληνική ο.π., Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 440.

<sup>364</sup> Βλ. Ε. Κινινή Ελληνική ο.π., σελ. 37 σε υποσημείωση όπου επισημαίνεται ότι η εν λόγω παράγραφος του άρθρου 17 δε θεσπίζει αυτοτελή υποχρέωση δημοσιοποίησης, αλλά επιβεβαιώνει την αναβίωση της υποχρέωσης δημοσιοποίησης του άρθρου 17 παρ. 1 εδ. 1, όταν παύσει να συντρέχει οποιαδήποτε προϋπόθεση της παρ. 4 του ίδιου άρθρου.

<sup>365</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>366</sup> Ε. Κινινή Ελληνική ο.π.

εκμαιεύσουν πληροφορίες από τους εκδότες προβαίνοντας σε δημοσιεύσεις ανεπιβεβαίωτων πληροφοριών (fishing expedition).<sup>367</sup>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΣΤΑΔΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑ**

### **4.1. Εισαγωγικά.**

Όπως αναλύθηκε και ανωτέρω, σύνθετες διαδικασίες (multi-stage process) νοούνται αυτές που κλιμακώνονται σε περισσότερα στάδια, ώστε για την πραγμάτωσή τους να χρειάζεται να διέλθουν από επιμέρους στάδια που τίθενται εκ του νόμου ή ακόμη και τη συναλλακτική πρακτική.

Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει μία επισκόπηση ορισμένων σταδίων των σημαντικότερων και συνηθέστερων στην πράξη σύνθετων εταιρικών πράξεων, των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Mergers and Acquisitions), κατά τα οποία (στάδια) είθισται να τελείται «διαρροή» προνομιακών πληροφοριών, και πάντα «υπό το φως» του νέου νόμου των εταιρικών μετασχηματισμών (ν. 4601/2019). Μέσα από τη διαδικασία αυτή θα εξεταστούν τα εν λόγω στάδια από τη σκοπιά του χρονικού σημείου κατά το οποίο ενδέχεται να υφίσταται μια προνομιακή πληροφορία και ως εκ τούτου να ενεργοποιούνται οι υποχρεώσεις απαγόρευσης χρήσης αυτής και άμεσης δημοσιοποίησής της.

Τα ανωτέρω θα γίνουν με γνώμονα τα όσα αναλύθηκαν στα δύο προηγούμενα κεφάλαια της παρούσας σχετικά με την έννοια της προνομιακής πληροφορίας και τις προϋποθέσεις αυτής, αλλά και της υποχρέωσης δημοσιοποίησής της και της δυνατότητας αναβολής αυτής (της δημοσιοποίησης) στα πλαίσια παρατεταμένων διαδικασιών.

Δεν υπάρχει αμφιβολία, ότι κάθε επιμέρους στάδιο μία συγχώνευσης ή εξαγοράς, ως κατεξοχήν παρατεταμένες διαδικασίες, δύναται να αποτελεί προνομιακή πληροφορία, εφόσον πληροί καθεαυτό τα κριτήρια της προνομιακής πληροφορίας,<sup>368</sup> και ως εκ τούτου θα πρέπει να ελέγχεται αυτοτελώς ως προς το αν πληροί τις προβλεπόμενες προς τούτο προϋποθέσεις. Σημαντικό με βάση τα ανωτέρω είναι να καταφαθεί η πλήρωση του συγκεκριμένου χαρακτήρα (“precise nature test”). Περαιτέρω, σημαντικό είναι κατά την εκτίμηση της προσφορότητας του σημαντικού επηρεασμού της τιμής να λαμβάνεται υπόψη το κριτήριο του συνετού επενδυτή (“reasonable investor test”), το οποίο περιορίζει σε έναν βαθμό το πλήθος των συγκεκριμένων πληροφοριών που εμφανίζονται κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Σε κάθε περίπτωση, το χρονικό σημείο κατά το οποίο ενδέχεται να προκύψει προνομιακή πληροφορία θα πρέπει να εξετάζεται κατά περίπτωση και δε δύναται να υπάρξει ένας γενικός κανόνας για κάθε ένα από τα συνήθη στάδια που προηγούνται

<sup>367</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 441.

<sup>368</sup> Βλ. άρθρο 7 παρ. 3 ΜΑΡ.

μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Αντιθέτως, η εξέταση θα πρέπει να γίνεται βάσει συνολικής εκτίμησης των παραγόντων που υφίστανται κατά τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Έτσι, ο εκδότης θα πρέπει να εξετάζει σε κάθε στάδιο της συγχώνευσης ή εξαγοράς αν πληρούνται τα κριτήρια της προνομιακής πληροφορίας.<sup>369</sup>

Επίσης, εξετάζεται αν από το ενδιάμεσο στάδιο μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να εξαχθεί πληροφορία για ένα μεταγενέστερο στάδιο ή για το τελικό γεγονός της ολοκλήρωσης της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Ελέγχεται συνεπώς αν το μελλοντικό ή τελικό στάδιο αναμένεται «ευλόγως» ότι θα υπάρξει, δηλαδή η πιθανότητα επέλευσής του να είναι «ρεαλιστική». Σε περίπτωση πλήρωσης και των τριών προϋποθέσεων του άρθρου 7 MAR, γίνεται λόγος για προνομιακή πληροφορία.

Αφού λοιπόν ολοκληρωθεί το δυσχερές έργο του εντοπισμού της προνομιακής πληροφορίας κατά τη διαδικασία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, και αυτή αφορά άμεσα τον εκδότη, αυτός υποχρεούται να προβεί σε άμεση δημοσιοποίηση τόσο αυτής, όσο και κάθε νέας πληροφορίας με προνομιακό χαρακτήρα που προκύπτει στην πορεία των διαδικασιών. Αξιοσημείωτη για τις εν λόγω διαδικασίες, για τους λόγους που αναφέρθηκαν και ανωτέρω στο σχετικό κεφάλαιο, είναι η δυνατότητα που παρέχεται εκ του νόμου στον εκδότη για αναβολή της δημοσιοποίησης, προκειμένου να αποτραπεί τυχόν ματαίωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς από την πρώιμη ανακοίνωση των πληροφοριών και λαμβάνοντας πάντοτε τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να αποτραπεί τυχόν διαρροή φημών με αποτέλεσμα την υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης.

#### **4.2. Συνοπτικά για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.**

Αρχικά, οι εν προκειμένω εξεταζόμενες σύνθετες εταιρικές πράξεις εντάσσονται στο κεφάλαιο των εταιρικών μετασχηματισμών, οι οποίοι νοούνται ως οι διεπόμενες από το εταιρικό δίκαιο νομικές πράξεις και διαδικασίες, με τις οποίες μεταβάλλεται η υπόσταση ενός εταιρικού φορέα άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, χωρίς κατά κανόνα να μεσολαβήσει λύση και εκκαθάρισή του ούτε μεταβίβαση των περιουσιακών του στοιχείων με τους κανόνες της ειδικής διαδοχής.<sup>370</sup>

Επισημαίνεται ότι μέχρι την εισαγωγή του ν. 4601/2019 οι ρυθμίσεις του δικαίου των μετασχηματισμών ήταν διάσπαρτες σε διάφορα νομοθετικά κείμενα και δεν υπήρχε συστηματοποίηση της ύλης του. Στον ν. 4601/2019 ρυθμίζονται τρεις βασικές κατηγορίες μετασχηματισμών: η συγχώνευση, η διάσπαση και η μετατροπή.

Η συγχώνευση εταιριών (merger, Verschmelzung) αποτελεί τον τελειότερο τρόπο συγκέντρωσης επιχειρήσεων και επιφέρει ευνοϊκές συνέπειες τόσο για την ιδιωτική οικονομία των μελών τους, όσο και για την εθνική οικονομία, λόγω της βιωσιμότητας των μεγάλων επιχειρήσεων. Παράλληλα, δύναται να συμβάλλει στην εξυγίανση επιχειρήσεων, ενώ παρέχει φορολογικές διευκολύνσεις.<sup>371</sup>

<sup>369</sup> Βλ. V. Tountopoulos, Disclosure of Inside Information in Cross – Border Mergers, σε Cross- Border Mergers, Springer Nature Switzerland AG 2019, σελ. 109, βλ. επίσης Υπόθεση C-19/11 Geltl v Daimler AG ο.π., σκ. 45.

<sup>370</sup> Δημήτρης Αυγητίδης, Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών, Νομική Βιβλιοθήκη 2019, σελ. 21.

<sup>371</sup> Ελίζα Δ. Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, 3<sup>η</sup> έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη 2019, σελ. 659.

Το ισχύον δίκαιο αναγνωρίζει δύο τρόπους συγχώνευσης (άρθρο 6 παρ. 1 ν. 4601/2019), τη συγχώνευση με απορρόφηση, όπου μια ή περισσότερες εταιρείες (απορροφώμενες) μεταβιβάζουν σε μία άλλη (απορροφώσα) την περιουσία τους ως σύνολο (άρθρο 6 παρ. 2 ν. 4601/2019), και τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας, όπου δύο ή περισσότερες εταιρείες μεταβιβάζουν την περιουσία τους ως σύνολο στην νέα εταιρεία που ιδρύεται (άρθρο 6 παρ. 4 ν. 4601/2019), εφόσον δε πρόκειται για Α.Ε. η συγχώνευση μπορεί να πραγματοποιηθεί και με εξαγορά (άρθρο 37 ν. 4601/2019).

Όσον αφορά τη διαδικασία και τα στάδια που μεσολαβούν για την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, αυτά ρυθμίζονται στα άρθρα 7 έως και 17 του ν. 4601/2019.<sup>372</sup>

Σχετικά με την εξαγορά επιχείρησης, αυτή έχει ευρύ περιεχόμενο και διακρίνεται μεταξύ της αγοράς ορισμένων ή όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας-στόχου («εμπράγματα» εξαγορά, asset deal) και της αγοράς μετοχών της, όλων ή όσων απαιτούνται για την απόκτηση του ελέγχου της (share deal).<sup>373</sup> Η τελευταία αυτή μορφή εξαγοράς, η οποία θα μας απασχολήσει και περισσότερο στην παρούσα, εμφανίζεται συχνότερα στη διεθνή πράξη, λόγω της ταχύτητας και της ευελιξίας, που τη διακρίνει σε σύγκριση με τη μεταβίβαση μίας επιχείρησης ως σύνολο ενεργητικού και παθητικού.<sup>374</sup> Σε αντίθεση, επίσης, με τη συγχώνευση, με την εξαγορά δεν εξαφανίζεται η εταιρία – στόχος, αλλά αυτή εξακολουθεί να υφίσταται. Επέρχεται ουσιαστικά η δομική μεταβολή της εταιρίας (δηλαδή των προσώπων που την ελέγχουν), καθώς οι νέοι μέτοχοι προβαίνουν κατά κανόνα σε αναδιάρθρωση ή αντικατάσταση του υπάρχοντος διοικητικού οργάνου. Σε κάθε περίπτωση, αποτελεί μία μέθοδο απόκτησης ελέγχου επιχειρήσεων ευχερέστερη και φορολογικά συμφερότερη συγκριτικά με τη συγχώνευση.<sup>375</sup>

Η μεγαλύτερη πρακτική σημασία της εξαγοράς μετοχών εμφανίζεται στην περίπτωση των δημοσίων προτάσεων αγοράς κινητών αξιών σύμφωνα με τον Ν. 3461/2006,<sup>376</sup> ειδικά δε στην περίπτωση εισηγμένων εταιρειών, η απόκτηση μετοχών μέσω της εν λόγω διαδικασίας αποτελεί τον πλέον πρόσφορο τρόπο απόκτησης του ελέγχου τους. Το ζητούμενο είναι η εξεύρεση ενός δίκαιου τιμήματος, διαδικασία σύνθετη, καθώς, σύμφωνα με την κρατούσα μέθοδο αποτίμησης, δεν αρκεί η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αλλά πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι προοπτικές της για επίτευξη εσόδων (going concern value). Για τη σωστή αποτίμηση διενεργείται από τη διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρίας ο επονομαζόμενος νομικός και οικονομικός έλεγχος (due diligence).<sup>377</sup>

Τα κυριότερα στάδια που μεσολαβούν για την ολοκλήρωση της δημόσιας πρότασης ορίζονται στον νόμο στα άρθρα 10 έως και 15 του ν. 3461/2006.<sup>378</sup>

<sup>372</sup> Βλ. αναλυτικά για τη διαδικασία που θα πρέπει να ακολουθηθεί Δ. Αυγητίδης ο.π., σελ. 39-40, Ρόκας Ν, Εμπορικές Εταιρείες, εκδόσεις Σάκκουλα, 9η έκδοση, 2019, σελ. 616-621.

<sup>373</sup> Ν. Ρόκας, ο.π., σελ. 615.

<sup>374</sup> Γ. Σωτηρόπουλος ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 225.

<sup>375</sup> Ν. Ρόκας ο.π.

<sup>376</sup> ο οποίος ενσωμάτωσε την Οδηγία 2004/25/ΕΚ σύμφωνα με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς.

<sup>377</sup> Ν. Ρόκας ο.π., σελ. 616.

<sup>378</sup> Βλ. αναλυτικά για τη διαδικασία των δημοσίων προτάσεων, υποχρεωτικών και προαιρετικών «υποχρεωτικών», σε Β. Τουντόπουλο ο.π., σελ. 250 επ.

Εκτός όμως των σταδίων που ρυθμίζονται ρητά στον νόμο, υπάρχουν και στάδια που εφαρμόζονται στη συναλλακτική πρακτική από τα μέρη, τα οποία αφορούν κυρίως τις διαπραγματεύσεις μεταξύ αυτών, και πέραν του ότι καταλαμβάνουν σε αρκετές περιπτώσεις μεγάλο χρονικό διάστημα των διαδικασιών, αποτελούν τις περισσότερες φορές και «πρόσφορα εδάφη» για την ύπαρξη αλλά και την παράνομη ενδεχομένως ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών.

Έτσι, είθισται στα πλαίσια της προετοιμασίας μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς να υπογράφεται μία μη δεσμευτική επιστολή προθέσεων (letter of intent), η οποία 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 και η πρόθεση ενάρξεως διαπραγματεύσεων ή ακόμη να προσδιορίζονται τα προς διαπραγμάτευση σημεία.<sup>379</sup> Στο προσυμβατικό στάδιο συναντάται και το μνημόνιο συνεργασίας (Memorandum of understanding).<sup>380</sup> Βασικό χαρακτηριστικό των εγγράφων αυτών είναι πως αποτυπώνουν δήλωση προθέσεων χωρίς να έχουν συνήθως δεσμευτικό χαρακτήρα ως προς τη σύναψη της τελικής συμφωνίας.

#### **4.3. Τα πρώτα στάδια μίας συγχώνευσης/ εξαγοράς και η εμφάνιση προνομιακών πληροφοριών.**

Δεν είναι πάντοτε ξεκάθαρο αν στα αρχικά, προσυμβατικά στάδια των διαπραγματεύσεων μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς πληρούται η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, η οποία θα πρέπει να δημοσιευθεί, καθώς τα κριτήρια που έχουν τεθεί ανά διαστήματα<sup>381</sup> ποικίλουν από εταιρία σε εταιρία και ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση. Ως εκ τούτου, η εκτίμηση θα πρέπει να λαμβάνει χώρα στη βάση μίας συνολικής αξιολόγησης όλων των παραγόντων που συντρέχουν στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.<sup>382</sup>

Αλλά ακόμα και πριν την έναρξη τυχόν διαπραγματεύσεων, γεννιέται η απορία, αν ακόμη και η απόφαση λόγου χάρη του διοικητικού συμβουλίου μίας εταιρίας να εκκινήσει τη διαδικασία μίας συγχώνευσης, αποτελεί προνομιακή πληροφορία. Κάτι τέτοιο ωστόσο δεν μπορεί να γίνει δεκτό, λόγω του ότι η συγκεκριμένη χρονική στιγμή είναι τόσο πρόωμη ώστε δε φαίνεται να υπάρχει «ρεαλιστική προοπτική» (realistic prospect) για την πραγμάτωση του επιχειρηματικού σχεδίου.<sup>383</sup>

Όπως έχει γίνει δεκτό,<sup>384</sup> η εσωτερική απόφαση ενός προτείνοντος να εκκινήσει προκαταρκτικές συζητήσεις με το άλλο μέρος (λόγου χάρη μία δυνητική εταιρεία-στόχο σε μία εξαγορά) δε συνιστά γενικά προνομιακή πληροφορία, και τούτο διότι σε αυτό το πρώιμο στάδιο, η απόφαση αυτή δεν είναι επαρκώς συγκεκριμένη για

<sup>379</sup> Βλ. Γεωργιάδη – Λιακόπουλο, Η επιστολή προθέσεων, ΝοΒ 41, 1993, σελ. 209 – 223

<sup>380</sup> Βλ. Παπαδιαμάντη, Συμβάσεις Εμπορικής Συνεργασίας σε Παμπούκη (Επιμ.), Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010, σελ. 599 – 600

<sup>381</sup> Βλ. CESR/06-562b, para. 1.7: “an approach to a target company about a takeover bid can be considered as precise information even though the bidders had not yet decided the price.”, υπό το προγενέστερο ωστόσο νομοθετικό πλαίσιο.

<sup>382</sup> V. Tountopoulos ο.π., σελ. 110.

<sup>383</sup> Βλ. σε V. Tountopoulos ο.π., σελ. 112, σε ανάλυση της νομολογίας του Austrian Supreme Court (VwGH).

<sup>384</sup> Βλ. σχετικά σε κατευθυντήριες γραμμές της BaFin Emittentenleitfaden, 28.4.2009, Nr IV.2.2.14.



να χαρακτηριστεί ως τέτοια πληροφορία. Αντίστοιχα, κατά κανόνα δεν έχουν προκύψει προνομιακές πληροφορίες μέχρι το στάδιο που προσλαμβάνονται νομικοί σύμβουλοι ή τράπεζες, διότι πρόκειται απλώς για μια προπαρασκευαστική πράξη. Ομοίως, μία μη δεσμευτική επιστολή προθέσεων (non – binding offer letter) θα θεωρούνταν στις περισσότερες περιπτώσεις ως τέτοια προπαρασκευαστική πράξη. Προφανώς, σε αυτό το στάδιο, η επιτυχία μιας συναλλαγής εξαρτάται από πολλούς διαφορετικούς, ακόμη αβέβαιους, παράγοντες. Προκειμένου να εξακριβωθεί η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας που χρήζει δημοσίευσης θα πρέπει, από τη σκοπιά ενός συνετού επενδυτή να αναμένεται εύλογα ότι η συναλλαγή θα ολοκληρωθεί. Τούτο, ωστόσο, δε θα μπορούσε να νοηθεί εν προκειμένω, όταν καθίσταται πιθανή ακόμη και η άρνηση του δεχόμενου την πρόταση μέρους να αποδεχθεί την πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Το ίδιο ισχύει και για τις προκαταρκτικές συζητήσεις του προσφέροντος με την εταιρεία-στόχο ή τους μετόχους της, ακόμη και αν τα μέρη έχουν ήδη συνάψει κάποια συμφωνία εμπιστευτικότητας, που συνήθως συνοδεύει αυτά τα στάδια των διαπραγματεύσεων.

Ωστόσο, επισημαίνεται και πάλι ότι η ύπαρξη προνομιακής πληροφορίας θα πρέπει να εξαρτάται από την κάθε περίπτωση ξεχωριστά και το εκάστοτε περιεχόμενο το οποίο έχουν τα ανωτέρω έγγραφα. Έτσι, όπως έχει και νομολογιακά κριθεί, η σύναψη ενός ΜοΥ μπορεί να συνιστά προνομιακή πληροφορία, εφόσον πληρούνται τα κριτήρια τόσο του συγκεκριμένου της πληροφορίας, όσο και της εξαγωγής συμπεράσματος για την πιθανότητα σημαντικής επίδρασης στις τιμές των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων. Αυτό συμβαίνει ειδικότερα όταν το έγγραφο εμπεριέχει όρους αναφορικά με την τιμή και τη σύναψη της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, καθιστώντας σαφές ότι υπάρχει ρεαλιστική προοπτική υλοποίησης του επιχειρηματικού σχεδίου.<sup>385</sup>

Αντίστοιχα, και ο συγκεκριμένος χαρακτήρας μίας πληροφορίας, που είναι επαρκώς ακριβής ώστε να επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίδρασή της στις τιμές, προκύπτει από το σύνολο των στοιχείων της εκάστοτε υπόθεσης.<sup>386</sup> Έτσι, μπορεί μία απλή επιστολή με την οποία απλώς εκφράζεται η βούληση του ενός μέρους για έναρξη διαπραγματεύσεων, να μη συνιστά επαρκώς συγκεκριμένη πληροφορία. Ωστόσο, αν συντρέχουν και άλλες περιστάσεις, όπως ότι έχει ήδη επιλεγεί η εταιρία στόχος και έχει γίνει μη δεσμευτική προσφορά που εγκρίθηκε από την επενδυτική επιτροπή, ενώ ο πρόεδρος της εταιρείας τόνισε ότι η προσφορά αυτή αντανάκλα το πραγματικό ενδιαφέρον της εταιρείας για την υλοποίηση του σχεδίου, ταυτόχρονα η εταιρεία έχει ήδη αναθέσει σε έναν δικηγόρο να εξετάσει το σχέδιο της προσφοράς και έχουν γίνει επαφές μεταξύ των εκπροσώπων των εταιρειών για τις οποίες έχει υπογραφεί σύμβαση εμπιστευτικότητας (confidentiality agreement), ενδεχομένως να επιτρέπεται η κατάφαση ότι όλα αυτά αντανάκλουν μία

---

<sup>385</sup> Βλ. σχετικά τα πορίσματα της νομολογίας του Austrian Supreme Administrative Court (VwGH) σε V. Tountopoulos ο.π., σελ. 113.

<sup>386</sup> Βλ. σχετικά V. Tountopoulos ο.π., σελ. 114, όπου αναλύονται τα πορίσματα της νομολογίας του French Court of Appeal (CA Paris) σχετικά με την προνομιακή πληροφορία σε πρώιμα στάδια παρατεταμένων διαδικασιών.

πληροφορία για μία επιχειρηματική συμφωνία (π.χ. μία συγχώνευση ή εξαγορά) επαρκώς συγκεκριμένη, ώστε να υπάρχει ρεαλιστική προοπτική πραγμάτωσης αυτής.

Μεγάλη σημασία θα πρέπει να δοθεί, επίσης, στο χρονικό σημείο που υπογράφεται μία επιστολή προθέσεων ή ένα μνημόνιο συνεργασίας.<sup>387</sup> Έτσι, σε περίπτωση που υπογραφούν μετά τη διεξαγωγή ενός επιτυχούς νομικού και οικονομικού 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.

Περαιτέρω, όπως έχει κριθεί και από την ελληνική νομολογία,<sup>388</sup> σχετικά με το αν μια μη δεσμευτική προσφορά (non-binding offer) είναι επαρκώς ακριβής για να θεωρηθεί προνομιακή πληροφορία, ο μη δεσμευτικός χαρακτήρας της προσφοράς, καθώς και ο μη προσδιορισμός κάποιων ουσιωδών στοιχείων της, όπως πληροφορίες σχετικά με την τιμή (το κόστος) της προσφοράς και τους βασικούς όρους αυτής, και κυρίως το γεγονός ότι η προσφέρουσα εταιρία δεν είχε διενεργήσει τη δεδομένη χρονική στιγμή έλεγχο due diligence στην εταιρία – στόχο, δεν επιτρέπουν την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίδραση της προσφοράς στην τιμή των οικείων χρηματοπιστωτικών μέσων. Ως εκ τούτου δεν μπορεί να γίνει λόγος για προνομιακή πληροφορία. Ίσως, βέβαια, εν προκειμένω να τίθενται πιο αυστηρές προϋποθέσεις για την κατάφαση του συγκεκριμένου της πληροφορίας και ιδίως της συναγωγής συμπεράσματος ως προς την επίπτωση στην τιμή, αφού απαιτείται οι διαπραγματεύσεις να βρίσκονται σε πολύ προχωρημένο στάδιο και να έχουν διευκρινισθεί τα σπουδαιότερα σημεία της συναλλαγής.

Σε κάθε περίπτωση, παρατηρούμε ότι κομβικό στάδιο για την επίτευξη των σκοπών της σωστής αποτίμησης της εξαγοράζουσας εταιρίας ή και σε περίπτωση συγχώνευσης, αποτελεί η διενέργεια ενός νομικού και οικονομικού ελέγχου (due diligence). Με τον τρόπο αυτό, η προτείνουσα εταιρία αποκτά μια πληρέστερη εικόνα της κατάστασης της εταιρίας στόχου. Βέβαια, ένας επιτυχής έλεγχος due diligence μιας εταιρείας δεν πιστοποιεί και την τελική πραγμάτωση της ολοκλήρωσης της σύναψης της σύμβασης, καθώς στον νόμο (βλ. ανωτέρω) ορίζονται αρκετά ακόμα ενδιάμεσα στάδια που μεσολαβούν και δεν είναι απίθανο κατά τη διάρκεια αυτών να ανατραπεί το τελικό γεγονός. Προβληματισμός δημιουργείται και για το αν στα πλαίσια διενέργειας του εν λόγω ελέγχου, μπορούν να ανακύψουν προνομιακές πληροφορίες, κάτι το οποίο θα εξετάσουμε αναλυτικά ευθύς κατωτέρω.

---

<sup>387</sup> Βλ. ΔιοικΕφΑθ 60/2014.

<sup>388</sup> Βλ. ΣτΕ 317/2014, η οποία αφορά την κρίση επί του αν η μη δεσμευτική προσφορά που είχε υποβάλει η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος για την απόκτηση μίας τουρκικής τράπεζας ήταν επαρκώς συγκεκριμένη, ώστε να αποτελεί προνομιακή πληροφορία.

#### 4.4. Διενέργεια ελέγχου Due Diligence.

Όπως εκτέθηκε και ανωτέρω, σημαντικό, έως και αναπόσπαστο, στάδιο μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς αποτελεί η διενέργεια νομικού και οικονομικού ελέγχου στην εταιρία – στόχο. Το συγκεκριμένο βήμα διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς, λόγω των ζητημάτων που ανακύπτουν εν προκειμένω γύρω από το αντάλλαγμα, αλλά και την πληροφοριακή ίση μεταχείριση, η οποία στις εν λόγω διαδικασίες διασφαλίζεται ιδίως με τη δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου.<sup>389</sup> Ως εκ τούτου, στην παρούσα υποενότητα θα εξετάσουμε ειδικότερα το αν η διενέργεια τέτοιου ελέγχου στην εταιρία - στόχο μπορεί να συνιστά προνομιακή πληροφορία, καθώς και αν κατά τη διενέργειά του εν λόγω ελέγχου εγείρονται ζητήματα κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, και ιδίως αν αποκτώνται τέτοιες πληροφορίες από τον προτείνοντα.

##### 4.4.1. Γενικά.

Σε όλες τις περιπτώσεις απόκτησης ελέγχου επί μίας επιχείρησης προηγείται ο νομικός έλεγχος της εταιρίας – στόχου (due diligence), ο οποίος, ειδικά στο δίκαιο της πώλησης επιχειρήσεων (Unternehmenskaufrecht), αφορά τη διαδικασία εξέτασης της εν λόγω εταιρίας από οικονομική, χρηματοδοτική, νομική και φορολογική σκοπιά. Ο συγκεκριμένος έλεγχος αποσκοπεί στη διαπίστωση από τον υποψήφιο αγοραστή των κινδύνων που ενδεχομένως συνέχονται με την αγορά πακέτου μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας.<sup>390</sup>

Στα πλαίσια του εν λόγω ελέγχου ανακύπτουν νομικά ζητήματα που σχετίζονται με την τριγωνική σχέση πληροφόρησης μεταξύ των «πρωταγωνιστών» της διαδικασίας, αποκτώντος, μεταβιβάζοντος και εταιρίας στόχου.

Ένας ενδιαφερόμενος να αποκτήσει έλεγχο επί μίας επιχείρησης (αποκτών), ειδικά όταν πρόκειται για έναν επενδυτή που στοχεύει σε ενεργό επιχειρηματικό ρόλο εντός της επιχείρησης,<sup>391</sup> δεν αρκείται συνήθως στις διαθέσιμες στην αγορά πληροφορίες για την εταιρία, αλλά επιθυμεί ευλόγως να αποκτήσει πρόσβαση στα «ενδότερα» της επιχείρησης, και να δημιουργήσει εκ των προτέρων πλήρη και σαφή εικόνα όλων των πτυχών της εταιρίας, την οποία σκοπεύει να αποκτήσει.

Περαιτέρω, η διενέργεια νομικού ελέγχου παρουσιάζεται πολλές φορές ως μονόδρομος για τέτοιες συναλλαγές, προκειμένου να ξεκαθαρίσει το τοπίο σχετικά με τη διαμόρφωση των όρων της επικείμενης συναλλαγής, και ιδίως του ύψους ενός δίκαιου ανταλλάγματος, αλλά και σε περιπτώσεις που ο ίδιος ο μεταβιβάζων δε διαθέτει την απαιτούμενη πληροφόρηση, ώστε να τη μεταφέρει στον αγοραστή.<sup>392</sup>

<sup>389</sup> Ν. Βερβεσός, Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ. 317.

<sup>390</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 318.

<sup>391</sup> Βλ. Γ. Σωτηρόπουλο ο.π., σελ. 226 όπου κάνει λόγο για «μέτοχο – επιχειρηματία»

<sup>392</sup> Βλ. σχετικά Ν. Βερβεσός ο.π.

Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι σε καμία περίπτωση δε θεμελιώνεται δικαίωμα του προτείνοντος έναντι της εταιρίας στόχου για διενέργεια νομικού ελέγχου, καθώς μεταξύ αυτού και του νομικού προσώπου της εταιρίας δεν υφίσταται έννομη σχέση.<sup>393</sup> Ξεχωριστό ζήτημα αποτελεί σε κάθε περίπτωση, εάν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας – στόχου έχει υποχρέωση έναντι της εταιρίας να αποδεχθεί τυχόν αίτημα του υποψήφιου αγοραστή για έλεγχο της εταιρίας και παροχή της πρόσθετης πληροφόρησης. Εν προκειμένω, γίνεται δεκτό ότι το ΔΣ, αποφασίζοντας με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον, μπορεί να ανταποκριθεί θετικά στο εν λόγω αίτημα, εάν κάτι τέτοιο είναι προς το συμφέρον της εταιρίας, και πάντοτε αφού έχει ενημερωθεί λεπτομερώς για τη συναλλαγή και τις προθέσεις του προτείνοντος, δεδομένου ότι η αποκάλυψη απόρρητων στοιχείων της εταιρίας ενδέχεται να θέσει σε σοβαρό κίνδυνο τα συμφέροντά της.<sup>394</sup>

#### **4.4.2. Διενέργεια ελέγχου due diligence ως εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας.**

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο, τόσο στη θεωρία όσο και στη συναλλακτική πρακτική, διαδραματίζει η πιθανή κτήση προνομιακών πληροφοριών κατά τη διάρκεια νομικού ελέγχου due diligence, ιδίως όταν αυτός διενεργείται πριν από μία δημόσια πρόταση εξαγοράς ή απόκτησης ενός πακέτου μετοχών. Και τούτο διότι οι δημόσιες προτάσεις εξαγοράς αποτελούν το *locus classicus* της διενέργειας συναλλαγών βασιζόμενων σε προνομιακές πληροφορίες.<sup>395</sup>

Ωστόσο, θα πρέπει να γίνει καταρχάς δεκτό, ότι η παροχή της δυνατότητας για διενέργεια ελέγχου due diligence, ο οποίος αποτελεί αναπόσπαστο μέρος των εν λόγω διαδικασιών στην πράξη, δε συνιστά από μόνη της κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.<sup>396</sup>

Αντίστοιχα ορίζεται και στον Κανονισμό MAR,<sup>397</sup> βάσει του οποίου το γεγονός και μόνο ότι ένα πρόσωπο κατέχει προνομιακή πληροφορία δεν συνεπάγεται ότι την έχει χρησιμοποιήσει και ότι συνεπώς έχει προβεί σε κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας, εφόσον έχει αποκτήσει την εν λόγω πληροφορία στα πλαίσια μίας δημόσιας πρότασης εξαγοράς ή συγχώνευσης με άλλη εταιρία και την χρησιμοποιεί αποκλειστικά για την πραγμάτωση της εν λόγω διαδικασίας, και υπό την προϋπόθεση ότι κατά τον χρόνο έγκρισης της συγχώνευσης ή αποδοχής της πρότασης εξαγοράς, η πληροφορία έχει δημοσιοποιηθεί ή έχει εκλείψει ο προνομιακός της χαρακτήρας.

Στο άνω συμπέρασμα κατέληξε και το ΔικΕΕ στη γνωστή απόφαση *Spector* (βλ. ανωτέρω), με την αιτιολογία ότι μία τέτοια παραδοχή θα παρεμπόδιζε την εύρυθμη

<sup>393</sup> Βλ. σχετικά με το ζήτημα αυτό αναλυτικά σε Γ. Σωτηρόπουλος ΕΕμπΔ ο.π., σελ. 226 επ., όπου αντλεί επιχείρημα από τις διατάξεις του ν. 3461/2006.

<sup>394</sup> Βλ. και πάλι σχετικά σε Γ. Σωτηρόπουλο ΕΕμπΔ ο.π., ελ. 228 επ. «Το ΔΣ πρέπει να σταθμίσει την επίδραση της ενδεχόμενης άρνησης του να παράσχει την απαιτούμενη πληροφόρηση στις προοπτικές ευόδωσης της συναλλαγής και τις συνέπειες της ματαίωσης της τελευταίας στα συμφέροντα της εταιρίας».

<sup>395</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 320.

<sup>396</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 321..

<sup>397</sup> Βλ. άρθρο 9 παρ. 4 MAR.

λειτουργία της αγοράς και θα αντιστρατευόταν τον σκοπό της τότε ισχύουσας Οδηγίας 2003/6/ΕΚ.<sup>398</sup>

Έτσι, δεν καταλαμβάνονται από την απαγόρευση καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών, αφενός μεν τα θετικά πορίσματα ενός ελέγχου due diligence, καθώς αυτά απλώς επιβεβαιώνουν την ήδη ληφθείσα απόφαση του προτείνοντος να προβεί στη συγκεκριμένη επιχειρηματική κίνηση. Αφετέρου δε και οι αρνητικές πληροφορίες που ανακύπτουν στο πλαίσιο του εν λόγω ελέγχου, αφού αυτές, είτε δεν επηρεάζουν καθόλου την εξέλιξη της διαδικασίας, είτε την επηρεάζουν προφανώς ματαιώνοντας την, οπότε δεν υφίσταται εν τέλει συναλλαγή με τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορούν οι πληροφορίες.

Τα ίδια ως άνω θα πρέπει να γίνουν δεκτά και για τις συναλλαγές face to face (face to face Geschäfte),<sup>399</sup> όπου δηλαδή τόσο ο πωλητής όσο και ο αγοραστής είναι φορείς προνομιακής πληροφορίας, καθώς στην περίπτωση αυτή δε θα υφίσταται διατάραξη της πληροφοριακής ίσης μεταχείρισης μεταξύ των συμβαλλομένων, η οποία αποτελεί τον δικαιολογητικό λόγο των διατάξεων περί καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών.

Τα ως άνω αντιθέτως δεν μπορούν να εφαρμοστούν σε περιπτώσεις όπου μέσω της συναλλαγής προκαλείται πληροφοριακή ασυμμετρία, που διαταράσσει τους σκοπούς του νόμου, ήτοι την ακεραιότητα και την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών σ' αυτήν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα<sup>400</sup> τέτοιας περίπτωσης αποτελεί όταν ο αγοραστής εξαιτίας προνομιακής πληροφορίας που απέκτησε κατά τον έλεγχο due diligence, αλλάζει την αρχική επιχειρηματική του απόφαση και προβαίνει σε αγορά επιπλέον μετοχών από αυτές που είχε ήδη σχεδιάσει (along side purchases). Σε αυτή την περίπτωση θα λέγαμε ότι στοιχειοθετείται καταχρηστική εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας μέσω του νομικού ελέγχου.

---

<sup>398</sup> Βλ. Οδηγία 2003/6/ΕΚ σκέψη 29, καθώς και ΔικΕΕ C-45/08 Spector σκέψη 60: «Αν δεν ίσχυε αυτό, το άρθρο 2 παρ. 1 της οδηγίας θα κατέληγε, ειδικότερα, να απαγορεύει στο πρόσωπο που αποφάσισε να προβεί σε δημόσια προσφορά εξαγοράς προς απόκτηση ελέγχου εταιρείας την εκτέλεση της αποφάσεως αυτής, καθόσον η απόφαση αυτή συνιστά χρησιμοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας. Το αποτέλεσμα αυτό, όμως, όχι μόνο θα έβαινε πέραν του πρόσφορου και αναγκαίου μέτρου για την επίτευξη των σκοπών της οδηγίας, αλλά επιπλέον θα μπορούσε να θίξει την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών εμποδίζοντας τις δημόσιες προσφορές εξαγορές».

<sup>399</sup> Βλ. σχετικά με την προβληματική αυτή Ν. Βερβεσός, Σημ. στην ΔΕΚ C-391/2004 Αποφ. της 10.5.2007 – Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, χειραγώγηση αγοράς και συναλλαγές face to face, ΔΕΕ 12/2007, σελ. 1317 επ. (1320)

<sup>400</sup> Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 322.

#### 4.4.3. Ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο διενέργειας ελέγχου *due diligence*.

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, ο Κανονισμός MAR απαγορεύει την παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών.<sup>401</sup> Σκοπός των διατάξεων είναι να περιοριστεί ο κύκλος των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες.<sup>402</sup> Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 του MAR παράνομη ανακοίνωση προνομιακής πληροφορίας συντρέχει όταν ένα πρόσωπο κατέχει προνομιακή πληροφορία και τη γνωστοποιεί σε οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο, εκτός εάν η ανακοίνωση γίνεται κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του.<sup>403</sup> Οι περιπτώσεις ανακοίνωσης προνομιακών πληροφοριών παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στα πλαίσια διενέργειας νομικού ελέγχου, που προηγείται μίας δημόσιας πρότασης εξαγοράς, και την οποία θα εξετάσουμε ευθύς κατωτέρω.

Αναφέραμε ότι ο εν λόγω έλεγχος διενεργείται προκειμένου ο ενδιαφερόμενος αγοραστής να λάβει επιπρόσθετες πληροφορίες για την εταιρία, της οποίας τις μετοχές θα ήθελε να αποκτήσει. Κατά την εν λόγω διαδικασία, το ΔΣ της υποβληθείσας στον έλεγχο εταιρίας ενδέχεται να ανακοινώσει στον υποψήφιο αγοραστή προνομιακές πληροφορίες.

Το ΔικΕΕ είχε ερμηνεύσει στενά το επιτρεπτό της εν λόγω ανακοίνωσης,<sup>404</sup> ωστόσο η κρατούσα άποψη δέχεται ότι νομίμως ανακοινώνονται πληροφορίες στον υποψήφιο αγοραστή στο πλαίσιο ελέγχου *due diligence*, έχοντας ως γνώμονα κυρίως την προάσπιση των αναγκών της αγοράς.<sup>405</sup>

Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η μη αποδοχή μίας τέτοιας κατεύθυνσης θα δυσχέραινε τη λειτουργική αποδοτικότητα των εξαγορών επιχειρήσεων, καθώς η διενέργεια του εν λόγω ελέγχου αποτελεί συστατικό στοιχείο κάθε δημόσιας πρότασης, ενώ η διενέργεια τέτοιου ελέγχου δε συνεπάγεται την αυτοδίκαιη κτήση προνομιακών πληροφοριών. Αλλά και στην περίπτωση που τέτοιες πληροφορίες αποκτηθούν, αυτό δικαιολογείται από το εύλογο συμφέρον του ενδιαφερομένου να αποκτήσει τον έλεγχο της υπό εξαγοράς εταιρίας να γνωρίζει τη θέση αυτής. Πολλώ δε μάλλον, όταν το αντικείμενο του ελέγχου αφορά ως επί το πλείστον το τίμημα της εξαγοράς, οπότε δεν αποκτάται αθέμιτο πλεονέκτημα σε βάρος των λοιπών επενδυτών. Τέλος, η εφαρμογή της άνω απαγόρευσης στα πλαίσια του νομικού ελέγχου θα μπορούσε να επιφέρει αρνητικές συνέπειες για το ΔΣ τόσο της προτείνουσας εταιρίας, όσο και της υπό εξαγορά, καθώς η μη διεξαγωγή τέτοιου ελέγχου ενδεχομένως να συνεπαγόταν και στις δύο περιπτώσεις παραβίαση της υποχρέωσης επιμέλειας συνετού επιχειρηματία.<sup>406</sup>

<sup>401</sup> Βλ. άρθρο 14 στοιχ. γ' MAR.

<sup>402</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 384.

<sup>403</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας περίπτωσης υφίσταται όταν εκδότης ανακοινώνει στους εξωτερικούς νομικούς συμβούλους του προνομιακές πληροφορίες, προκειμένου αυτοί να προβούν σε συγκεκριμένες ενέργειες. Βλ. σχετικά και ΔικΕΕ, 22.11.2005, Υπόθεση C-384/02, σκέψη 34 επ., όπου κρίθηκε ότι η ανακοίνωση μίας προνομιακής πληροφορίας δικαιολογείται μόνο εάν είναι απολύτως αναγκαία για την άσκηση μίας εργασίας, ενός επαγγέλματος ή ορισμένων καθηκόντων και εφόσον τηρείται η αρχή της αναλογικότητας.

<sup>404</sup> Βλ. ΔικΕΕ C-384/02 ο.π.

<sup>405</sup> Βλ. σχετικά Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 323 επ.

<sup>406</sup> Βλ. αναλυτικά για το εν λόγω ζήτημα Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 324.

Ωστόσο, τα ως άνω δεν αναιρούν το γεγονός ότι με τη διενέργεια ενός νομικού ελέγχου διαταράσσονται οι ίσες ευκαιρίες των συμμετεχόντων στην αγορά για πρόσβαση στην πληροφόρηση (πληροφοριακή ίση μεταχείριση), βασικός στόχος του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Ως εκ τούτου, υποστηρίζεται<sup>407</sup> ότι δε θα πρέπει να δεχθούμε αβίαστα την άνω γενναιόδωρη κρατούσα άποψη. Αντιθέτως, η ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στα πλαίσια διενέργειας ελέγχου due diligence, δέον όπως λαμβάνει χώρα υπό προϋποθέσεις στάθμισης των εκατέρωθεν συμφερόντων, δηλαδή, αφενός των συμμετεχόντων στην αγορά για ίση πληροφόρηση, αφετέρου του εταιρικού συμφέροντος των δύο μερών της διαδικασίας, που θα πρέπει να δικαιολογεί την ανακοίνωση τέτοιων πληροφοριών.

Μία τέτοια περίπτωση είναι αυτή κατά την οποία ο νομικός έλεγχος διεξάγεται για την απόκτηση πλειοψηφικής συμμετοχής της εταιρίας – στόχου, με την οποία ο ενδιαφερόμενος επρόκειτο ουσιαστικά να ελέγχει την επιχείρηση. Εν προκειμένω, πέραν από το εύλογο συμφέρον του αποκτώντος για πρόσβαση στο «εσωτερικό» της επιχείρησης, δεν παραβιάζεται και η αρχή της πληροφοριακής ίσης μεταχείρισης από τον έλεγχο, αφού ο μεταβιβάζων πλειοψηφών μέτοχος έχει ήδη πληροφοριακό προβάδισμα<sup>408</sup> έναντι των λοιπών επενδυτών, το οποίο απλώς μεταβιβάζει στον αποκτώντα μέσω του due diligence.

Τούτο δε συντρέχει προφανώς στην περίπτωση που σκοπείται η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών, χωρίς ωστόσο να πρέπει να συμπεραίνουμε πρόωρα εξ αυτού ότι ο νομικός έλεγχος σε τέτοιες μεταβιβάσεις δεν είναι επιτρεπτός, εφόσον επιβάλλεται από καίριους λόγους εξυπηρέτησης του εταιρικού συμφέροντος, όπως λ.χ. όταν το μειοψηφικό πακέτο αποκτάται από στρατηγικό επενδυτή στα πλαίσια προγράμματος εξυγίανσης, οπότε η ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στο due diligence γίνεται δεκτή.<sup>409</sup>

Σε κάθε περίπτωση, όπως είθισται στην πρακτική αλλά και συνίσταται, κατά τη διενέργεια τέτοιων διαδικασιών, συνάπτονται συμβάσεις εμπιστευτικότητας ή εχεμύθειας, με τις οποίες τίθενται δικλίδες ασφαλείας στο ενδεχόμενο παράνομης εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών.

---

<sup>407</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

<sup>408</sup> Βλ. Ν. Βερβεσός ο.π. σελ. 326, ο οποίος το ονομάζει «de facto πληροφοριακό προβάδισμα» και εντάσσει την προβληματική εντός ενός ομίλου, όπου ο μεταβιβάζων είναι η μητρική εταιρία η οποία ούτως ή άλλως λόγω της θέσης της διαθέτει πέραν των νομίμων, και πλήθος άγραφων προνομιακών πληροφοριών.

<sup>409</sup> Ν. Βερβεσός ο.π.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5º: Η ΝΕΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (EU LISTING ACT). ΟΙ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.**

### **5.1. Εισαγωγικά.**

Το δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς αποτελεί έναν κλάδο δικαίου, ο οποίος εξελίσσεται γοργά τα τελευταία χρόνια, αφομοιώνοντας τις εξελίξεις που διαδραματίζονται στην ίδια τη χρηματιστηριακή αγορά. Τον τελευταίο καιρό παρατηρείται μία ανάγκη αναδιαμόρφωσης της κεφαλαιαγοράς σε έναν χώρο ελκυστικό για μικρομεσαίες επιχειρήσεις (εφεξής ΜΜΕ). Ως εκ τούτου, υπάρχει μεγάλη κινητοποίηση σε κοινοτικό ρυθμιστικό επίπεδο αναφορικά με ενωσιακά κείμενα, που διέπουν σημαντικά ζητήματα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Ανωτέρω, σε διάφορα σημεία της παρούσας, εκτίθενται διάφορες επιφυλάξεις ή κριτικές που έχουν εκφραστεί σχετικά με ορισμένες ρυθμίσεις του ισχύοντος Κανονισμού MAR και αφορούν τα ζητήματα που πραγματεύεται η παρούσα διπλωματική. Ως εκ τούτου, αξίζει στο σημείο αυτό να αναφερθούμε διεξοδικά στις εξελίξεις που διαδραματίζονται σχετικά σε ευρωπαϊκό επίπεδο και που επρόκειτο να επηρεάσουν και την ελληνική έννομη τάξη.

Πιο συγκεκριμένα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε στις 7.12.2022 Πρόταση Κανονισμού «για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) 2017/1129, (ΕΕ) αριθ. 596/2014 και (ΕΕ) αριθ. 600/2014 προκειμένου να καταστούν οι δημόσιες κεφαλαιαγορές στην Ένωση πιο ελκυστικές για τις εταιρείες και να διευκολυνθεί η πρόσβαση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε κεφάλαια».<sup>410</sup> Ενόψει τούτου, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο αναμένεται να υιοθετήσουν έναν κανονισμό, ο οποίος μεταξύ άλλων θα τροποποιεί και διατάξεις του MAR.<sup>411</sup>

Η EU Listing Act, όπως ονομάζεται αυτή η νέα προτεινόμενη δέσμη μέτρων εισάγει μεταξύ άλλων: α) πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο (Prospectus Regulation) και του κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς (MAR), β) πρόταση οδηγίας για την τροποποίηση της MiFID

---

<sup>410</sup> Βλ. Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) 2017/1129, (ΕΕ) αριθ. 596/2014 και (ΕΕ) αριθ. 600/2014 προκειμένου να καταστούν οι δημόσιες κεφαλαιαγορές στην Ένωση πιο ελκυστικές για τις εταιρείες και να διευκολυνθεί η πρόσβαση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε κεφάλαια», 7.12.2022, COM(2022) 762 final, 2022/0411 (COD).

<sup>411</sup> Ο εν λόγω Κανονισμός εντάσσεται σε μια γενικότερη δέσμη μέτρων (γνωστών ως EU Listing Act) που επιδιώκουν να καταστήσουν πιο ελκυστική για τις ευρωπαϊκές εταιρίες, ιδίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), την πρόσβαση στις δημόσιες αγορές και να διευκολύνουν την άντληση κεφαλαίων, βλ. Συμβούλιο της ΕΕ, Ένωση κεφαλαιαγορών: Καθορισμός της διαπραγματευτικής εντολής του Συμβουλίου σχετικά με την πράξη για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, Δελτίο Τύπου, 14 Ιουνίου 2023, διαθέσιμο εις: [www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/](http://www.consilium.europa.eu/el/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/), Position of the European Parliament adopted at first reading on 24 April 2024 with a view to the adoption of Regulation (EU) 2024/... of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, P9\_TA(2024)0350 EN.



Π και την κατάργηση της οδηγίας 2001/34/EK (Οδηγία για την εισαγωγή σε χρηματιστήριο) με στόχο τον εξορθολογισμό και την αποσαφήνιση για τις εταιρίες των απαιτήσεων εισαγωγής στο χρηματιστήριο και την αύξηση του χαμηλού επιπέδου επενδυτικής έρευνας για τις ΜΜΕ και γ) πρόταση νέας οδηγίας για τις μετοχές με πολλαπλά δικαιώματα ψήφου, η οποία αποσκοπεί στην αντιμετώπιση των κανονιστικών φραγμών που προκύπτουν στη φάση πριν από την αρχική δημόσια προσφορά κινητών αξιών (εφεξής ΑΔΠ).

Στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, θα γίνει μία προσπάθεια επισκόπησης των τροποποιήσεων που προτείνονται μέσω της EU Listing Act και οποίες αναμένεται να εφαρμοσθούν. Δεδομένης της θεματολογίας της διπλωματικής, το παρόν κεφάλαιο επικεντρώνεται συγκεκριμένα στις τροποποιήσεις του Κανονισμού 596/2014 για την κατάχρηση αγοράς (MAR), οι οποίες αφορούν, ιδίως, τα ζητήματα που ανακύπτουν από την οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, την υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών και τη διαδικασία αναβολής της δημοσιοποίησής τους. Θα εξεταστούν, επιπλέον, οι αναμορφώσεις των προληπτικών της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών μέτρων, που οφείλουν να λαμβάνουν οι εκδότες κινητών αξιών, καθώς και του ασφαλούς λιμένα που δημιουργούν οι διατάξεις για τις βολιδοσκοπήσεις αγοράς, ζητήματα με μεγάλη πρακτική σημασία.

Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι ένα βασικό τμήμα των μέτρων που εισάγονται με την νέα Πρόταση αφορά αναμορφώσεις στις υποχρεώσεις δημοσιοποίησης σχετικά με τα ενημερωτικά δελτία. Εν προκειμένω, επιδιώκεται, αφενός, να μειωθούν οι εξαντλητικές υποχρεώσεις για τους εκδότες, και, αφετέρου, να απλοποιηθούν τα ενημερωτικά δελτία, καθιστώντας τα περιεκτικότερα και μικρότερα. Το κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τη διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο έχει πολύπλευρο χαρακτήρα, με την έννοια ότι οι εταιρίες πρέπει να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις του πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την ΑΔΠ. Έτσι, οι σχετικές αλλαγές εστιάζουν στον «κανονιστικό φόρτο» που προκύπτει σε δύο χρονικά σημεία: α) στο στάδιο ΑΔΠ, απλουστεύοντας τις δημόσιες προσφορές σχετικά με την πρώτη εισαγωγή μετοχών στη ρυθμιζόμενη αγορά και β) στο στάδιο μετά την ΑΔΠ.<sup>412</sup>

Ο «κανονιστικός φόρτος» στο στάδιο της ΑΔΠ απλουστεύεται με την εισαγωγή στοχευμένων τροποποιήσεων στον κανονισμό για το ενημερωτικό δελτίο.<sup>413</sup> Μετά την ΑΔΠ, παρέχονται διευκολύνσεις με τροποποιήσεις του Κανονισμού MAR. Περαιτέρω, περιλαμβάνονται περιορισμένες τεχνικές τροποποιήσεις στον κανονισμό MiFIR για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

---

<sup>412</sup> Thorsten Kuthe, Die Änderungen des EU Listing Acts aus Emmittentensicht im Prospectrecht, Aktienrecht und Marktmissbrauchsrecht, ZIP 15/2023, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 773 επ.

<sup>413</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της οδηγίας 2003/71/EK.

## 5.2. Η προβληματική γύρω από τις ισχύουσες διατάξεις του Κανονισμού MAR.

Έντονες ήταν πάντοτε οι συζητήσεις γύρω από το κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ που επιβάλλει ορισμένες επαχθείς κανονιστικές απαιτήσεις στους εισηγμένους εκδότες και στα πλαίσια του κανονισμού MAR, ο οποίος επεκτάθηκε και στις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, και αποσκοπεί στην ενίσχυση της ακεραιότητας της αγοράς και της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Συγκεκριμένα, η υποχρέωση που υπέχουν οι εκδότες κατά τον MAR να δημοσιοποιούν όσο το δυνατόν συντομότερα τις προνομιακές πληροφορίες που κατέχουν, τους αναγκάζει σε κάποιες περιπτώσεις να ανακοινώνουν σε αρκετά πρώιμο στάδιο πληροφορίες για γεγονότα, τα οποία δεν έχουν φθάσει ακόμα σε επαρκή βαθμό βεβαιότητας ως προς την επέλευσή τους. Επίσης, παρόλο που ο ευρύς ορισμός της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας εξασφαλίζει την έγκαιρη και αποτελεσματική πρόληψη κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, δημιουργεί δυσχέρειες για τους εκδότες οριοθέτησης, ως προς το ποιες πληροφορίες αποτελούν αντικείμενο της υποχρέωσης δημοσιοποίησης και ποιες όχι. Αρνητικές επιπτώσεις επιφέρει η ενιαία ρύθμισή (one fold notion approach) του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας, τόσο για τους σκοπούς της απαγόρευσης της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών όσο και για την ενεργοποίηση της υποχρέωσης γνωστοποίησης.<sup>414</sup>

Ιδίως, στα πλαίσια σύνθετων, παρατεταμένων διαδικασιών, που διέρχονται από περισσότερα στάδια για να υλοποιηθούν, το κόστος συμμόρφωσης για τους εκδότες είναι αρκετά υψηλό, προκειμένου να κατανοήσουν ποια επιμέρους στάδια των εν λόγω διαδικασιών αποτελούν προνομιακές πληροφορίες και τότε αυτές οι πληροφορίες έχουν τον απαιτούμενο βαθμό ωρίμανσης, προκειμένου να δημοσιοποιηθούν, δίχως να προκαλέσουν σύγχυση στο επενδυτικό κοινό. Προς τούτο, οι εκδότες αναγκάζονται συχνά να καταβάλουν υπέρογκα ποσά σε αμοιβές δικηγόρων ή άλλων συμβούλων.<sup>415</sup> Επίσης, οι δημοσιευθείσες πληροφορίες αναφορικά με ενδιάμεσα στάδια σύνθετων διαδικασιών ενδέχεται να είναι πρόωρες και ανακριβείς, προκαλώντας κίνδυνο παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού<sup>416</sup> και μη εξυπηρετούμενου εν τέλει του στόχου της υποχρέωσης δημοσιοποίησης περί μείωσης των ασυμμετριών στην πληροφόρηση.<sup>417</sup>

Τέλος, νομικές ασάφειες παρατηρούνται σχετικά με τις προϋποθέσεις για την αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, οι οποίες θέτουν σε κίνδυνο την επιτυχή έκβαση επιχειρηματικών σχεδίων, ενώ ορισμένες επιπρόσθετες απαιτήσεις αναφοράς και γνωστοποίησης, που θέτουν οι ρυθμίσεις του Κανονισμού MAR, σχετικά με τις διατάξεις για τις συναλλαγές προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα,

---

<sup>414</sup> βλ. European Commission, Impact assessment accompanying the proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, SWD (2022) 762 final, 7 December 2022, 215-218.

<sup>415</sup> Βλ. σε υπό δημοσίευση Κ. Σερδάρης ο.π.

<sup>416</sup> Βλ. Πρόταση Κανονισμού, αιτ. σκ. 58.

<sup>417</sup> Βλ. Πρόταση Κανονισμού ο.π.

τους καταλόγους προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τη βολιδοσκόπηση της αγοράς, επιβαρύνουν δυσανάλογα τους εκδότες.

### 5.3. Στόχοι της EU Listing Act.

Η νέα δέσμη μέτρων φαίνεται να καλύπτει κυρίως τις πτυχές εκείνες του κανονιστικού πλαισίου, οι οποίες θεωρείται ότι παρακωλύουν την πρόσβαση σε δημόσιες αγορές και την παραμονή των εταιριών σε αυτές. Έτσι, πρωταρχικός στόχος είναι να καταστούν οι κεφαλαιαγορές της ΕΕ πιο ελκυστικές για τις επιχειρήσεις, διευκολύνοντας την πρόσβαση σε κεφάλαια, ειδικά των ΜΜΕ.<sup>418</sup> Ένας δεύτερος στόχος, είναι η μείωση του κόστους συμμόρφωσης για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να εισαχθούν ή έχουν ήδη εισαχθεί σε χρηματιστήριο, η επιτάχυνση των διαδικασιών καταχώρισης και η νομική σαφήνιά τους, προκειμένου να εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο οι στόχοι του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.<sup>419</sup> Συνδυαστικά με τα ως άνω, επιδιώκεται η απλούστευση των υποχρεώσεων ενημέρωσης και ο περιορισμός των αντίστοιχων προστίμων για τις ΜΜΕ.<sup>420</sup>

Ειδικά ως προς τις αναμορφώσεις του MAR, αυτές αποσκοπούν στη μείωση της ανασφάλειας δικαίου ως προς τον ορισμό της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας για τους σκοπούς και τον χρόνο γνωστοποίησης, στην επικράτηση ενός καθεστώτος γνωστοποίησης λιγότερο επαχθούς για τους εκδότες, πιο προβλέψιμου για τους επενδυτές και ευνοϊκότερου για την ορθή διαμόρφωση των τιμών. Στόχος είναι επίσης η άμβλυνση των κανονιστικών εμποδίων που τίθενται για τους εκδότες από την εφαρμογή ορισμένων διατάξεων του MAR, όπως ενδεικτικά του καθεστώτος συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα.<sup>421</sup>

Επομένως, εκ πρώτης όψεως, διαφαίνεται μία προσπάθεια πραγματοποίησης διαρθρωτικών βελτιώσεων στις δημόσιες κεφαλαιαγορές της ΕΕ, με τη δημιουργία ενός ευνοϊκότερου για την πρόσβαση και παραμονή των εταιριών οικοσυστήματος.

---

<sup>418</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π.

<sup>419</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π.

<sup>420</sup> Thortsen Kuthe ZIP ο.π., όπου γίνεται λόγος μάλιστα σχετικά με τις κυρώσεις της BaFin, την γερμανική αρχή χρηματοπιστωτικής εποπτείας, η οποία επιβάλλει διοικητικά πρόστιμα, που συχνά υπερβαίνουν σημαντικά τα κέρδη των παραβατών, ενώ η αναλογία παραβάσεων προς κυρώσεις είναι συχνά δυσανάλογη, τακτική που έχει επιφέρει έντονες διαμαρτυρίες μεταξύ των ενδιαφερομένων.

<sup>421</sup> Βλ. Πρόταση Κανονισμού ο.π.

#### **5.4. Οι επιμέρους τροποποιήσεις του Κανονισμού MAR. Συγκριτική επισκόπηση με το ισχύον δίκαιο – αξιολογήσεις.**

Αφού εξετάσαμε ανωτέρω από μία συνολική σκοπιά τους επιφυλασσόμενους στόχους του επικείμενου Κανονισμού, σκόπιμο είναι να εξεταστούν και οι επιμέρους αναμορφώσεις που αναμένεται να επέλθουν στον Κανονισμό MAR, σε μία προσπάθεια συγκριτικής επισκόπησης αυτών με το ισχύον καθεστώς. Αναλυτικά:

##### **5.4.1. Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών (άρθρο 17 MAR).**

Στις ρυθμίσεις που εισάγονται, περιλαμβάνεται και μία απόπειρα περιορισμού του αντικειμενικού πεδίου εφαρμογής της υποχρέωσης δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, που υπέχουν οι εκδότες, και ενίσχυσης της νομικής σαφήνειας ως προς το ποιές πληροφορίες πρέπει να γνωστοποιούνται στο ευρύ κοινό από τους εκδότες και πότε θα πρέπει να λαμβάνει χώρα η σχετική δημοσιοποίηση.

Στις 19.11.2021, στο πλαίσιο δημόσιας διαβούλευσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την επικείμενη δέσμη μέτρων «EU Listing Act», κατέστη σαφές ότι ορισμένες κανονιστικές απαιτήσεις θεωρούνται χρονοβόρες για τους εκδότες. Ο μέχρι τώρα ευρύς ορισμός των προνομιακών πληροφοριών, αν και επιτρέπει την άμεση και εκτεταμένη απαγόρευση των συναλλαγών με τέτοιες πληροφορίες, δυσχεραίνει τους εκδότες στο να διακρίνουν τι εμπίπτει στον ορισμό της προνομιακής πληροφορίας, και ενέχει τον κίνδυνο είτε της πρόωρης αποκάλυψης πληροφοριών, είτε της αύξησης των αιτημάτων αναβολής δημοσιοποίησης (άρθρο 17 παρ. 4 του MAR), προκειμένου να αποφευχθούν τυχόν κυρώσεις.<sup>422</sup> Στην πραγματικότητα, ωστόσο, η δημοσιοποίηση πληροφοριών σε αρκετά πρώιμο στάδιο δε συμβάλει στην επίτευξη των στόχων της σχετικής υποχρέωσης, δηλαδή τη μείωση της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ εκδοτών και επενδυτών, αλλά αντίθετα ενδέχεται να ζημιώσει τους τελευταίους, με αρνητικές συνέπειες και για την ίδια την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς.

Υπενθυμίζεται, ότι η έννοια της προνομιακής πληροφορίας περιλαμβάνει όχι μόνο γεγονότα που έχουν ήδη συμβεί, αλλά και αυτά, των οποίων η πραγματοποίηση μπορεί ευλόγως να αναμένεται, καθώς και τα ενδιάμεσα στάδια παρατεταμένων διαδικασιών (άρθρο 7 παρ. 2 και 3 MAR). Η πρόταση Κανονισμού φαίνεται να διατηρεί αμετάβλητο αυτόν τον ευρύ ορισμό.

Ωστόσο, φαίνεται να περιορίζεται το πεδίο εφαρμογής της υποχρέωσης δημοσιοποίησης του άρθρου 17 παρ. 1 εδάφιο 1<sup>ο</sup> του MAR αναφορικά με τις σύνθετες εταιρικές πράξεις.<sup>423</sup> Συγκεκριμένα, εξαιρούνται ρητά οι πληροφορίες που αφορούν τα ενδιάμεσα στάδια μιας χρονικά παρατεταμένης διαδικασίας (π.χ. μιας συγχώνευσης) από την υποχρέωση δημοσιοποίησης, δεδομένου ότι τούτες δεν είναι πάντοτε επαρκώς ώριμες, προκαλώντας παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.<sup>424</sup> Για παρατεταμένες διαδικασίες, η υποχρέωση ad hoc δημοσιότητας θα περιορίζεται μόνο στο τελικό

<sup>422</sup> Βλ. SWD (2022) 762 ο.π., 26.

<sup>423</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π.

<sup>424</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αιτ. σκ. 58.

γεγονός, με το οποίο ολοκληρώνεται η διαδικασία.<sup>425</sup> Έτσι, θα πρέπει να γνωστοποιούνται από τον εκδότη μόνο οι πληροφορίες που σχετίζονται με το τελικό γεγονός της εν λόγω διαδικασίας και τη στιγμή που αυτές είναι αρκούντως ακριβείς, όπως όταν το διοικητικό συμβούλιο έχει λάβει τη σχετική απόφαση για την επέλευση του γεγονότος.

Στην περίπτωση μίας συγχώνευσης, λόγου χάρη, η δημοσιοποίηση φαίνεται ότι, υπό το νέο καθεστώς, θα λαμβάνει χώρα το συντομότερο μετά την απόφαση των Δ.Σ. των εταιριών για την κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης<sup>426</sup> (ή του σχεδίου αυτής<sup>427</sup>) και από τη στιγμή που θα συμφωνηθούν οι βασικοί όροι αυτής.<sup>428</sup>

Διαφαίνεται, λοιπόν, ότι σε αντίθεση με τα προϊσχύοντα για τις σύνθετες εταιρικές πράξεις, στην υποχρέωση ad hoc δημοσιοποίησης δε θα περιλαμβάνονται πλέον οι αναγγελίες απλών προθέσεων, οι εν εξελίξει διαπραγματεύσεις ή η πρόοδος αυτών.<sup>429</sup>

Ταυτόχρονα, όμως, με την κατάργηση της υποχρέωσης δημοσιοποίησης των σχετικών με τα επί μέρους στάδια πληροφοριών, ενεργοποιείται η υποχρέωση διασφάλισης της εμπιστευτικότητας αυτών έως τη στιγμή της δημοσιοποίησής τους. Εάν η πληροφορία διαρρεύσει στο κοινό ή δεν μπορεί πλέον να διασφαλιστεί η εμπιστευτικότητά της, αυτή θα πρέπει να γνωστοποιηθεί αμέσως.<sup>430</sup> Τούτο αφορά, ιδίως, τις περιπτώσεις που μία φήμη της αγοράς αναφέρεται ρητά σε μία μη δημοσιοποιημένη πληροφορία αφορώσα ένα ενδιάμεσο στάδιο σύνθετης διαδικασίας, η οποία είναι επαρκώς ακριβής, ώστε να καταδεικνύεται ότι η εμπιστευτικότητα της πληροφορίας δεν είναι πια διασφαλισμένη.<sup>431</sup>

Η ρύθμιση αυτή κρίνεται γενικά εύλογη, καθώς χωρίς την υποχρέωση διασφάλισης της εμπιστευτικότητας караδοκεί ο κίνδυνος οι προνομιακές πληροφορίες, που αναφέρονται στα ενδιάμεσα στάδια μίας σύνθετης διαδικασίας, να διαρρεύσουν «κατά λάθος».<sup>432</sup>

Δεδομένου ότι ο ορισμός των προνομιακών πληροφοριών (άρθρο 7 MAR) δε μεταβάλλεται, η απαγόρευση χρησιμοποίησης προνομιακών πληροφοριών για διενέργεια συναλλαγών (άρθρο 8 MAR) μπορεί να ενεργοποιηθεί και από ένα

---

<sup>425</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., άρθρο 2 παρ. 6α που αντικαθιστά το εδ. 1<sup>ο</sup> του άρθρου 17 παρ. 1 MAR: «...Η απαίτηση αυτή δεν ισχύει για προνομιακές πληροφορίες που αφορούν τα επιμέρους στάδια μιας παρατεταμένης διαδικασίας όπως αναφέρεται στο άρθρο 7 παράγραφοι 2 και 3, όταν τα εν λόγω στάδια συνδέονται με την πρόκληση ή την επέλευση ιδιαίτερων περιστάσεων ή ενός συγκεκριμένου συμβάντος. Σε μια παρατεταμένη διαδικασία, μόνον οι τελικές περιστάσεις ή το τελικό συμβάν απαιτείται να δημοσιοποιούνται το συντομότερο δυνατόν μετά την επέλευσή τους.»

<sup>426</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αιτ. σκ. 67.

<sup>427</sup> βλ. σχετικά με αυτό σε υπό δημοσίευση Κ. Σερδάρης ο.π. «...είναι αυτονόητο ότι η υποχρέωση γνωστοποίησης γεννάται καταρχήν με την απόφαση των διοικητικών οργάνων για την κατάρτιση του τελευταίου (του σχεδίου σύμβασης)».

<sup>428</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αιτ. σκ. 67 «...In general, for contractual agreements the final event should be deemed to have occurred when the core conditions of that agreement have been agreed upon...».

<sup>429</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αιτ. σκ. 67.

<sup>430</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αρ. 2 παρ. 6β.

<sup>431</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αρ. 2 παρ. 6ε.

<sup>432</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π., σελ. 780.

ενδιάμεσο στάδιο,<sup>433</sup> σε αντίθεση με το ισχύον καθεστώς, όπου η προνομιακή πληροφορία ορίζεται ενιαία τόσο για την κατάχρηση όσο και για την υποχρέωση δημοσιοποίησης. Έτσι, διαφαίνεται ότι πιθανώς θα υπάρχουν, αφενός μεν προνομιακές πληροφορίες που θα ενεργοποιούν μόνο την απαγόρευση χρησιμοποίησης για διενέργεια συναλλαγών, αφετέρου δε προνομιακές πληροφορίες που θα ενεργοποιούν επιπλέον και την υποχρέωση δημοσιοποίησης.<sup>434</sup> Επομένως, θα ακολουθείται έλεγχος σε δύο στάδια. Αρχικά, για το αν πληρούνται τα κριτήρια της προνομιακής πληροφορίας, οπότε και θα ενεργοποιούνται οι απαγορεύσεις περί κατάχρησης και παράνομης ανακοίνωσης, ενώ μόνο σε δεύτερο στάδιο θα εξετάζεται, αν η προνομιακή πληροφορία υπόκειται και στην υποχρέωση δημοσιοποίησης.<sup>435</sup>

Βέβαια, ο ακριβής προσδιορισμός του χρόνου, κατά τον οποίο ένα γεγονός καθίσταται τελικό και ως εκ τούτου ενεργοποιεί την υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησής του, δημιουργεί ορισμένα ερμηνευτικά κενά, προκαλώντας και υπό το νέο καθεστώς σχετική ανασφάλεια για τις επιχειρήσεις που καταλαμβάνονται από το πεδίο εφαρμογής των ρυθμίσεων,<sup>436</sup> καθώς δεν αποκλείεται, όπως και υπό το προγενέστερο καθεστώς, πληροφορίες που αφορούν ενδιάμεσα στάδια παρατεταμένων διαδικασιών να αποτελούν σχεδόν τετελεσμένες αποφάσεις, όταν έχουν ήδη καθορισθεί, επί παραδείγματι, όλοι οι όροι μίας πρότασης εξαγοράς, και ως εκ τούτου να διακυβεύεται η διατήρηση της εμπιστευτικότητας τους σε περίπτωση μη δημοσίευσής τους στο ευρύ κοινό, επισύροντας τις ανάλογες κυρώσεις για τις οντότητες.

Σχετικά, προβλέπεται η εξουσιοδότηση της Επιτροπής για κατάρτιση ενός μη εξαντλητικού καταλόγου τελικών γεγονότων σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, που ενεργοποιούν την υποχρέωση δημοσιοποίησης, μαζί με την ένδειξη (για κάθε γεγονός) του χρονικού σημείου, που αναμένεται ότι θα επέλθει το γεγονός και άρα θα πρέπει να πραγματοποιηθεί η δημοσιοποίηση,<sup>437</sup> προκειμένου να διασαφηνίζεται στους εκδότες, σε έναν βαθμό, ποιές πληροφορίες εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της ad hoc δημοσιοποίησης και ποιιά χρονική στιγμή.<sup>438</sup>

Ωστόσο, η πρακτική εμπειρία έχει δείξει ότι ένας τέτοιος γενικός κατάλογος δε δύναται να καλύπτει όλες τις ανακλύπτουσες περιπτώσεις, αλλά θα πρέπει και πάλι να κρίνεται ad hoc η κάθε πληροφορία ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της κάθε περίπτωσης,<sup>439</sup> μην επιλύοντας ουσιαστικά τις δυσχέρειες που ανακλύπτουν για τους εκδότες, αφού τούτο ισχύει σε κάθε περίπτωση και υπό το καθεστώς του MAR,

---

<sup>433</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π.

<sup>434</sup> Θυμίζει την προσέγγιση two fold notion of inside information για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω.

<sup>435</sup> Thorsten Kuthe ZIP ο.π.

<sup>436</sup> Βλ. σχετικά σε υπό δημοσίευση Κ. Σερδάρης ο.π.

<sup>437</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αρ. 2 παρ. 6 στ'.

<sup>438</sup> TA9-2024/0350 ο.π., αιτ. σκ. 68: «The exact identification of the moment when an event becomes final is not always straightforward. In order to enable the issuer to identify the moment when disclosure of the relevant information is required, the Commission should be empowered to adopt a delegated act to set out a non-exhaustive list of final events in protracted processes which would trigger the obligation to disclose the information and, for each event, the moment when the event is deemed to have occurred».

<sup>439</sup> T. Kuthe ZIP ο.π.

καθιστώντας και πάλι δυσχερές, σε περιπτώσεις, στις οποίες ο διαχωρισμός του τί αποτελεί δημοσιευτέα πληροφορία και τί όχι, απαιτεί εξειδικευμένη και σε βάθος ανάλυση των πραγματικών περιστατικών της εκάστοτε κατάστασης.<sup>440</sup> Πάντως, ένας τέτοιος κατάλογος, πέραν του ότι θα χρήζει διαρκούς ενημέρωσης, αναμένεται να αποτελείται από περιορισμένο αριθμό γενικευμένων περιπτώσεων, χωρίς να προσφέρει σημαντική διευκόλυνση στους εκδότες, σε σύγκριση με αυτά που είναι ήδη γνωστά από τη νομολογία και τη βιβλιογραφία.<sup>441</sup> Έτσι, αν και στόχος της Επιτροπής αποτελεί η όσον το δυνατόν καλύτερη εξασφάλιση της ασφάλειας δικαίου, οι εκδότες στην πραγματικότητα μάλλον δε θα δύναντο να επαναπαύονται στις νέες ρυθμίσεις περί δημοσιοποίησης, και ιδίως στην «ασφάλεια» ενός ενδεικτικού καταλόγου, καθώς πάντα στη χρηματιστηριακή πρακτική ένα γεγονός «χρωματίζεται» διαφορετικά ανάλογα την εκάστοτε περίσταση.<sup>442</sup>

Θεωρητικά, η νέα ρύθμιση παρέχει ένα πλεονέκτημα στους εκδότες, μειώνοντας το κόστος κανονιστικής συμμόρφωσης γι' αυτούς, καθώς πλέον δε θα υφίσταται η ανάγκη προσφυγής σε εξειδικευμένους συμβούλους, προκειμένου να διαπιστωθεί αν μία πληροφορία αναφορικά με ενδιάμεσο στάδιο σύνθετης διαδικασίας, αποτελεί προνομιακή πληροφορία, που χρήζει δημοσιοποίησης ή όχι, καθώς δημοσιευτέο θα είναι πλέον μόνο το «τελικό γεγονός» τέτοιων διαδικασιών. Ωστόσο, όπως και ανωτέρω εκτέθηκε, αμφισβητείται αν κάτι τέτοιο θα ισχύσει στην πράξη, καθώς η νέα ρύθμιση δεν εξαλείφει ουσιαστικά τις δυσχέρειες που αντιμετώπιζαν πάντοτε οι εκδότες σχετικά με την υποχρέωσή τους για δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών σε διαδικασίες συγχωνεύσεων ή εξαγορών, που ανακύπτουν ήδη από τα ενδιάμεσα τους στάδια. Ούτε, όμως, φαίνεται να διευκολύνονται οι εκδότες ως προς τη διαπίστωση του τί συνιστά «τελικό γεγονός», δημοσιευτέο, παρά την εισαγωγή ενδεικτικού καταλόγου, κάτι το οποίο υπονομεύει βέβαια, και υπό το νέο καθεστώς, την ασφάλεια δικαίου.

Τα πράγματα εξάλλου δεν είναι τόσο σαφή και για τους επενδυτές. Από τη μία, θα λέγαμε ότι η εισαγωγή ενός στενότερου ορισμού της προνομιακής πληροφορίας για τους σκοπούς της υποχρέωσης δημοσιοποίησης σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, είναι σε ένα βαθμό επωφελής, καθώς μειώνει την αποκάλυψη προκαταρκτικών, ανακριβών πληροφοριών, συμβάλλοντας στη λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων.<sup>443</sup> Από την άλλη, ωστόσο, περιορίζεται και ο όγκος και η ταχύτητα, που διοχετεύονται οι πληροφορίες στους επενδυτές, μη εξυπηρετούμενης της αποτελεσματικής

---

<sup>440</sup> Kuthe ZIP ο.π., σελ. 781, όπου παραθέτει τα εξής παραδείγματα: Σε μια εταιρεία, που βρίσκεται σε έντονη ανάπτυξη, το ερώτημα αν υπάρχει άλμα κερδοφορίας που επηρεάζει την τιμή της μετοχής, πρέπει να κριθεί διαφορετικά από μια εταιρεία που βρίσκεται σε στασιμότητα. Αντίστοιχα, μια εταιρεία που έχει αποκαλύψει επανειλημμένα σε ανακοινώσεις της ότι έχει ανάγκη για κεφάλαια και θα διεξαχθούν χρηματοδοτικές διαπραγματεύσεις, το ερώτημα αν οι πληροφορίες για αυτές είναι πρόσφορες να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής, θα πρέπει να κριθεί διαφορετικά από ότι σε μια εταιρεία για την οποία δεν έχουν δημιουργηθεί υποψίες στην αγορά ότι υπάρχει ανάγκη για κεφάλαια.

<sup>441</sup> Kuthe ZIP ο.π.

<sup>442</sup> Robin Misterek. Die Insiderinformation im Spannungsverhältnis von Ad-hoc – Publizität und Insiderhandelsverbot. Eine Kritik an der Normstruktur der Maund den Reformplänen im Rahmen eines EU Listing Acts, ZIP 8/2023, 400 επ. (408-409).

<sup>443</sup> SWD (2022) 762 τελικό ο.π., 62.

πληροφόρησής τους. Ο εν λόγω περιορισμός, ωστόσο, θα μπορούσε να έχει και τα αντίθετα αποτελέσματα σε κάποιες περιπτώσεις, όταν δηλαδή διατίθεται στο επενδυτικό κοινό υπερπληθώρα πληροφοριών (information overload), τις οποίες αυτό δε δύναται να αξιολογήσει ορθά, παθογένεια η οποία έχει επισημανθεί υπό το ισχύον καθεστώς του MAR.

Εκ των ανωτέρω συμπεραίνουμε, ότι η τροποποίηση του άρθρου 17 MAR, αν και φαίνεται θεωρητικά να διαδραματίζει, σε γενικές γραμμές, θετικό ρόλο, στην πράξη, δεν επιλύει ουσιαστικά τις δυσχέρειες που ανακύπτουν στα πλαίσια σύνθετων εταιρικών πράξεων, ούτε γενικότερα τα προβλήματα που έχει προκαλέσει η υιοθέτηση του ενιαίου ορισμού της προνομιακής πληροφορίας σε ευρωπαϊκό επίπεδο.<sup>444</sup>

#### **5.4.2. Αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών.**

Υπό το καθεστώς του MAR, η αναβολή της δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών διενεργείται με ευθύνη του εκδότη, εφόσον συντρέχουν οι τρεις προϋποθέσεις που αναφέρονται στο άρθρο 17 παρ. 4 του MAR.<sup>445</sup>

Αρχικά, στο άρθρο 17 παρ. 4 στοιχ. β' του MAR τίθεται ως προϋπόθεση της αναβολής, αυτή να μην είναι ικανή να παραπλανήσει το κοινό. Πλέον, αυτή η γενική προϋπόθεση αντικαθίσταται από την προϋπόθεση η πληροφορία που προτίθεται να αναβάλει τη δημοσιοποίησή της ο εκδότης, να μην έρχεται σε αντίθεση με την τελευταία δημόσια ανακοίνωση ή άλλο είδος κοινοποίησής του, σχετικά με το ίδιο θέμα στο οποίο αναφέρεται η πληροφορία αυτή.<sup>446</sup> Η προϋπόθεση αυτή, ουσιαστικά, αντιστοιχεί στα κριτήρια που τίθενται στις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA<sup>447</sup> για το ζήτημα της παραπλάνησης του κοινού. Καθίσταται αμέσως αντιληπτό ότι ουδεμία ουσιαστική αλλαγή επέρχεται στην πράξη.<sup>448</sup>

Οι άλλες δύο προϋποθέσεις, που θα πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά με την ανωτέρω για τη νόμιμη αναβολή,<sup>449</sup> παραμένουν αμετάβλητες. Επισημαίνεται, ότι, όπως και υπό το ισχύον καθεστώς, έτσι και η πρόταση Κανονισμού προβλέπει ότι η ESMA θα εκδώσει κατευθυντήριες γραμμές για την κατάρτιση ενός μη εξαντλητικού ενδεικτικού καταλόγου των νομίμων συμφερόντων του εκδότη. Περαιτέρω, και προκειμένου να παρασχεθούν οι σχετικές διευκρινίσεις, η Επιτροπή επρόκειτο να εκδώσει κατ' εξουσιοδότηση πράξη για την κατάρτιση μη εξαντλητικού καταλόγου των καταστάσεων, στις οποίες οι προνομιακές πληροφορίες, που ο εκδότης προτίθεται να καθυστερήσει να δημοσιοποιήσει, έρχονται σε αντίθεση με την τελευταία δημόσια

---

<sup>444</sup> Για εναλλακτικές βλ. αναλυτικά σε υπό δημοσίευση Κ. Σερδάρης ο.π., ο οποίος προτείνει την εισαγωγή ενός εξαντλητικού καταλόγου γεγονότων, η επέλευση των οποίων θα ενεργοποιεί την άμεση δημοσιοποίηση, κατά τα πρότυπα του αμερικανικού μοντέλου, ωστόσο κάτι τέτοιο έχει απορριφθεί από την Επιτροπή.

<sup>445</sup> Βλ. αναλυτικά για την αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών και τις προϋποθέσεις της στο κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> της παρούσας.

<sup>446</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., άρ. 2 παρ. 6γ στοιχ. β'.

<sup>447</sup> ESMA 70-159-4966, 13.04.2022, 5.2.

<sup>448</sup> Βλ. Kuthe ZIP ο.π., όπου αναφέρεται συγκεκριμένα ότι «Είναι λυπηρό που ο νομοθέτης παρέμεινε στη γραμμή της ESMA, διότι αμφισβητείται αν κάτι τέτοιο εξυπηρετεί τα συμφέροντα της διαφάνειας της αγοράς».

<sup>449</sup> Βλ. άρθρο 17 παρ. 4 στοιχ. α' και γ' MAR.



ανακοίνωση ή άλλο είδος κοινοποίησής του, σχετικά με το ίδιο θέμα στο οποίο αναφέρονται οι προνομιακές πληροφορίες.<sup>450</sup>

Περαιτέρω, η πρόταση Κανονισμού εισήγαγε τροποποίηση ως προς το χρόνο γνωστοποίησης της αναβολής δημοσιοποίησης στην αρμόδια εποπτική αρχή. Έτσι, ενώ κατά τον MAR, ο εκδότης υποχρεούται να ενημερώσει την αρμόδια αρχή για την αναβολή της γνωστοποίησης των πληροφοριών και να παράσχει εγγράφως εξηγήσεις για τον τρόπο με τον οποίο πληρούνταν οι προϋποθέσεις αναβολής, αμέσως μετά τη γνωστοποίηση των πληροφοριών στο κοινό, βάσει της πρότασης Κανονισμού,<sup>451</sup> ο εκδότης θα πρέπει να ενημερώνει την αρμόδια αρχή αμέσως μετά τη λήψη της απόφασης για αναβολή της γνωστοποίησης, προκειμένου να μπορούν οι αρμόδιες αρχές να λαμβάνουν έγκαιρα πληροφορίες σχετικά με τις αναβολές. Ωστόσο, δε θα πρέπει να απαιτείται από τις αρμόδιες αρχές να εγκρίνουν τις εν λόγω αναβολές. Τούτο, ενδεχομένως να προκαλεί πρακτικά μία χρονική πίεση στους εκδότες.<sup>452</sup>

Πάντως, αναφορικά με την αναβολή δημοσιοποίησης σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, όπου σχεδόν πάντα προκύπτουν προνομιακές πληροφορίες, αυτές, όπως διαφαίνεται κατά τις νέες ρυθμίσεις, δε θα καλύπτονται πλέον από το νέο άρθρο 17 παρ. 4.<sup>453</sup> Ως εκ τούτου, καταδεικνύεται ότι στην πράξη η αναβολή, πιθανώς, να εφαρμόζεται σε πληροφορίες που αφορούν μεμονωμένα, αναπάντεχα γεγονότα, όπως ένα ξαφνικό ελάττωμα προϊόντος, και η απόφαση για αναβολή ενδέχεται να λαμβάνεται επίσης ξαφνικά και ad hoc, καθιστώντας την άμεση ενημέρωση της αρχής δυσχερή σε κάποιες περιπτώσεις.<sup>454</sup> Βέβαια, ο αριθμός των περιπτώσεων οι οποίες θα χρήζουν αναβολής γνωστοποίησης, επρόκειτο μάλλον να μειωθεί σημαντικά, λόγω των νέων διατάξεων περί μη υποχρέωσης άμεσης δημοσιοποίησης πληροφοριών, που αφορούν επιμέρους στάδια σύνθετων εταιρικών πράξεων, εφόσον διασφαλίζεται η εμπιστευτικότητά τους από τον εκδότη.

Τέλος, απαιτείται η όσο το δυνατόν συντομότερη γνωστοποίηση στο κοινό, σε περίπτωση που η εμπιστευτικότητα δεν είναι πλέον διασφαλισμένη, όχι μόνο μίας προνομιακής πληροφορίας, της οποίας η δημοσιοποίηση έχει αναβληθεί κατά τα ανωτέρω, αλλά και μίας προνομιακής πληροφορίας που σχετίζεται με ενδιάμεσα στάδια σύνθετων διαδικασιών και δεν έχει γνωστοποιηθεί κατά το νέο άρθρο 17 παρ. 1.<sup>455</sup>

### **5.4.3. Η έννοια του «ασφαλούς λιμένα» στη βολιδοσκόπηση της αγοράς (Market Sounding).**

Η επόμενη επικείμενη αναμόρφωση αφορά το άρθρο 11 του MAR για τις βολιδοσκοπήσεις της αγοράς και αξίζει να αποτελέσει ένα μέρος του παρόντος

<sup>450</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αρ. 2 παρ. 6στ.

<sup>451</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 61.

<sup>452</sup> Βλ. σχετικά με το ζήτημα αναλυτικά σε T. Kuthe ZIP, ο.π., σελ. 782.

<sup>453</sup> στην παρ. 4 του άρθρου 17 προστίθεται 4<sup>ο</sup> εδάφιο ως εξής: «Non-disclosure by an issuer or an emission allowance market participant of inside information related to intermediate steps in protracted processes, according to paragraph 1, is not subject to the requirements provided for in this paragraph.».

<sup>454</sup> Βλ. Kuthe ZIP ο.π.

<sup>455</sup> Πρόταση Κανονισμού ο.π., αρ. 2 παρ. 6 ε, με το οποίο τροποποιούνται τα εδ. 1 και 2 της παρ. 7 του αρ. 17.

κεφαλαίου, καθώς αποτελεί τον «ασφαλή λιμένα» από την παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, με σημαντικές πρακτικές προεκτάσεις.

Συγκεκριμένα, ρυθμίζονται οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ ενός παρόχου χρηματοπιστωτικών μέσων και ενός ή περισσότερων δυνητικών επενδυτών, πριν από την ανακοίνωση μιας συναλλαγής, η οποία διεξάγεται για να εκτιμηθεί το ενδιαφέρον των δυνητικών επενδυτών για μια πιθανή συναλλαγή, καθώς και οι συνθήκες που σχετίζονται με αυτή, όπως το μέγεθος και η τιμολόγησή της.<sup>456</sup> Πρόκειται, ιδίως, για περιπτώσεις που μία επιχείρηση ή ένας εκδότης<sup>457</sup> σκοπεύουν να διαθέσουν μεγάλες, κατά βάση, ποσότητες τίτλων στην αγορά και για το λόγο αυτό επιθυμούν να έλθουν σε επαφή με εν δυνάμει επενδυτές.<sup>458</sup>

Οι βολιδοσκοπήσεις αποτελούν σημαντικό εργαλείο για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών, ιδίως όταν αυτές είναι ευμετάβλητες.<sup>459</sup> Ωστόσο, κατά τη διενέργειά τους, караδοκεί πάντοτε ο κίνδυνος αποκάλυψης προνομιακών πληροφοριών,<sup>460</sup> ο οποίος συχνά θεωρείται εμπόδιο για τη διεξαγωγή των βολιδοσκοπήσεων.<sup>461</sup>

Για αυτόν τον λόγο και κατ' επιταγή της ασφάλειας δικαίου, θεσπίζονται ορισμένοι κανόνες οι οποίοι αποτελούν μία ρήτρα «ασφαλούς λιμένα», προς όφελος του προσώπου που διενεργεί βολιδοσκόπηση αγοράς.<sup>462</sup> Αυτός ο «ασφαλής λιμένας» (safe harbor) προσφέρει την εξής επιλογή: Εάν ο αποκαλύπτων τις προνομιακές πληροφορίες, συμμετέχων στην αγορά, επιλέξει να τηρήσει τους κανόνες που έχουν θεσπιστεί στο άρθρο 11 του MAR, απολαμβάνει προστασίας από την κατηγορία για παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, κατά τη διενέργεια της βολιδοσκόπησης.<sup>463</sup> Οι παράγραφοι 3 και 5 του άρθρου 11 MAR ορίζουν τις προϋποθέσεις, με τις οποίες θα πρέπει να έχει συμμορφωθεί υποχρεωτικά αυτός που αποκαλύπτει πληροφορίες στα πλαίσια βολιδοσκόπησης, προκειμένου να τύχει προστασίας από την ρήτρα «ασφαλούς λιμένα».

Υπό το νέο καθεστώς, η τήρηση των εν λόγω προϋποθέσεων δεν είναι πλέον υποχρεωτική, προκειμένου να ενεργοποιηθεί η ρήτρα προστασίας. Αυτό διαφαίνεται ιδιαίτερα από τη διατύπωση της νέας παραγράφου 4 εδάφιο 1 του άρθρου 11, όπου ορίζεται ότι ένας συμμετέχων στην αγορά «μπορεί να επιλέξει» να συμμορφωθεί, κατά

<sup>456</sup> Βλ. άρθρο 11 παρ. 1 MAR.

<sup>457</sup> Συμπεριλαμβανομένου από τον Κανονισμό και κάθε δευτερογενώς προσφέροντα χρηματοπιστωτικό μέσο, οποιονδήποτε συμμετέχοντα σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής, καθώς και οποιονδήποτε τρίτο ενεργεί εξ ονόματος ή για λογαριασμό εκδότη.

<sup>458</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 386.

<sup>459</sup> Βλ. Προϊμιο MAR, σκέψη 32.

<sup>460</sup> Β. Τουντόπουλος ο.π., σελ. 387.

<sup>461</sup> T. Kuthe ZIP ο.π.

<sup>462</sup> T. Kuthe ZIP ο.π., Β. Τουντόπουλος ο.π.

<sup>463</sup> Βλ. σχετικά T. Kuthe ZIP ο.π., βλ. επίσης το άρθρο 10 παρ. 1 MAR σύμφωνα με το οποίο: «...παράνομη ανακοίνωση προνομιακής πληροφορίας συντρέχει... εκτός εάν η ανακοίνωση γίνεται κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του.», καθώς και το άρθρο 11 παρ. 4 MAR όπου ορίζεται ότι: «...τυχόν αποκάλυψη προνομιακής πληροφορίας που πραγματοποιείται στο πλαίσιο μιας βολιδοσκόπησης της αγοράς θεωρείται ότι έχει πραγματοποιηθεί κατά τη συνήθη άσκηση της εργασίας του επαγγέλματος ή των καθηκόντων ενός προσώπου, εφόσον ο συμμετέχων στην αγορά ο οποίος αποκαλύπτει πληροφορίες έχει συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις που ορίζονται στις παραγράφους 3 και 5 του παρόντος άρθρου.»

τη διακριτική του ευχέρεια, με τις απαιτήσεις που θέτει το ίδιο άρθρο στα σημεία (α) – (στ) (“A market participant may choose to comply with all of the following conditions...”).<sup>464</sup> Σε κάθε περίπτωση, όποιος επιλέξει να μην τηρήσει τις προϋποθέσεις, χάνει το πλεονέκτημα της ρήτρας, ότι οι προνομιακές πληροφορίες αποκαλύφθηκαν νόμιμα στα πλαίσια της βολιδοσκόπησης της αγοράς.<sup>465</sup>

Η εν λόγω ρύθμιση φαίνεται να διευκολύνει σημαντικά την πρακτική των συναλλαγών, καθώς το καθεστώς της βολιδοσκόπησης της αγοράς και οι σχετικές απαιτήσεις αποτελούν, πλέον, απλώς μια επιλογή για τους συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι αποκαλύπτουν πληροφορίες, να απολαύουν προστασίας από τον ισχυρισμό περί παράνομης αποκάλυψης προνομιακών πληροφοριών.<sup>466</sup> Ταυτόχρονα, σε περίπτωση μη συμμόρφωσης, δεν εισάγεται τεκμήριο ότι οι συμμετέχοντες έχουν γνωστοποιήσει παράνομα προνομιακές πληροφορίες.<sup>467</sup> Ταυτόχρονα, προκειμένου να διασφαλιστεί η δυνατότητα των αρμόδιων εποπτικών αρχών να ακολουθούν μια διαδρομή ελέγχου όσον αφορά διαδικασία, που μπορεί να συνεπάγεται γνωστοποίηση προνομιακών πληροφοριών σε τρίτους, η πρόταση διευκρινίζει<sup>468</sup> ότι όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι αποκαλύπτουν πληροφορίες (ανεξάρτητα από το εάν προτίθενται να επωφεληθούν από τον ασφαλή λιμένα ή όχι) εξακολουθούν να τηρούν υποχρεωτικά τις απαιτήσεις της παρ. 3 του αρ. 11 MAR. Δηλαδή, εξετάζουν, πριν από τη διεξαγωγή βολιδοσκοπήσεων, αλλά και οποτεδήποτε αποκαλύπτουν πληροφορίες καθ’ όλη τη διάρκεια της διαδικασίας, εάν η εν λόγω διαδικασία αφορά προνομιακές πληροφορίες. Οφείλουν, επίσης, να καταγράφουν σε αρχείο τα συμπεράσματα και τις αιτιολογίες και να το παρέχουν στην αρχή κατόπιν αιτήσεώς της.

Οι ελαφρύνσεις σε σχέση με το προγενέστερο καθεστώς είναι προφανείς, καθώς δύναται να αποφασιστεί κατά περίπτωση, αν υπάρχει όφελος από την τήρηση των νόμιμων προϋποθέσεων ή αν μπορεί να γίνει αποδεκτή μια εναλλακτική νόμιμη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, η οποία να πληροί τις προϋποθέσεις της ρήτρας «ασφαλούς λιμένα».<sup>469</sup> Μέσω της σύναψης, λόγω χάρη, συμφωνίας εμπιστευτικότητας.<sup>470</sup>

Τέλος, φαίνεται να διευρύνεται το πεδίο εφαρμογής της έννοιας της βολιδοσκόπησης της αγοράς σε σχέση με το καθεστώς του MAR, καθώς στο νέο άρθρο 11 παρ. 1 ο ορισμός της βολιδοσκόπησης επεκτείνεται και σε περιπτώσεις όπου η συναλλαγή δεν ανακοινώνεται τελικά («ενδεχόμενη ανακοίνωση»)<sup>471</sup>

<sup>464</sup> Πρόταση Κανονισμού, αρ. 2 παρ. 4β, με το οποίο αντικαθίσταται η παρ. 4 του άρθρου 11.

<sup>465</sup> T. Kuthe ZIP ο.π.

<sup>466</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 56.

<sup>467</sup> Ibid, αιτ. σκ. 56.

<sup>468</sup> COM (2022) 762 τελικό, 29 και αιτ. σκ. 56.

<sup>469</sup> Kuthe ZIP ο.π.

<sup>470</sup> Kuthe ZIP ο.π.

<sup>471</sup> Βλ. αρ. 2 παρ. 4<sup>α</sup>, με την οποία τροποποιείται το άρθρο 11 παρ. 1 ως εξής: «Μια βολιδοσκόπηση της αγοράς περιλαμβάνει τη διαβίβαση πληροφοριών πριν από την ενδεχόμενη ανακοίνωση μιας συναλλαγής...» (“A market sounding comprises the communication of information prior to the announcement of a transaction, if any...”).

#### 5.4.4. Κατάλογοι προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες (Insiderverzeichnis).

Σημαντικές ελαφρύνσεις φαίνεται να εισάγονται για τους εκδότες σε σχέση με τη διαχείριση των καταλόγων ατόμων που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες (insiders), υποχρέωση που ρυθμίζεται στο άρθρο 18 του MAR και αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα προληπτικά της κατάχρησης της αγοράς μέτρα, μαζί με την υποχρέωση δημοσιοποίησης και την αναφορά των συναλλαγών που διενεργούνται από διευθυντικά στελέχη εκδοτών, καθώς επιτελεί σημαντικές λειτουργίες του δικαίου της κατάχρησης.<sup>472</sup>

Υπό τον MAR, οι εκδότες υποχρεούνται να καταρτίζουν έναν κατάλογο με όλα τα άτομα που έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, όταν αυτά αναλαμβάνουν καθήκοντα για τον εκδότη βάσει σύμβασης εργασίας ή παροχής υπηρεσιών ή άλλως, καθήκοντα τα οποία τους παρέχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες.<sup>473</sup> Έτσι, μόλις υπάρξουν προνομιακές πληροφορίες στην εκδότρια εταιρεία ή όταν διαφαίνεται ότι είναι πιθανό να δημιουργηθούν τέτοιες πληροφορίες, γεννάται η υποχρέωση για την τήρηση του καταλόγου των insiders,<sup>474</sup> ο οποίος θα πρέπει να επικαιροποιείται άμεσα, όταν μεταβάλλεται η αιτία καταχώρησης ενός ατόμου που υπάρχει ήδη στον κατάλογο,<sup>475</sup> όταν προκύψει ένα νέο μη καταχωρημένο άτομο, το οποίο αποκτά πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες,<sup>476</sup> καθώς και όταν ένα άτομο παύει να έχει πλέον πρόσβαση σ' αυτές.<sup>477</sup>

Υπό το νέο καθεστώς, η εν λόγω υποχρέωση απλουστεύεται, καθώς οι εκδότες μπορούν να τηρούν (μόνο) έναν κατάλογο των «μόνιμων» προσώπων, που λόγω της φύσης των καθηκόντων τους ή της θέσης τους στην εκδότρια εταιρεία έχουν σχεδόν σε τακτική βάση πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες (permanent insider list),<sup>478</sup> σε αντίθεση με τη ρύθμιση του MAR, όπου προβλέπεται η υποχρέωση για κατάρτιση καταλόγου όλων των προσώπων, που εργάζονται ή ασκούν καθήκοντα στον εκδότη και έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες. Τούτο αποτελεί στην πράξη μια σημαντική ελάφρυνση για τους εκδότες, καθώς η ενημέρωση του καταλόγου περιορίζεται στο εξής σε περιστασιακές αλλαγές, όπως λόγω χάρη όταν αλλάζει το διοικητικό συμβούλιο ή η διεύθυνση του νομικού τμήματος.

Ο εν λόγω «απλουστευμένος» κατάλογος, που συμπεριλαμβάνει μόνο τα πρόσωπα με τακτική πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, λόγω της θέσης ή των καθηκόντων τους, ίσχυε ως υποχρέωση υπό το καθεστώς του MAR, για τους εκδότες των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε αγορά ανάπτυξης MME. Εν προκειμένω, η πρόταση Κανονισμού,<sup>479</sup> λαμβάνοντας υπόψη τη

<sup>472</sup> Βλ. αναλυτικά γι' αυτές σε Ν. Βερβεσός ο.π., σελ. 180-181.

<sup>473</sup> Βλ. άρθρο 18 παρ. 1 στοιχ. α' MAR.

<sup>474</sup> Kuthe ZIP ο.π.

<sup>475</sup> Βλ. άρθρο 18 παρ. 4 στοιχ. α' MAR.

<sup>476</sup> Βλ. άρθρο 18 παρ. 4 στοιχ. β' MAR.

<sup>477</sup> Βλ. άρθρο 18 παρ. 4 στοιχ. γ' MAR.

<sup>478</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 62.

<sup>479</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 62.

διαθεσιμότητα άλλων υφιστάμενων εποπτικών εργαλείων επιβολής, θεώρησε σκόπιμο να χρησιμοποιείται η ίδια προσέγγιση για όλους συνολικά τους εκδότες.

Παρέχεται, πάντως, η δυνατότητα, στα κράτη μέλη, των οποίων οι εκδότες είναι εγγεγραμμένοι για τουλάχιστον τα τελευταία πέντε χρόνια σε μια ρυθμιζόμενη αγορά, να διατηρήσουν την ισχύουσα ρύθμιση, εφόσον αυτό δικαιολογείται από ζητήματα ακεραιότητας της εθνικής αγοράς. Δηλαδή, να υποχρεούνται οι εκδότες, όπως και υπό τις ισχύουσες ρυθμίσεις, να καταρτίζουν κατάλογο με όλα τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σε προνομιακή πληροφορία και εργάζονται γι' αυτούς ή ασκούν σχετικά καθήκοντα (όπως σύμβουλοι, λογιστές κλπ) (full insider list).<sup>480</sup>

Η πρόταση Κανονισμού φαίνεται, επομένως, να εισάγει δύο είδη καταλόγων προσώπων με πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, έναν «μόνιμο», με την έννοια ότι τα καταγεγραμμένα πρόσωπα είναι μόνο αυτά που έχουν μόνιμα τακτική πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, και έναν «πλήρη», ο οποίος είναι ουσιαστικά αυτός που ισχύει υπό τον MAR και αφορά όλα τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σε τέτοιες πληροφορίες, όπως περιγράφονται στο άρθρο 18 παρ. 1 στοιχ. α' του MAR. Η διαφορά έγκειται στο ότι, πλέον, ο πρώτος ως άνω κατάλογος είναι αυτός που υποχρεούνται βάσει του νέου κανονιστικού πλαισίου να τηρούν όλοι οι εκδότες, ενώ η τήρηση του δεύτερου (αντί του πρώτου) αποτελεί επιλογή που δίνεται στα κράτη μέλη από τον Κανονισμό, εφόσον πληρούνται οι σε αυτόν τιθέμενες προϋποθέσεις, απλουστεύοντας, έτσι, τη σχετική υποχρέωση για τους εκδότες.

Περαιτέρω, παρέχεται σχετική εξουσιοδότηση στην ESMA να επανεξετάσει τα εκτελεστικά τεχνικά πρότυπα που ισχύουν για τους καταλόγους των εκδοτών που γίνονται δεκτοί προς διαπραγμάτευση σε αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, προκειμένου να επεκταθεί ο εν λόγω μορφότυπος στους «νέους» καταλόγους.<sup>481</sup>

#### **5.4.5. Συναλλαγές προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα.**

Οι διατάξεις του άρθρου 19 του MAR αποτελούν από τους βασικούς μηχανισμούς πρόληψης της κατάχρησης αγοράς, καθώς συμβάλλουν στη διασφάλιση της διαφάνειας της αγοράς, μέσω, κυρίως, της άμβλυνσης οποιουδήποτε τυχόν πληροφοριακού προβαδίσματος των διευθυντικών στελεχών των εκδοτών.<sup>482</sup> Ως εκ τούτου αξίζει να αναφερθούμε στις επικείμενες αναμορφώσεις του εν λόγω άρθρου.

Σύμφωνα με τον MAR,<sup>483</sup> τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα, καθώς και τα πρόσωπα που έχουν στενούς δεσμούς με αυτά, γνωστοποιούν στον εκδότη και την εκάστοτε εθνική αρμόδια αρχή κάθε συναλλαγή που πραγματοποιείται για ίδιο ή άλλο λογαριασμό και η οποία σχετίζεται με τις μετοχές ή τους χρεωστικούς τίτλους του εκδότη ή με παράγωγα μέσα ή με άλλα συνδεδεμένα χρηματοπιστωτικά

<sup>480</sup>COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 63.

<sup>481</sup> Πρόταση Κανονισμού, αρ. 2 παρ. 7β, με το οποίο αντικαθίσταται η παρ. 9 του άρθρου 18 ως εξής: «ESMA shall review the implementing technical standards on the alleviated format of the insider lists for issuers admitted to trading on SME growth markets to extend the use of such a format to all insider lists referred to in paragraphs 1 and 6, first and second subparagraphs...».

<sup>482</sup> Βλ. αναλυτικά σχετικά με την εν λόγω ρύθμιση Ν. Βερβεσός, Νομική Βιβλιοθήκη ο.π., σελ. 178 – 180.

<sup>483</sup>Βλ. άρθρο 19 παράγραφοι 1, 8 και 9 MAR. Αντίστοιχα με τον εκδότη ορίζεται και για τον συμμετέχοντα σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής.

μέσα, όσον αφορά κάθε μετέπειτα συναλλαγή μετά τη συμπλήρωση συνολικού ποσού 5.000,00 ευρώ εντός ενός ημερολογιακού έτους. Μία αρμόδια αρχή δύναται να αποφασίσει να αυξήσει το ύψος των συναλλαγών στα 20.000,00 ευρώ.

Θεωρείται, γενικά, ότι το προβλεπόμενο κατώτατο όριο είναι υπερβολικά χαμηλό, με αποτέλεσμα να ενεργοποιείται πολλάκις αδικαιολόγητα η υποχρέωση γνωστοποίησης μη σημαντικών συναλλαγών.<sup>484</sup> Με την πρόταση Κανονισμού αυξάνεται το κατώτατο όριο του ποσού που ενεργοποιεί την υποχρέωση γνωστοποίησης των συναλλαγών στα 20.000,00 ευρώ. Περαιτέρω, δίδεται αρμοδιότητα στις αρχές να αυξήσουν το ποσό αυτό στα 50.000,00 ευρώ.<sup>485</sup>

Η εν λόγω ρύθμιση φαίνεται να αποσκοπεί στην άμβλυνση των κανονιστικών εμποδίων για τους εκδότες, που προκύπτουν από την εφαρμογή του ισχύοντος καθεστώτος συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα,<sup>486</sup> διασφαλίζοντας παράλληλα ότι η ελάφρυνση αυτή δε θίγει την προστασία των επενδυτών και την ακεραιότητα της αγοράς.

#### **5.4.6. Λοιπές τροποποιήσεις.**

Τέλος, για μία ολοκληρωμένη επισκόπηση των επικείμενων αναμορφώσεων, θα αναφερθούμε συνοπτικά σε κάποιες ακόμη αλλαγές σε σχέση με το ισχύον καθεστώς, που πρόκειται να επέλθουν στον Κανονισμό 596/2014 για την κατάχρηση αγοράς, ωστόσο δεν άπτονται ακριβώς στην προβληματική της παρούσας εργασίας.

Επίκειται, λοιπόν, η αναμόρφωση του άρθρου 5 του MAR, που εισάγει εξαίρεση από την κατάχρηση αγοράς για συναλλαγές με ίδιες μετοχές στο πλαίσιο προγράμματος επαναγοράς, με την απλοποίηση των απαιτήσεων γνωστοποίησης των συναλλαγών στα πλαίσια προγράμματος επαναγοράς μετοχών στην αρμόδια αρχή και στο κοινό.<sup>487</sup> Εισάγεται, έτσι, η δυνατότητα γνωστοποίησης, πλέον, μόνο στην αρχή της σημαντικότερης από άποψη ρευστότητας αγοράς (“most relevant market in terms of liquidity”).

Σημαντική αναμόρφωση σε σχέση με τα ισχύοντα, επίκειται και σχετικά με το άρθρο 7 παρ. 1 στοιχ. δ' του MAR. Ο υφιστάμενος ορισμός του εν λόγω άρθρου κρίθηκε πολύ περιορισμένος, με την έννοια ότι εφαρμόζεται μόνο σε πρόσωπα που είναι επιφορτισμένα με την εκτέλεση εντολών, ενώ και άλλα πρόσωπα ενδέχεται να γνωρίζουν μια επικείμενη εντολή ή συναλλαγή. Συνεπώς, προτείνεται η διεύρυνσή του, ώστε να καλύπτει επίσης περιπτώσεις όπου οι πληροφορίες διαβιβάζονται μέσω της διαχείρισης ιδιόκτητου λογαριασμού ή διαχειριζόμενου κεφαλαίου, και ιδίως ώστε να

---

<sup>484</sup> Kuthe ZIP ο.π., σελ. 778.

<sup>485</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 65, άρθρο 2 παρ. 8α.

<sup>486</sup> Βλ. και άρθρο 2 παρ. 8β, με το οποίο στην παρ. 12 του άρθρου 19 επεκτείνονται οι συναλλαγές στο πεδίο εφαρμογής των εξαιρέσεων από την απαγόρευση των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα να πραγματοποιούν συναλλαγές κατά τη λεγόμενη κλειστή περίοδο, δηλαδή τις 30 ημερολογιακές ημέρες πριν από την ανακοίνωση ενδιάμεσης οικονομικής έκθεσης ή έκθεσης τέλους έτους, που ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιεί., COM (2022) 762 τελικό ο.π., αιτ. σκ. 66-67.

<sup>487</sup> Πρόταση Κανονισμού, άρ. 2 παρ. 2β.

καλύπτει όλες τις κατηγορίες προσώπων που ενδέχεται να γνωρίζουν μια μελλοντική εντολή.<sup>488</sup>

Διαφαίνεται, επιπλέον, η διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής του άρθρου 17 παρ. 5 του MAR,<sup>489</sup> ώστε να συμπεριλαμβάνεται στο πεδίο εφαρμογής της η περίπτωση εκδότη που είναι μητρική ή συνδεδεμένη επιχείρηση (related undertaking) εισηγμένου ή μη πιστωτικού ιδρύματος ή χρηματοδοτικού ιδρύματος.<sup>490</sup> Τροποποίηση επίκειται και στις σχετικές με τις κυρώσεις ρυθμίσεις, προκειμένου να καταστούν οι διοικητικές χρηματικές κυρώσεις<sup>491</sup> αναλογικότερες με το μέγεθος του εκάστοτε εκδότη.<sup>492</sup> Τέλος, η πρόταση εισάγει σημαντική καινοτομία, και συγκεκριμένα, ένα νέο άρθρο 25α για τη θέσπιση μηχανισμού CMOBS (μηχανισμός για την ανταλλαγή δεδομένων εντολών), που θα επιτρέπει στις αρμόδιες εποπτικές αρχές να ανταλλάσσουν τα δεδομένα βιβλίων εντολών, που συλλέγονται από χρηματιστήρια για τον εντοπισμό κατάχρησης της αγοράς σε διασυνοριακό πλαίσιο<sup>493</sup>.

### 5.5. Συμπεράσματα.

Συμπεραίνουμε, γενικότερα, ότι διαφαίνεται μία τάση των νέων αναμορφώσεων για απλούστευση των απαιτήσεων γνωστοποίησης/ δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών για τους εκδότες. Κάτι τέτοιο αναμένεται να έχει μεταρρυθμιστικό αντίκτυπο στην οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας για τους σκοπούς της δημοσιοποίησής της στα πλαίσια σύνθετων εταιρικών πράξεων, μίας δυσνόητης έννοιας, που ορίζεται ευρέως στον Κανονισμό MAR, προκαλώντας συχνά νομικές ασάφειες για τους εκδότες και τορπιλίζοντας την ασφάλεια δικαίου για τους επενδυτές. Τα ζητήματα διαλευκάνονται σε έναν βαθμό, ανακύπτουν, ωστόσο, ακόμη νομοθετικά κενά, ιδίως σε πρακτικό, αλλά και ερμηνευτικό επίπεδο, που ενδέχεται να δυσχεραίνουν τους εκδότες σε θέματα κανονιστικής συμμόρφωσης και, κατ' επέκταση, την ορθή πληροφόρηση και αξιολόγηση των παρεχόμενων πληροφοριών από τους επενδυτές. Τα εν λόγω κενά απορρέουν ήδη πριν από την υιοθέτηση του MAR, ιδίως από την υιοθέτηση από τον ενωσιακό νομοθέτη του ενιαίου ορισμού της προνομιακής πληροφορίας τόσο για την απαγόρευση κατάχρησης όσο και την υποχρέωση δημοσιοποίησης. Ήδη υπό το «φως» των νέων διατάξεων της πρότασης Κανονισμού, διαφαίνεται μία προσέγγιση κάλυψης των εν λόγω κενών, αμφισβητείται ωστόσο κατά πόσο εν τέλει τούτο επιτυγχάνεται στην πράξη, καθώς κι αν εξαλείφονται ουσιαστικά οι δυσχέρειες που ήδη υφίστανται σε επίπεδο σύνθετων εταιρικών γεγονότων.

Σε επίπεδο συνολικής ρύθμισης, πάντως, η όλη δέσμη μέτρων «EU Listing Act» κινείται προς μία κατεύθυνση προσαρμογής των ενωσιακών ρυθμίσεων στα ιδιαίτερα

<sup>488</sup> COM (2022) 762 τελικό, αιτ. σκ. 54, άρθρ. 2 παρ. 3, με την οποία τροποποιείται το στοιχ. δ' της παρ. 1 του άρθρου 7..

<sup>489</sup> Για την αναβολή της δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών από πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα για τη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

<sup>490</sup> Πρόταση Κανονισμού, άρθρ. 2 παρ. 6δ.

<sup>491</sup> Άρθρα 30-31 MAR.

<sup>492</sup> COM (2022) 762 τελικό, 31.

<sup>493</sup> COM (2022) 762 τελικό, 31

(οικονομικά) χαρακτηριστικά των εισηγμένων ή δυνητικά εισηγμένων επιχειρήσεων, ιδίως των ΜΜΕ, των οποίων παρακωλύεται έμμεσα η συμμετοχή στην κεφαλαιαγορά, λόγω των πολυδάπανων και εκτεταμένων κανόνων κανονιστικής συμμόρφωσης, που τίθενται τόσο για την είσοδο, όσο και για την νόμιμη μετέπειτα παραμονή στον χρηματιστηριακό χώρο.

Σε κάθε περίπτωση, δε θα πρέπει να λησμονούμε την ανάγκη για διασφάλιση της ισορροπίας μεταξύ της προστασίας των επενδυτών και της ελκυστικότητας της κεφαλαιαγοράς για τους εκδότες. Η δημιουργία ενός ευέλικτου για τους εκδότες χώρου δε σημαίνει ότι θα πρέπει να παραγκωνίζεται η ασφάλεια δικαίου εντός των κεφαλαιαγορών,<sup>494</sup> η οποία στην προβληματική της κατάχρησης της αγοράς έγκειται ακριβώς στη διατήρηση της ίσης μεταχείρισης όλων των συμμετεχόντων με την ίση πρόσβαση στην πληροφόρηση και την ορθή διαμόρφωση των τιμών.

Πάντως σε γενικές γραμμές, μπορεί να εκφράζονται επιφυλάξεις σχετικά με τις λεπτομέρειες των διατάξεων της EU Listing Act, ιδίως αναφορικά με τις ρυθμίσεις περί δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών σε σύνθετες εταιρικές πράξεις, αλλά η γενική κατεύθυνση του συνόλου των διατάξεων, θα μπορούσε να κριθεί θετική για τους εκδότες, με περιθώρια βελτιώσεων.

---

<sup>494</sup> Βλ. σχετικά Kuthe ZIP ο.π.



## ΕΠΙΛΟΓΟΣ.

Όλες οι ανωτέρω ρυθμίσεις του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, αναφορικά με την προστασία από τις πρακτικές κατάχρησης της αγοράς, έχουν το διπλό πάντοτε και αλληλοεξαρτώμενο στόχο της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς με την παράλληλη ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτήν και την προστασία τους, μέσω της διασφάλισης της πλήρους διαφάνειας και της πληροφοριακής αποτελεσματικότητας. Μεταξύ των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά δε δύναται να υπάρχει εκ των πραγμάτων πλήρης ισότητα. Ο επιχειρηματίας – επενδυτής διακρίνεται από εξειδικευμένες γνώσεις και εμπειρία, που του επιτρέπουν να αξιολογεί ορθότερα, αλλά και να έχει, λόγω της θέσης του στα πράγματα, κατά πάσα πιθανότητα, περισσότερες ευκαιρίες ενημέρωσης και πρόσβασης σε καταστάσεις και γεγονότα, που λαμβάνουν χώρα εντός της αγοράς, σε αντίθεση με έναν κερδοσκόπο – επενδυτή. Τούτο, ωστόσο, δε θα πρέπει να συνεπάγεται την έλλειψη ρυθμίσεων, που να διασφαλίζουν ότι όλοι οι επενδυτές θα έχουν ισότητα ευκαιριών στην πρόσβαση στην πληροφόρηση και με τρόπο, που να δύνανται να αξιολογούν τις πληροφορίες όσο το δυνατόν ορθότερα για τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων και να επιτυγχάνεται, έτσι, σε ένα βαθμό, το ζητούμενο της πληροφοριακής συμμετρίας.

Προς τούτο, και κατόπιν αλληπάλληλων νομοθετικών τροποποιήσεων, ο ισχύων Κανονισμός MAR, ο οποίος έχει άμεση εφαρμογή στα κράτη – μέλη, οριοθετεί ποιές πράξεις συνιστούν κατάχρηση της αγοράς, και απαγορεύει την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών, την παράνομη ανακοίνωση αυτών, αλλά και τη χειραγώγηση της αγοράς, ενώ παράλληλα θεσπίζονται διοικητικές κυρώσεις για παράβαση των ρυθμίσεων αυτών, αλλά και ποινικές με την υιοθέτηση της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση της αγοράς, η οποία μεταφέρθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με τον Ν. 4443/ 2016.

Σημαντική για την επίτευξη των ανωτέρω σκοπών, συνιστά η οριοθέτηση της έννοιας της προνομιακής πληροφορίας, μέσω εξέτασης του αν πληρούνται σωρευτικά οι προϋποθέσεις που τίθενται από τον MAR. Η εν λόγω εξέταση είναι αυτοτελής για κάθε προϋπόθεση. Έμφαση δίδεται στην προϋπόθεση του «συγκεκριμένου» χαρακτήρα της πληροφορίας, η οποία περιπλέκεται όταν η πληροφορία αφορά γεγονότα ή καταστάσεις που εξελίσσονται σε επιμέρους στάδια προκειμένου να φτάσουν στο τελικό γεγονός πραγμάτωσής τους (σύνθετες εταιρικές πράξεις). Με αυτόν τον τρόπο, μεταξύ άλλων, βασικές αρχές του δικαίου της κεφαλαιαγοράς διαπλέκονται με το εταιρικό δίκαιο, δημιουργώντας μία ιδιόμορφη μεταξύ τους σύνδεση.

Λόγω του ότι οι πράξεις αυτές αποτελούν τη συνήθη συναλλακτική πρακτική, στα πλαίσια των οποίων ανακύπτουν πληροφορίες που δύνανται να επηρεάσουν σημαντικά τη διαμόρφωση των τιμών, έχουν εγείρει τους μεγαλύτερους προβληματισμούς στο ρυθμιστικό πλαίσιο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε νομολογιακό επίπεδο.

Όπως συνεπώς εξετάσαμε, βάσει των πορισμάτων της νομολογίας του ΔικΕΕ σε μία από τις πλέον πολύκροτες αποφάσεις του, έκρινε ότι κατά την εξέλιξη σύνθετης εταιρικής πράξης, εξετάζεται αρχικά αν το μελλοντικό και ακόμα αβέβαιο τελικό

γεγονός συνιστά προνομιακή πληροφορία. Έπειτα, εάν τα ενδιάμεσα στάδια εμπίπτουν και αυτά στην έννοια της προνομιακής πληροφορίας, δηλαδή εάν υπόκεινται και αυτά αυτοτελώς σε δημοσιοποίηση, ενώ η αξιολόγηση του ενδιάμεσου σταδίου αποσυνδέεται από την πιθανότητα επέλευσης του τελικού γεγονότος. Ως «ευλόγως αναμενόμενο» κατά το ΔικΕΕ θεωρείται κάθε μελλοντικό γεγονός ή κατάσταση, η επέλευση του οποίου θεωρείται βάσει συνολικής εκτίμησης των περιστάσεων «ρεαλιστική». Οι κρίσεις αυτές αφομοιώθηκαν στις διατάξεις του MAR, όπου η μεταχείριση των ενδιάμεσων σταδίων σύνθετων εταιρικών πράξεων, ως πληροφοριών που δύνανται να είναι καθεαυτές προνομιακές, και υπόκεινται αυτοτελώς σε δημοσιοποίηση, ρυθμίζεται ρητώς.

Τις κυριότερες σύνθετες εταιρικές πράξεις στη συναλλακτική πρακτική, αποτελούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, κατά τη διάρκεια των οποίων διακινούνται πολλές φορές προνομιακές πληροφορίες. Καθοριστικό ρόλο για τη θετική έκβαση των διαπραγματεύσεων, αποτελεί η διενέργεια νομικού και οικονομικού ελέγχου επί της εταιρείας-στόχου (due diligence), στα πλαίσια διενέργειας του οποίου το ζήτημα της διακίνησης προνομιακών πληροφοριών, που εγείρουν ζητήματα κατάχρησης, θα πρέπει να κρίνεται σε μια συνολική θεώρηση των εκάστοτε συνθηκών και περιστάσεων, συμπεριλαμβανομένης της εξέτασης περί του αν και πότε ο έλεγχος αυτός συνιστά ο ίδιος προνομιακή πληροφορία. Σε γενικότερο πλαίσιο, το αν ένα επιμέρους στάδιο των εν λόγω διαδικασιών δύναται να αποτελεί προνομιακή πληροφορία, κρίνεται κατά περίπτωση, λαμβανομένων υπόψη παραμέτρων, όπως διάφορες συμφωνίες ή δεσμεύσεις, που αναλαμβάνουν τα μέρη, ενώ όσο πιο κοντά βρίσκεται ένα στάδιο στην πραγμάτωση του τελικού γεγονότος, τόσο πιο πιθανό είναι να ανακλύψει η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, που χρήζει δημοσιοποίησης.

Το χρονικό σημείο που θα θεωρηθεί μια πληροφορία προνομιακή σε σύνθετες διαδικασίες είναι θεμελιώδους σημασίας, καθώς η κατάφαση της ύπαρξής της ενεργοποιεί τις υποχρεώσεις περί απαγόρευσης χρήσης της προνομιακής πληροφορίας για διενέργεια συναλλαγών και άμεσης δημοσιοποίησης των πληροφοριών εκείνων, που αφορούν άμεσα τον εκδότη. Ταυτόχρονα, δίδεται η δυνατότητα στον εκδότη να αναβάλει υπ' ευθύνη του προσωρινά τη δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών, τηρουμένων των νομίμων προϋποθέσεων, και ιδίως της διασφάλισης της εμπιστευτικότητας της πληροφορίας.

Η ρύθμιση αυτή περί υποχρέωσης του εκδότη για δημοσιοποίηση στο ευρύ επενδυτικό κοινό των προνομιακών πληροφοριών, που ανακλύπουν σε σύνθετες εταιρικές πράξεις και αφορούν τα ενδιάμεσα στάδια αυτών, αναμένεται να απαλειφθεί και να μην ισχύει εφεξής, με τις επικείμενες αναμορφώσεις του νέου Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (EU Listing Act), που θα ψηφιστεί πιθανώς εντός του 2024, χωρίς τούτη να είναι, ωστόσο, η μόνη αλλαγή που επίκειται να επέλθει στο δίκαιο της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών. Προληπτικά μέτρα, που υποχρεούνται να λαμβάνουν οι εκδότες, θα απλοποιηθούν αρκετά, ώστε να μπορούν να αντεπεξέλθουν στον κανονιστικό φόρτο των ρυθμίσεων του MAR. Απλουστεύσεις επέρχονται και στα ζητήματα των βολιδοσκοπήσεων της αγοράς. Περαιτέρω, και εκτός του πλαισίου της κατάχρησης, αναμένονται και άλλες

αναμορφώσεις που θα καταστήσουν τις αγορές πιο ελκυστικές για τις ενδιαφερόμενες εταιρίες και ιδίως τις ΜΜΕ.

Εν κατακλείδι, λαμβανομένης υπόψη της ολοένα και μεγαλύτερης συχνότητας με την οποία λαμβάνουν και αναμένεται να λαμβάνουν χώρα οι σύνθετες εταιρικές πράξεις, φαίνεται πως ο Κανονισμός MAR, αναφορικά με τη μεταχείριση των προνομιακών πληροφοριών, που σχετίζονται με επιμέρους στάδια τέτοιων πράξεων, αποτέλεσε σημαντική τομή στην όλη προβληματική. Παρόλαυτα, οι προβληματισμοί και οι κριτικές ως προς την αποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων στην πράξη, οι οποίοι απορρέουν ιδίως από την ενιαία ρύθμιση του ορισμού της προνομιακής πληροφορίας (one fold notion of inside information) και τις αρνητικές συνέπειες που συχνά επιφέρει για την επιτυχή έκβαση των επιχειρηματικών σχεδίων των εκδοτών, αλλά και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την προστασία τους από την πληροφοριακή ασυμμετρία, αποτελούν συχνό και εύλογο φαινόμενο. Παρόλο που ο γενικός αντίκτυπος και η συνολική κατεύθυνση των επικείμενων αναμορφώσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι θετικά για τους εκδότες, που αποτελούν ιδίως ΜΜΕ, δε φαίνεται, ωστόσο, να επιλύονται στην πράξη τα βασικά προβλήματα, που ανακύπτουν ήδη από τις ρυθμίσεις του MAR, σχετικά με τα ανωτέρω εκτιθέμενα ζητήματα, ανακύπτοντα στις σύνθετες εταιρικές πράξεις. Αναμένεται να διαπιστωθούν τα αποτελέσματά των επικείμενων αναμορφώσεων στην πράξη και οι τελικές αξιολογήσεις θα προκύψουν βάσει της εφαρμογής στη συναλλακτική πρακτική. Σίγουρα, η συγκεκριμένη θεματική θα αποτελέσει σε κάθε περίπτωση πεδίο περαιτέρω ενασχόλησης και διερεύνησης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ:

- Αλεξανδρίδου Ε., Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, 3<sup>η</sup> έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.
- Αυγητίδης Δ, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.
- Αυγητίδης Δ., Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.
- Βελέντζας Γ, Προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Ερμηνευτική προσέγγιση του νέου νομοθετικού πλαισίου (Ν. 3340/2005) και της σχετικής νομοθεσίας που εκδόθηκε κατ' εξουσιοδότηση, Επιθεώρηση τραπεζικού, αξιολογικού, χρηματιστηριακού δικαίου, 2006, σελ.1-70.
- Βερβεσός Ν, Η απαγόρευση χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών μετά την απόφαση Spector του ΔΕΚ, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, 2010, σελ. 1150-1156.
- Βερβεσός Ν., Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.
- Βερβεσός Ν, Σημ. στην ΔΕΚ C-391/2004 αποφ. της 10.5.2007 – Κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών, χειραγώγηση αγοράς και συναλλαγές face to face (face to face transactions, face to face Geschäfte), ΔΕΕ, 12/2007, ΣΕΛ. 1317-1320, ΧρηΔικ, 3/2007, σελ. 400-403.
- Γεωργιάδης Α. και Λιακόπουλος Θ., Η επιστολή προθέσεων (Letter of intent), Νομικό Βήμα, Τόμος 41, 1993, σελ. 209 – 223.
- Θωμαδάκης Στ, Η νέα Οδηγία για την κατάχρηση της αγοράς (MAD II- MAR), Μια κριτική ανάγνωση, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, 2014, Σελ. 5 επόμενα.
- Κινινή Ε, Η υποχρέωση προς δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά τον Κανονισμό 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς (MAR), Ελληνική Δικαιοσύνη, 2019, σελ. 14-45.
- Κινινή Ε., Η έννοια της εμπιστευτικής πληροφορίας στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς σκέψεις με αφορμή την από 28.6.2012 υποθ. C-19/11 Markus Geltl vs. Daimler AG, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2012, σελ. 758-770.
- Κουλορίδας Α, Η δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών κατά το ν.3340/2005, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2009, σελ. 942-957.

- Κουλουριανός Θ, Η υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου, 2013, σελ. 249 – 257.
- Λιβαδά Χ, Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας υπό το ισχύον κοινοτικό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, στο Κοινοτικό και Εμπορικό Δίκαιο, 16ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 423 – 448 Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο 2/2007, σελ. 206 – 217.
- Παπαδιαμάντης Κ., Συμβάσεις Εμπορικής Συνεργασίας, εις Παμπούκη, Χ., Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010, σελ. 594 – 626.
- Ρόκας Ν, Εμπορικές εταιρείες, εκδόσεις Σάκκουλα , 9η έκδοση 2019.
- Σωτηρόπουλος Γ, Το «δικαίωμα» διενέργειας due diligence του υποψήφιου αγοραστή μετοχών, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2008, σελ. 214 – 231.
- Σωτηρόπουλος Γ, “Soft information” και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Μια μελέτη του δικαίου ευθύνης του εκδότη κινητών αξιών, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, 1999, σελ.832-841.
- Τέλλης Δ, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή. Παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, Επισκόπηση εμπορικού δικαίου, 2009, σελ. 273-295.
- Τριανταφυλλάκης Γ, Από την προστασία της μειοψηφίας στην προστασία του μετόχου, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου 2009, Σελ. 500-536.
- Τριανταφυλλάκης Γ, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών, 2008, σελ. 521-529.
- Τουντόπουλος Β, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Β΄ Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2021.
- Ψαρουδάκης Γ., Μεταξύ γνώσης και βούλησης του insider: Η κατοχή της εμπιστευτικής πληροφορίας και η επενδυτική απόφαση, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2010, σελ. 210-219.
- Ψαρουδάκης Γ, Σκέψεις για την υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών –με αφορμή την ΔΕφΑθ 1925/2010 και την BGH ZBB 2011, 72 (“Schrempp”), Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, 2011, σελ. 492-505.

ΥΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ:

- Σερδάρης Κ., Η υποχρέωση έκτακτης πληροφόρησης επί σύνθετων εταιρικών πράξεων (αρ. 17 MAR) μετά τον Κανονισμό (ΕΕ) .../2024 (EU Listing Act), υπό δημοσίευση σε ΕΕμπΔ, 2024.

ΞΕΝΗ:

- Kuthe Thorsten, Die Änderungen des EU Listing Acts aus Emittentenricht im Prospektrecht, Aktienrecht und Marktmissbrauchsrecht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, ZIP 15/2023, 773-782.
- Misterek Robin, Die Insiderinformation im Spannungsverhältnis von Ad- hoc – Publizität und Insiderhandelsverbot. Eine Kritik an der Normstruktur der MAR und den Reformplänen im Rahmen eines EU Listing Acts, ZIP 8/2023, 400-409.
- Tountopoulos V., Disclosure of Inside Information in Cross – Border Mergers, Thomas Papadopoulos, Cross – Border Mergers – EU Perspectives and national experiences, 2019.