



Δημήτρης Κ. Αυγητίδης

Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

- Οργανωμένες αγορές ■ Επενδυτικές υπηρεσίες
- Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ■ Χρηματιστηριακές συναλλαγές
- Διαφάνεια και πληροφόρηση ■ Ενημερωτικό δελτίο ■ Κατάχρηση αγοράς
- Δημόσια πρόταση ■ Εταιρική διακυβέρνηση ■ Προστασία του επενδυτή
- Κυρώσεις ■ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Δημήτρης Κ. Αυγητίδης
Αν. Καθηγητής Νομικής Σχολής ΔΠΘ

Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

- Οργανωμένες αγορές ■ Επενδυτικές υπηρεσίες
- Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ■ Χρηματιστηριακές συναλλαγές
- Διαφάνεια και πληροφόρηση ■ Ενημερωτικό δελτίο ■ Κατάχρηση αγοράς
- Δημόσια πρόταση ■ Εταιρική διακυβέρνηση ■ Προστασία του επενδυτή
- Κυρώσεις ■ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς
Δημήτρης Κ. Αυγητίδης

ISBN 978-960-562-304-3

Σύμφωνα με το Ν. 2121/93 για την Πνευματική Ιδιοκτησία απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου, η αποθήκευσή του σε βάση δεδομένων, η αναμετάδοσή του σε ηλεκτρονική ή οποιαδήποτε άλλη μορφή και η φωτοανατύπωσή του με οποιονδήποτε τρόπο, χωρίς γραπτή άδεια του εκδότη.

ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΔΟΤΙΚΟΥ ΟΙΚΟΥ

Το περιεχόμενο του παρόντος έργου έχει τύχει επιμελούς και αναλυτικής επιστημονικής επεξεργασίας. Ο εκδοτικός οίκος και οι συντάκτες δεν παρέχουν διά του παρόντος νομικές συμβουλές ή παρεμφερείς συμβουλευτικές υπηρεσίες, ουδεμία δε ευθύνη φέρουν για τυχόν ζημία τρίτου λόγω ενέργειας ή παράλειψης που βασίστηκε εν όλω ή εν μέρει στο περιεχόμενο του παρόντος έργου.

Art Director:	Θεόδωρος Μαστρογιάννης
Υπεύθυνος Παραγωγής:	Ανδρέας Μενούνος
Φωτοστοιχειοθεσία:	Χρυσούλα Ζια
Παραγωγή:	NB Production XZ071014M23



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Μαυρομικάλη 23, 106 80 Αθήνα
Τηλ.: 210 3678 800 • Fax: 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org
Αθήνα: Μαυρομικάλη 2, 106 79 • Τηλ.: 210 3607 521
Πειραιάς: Φίλωνος 107-109, 185 36 • Τηλ: 210 4184 212
Πάτρα: Κανάρη 15, 262 22 • Τηλ.: 2610 361 600
Θεσ/νίκη: Φράγκων 1, 546 26 • Τηλ.: 2310 532 134



member of Europe's 500
dynamic enterprises



Committed to excellence

© 2014, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ ΑΕΒΕ

Στη μνήμη του πατέρα μου

Capital Markets Law
Dimitris K. Avgitidis

ISBN 978-960-562-304-3

COPYRIGHT

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, without the prior permission of NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A., or as expressly permitted by law or under the terms agreed with the appropriate reprographic rights organisation. Enquiries concerning reproduction which may not be covered by the above should be addressed to NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. at the address below.

DISCLAIMER

The content of this work is intended for information purposes only and should not be treated as legal advice. The publication is necessarily of a general nature; NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. makes no claim as to the comprehensiveness or accuracy of the information provided; Information is not offered for the purpose of providing individualized legal advice. Professional advice should therefore be sought before any action is undertaken based on this publication. Use of this work does not create an attorney-client or any other relationship between the user and NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. or the legal professionals contributing to this publication.



NOMIKI BIBLIOTHIKI

23, Mavromichali Str., 106 80 Athens Greece
Tel.: +30 210 3678 800 • Fax: +30 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org



member of Europe's 500
dynamic entrepreneurs



© 2014, NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Το δίκαιο κεφαλαιαγοράς δεν είναι μια απλή μετεξέλιξη του χρηματιστηριακού δικαίου. Η εδραίωσή του ως αυτόνομου δικαιοϊκού κλάδου ακολούθησε - με κάποια υστέρηση, όπως συνήθως συμβαίνει μεταξύ οικονομίας και δικαίου - την άνθηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Στη δεκαετία του 1990, η ανάπτυξή του συνέπεσε με τον καταγιοισμό ευρωπαϊκών νομοθετικών πρωτοβουλιών, η υποχρέωση ενσωμάτωσης των οποίων έκανε επιτακτική την οργάνωση της ίδιας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η δεκαετία αυτή ήταν μια δεκαετία οικοδόμησης του δικαίου κεφαλαιαγοράς. Σηματοδοτήθηκε από τη χειραφέτησή του από τις παραδοσιακές έννοιες του χρηματιστηριακού δικαίου, το οποίο απέβλεπε περισσότερο σε μια αυτοοργάνωση συντεχνιακού χαρακτήρα, παρά στη συστηματική οργάνωση και ταξινόμηση των νομοθετικών αναγκών της αγοράς κεφαλαίου. Η οργάνωση αυτή και ταξινόμηση συντελέστηκε περί τα τέλη της ίδιας δεκαετίας, οπότε και η νομοθετική προσέγγιση ακολούθησε τη δοκιμασμένη πορεία από το γενικό προς το ειδικό, δημιουργώντας τις συνθήκες για τη δημιουργία ενός συμπαγούς κλάδου δικαίου.

Στις αρχές της δεκαετίας του 2000, η οριοθέτηση του δικαίου κεφαλαιαγοράς από συγγενείς κλάδους έγινε πλέον σαφέστερη. Ως αποτέλεσμα ενσωμάτωσης μιας καινούριας γενεάς ενωσιακών πρωτοβουλιών, δημιουργήθηκαν οι συνθήκες για τη δημιουργία ενός οιονεί «δόγματος» δικαίου κεφαλαιαγοράς που ισορρόπησε αρχικά ανάμεσα σε δύο βασικούς δικαιιοπολιτικούς άξονες, την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και την προστασία των επενδυτών. Αν και η έκταση και το περιεχόμενο της νομοθετικής ύλης υπαγορεύτηκε πολλές φορές από την ανάγκη να αντιμετωπισθούν έκτακτες συνθήκες, θετικές ή αρνητικές, η ποιότητά της ήταν εξαιρετική και σηματοδότησε τη συγκεκριμένη περίοδο ως φάση ωρίμανσης του δικαίου κεφαλαιαγοράς.

Από το 2008 και μετά, σε αντίθεση με τις προγενέστερες φάσεις, όπου κυρίαρχη νομοθετική ανάγκη ήταν η τιθάσευση μιας ραγδαία αναπτυσσόμενης κεφαλαιαγοράς, επήλθε στροφή προς μια αντίθετη κατεύθυνση: να αντιμετωπισθεί η συρρίκνωση της ίδιας της κεφαλαιαγοράς και η κατάρρευση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτήν.

Αυτός είναι ο τρόπος που το ελληνικό (αλλά εν πολλοίς και το ενωσιακό) δίκαιο κεφαλαιαγοράς ακολούθησε τους οικονομικούς κύκλους των τελευταίων είκοσι πέντε ετών. Σήμερα, το δίκαιο αυτό (και όχι μόνον στην Ελλάδα) βρίσκεται σε κρίσιμη καμπή. Εάν κάποιος επιχειρούσε να αποδώσει τη σημερινή του κατάσταση, θα το χαρακτήριζε ως ένα δίκαιο ώριμο και συμπαγές σε ό,τι αφορά την ύλη του, ανεπαρκές όμως και αναποτελεσματικό σε ό,τι αφορά την επίτευξη των στόχων του.

Από τη μία πλευρά, η διεθνής κατάρρευση του μη ρυθμισμένου τομέα της κεφαλαιαγοράς αποτέλεσε μια από τις κύριες αιτίες της πρόσφατης δραματικής χρηματοπιστωτικής κρίσης που σάρωσε τις περισσότερες δυτικές οικονομίες και πυροδότησε την ελληνική διαρθρωτική κρίση. Από την άλλη, η κατάρρευση μεγάλων διεθνών χρηματοπιστωτικών, επενδυτικών και βιομηχανικών οίκων γκρέμισε το μύθο της ικανότητας αυτορρύθμισης των αγορών και αυτοοργάνωσης των συμμετεχόντων, στη βάση του γνωστού «αόρατου χεριού» που δήθεν όλα τα προβλέπει και όλα τα διορθώνει. Περισσότερο από ποτέ, αναδείχθηκε ότι η καλούμενη εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς δεν μπορεί να επιτευχθεί με καταφυγή σε πομπώδεις στόχους και δαιδαλώδεις σε περιεχόμενο ρυθμίσεις που αποβλέπουν στον τύπο (βλ. όγκο) και όχι στην ουσία (βλ. κατανόηση και αξιοποίηση) της πληροφόρησης και στην προστασία της συμμετοχής. Επίσης περισσότερο από ποτέ, αναδεικνύεται πλέον η σημασία της προστασίας των επενδυτών, ως υπερκείμενου στόχου που φωτίζει ή πρέπει να φωτίζει την ερμηνεία και εφαρμογή του δικαίου κεφαλαιαγοράς προς την κατεύθυνση μιας δικαιότερης κοινωνικά κατανομής των ωφελημάτων από τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, αναπόσπαστου κομματιού της οικονομίας της αγοράς.

Η προσπάθεια οριοθέτησης του αντικείμενου του δικαίου κεφαλαιαγοράς έχει εγγενείς δυσκολίες, οφειλόμενες στον πολυπρισματικό του χαρακτήρα. Οι περισσότερες συναλλαγές που ρυθμίζονται είναι μεν συναλλαγές εμπορικού δικαίου, το αντικείμενό του όμως καλύπτει ένα ευρύ φάσμα κλάδων δικαίου στο οποίο συμπεριλαμβάνονται το Αστικό, το Διοικητικό, το Ποινικό, το Συνταγματικό, το Ευρωπαϊκό Δίκαιο. Από τους κλάδους του εμπορικού δικαίου, το γενικό μέρος, το εταιρικό δίκαιο και το δίκαιο των αξιογράφων είναι αυτά που διεκδικούν εφαρμογή σε βασικές έννοιες του δικαίου κεφαλαιαγοράς, όπως οι επενδυτικές υπηρεσίες και συναλλαγές και η εισηγμένη ανώνυμη εταιρία.

Περισσότερο περιγραφικά παρά δογματικά, ως δίκαιο κεφαλαιαγοράς θα μπορούσε να θεωρηθεί το σύνολο κανόνων δικαίου που διέπουν: (α) τη δομή και λειτουργία των αγορών κεφαλαίου (πρωτογενών - δευτερογενών, οργανωμένων ή μη), (β) τους όρους πρόσβασης σε αυτές τόσο των φορέων ζήτησης κεφαλαίου όσο και των επενδυτών, (γ) την παροχή των υπηρεσιών που είναι απαραίτητες για την ως άνω πρόσβαση, (δ) τις σχέσεις (συμβατικές ή μη) και τις υποχρεώσεις των φορέων ζήτησης κεφαλαίου και των παρόχων υπηρεσιών (τραπεζών και ε.π.ε.υ.) έναντι των επενδυτών καθώς και (ε) την εποπτεία τήρησης όλων των παραπάνω.

Το βιβλίο αυτό προέκυψε ως αναπόφευκτη κατάληξη της ανάγκης συστηματικής και εκτενούς διεύρυνσης της ύλης της Εισηγμένης Ανώνυμης Εταιρίας, έτσι ώστε να αποτελέσει ένα πλήρες εγχειρίδιο δικαίου κεφαλαιαγοράς. Στοχεύει κυρίως να χρησιμεύσει ως διδακτικό εργαλείο για τους φοιτητές, μεταπτυχιακούς και προπτυχιακούς, που επιμένουν να γοητεύονται από τη συναρπαστική ύλη της κεφαλαιαγοράς. Επισημαίνονται τα πεδία που προσφέρονται για εμβάθυνση και παρατίθενται οι επιστημονικές και νομολογιακές απόψεις που τροφοδοτούν την κρι-

τική σκέψη. Για λόγους διευκόλυνσης, στα πεδία αυτά καθώς και όταν πρόκειται για λεπτομερειακές ρυθμίσεις, ακολουθείται διαφοροποιημένη τυπογραφική απότυπωση.

Εξίσου χρήσιμο εργαλείο φιλοδοξεί να αποτελέσει το παρόν και για όσους ασχολούνται με το δίκαιο κεφαλαιαγοράς από θέσεις διαφορετικές των φοιτητικών εδράνων, προάγοντας την επιστημονική συζήτηση και συνδράμοντας στη νομολογιακή εξέλιξή του.

Για την άρτια συνεργασία και την άψογη επαγγελματική συνδρομή, οφείλω ευχαριστίες στη Νομική Βιβλιοθήκη, στον επί χρόνια φίλο μου Αντώνη Καρατζά και στους εξαιρετικούς του συνεργάτες. Ευχαριστίες οφείλω επίσης στις ακούραστες συναδέλφους μου Μαρία Ορφανίδου και Χριστίνα Μαρκομιχελάκη για την ανεκτίμητη συμβολή τους στην πλέον κοπιώδη φάση της διόρθωσης των κειμένων.

Υποκύπτοντας στον πειρασμό του προλόγου για κάποιους προσωπικούς τόνους, πρώτη από όλους ευχαριστώ τη σύζυγό μου Μαρία, που στέκεται πάντοτε δίπλα και όρθια, ανιδιοτελής και υπομονετική αρωγός σε κάθε μου προσπάθεια.

Την κόρη μου Αθηνά και το γιο μου Κωστή, τους ευχαριστώ που γενναιόδωρα χαρίζουν νόημα σε όλα.

Το βιβλίο είναι αφιερωμένο στη μνήμη του πατέρα μου Κώστα, φορέα σπάνιων αξιών και αισθημάτων, παραδείγματος και οδηγού ζωής. Δύο χρόνια απουσίας του και ήδη μου έχουν λείψει πολλά. Δεν τον ξεχνώ.

Οκτώβριος 2014

Δημήτρης Κων. Αυγητίδης

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	IX
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ	XXIII

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

I. Από το χρηματιστηριακό δίκαιο στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	
<i>A. Η πρώτη νομοθεσία.....</i>	1
<i>B. Το σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.....</i>	7
1. Η προσαρμογή στις πρώτες κοινοτικές Οδηγίες.....	7
2. Η πορεία προς την δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς.....	10
3. Νομοθετικές εξελίξεις ως απόρροια της χρηματοπιστωτικής κρίσης	15
<i>Γ. Ο σκοπός του δικαίου της κεφαλαιαγοράς</i>	19
<i>Δ. Συστηματική διάρθρωση</i>	29

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΑΓΟΡΕΣ

I. Έννοια

<i>A. Η οικονομική έννοια της αγοράς.....</i>	33
<i>B. Η κεφαλαιαγορά.....</i>	35
<i>Γ. Η οργανωμένη κεφαλαιαγορά</i>	37
<i>Δ. Η έννοια της «οργανωμένης αγοράς» και τα πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης στην Οδηγία 2004/39/EK (MiFID I)</i>	39
<i>E. Από την «οργανωμένη αγορά» στους «τόπους διαπραγμάτευσης» της Οδηγίας 2014/65/EE (MiFID II)</i>	43
<i>ΣΤ. Εξωχρηματιστηριακές αγορές.....</i>	44

II. Οι οργανωμένες αγορές στην Ελλάδα

<i>A. Χορήγηση άδειας και όροι λειτουργίας</i>	45
<i>B. Η εισαγωγή και η πρόσβαση στην οργανωμένη αγορά</i>	48
<i>Γ. Οι αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών.....</i>	49

Δ. Η έξοδος από την οργανωμένη αγορά	51
1. Η διαγραφή στο κοινοτικό δίκαιο	52
2. Η διαγραφή στο ελληνικό δίκαιο	53
i. Διαγραφή από το ΧΑ	54
ii. Διαγραφή από την ΕΚ	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

I. Νομικό πλαίσιο

A. Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID I)	59
B. Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II) και ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 600/2014.....	63
Γ. Ο Ν 3606/2007.....	65

II. Γενικές διατάξεις

A. Ο φορέας των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων	68
B. Ο αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων	72
Γ. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αντικείμενο των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων	76
1. Κινητές αξίες	79
2. Μέσα της χρηματαγοράς.....	80
3. Μερίδια συλλογικών επενδύσεων	82
4. Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα.....	82
Δ. Γενικές προϋποθέσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.....	85

III. Οι ρυθμιζόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες

A. Η λήψη και διαβίβαση εντολών	87
B. Η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών	89
Γ. Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό.....	90
Δ. Η διαχείριση χαρτοφυλακίου	93
Ε. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών	99
ΣΤ. Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων.....	104
Ζ. Λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)	109

IV. Οι παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες.....

V. Υποχρεώσεις ΕΠΕΥ

A. Όροι λειτουργίας.....	111
B. Οργανωτικές απαιτήσεις	114
Γ. Κανόνες συμπεριφοράς (δεοντολογίας).....	119
1. Υποχρεώσεις πληροφόρησης	120
2. Έλεγχος καταλληλότητας	123
3. Έλεγχος συμβατότητας	127
4. Βέλτιστη εκτέλεση εντολών	130

5. Κανονισμός Αναδοχών	133
Δ. Νομική φύση οργανωτικών υποχρεώσεων και κανόνων συμπεριφοράς - Συνέπειες παραβίασης.....	135
Ε. Διοικητικές κυρώσεις	143
VI. Η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών στην οργανωμένη αγορά αξιών του ΧΑ	
A. Από τις «χρηματιστηριακές συναλλαγές» στις συναλλαγές εντός οργανωμένης αγοράς	144
B. Η σύναψη συμβάσεων αγοράς και πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων στην Αγορά Αξιών του ΧΑ	148
1. Η «κύρια» συναλλαγή αγοραπωλησίας εντός της αγοράς	148
2. Η σύμβαση παραγγελίας	152
3. Υποχρεώσεις και ευθύνη συμβαλλομένων	158
4. Παραγραφή.....	161
5. Το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο	162
VII. Σημαντικές μεταβολές μετά την έκδοση της Οδηγίας MiFID II και του Κανονισμού MiFIR	
A. Επέκταση του πεδίου εφαρμογής της Οδηγίας και σε παρόχους τρίτων χωρών	166
B. Εμπλουτισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων.....	167
Γ. Διεύρυνση των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων	167
Δ. Ενίσχυση των οργανωτικών απαιτήσεων των επιχειρήσεων επενδύσεων.....	170
Ε. Ενίσχυση του πλαισίου κατάρτισης συναλλαγών	171
ΣΤ. Ενίσχυση του πλαισίου προστασίας των επενδυτών	173
1. Κατηγορίες πελατών	173
2. Παροχή επενδυτικών συμβουλών και έλεγχος καταλληλότητας.....	174
3. Έλεγχος συμβατότητας	176
4. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών	178
5. Ο επενδυτής ως καταναλωτής	179
6. Διασταυρούμενες πωλήσεις	180

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (ΟΣΕ)

I. Ρυθμιστικό πλαίσιο	181
II. ΟΣΕ «ανοικτού τύπου»	
A. Αμοιβαίο κεφάλαιο	183
B. Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ)	186
Γ. Κοινές διατάξεις για Αμοιβαία Κεφάλαια και ΑΕΕΜΚ.....	188
1. Άρνηση χορήγησης άδειας	188
2. Απόκτηση συμμετοχής (μεριδίων ή μετοχών).....	189

3. Εξαγορά μεριδίων	192
4. Πληροφόρηση επενδυτών	193
i. Δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου	193
ii. Ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση	194
iii. Βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές	195
iv. Ανακοινώσεις και διαφημίσεις	197
5. Συγχώνευση - λύση	199
Δ. Εταιρίες διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ)	202
Ε. Θεματοφύλακας	208
III. ΟΣΕ «κλειστού τύπου»	
Α. Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ)	209
Β. Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕ-ΑΠ)	211
Γ. Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ)	214
Δ. Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ)	215

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΚΔΟΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΟΜΕΝΩΝ ΠΡΟΣΩΠΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

I. Νομικό πλαίσιο	223
II. Υποχρεώσεις πληροφόρησης	227
Α. Τακτική (χρηματοοικονομική) πληροφόρηση	229
Β. Προαιρετική τακτική πληροφόρηση	233
Γ. Έκτακτη πληροφόρηση	234
1. Δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών	234
i. Προϋποθέσεις	234
ii. Χρόνος και τρόπος δημοσιοποίησης	240
iii. Αναβολή δημοσιοποίησης	242
2. Σχολιασμός δημοσιευμάτων	244
3. Υποχρεώσεις γνωστοποίησης συναλλαγών	245
i. Υποχρέωση γνωστοποίησης μεταβολής συμμετοχών	246
ii. Υποχρέωση γνωστοποίησης συναλλαγών διευθυντικών στελεχών	251
Δ. Υποχρεώσεις τακτικής και έκτακτης ενημέρωσης με βάση τον Κανονισμό του ΧΑ	254
Ε. Κυρώσεις	259
ΣΤ. Αστική ευθύνη	261

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

I. Το ενημερωτικό δελτίο ως μορφή έκτακτης πληροφόρησης	265
Α. Ρύθμιση - Βασικές έννοιες	267
Β. Μορφή - Περιεχόμενο ενημερωτικού δελτίου	271
Γ. Η υποχρέωση σύμπραξης Αναδόχου ή Συμβούλου	277
Δ. Καθορισμός τιμής	279
Ε. Συμπλήρωμα ενημερωτικού δελτίου	280
II. Ευθύνη αναδόχου και άλλων προσώπων υπεύθυνων για το ενημερωτικό δελτίο	283
Α. Ενημερωτικό δελτίο	285
Β. Απόκτηση κινητών αξιών	285
Γ. Πλημμέλεια του ενημερωτικού δελτίου	285
Δ. Υπαιτιότητα	289
Ε. Ζημία	289
ΣΤ. Αιτιώδης συνάφεια	290
Ζ. Παραγραφή	291
III. Κυρώσεις	291

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ ΥΠΟΒΟΛΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

I. Οι δημόσιες προτάσεις εξαγοράς	
Α. Σκοπός και ιστορία της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ	295
Β. Βασικές έννοιες	299
1. Ορισμός	299
2. Προαιρετικές και υποχρεωτικές προτάσεις	300
3. Ρυθμίσεις και για τα δύο είδη προτάσεων	301
4. Υποχρεωτική δημόσια πρόταση	303
5. Ο κανόνας εξουδετέρωσης των μέτρων αμύνης («breakthrough rule»)	306
6. Δικαίωμα εξαγοράς και δικαίωμα εξόδου	307
II. Η ελληνική ρύθμιση των δημόσιων προτάσεων	309
Α. Προαιρετικές δημόσιες προτάσεις	310
Β. Διαδικασία των δημοσίων προτάσεων	312
Γ. Η ρύθμιση των υποχρεωτικών δημοσίων προτάσεων	315
1. Η υποχρέωση	315
2. Πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα	318
3. Οι εξαιρέσεις	322
4. Το αντάλλαγμα	325

Δ. Δικαίωμα εξαγοράς και δικαίωμα εξόδου.....	329
Ε. Κυρώσεις.....	331
1. Διοικητικές.....	331
2. Αστική ευθύνη.....	331

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

I. Νομικό πλαίσιο.....	333
II. Οι ρυθμίσεις του Ν 3340/2005.....	337
Α. Η απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών.....	339
1. Αντικειμενικές και υποκειμενικές προϋποθέσεις της απαγόρευσης.....	339
i. Πρωτογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών.....	339
ii. Δευτερογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών.....	345
iii. Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας.....	347
2. Εξαιρέσεις.....	357
Β. Η απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς.....	360
1. Χειραγώγηση μέσω συναλλαγών.....	363
2. Χειραγώγηση μέσω διάδοσης πληροφοριών.....	370
3. Εξαιρέσεις.....	374
Γ. Κυρώσεις.....	375
1. Διοικητικές.....	375
2. Ποινικές.....	377
i. Για την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.....	377
ii. Για την χειραγώγηση της αγοράς.....	379
Δ. Αστική ευθύνη.....	381

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΕΙΔΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ

I. Η «εισηγμένη» εταιρία ως ανώνυμη εταιρία ειδικού τύπου.....	387
II. Η εισαγωγή μετοχών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ.....	392
Α. Προϋποθέσεις σχετικές με την εταιρία.....	393
1. Νομιμότητα.....	393
2. Ελάχιστο μέγεθος.....	393
3. Διάρκεια της εταιρίας.....	394
4. Κερδοφορία.....	394

5. Φορολογικός έλεγχος.....	395
6. Εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.....	395
B. Προϋποθέσεις σχετικές με τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο της αίτησης.....	396
1. Νομιμότητα	396
2. Ελεύθερη διαπραγματευσιμότητα	396
3. Απαγόρευση μεταβίβασης μετοχών	397
4. Επαρκής διασπορά.....	398
5. Δημόσια εγγραφή	401
6. Αποπληρωμή μετοχών	402
7. Δημιουργία Ομίλου.....	402
8. Διοικητικές προϋποθέσεις	402
Γ. Διαδικασία εισαγωγής	404
1. Απόφαση εισαγωγής.....	406
2. Κατηγοριοποίηση.....	409
III. Συνέπειες εισαγωγής	
A. Ειδικές ρυθμίσεις εταιρικού δικαίου.....	412
1. Εποπτεία	413
2. Μητρώο	416
3. Δημόσια εγγραφή	416
4. Κεφάλαιο	418
5. Μετοχές	419
<i>i. Άυλη μορφή</i>	<i>419</i>
<i>ii. Δέσμευση ονομαστικών μετοχών</i>	<i>423</i>
6. Διοικητικό συμβούλιο.....	423
<i>i. Πρόσκληση</i>	<i>423</i>
<i>ii. Ασυμβίβαστα.....</i>	<i>424</i>
<i>iii. Συμβάσεις της εταιρίας με μέλη διοικητικού συμβουλίου</i>	<i>424</i>
<i>iv. Ανάθεση εξουσιών</i>	<i>425</i>
7. Γενική συνέλευση	425
<i>i. Ρυθμίσεις του Ν 3884/2010</i>	<i>425</i>
<i>ii. Άλλες ρυθμίσεις</i>	<i>431</i>
8. Τακτικός έλεγχος	434
9. Έκτακτος έλεγχος.....	435
10. Οικονομικές καταστάσεις	436
11. Εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.....	437
12. Λύση	440
13. Εξαγορά μετοχών	441

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

I. Ρυθμίσεις	445
<i>A. Διοικητικό Συμβούλιο</i>	447
1. Σύνθεση	447
2. Υποχρεώσεις μελών διοικητικού συμβουλίου	451
<i>i. Υποχρέωση ενίσχυσης της αξίας της εταιρίας και προάσπισης του εταιρικού συμφέροντος</i>	451
<i>ii. Άλλες υποχρεώσεις</i>	453
3. Κεφάλαιο	454
4. Οργανωτικές ρυθμίσεις.....	455
<i>i. Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας</i>	456
<i>ii. Εσωτερικός έλεγχος</i>	457
<i>iii. Υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων</i>	459
<i>iv. Υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων</i>	460
<i>v. Δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης</i>	460
II. Αξιολόγηση	462

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ ΔΙΑΓΡΑΦΗ - ΑΝΑΣΤΟΛΗ

I. Ο μέτοχος - επενδυτής	
<i>A. Οι μέτοχοι στις εισηγμένες εταιρίες</i>	465
<i>B. Σημασία διατήρησης των μετοχών στην οργανωμένη αγορά</i>	467
II. Η διαγραφή μετοχών	
<i>A. Η διαγραφή ως κυρωτικό μέτρο</i>	470
<i>B. Η διαγραφή με απόφαση της εκδότριας εταιρίας (Hot delisting)</i>	470
1. Απόφαση γενικής συνέλευσης	471
2. Τρόποι απόκτησης του 95%	472
3. Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	474
4. Η διαγραφή ως έμμεσο αποτέλεσμα τέλεσης εταιρικής πράξης (Cold delisting).....	475
III. Αναστολή διαπραγμάτευσης	478
<i>A. Η απόφαση για την αναστολή</i>	479
<i>B. Λόγοι αναστολής διαπραγμάτευσης</i>	481
1. Έλλειψη διασφάλισης ή προσωρινή απειλή της ομαλής λειτουργίας της αγοράς.....	481
2. Η προστασία των επενδυτών	482
3. Συνέπειες της αναστολής διαπραγμάτευσης.....	483
<i>i. Ως προς τα πρόσωπα</i>	483
<i>ii. Ως προς τις συναλλαγές</i>	484
<i>iii. Ως προς τις υποχρεώσεις των εκδοτριών εταιριών</i>	485

ΜΕΡΟΣ ΤΕΤΑΡΤΟ
Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΔΕΚΑΤΟ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

I. Αντικείμενο και φορείς εποπτείας..... 489

II. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

A. Σύσταση και νομική φύση..... 491

B. Άσκηση εποπτείας..... 494

III. Ένδικη προστασία κατά των κυρωτικών αποφάσεων της Επιτροπής

Κεφαλαιαγοράς 497

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... 505

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΒΑΣΙΚΗΣ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑΣ..... 527

ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ..... 551

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Ελληνικές

αδημ.	αδημοσίευτο
ΑΕ	Ανώνυμη Εταιρία
ΑΕΔΑΚ	Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου
ΑΕΕΑΠ	Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία
ΑΕΕΔ	Ανώνυμη Εταιρία Επενδυτικής Διαμεσολάβησης
ΑΕΕΜΚ	Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου
ΑΕΕΧ	Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου
ΑΕΠΕΥ	Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΚΕΣ	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών
ΑΝ	Αναγκαστικός νόμος
ανάθ. έκδ.	αναθεωρημένη έκδοση
ΑΠ	Άρειος Πάγος
Απ.	Απόφαση
απόφ. ΕΚ	απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
αρ.	αριθμός
άρθρ.	άρθρο
Αρμ	Αρμενόπουλος (περιοδικό)
ΑρχΝ	Αρχείο Νομολογίας (περιοδικό)
ΑΧΕ	Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία
ΒΔ	Βασιλικό Διάταγμα
βλ.	βλέπε
ΓΕΜΗ	Γενικό Εμπορικό Μητρώο
γνωμ.	Γνωμοδότηση
ΓΣ	γενική συνέλευση
Δ	Δίκη (περιοδικό)
ΔΑΚ	Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (περιοδικό)
ΔΕΕ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΔΕΕΤ	Δελτίον Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (περιοδικό)
ΔΕΚ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων

ΔΕφ	Διοικητικό Εφετείο
ΔιΔικ	Διοικητική Δίκη (περιοδικό)
ΔικΑΕ	Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας (επιμ. Ε. Περάκη)
ΔΛΠ	Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο
ΔΠρ	Διοικητικό Πρωτοδικείο
ΔΠΧΠ	Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης
ΔΣ	Διοικητικό συμβούλιο
ΔΦορΝ	Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας (περιοδικό)
ΕΑΑΕΣ	Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων
ΕΑΚΑΑ	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
εγκ.	εγκύκλιος
εδ.	εδάφιο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕ L	Επίσημη Εφημερίδα L
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
Είσαγ.Μέρος	Εισαγωγικό Μέρος
εκ.	εκατομμύριο
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΚ	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
έκδ.	έκδοση
ΕΚΕΣ	Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών
ΕΛΛΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη (περιοδικό)
ενήμ. έκδ.	ενημερωμένη έκδοση
ΕμπΔ	Εμπορικό Δίκαιο
ΕμπΝ	Εμπορικός Νόμος
ΕΝ.Α.	Εναλλακτική Αγορά
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
επ.	επόμενα
ΕΠΑνΣτΕ	Επιτροπή Αναστολών Συμβουλίου της Επικρατείας
ΕΠΕΥ	Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
επιμ.	επιμέλεια
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
ΕΣΕΔ	Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
ΕΣΧΕ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας

ΕΤ.ΕΚ. ΑΕ	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών Ανώνυμη Εταιρία
ΕΤρΑΞΧρΔ	Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού Χρηματιστηριακού Δικαίου (περιοδικό)
ΕυΒ	Ευρωπαϊκό Βήμα
Εφ	Εφετείο
ΕΧΑΕ	Ελληνικά Χρηματιστήρια - Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ Συμμετοχών
ΗΔΑΤ	Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων
ΚΔΔ	Κώδικας Διοικητικής Δικονομίας
κέφ.	κεφάλαιο
ΚΝ	Κανονιστικός Νόμος
Λογ	Λογιστής (περιοδικό)
ΜΔΠρ	Μονομελές Διοικητικό Πρωτοδικείο
ΜΟΔ	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
ΜΠρ	Μονομελές Πρωτοδικείο
Ν	νόμος
ΝΔ	νομοθετικό διάταγμα
ΝΕΧΑ	Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
ΝοΒ	Νομικό Βήμα (περιοδικό)
ΝΣΚ	Νομικό Συμβούλιο του Κράτους
ό.π.	όπως παραπάνω
Ολ.	Ολομέλεια
ΟΜΔ	Οργανωμένοι Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης
ΟΣΕ	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
παρ.	παράγραφος
παρατ.	παρατηρήσεις
ΠΔ	προεδρικό διάταγμα
περ.	περίπτωση
Πλημμ	Πλημμελειοδικείο
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΠοινΔικ	Ποινική Δικαιοσύνη (περιοδικό)
ΠοινΧρ	Ποινικά Χρονικά (περιοδικό)
ΠΠρ	Πολυμελές Πρωτοδικείο
πρβλ.	παράβαλε
σελ.	σελίδα

ΣΑΤ	Σύστημα Άυλων Τίτλων
ΣΕΒ	Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων
ΣΕΚ	Συνθήκη Ευρωπαϊκής Κοινότητας
ΣΛΕΕ	Συνθήκη Λειτουργίας Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΣΜΕ	Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας
στοιχ.	στοιχείο
ΣυμβΠλημμ	Συμβούλιο Πλημμελειοδικών
ΣΧΠ	Σύνθετα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα
τεύχ.	τεύχος
τμ.	τμήμα
τόμ.	τόμος
ΤΧΣ	Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
υπ' αριθμ.	υπ' αριθμόν
υπόθ.	υπόθεση
υποσημ.	υποσημείωση
ΦΕΚ	Φύλλο της Εφημερίδας της Κυβέρνησης
ΦΕΚ ΑΕ-ΕΠΕ	Φύλλο της Εφημερίδας της Κυβέρνησης Ανωνύμων Εταιριών-Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών
ΧρηΔικ	Χρηματιστηριακό Δίκαιο (περιοδικό)
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (περιοδικό)

Αλληλοδαπές

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft (περιοδικό)
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BB	Der Betriebs-Berater (περιοδικό)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BörsG	Börsengesetz
CDS	credit default swap
CESR	Committee of European Securities Regulators

CMLR	Common Market Law Review (περιοδικό)
DLJ	Duke Law Journal (περιοδικό)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ed.	edition
ESMA	European Securities and Markets Authorities
ESRB	European System Risk Board
FSAP	Financial Services Action Plan
FESCO	Forum of European Securities Commissions
F. Supp.	Federal Supplement (USA)
Harv. LR	Harvard Law Review (περιοδικό)
HGB	Handelsgesetzbuch
ISD	Investment Services Directive
JBL	Journal of Business Law (περιοδικό)
Komm.	Kommentar
LCLQ	Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly (περιοδικό)
LQR	Law Quarterly Review (περιοδικό)
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Access Regulation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
MLR	Modern Law Review (περιοδικό)
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (περιοδικό)
NYULR	New York University Law Review (περιοδικό)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (περιοδικό)
OLG	Oberlandesgericht (περιοδικό)
Rev.Soc.	Revue des Sociétés (περιοδικό)
RG	Reichsgerichtshof
U.Pa.L.Rev.	University of Pennsylvania Law Review (περιοδικό)
vs	versus
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpUG	Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz
YLJ	Yale Law Journal (περιοδικό)
ZGR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (περιοδικό)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis (περιοδικό)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΑΓΟΡΕΣ

I. Έννοια

A. Η οικονομική έννοια της αγοράς

Η διαδικασία επιλογής και πραγματοποίησης συναλλαγών είναι γνωστή ⁴¹ στην οικονομική επιστήμη με τον γενικότερο όρο «αγορά»¹. Πρόκειται για μηχανισμό, θεμέλιο λίθο της ιδιωτικής αυτονομίας, ο οποίος καθιστά δυνατή τη συνάντηση δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας σε συνθήκες ανταγωνισμού, σε συνθήκες δηλαδή επιδίωξης από όλους τους συμμετέχοντες της κατάρτισης συναλλαγών με τους ευνοϊκότερους γι' αυτούς όρους². Χαρακτηριστικό του μηχανισμού της αγοράς είναι η εγγενής ικανότητά του να προκρίνει την ευδοκίμηση εκείνων των δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης, η οποία εξασφαλίζει τη μέγιστη δυνατή ικανοποίηση και για τα δύο μέρη της συναλλαγής. Αποτελεί δηλαδή η αγορά όχι απλά μηχανισμό συνεύρεσης δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης αλλά διαδικασία συνάντησής τους, και μάλιστα ανταγωνιστική. Η ανταγωνιστική φύση της αγοράς αναπτύσσει τις συνέπειές της όχι μόνον μεταξύ εντός του πλαισίου φορέων της ίδιας κατηγορίας, π.χ. μεταξύ των φορέων προσφοράς ενός προϊόντος, αλλά και μεταξύ φορέων προσφοράς από τη μια πλευρά και φορέων ζήτησης από την άλλη, στο βαθμό που οι όροι συναλλαγής που κρίνονται ευνοϊκοί για το ένα μέρος, ενδέχεται να κρίνονται δυσμενείς για το άλλο³.

Η ανταγωνιστική διάσταση του μηχανισμού της αγοράς εξυπηρετείται από ⁴² τη λειτουργία της τιμής, δηλαδή τη χρηματική αξία του αγαθού ή της υπηρεσίας. Μέσω της τιμής καθίσταται δυνατή η συνάντηση των αποφάσεων των παραγωγών αγαθών ή υπηρεσιών και των καταναλωτών τους, σε μια αγορά⁴. Χάρη στη μεσολάβηση της τιμής, ο μηχανισμός της αγοράς αποκαλύπτει το σημείο ισορροπίας προσφοράς και ζήτησης, το επίπεδο δηλαδή εκείνο τιμής το

1. Βλ. και Γεωργακόπουλου, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, 1999, 5· Τριανταφυλλάκη, Δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, 2014, 3.

2. Για τη σχέση ιδιωτικής οικονομίας, αγοράς και ανταγωνισμού, βλ. Μαρίνου, Αθέμιτος ανταγωνισμός, 2009, έκδ. Β', 89 επ.· Τριανταφυλλάκη, ό.π.

3. Αυγητίδης, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005, 116.

4. Βλ. Αυγητίδη, ό.π.· Τριανταφυλλάκη, Δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, ό.π., 3.

οποίο ικανοποιεί τις επιθυμίες αγοραστών και πωλητών⁵. Εκτός όμως από μοχλό συνάντησης προσφοράς και ζήτησης, η τιμή διεκπεραιώνει και ρόλο πληροφοριοδότη και μάλιστα σημαντικότερο για τις μελλοντικές προθέσεις αγοραστών και πωλητών⁶. Στο τυπικό παράδειγμα ενός καταναλωτικού αγαθού, η αύξηση της τιμής του προκαλεί τη μειωμένη ζήτησή του και ενθαρρύνει την αύξηση της παραγωγής του. Αντίστροφα, η μείωση της τιμής του αγαθού, ενώ ενθαρρύνει την κατανάλωσή του, τείνει να αποθαρρύνει την παραγωγή του⁷. Η επίτευξη του πληροφοριακού ρόλου της τιμής προϋποθέτει δημοσιοποίηση των διενεργούμενων συναλλαγών και των όρων τους, έτσι ώστε παραγωγικοί και καταναλωτές να γίνονται έγκαιρα αποδέκτες πληροφοριών διαμορφώνοντας ανάλογα τη συμπεριφορά τους⁸.

- 43 Στην παραδοσιακή της μορφή, η αγορά εμφανίζεται με την τοπική της διάσταση, ως χώρος και μάλιστα γεωγραφικός, σύναψης συναλλαγών⁹. Το τοπικό στοιχείο της αγοράς, απόλυτα αναγκαίο σε χρονικές περιόδους έλλειψης επαρκών μέσων συγκοινωνίας και επικοινωνίας, αποτέλεσε από την αρχή βασική εννοιολογική παράμετρό της, σε βαθμό που ο τόπος διενέργειας συναλλαγών αποτέλεσε τον κύριο προσδιοριστικό παράγοντα του είδους της αγοράς¹⁰. Με την χρήση όμως ολοένα και πιο ανεπτυγμένων επικοινωνιακών μέσων, την εισβολή της τεχνολογίας στο σύγχρονο συναλλακτικό περιβάλλον και την ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου, η όποια τοπική διάσταση των αγορών έχασε τη σημασία της προς την κατεύθυνση της επαναφοράς της έννοιας της αγοράς στην οικονομολογικά ορθή λειτουργική της διάσταση ως διαδικασίας κατάρτισης συναλλαγών. Η χειραφέτηση της έννοιας της αγοράς από το τοπικό στοιχείο έγινε ιδιαίτερα έντονη στις συναλλαγές με αντικείμε-

5. «Market equilibrium». Βλ. *Samuelson/Nordhaus*, Economics, έκδ. 17η, 2001, 27.

6. Βλ. και *Γεωργακόπουλου*, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, ό.π., 5.

7. *Samuelson/Nordhaus*, ό.π., 27. Βλ. και *Τσιμπρή*, Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, 1994, 27.

8. Για τον πληροφοριακό ρόλο της τιμής βλ. *Τσιμπρή*, Οι κανόνες διαμόρφωσης και προστασίας των χρηματιστηριακών τιμών, σε Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο, 9ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών, 1999, 353 επ.

9. Βλ. *Μαρίνου*, Αθέμιτος ανταγωνισμός, έκδ. Β', 2009, 3. Η σύνδεση της αγοράς με συγκεκριμένο τόπο αφετηρία έχει το Forum της αρχαίας Ρώμης, όπου «πλήθη ανθρώπων αγόραζαν και πουλούσαν μετοχές και ομόλογα των εταιριών που εισέπρατταν τους φόρους, διάφορα αγαθά τοις μετρητοίς ή με πίστωση, αγροκτήματα και ακίνητα στην Ιταλία και στις επαρχίες, σπίτια και καταστήματα στη Ρώμη και αλλού, πλοία και αποθήκες, σκλάβους και ζώα». Απόσπασμα από *Rostovtzeff*, The Social and Economic History of the Roman Empire, 1957, 31, σε *E. Chancellor*, Η άνοδος και η πτώση των χρηματιστηρίων - Μια συνοπτική ιστορία της κερδοσκοπίας, 2000, 23.

10. Κατά τους *Samuelson* και *Nordhaus* (ό.π. 26), «η αγορά [marketplace] - γεμάτη με στοίβες βουτύρου, πυραμίδες τυριών, στρώματα αποξηραμένων ψαριών και σωρούς λαχανικών - ήταν παλαιότερα ένας οικείος τόπος σε πολλές πόλεις και κωμοπόλεις, όπου οι αγρότες έφερναν τα προϊόντα τους για να τα πωλήσουν».

να δεκτικά ηλεκτρονικής μεταβίβασης, όπως είναι κατεξοχήν τα κάθε είδους χρηματοπιστωτικά μέσα¹¹. Ουσιώδες στοιχείο για την πλήρωση της έννοιας της αγοράς δεν φαίνεται να αποτελεί πλέον η σύνδεση των συναλλαγών με ορισμένο τόπο, αλλά αρκεί η ύπαρξη ενός μηχανισμού, ο οποίος καθιστά δυνατή τη συνάντηση προσφοράς και ζήτησης συγκεκριμένου αγαθού ή υπηρεσίας¹².

B. Η κεφαλαιαγορά

Με δεδομένο τον διατοπικό χαρακτήρα των σύγχρονων αγορών, αυτές 44 μπορούν να διακριθούν κυρίως με βάση το αντικείμενό τους και τον τρόπο σύναψης συναλλαγών. Ανάλογα με το αντικείμενο συναλλαγών, θα μπορούσε να γίνει διάκριση σε αγορά χρήματος, σε αγορά συναλλάγματος, σε αγορά ναύλων, σε αγορά γεωργικών προϊόντων, σε αγορά εργασίας, σε τουριστική αγορά, σε αγορά βιβλίων¹³. Ειδικότερη κατηγορία αγορών με ιδιαίτερο αντικείμενο συναλλαγών αποτελεί η αγορά κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορά, ο μηχανισμός δηλαδή συνάντησης προσφοράς χρηματικών πόρων από τις οικονομικές μονάδες που διαθέτουν σχετικό πλεόνασμα και αναζητούν επενδύσεις με καλές αποδόσεις και ζήτησης τέτοιων πόρων από επιχειρηματικές μονάδες που έχουν ανάγκη υγιών κεφαλαίων, προκειμένου να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια¹⁴.

Στην πλευρά της προσφοράς χρηματικών πόρων βρίσκονται ιδιώτες ή νομικά 45 πρόσωπα που στοχεύουν στην εξασφάλιση αποδόσεων μέσω της διάθεσης της περιουσίας τους, ενώ στην πλευρά της ζήτησης βρίσκονται οικονομικές μονάδες¹⁵, που στοχεύουν στην βελτίωση των επιδόσεών τους. Τυπικό μηχανισμό της κεφαλαιοδότησης αποτελεί ο δανεισμός κεφαλαίων για ορισμένο χρονικό διάστημα με συμφωνία επιστροφής τους στον αρχικό κεφαλαιοδότη με την πάροδο του διαστήματος αυτού. Η ωφέλεια του κεφαλαιοδότη θα συνίσταται συνήθως είτε στην αποκόμιση συμφωνημένων τακτικών προσόδων (συνήθως τόκων) κατά τη διάρκεια του δανεισμού είτε στην επιστροφή προσαυ-

11. Βλ. και Μούζουλα, Η αγορά κινητών αξιών, σύγχρονες αρχές οργάνωσης και προοπτικές εξέλιξης, Αφιέρωμα εις Α. Λουκόπουλο, 1993, 411, 415 επ.· Περάκη/Ν.Ρόκα, Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο, 2011, 25.

12. Έτσι και ο Τσιμπρής, ό.π., 27, υποσ. 75.

13. Περάκης, Γενικό μέρος του εμπορικού δικαίου, 2011, 16· Περάκης/Ν.Ρόκας, Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο, ό.π., 27.

14. Βλ. σχετικά, Αλεξάκη/Καβουσάνο/Βασίλα, Η πορεία της ενοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς κεφαλαίου στην ευρωζώνη, σε Προβόπουλου Γ./Γκόρτσου Χ. (επιμ.) Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, 2004, 321, 327-328· Θωμαδάκης/Ξανθάκης, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, 2006, 32.

15. Νοικοκυριά, επιχειρήσεις και δημόσιο. Βλ. Θωμαδάκη/Ξανθάκη, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, 2006, 1.

ξημένου του αρχικού κεφαλαίου μετά τη λήξη της περιόδου είτε σε συνδυασμό των δύο.

- 46 Ανάλογα με το συμφωνημένο χρόνο επιστροφής του κεφαλαίου, η αγορά κεφαλαίου διακρίνεται σε χρηματαγορά, αντικείμενα συναλλαγών στην οποία αποτελούν κεφάλαια βραχυπρόθεσμα επιστρεπτά¹⁶ και σε κεφαλαιαγορά, αντικείμενα συναλλαγών στην οποία αποτελούν κεφάλαια που προορίζονται για μακροπρόθεσμη χρήση, και επομένως για μακροπρόθεσμη επιστροφή¹⁷. Όπως όμως οι περισσότερες διακρίσεις των αγορών, έτσι και η διάκριση ανάμεσα σε χρηματαγορά και κεφαλαιαγορά διατηρεί πλέον περιορισμένη σημασία και αυτήν μόνον για τους ορολογικούς σκοπούς της οικονομικής επιστήμης. Στη νομική γλώσσα, διάκριση ανάμεσα σε αγορές βραχυπροθέσμων και μακροπροθέσμων κεφαλαίων δεν είναι δυνατή και κάθε προσπάθεια αυστηρού εννοιολογικού διαχωρισμού τους ενέχει τον κίνδυνο αυθαιρεσίας¹⁸.
- 47 Η οριοθέτηση της κεφαλαιαγοράς έναντι συγγενών εννοιών υποβοηθείται από τη συνήθη ενσωμάτωση της αξίωσης επιστροφής του χορηγούμενου κεφαλαίου σε μέσα αξιολογικού χαρακτήρα, γνωστά ως επενδυτικά ή επενδυσιακά αξιόγραφα ή κινητές αξίες. Με την ενσωμάτωση αυτή, η κεφαλαιαγορά, εκτός από μηχανισμό συνάντησης δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων, καθίσταται ταυτόχρονα και μηχανισμός συνάντησης αντίστοιχων δηλώσεων για επενδυτικά αξιόγραφα, με αντιστροφή όμως του ρόλου των συμμετεχόντων. Η προσφορά του κεφαλαίου συνοδεύεται με ταυτόχρονη και ισόποση ζήτηση επενδυτικών αξιογράφων, ενώ αντίστροφα η ζήτηση κεφαλαίου συνοδεύεται (και επιδιώκεται) με την προσφορά επενδυτικών αξιογράφων. Έτσι, οι φορείς ζήτησης κεφαλαίου, το πορίζονται μέσω της έκδοσης επενδυτικών αξιογράφων προς τους φορείς προσφοράς κεφαλαίου, οι οποίοι με τη σειρά τους λαμβάνουν θέση φορέων ζήτησης για τα ίδια αξιόγραφα¹⁹.

16. Κεφάλαια κινήσεως για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων χρηματικών αναγκών. Βλ. *Τσιμπρή*, ό.π., 30.

17. Κεφάλαια χρησιμοποιούμενα για πάγιες παραγωγικές επενδύσεις. Βλ. *Τσιμπρή*, ό.π., 30.

18. Χαρακτηριστική της δυσκολίας οριοθέτησης των εννοιών κεφαλαιαγορά και χρηματαγορά είναι η απουσία ορισμών τους τόσο από το Ν 3606/2007 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, που ενσωμάτωσε την Οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, καταργώντας τις σχετικές διατάξεις του Ν 2396/1996 όσο και από τη νέα Οδηγία 2014/65/EE για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, που καταργεί την Οδηγία 2004/39/EK με ισχύ από 3 Ιανουαρίου 2017. Ακόμη χαρακτηριστικότερη είναι η ταυτολογία στην οποία καταφεύγει ο ορισμός για τα «μέσα χρηματαγοράς» (άρθρ. 2 παρ. 14 Ν 3606/2007): «κατηγορίες μέσων που αποτελούν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά».

19. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο *Τσιμπής* (ό.π., 31), «Οι εκδότες των επενδυσιακών αξιογράφων προσέρχονται ως καταναλωτές κεφαλαίου, οι δε κεφαλαιοδότες επενδυτές ως παραγωγοί του, οι οποίοι επιχειρούν να το διαθέσουν. Αντίστροφα, στην αγορά κινητών αξιών οι εκδότες τους αποτελούν τους παραγωγούς, οι οποίοι τις θέτουν σε κυκλοφορία στην πρωτογενή αγορά, οι δε επενδυτές είναι καταναλωτές των αντίστοιχων επενδυτικών ευκαιριών».

Η διφυής λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, ως αγορά κεφαλαίου από τη 48 μια πλευρά και αγορά επενδυτικών αξιογράφων από την άλλη, αποτυπώνει και εξηγεί και την διπλή αποστολή της: ως αγορά κεφαλαίου, η κεφαλαιαγορά εξυπηρετεί παραδοσιακά χρηματοδοτικό σκοπό έλκοντας προς συνάντηση «πωλητές» και «αγοραστές» κεφαλαίου, ενώ ως αγορά επενδυτικών αξιογράφων έλκει προς συνάντηση «αγοραστές» και «πωλητές» επενδυτικών αξιογράφων²⁰, εξυπηρετώντας επενδυτικό ή/και αποταμιευτικό σκοπό. Στην κεφαλαιαγορά κάθε «πωλητής» κεφαλαίου είναι ταυτόχρονα «αγοραστής» επενδυτικών αξιογράφων και κάθε «πωλητής» επενδυτικών αξιογράφων είναι ταυτόχρονα και «αγοραστής» κεφαλαίου. Ο πωλητής κεφαλαίου και αγοραστής επενδυτικών αξιογράφων είναι γνωστός ως επενδυτής, ενώ αγοραστής κεφαλαίου και πωλητής αξιογράφων είναι ο χρηματοδοτούμενος εκδότης τους. Η διφυής λειτουργία της κεφαλαιαγοράς αποδίδει και τη διάκριση μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς. Η πρωτογενής κεφαλαιαγορά διαμορφώνεται στο πλαίσιο άντλησης κεφαλαίων από τον εκδότη επενδυτικών αξιογράφων και διάθεσής τους στο κοινό ενώ η δευτερογενής κεφαλαιαγορά ταυτίζεται με την οργανωμένη αγορά στην οποία ο αποκτήσας πρωτογενώς επενδυσιακά αξιόγραφα τα εκποιεί με βάση συγκεκριμένους κανόνες ως προς την κατάρτιση συναλλαγών²¹.

Γ. Η οργανωμένη κεφαλαιαγορά

Η μαζικότητα τόσο των υποκειμένων όσο και των αντικειμένων συναλλα- 49 γών στην κεφαλαιαγορά αποτελεί προφανή συνέπεια του διφυούς χαρακτήρα της ως αγοράς κεφαλαίου αφενός και αγοράς επενδυτικών αξιογράφων αφετέρου. Επιπρόσθετα, η ευχέρεια των συναλλασσομένων να διαμορφώνουν τα αντικείμενα αλλά και τον τρόπο συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά, έτσι ώστε να ικανοποιούν τις κάθε είδους αποταμιευτικές, επενδυτικές ή κερδοσκοπικές τους ανάγκες αποτελεί εμπόδιο για τη δημιουργία ενός οριοθετημένου με σαφήνεια πλαισίου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα τόσο αυτή σαν σύνολο όσο και οι επιμέρους αγορές της να στερούνται εσωτερικής συνοχής και ομοιογένειας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της ανομοιογένειας των κεφαλαιαγορών, τόσο της εσωτερικής καθεμιάς αγοράς χωριστά όσο και μεταξύ τους, αποτελούν οι αγορές παραγώγων, για τις οποίες έχει εύστοχα παρατηρηθεί ότι ο ρυθμός εφευρετικότητας στην εξεύρεση νέων αντικειμένων συναλλαγής είναι τέτοιος που καθιστά αδύνατη τη συγγραφή βιβλίου για τις

20. Για τις λειτουργίες των κεφαλαιαγορών, βλ. *Palmiter, Securities Regulation*, 1998, 3.

21. Για τη σχετική διάκριση βλ. *Αυγητίδη*, Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ανώνυμης εταιρίας στο Χρηματιστήριο και προστασία της μειοψηφίας, ΔΕΕ 2001, 573· *Γεωργακόπουλου*, Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τ. 2, τεύχ. 2, έκδ. Β', 1999, 164· *Ιδίου*, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, 1999, 60.

σύγχρονες μορφές παραγώγων, του οποίου το περιεχόμενο δεν θα έχει ξεπερασθεί ήδη από την πρώτη ημέρα της κυκλοφορίας του²².

- 50 Η πραγματικότητα αυτή των πολυάριθμων, συχνά πολύπλοκων και διαρκώς εξελισσόμενων αντικειμένων και μορφών συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά προκάλεσε εύλογα την ανάγκη δημιουργίας, εντός του ευρύτερου πλαισίου της, υποσυστημάτων αγορών, γνωστών πλέον με τον όρο «οργανωμένες αγορές», διακρινόμενων κατά τόπο ή κατ' αντικείμενο, τα οποία υποβάλλονται σε συγκεκριμένους κανόνες λειτουργίας και οργάνωσης. Με την υποβολή σε τέτοιους κανόνες εξυπηρετείται όχι μόνον η συγκρισιμότητα των αποδόσεων διαφορετικών αγορών σε ένα παγκοσμιοποιημένο πλέον χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, αλλά βελτιώνεται και ο βαθμός εξοικείωσης των προσώπων που συμμετέχουν σε κάθε αγορά, έτσι ώστε να εξυπηρετείται η γενικότερη αποτελεσματικότητά της. Εξυπηρετείται παράλληλα και ο σκοπός ενοποίησης των συστημάτων εποπτείας διαφορετικών αγορών που λειτουργούν σε ενοποιημένο οικονομικά περιβάλλον, όπως αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- 51 Ανάλογα με το εκάστοτε ισχύον πλαίσιο οργάνωσης, η οργανωμένη αγορά διακρίνεται για την τυποποίηση των αντικειμένων συναλλαγής, την τυποποίηση των μορφών συναλλαγής, τον συγκεκριμένο τρόπο συνάντησης προσφοράς και ζήτησης, τον περιορισμό των προσώπων που δικαιούνται πρόσβαση σε αυτήν, καθώς και για την οργανωμένη ροή πληροφόρησης, έτσι ώστε να υπάρχει πάντοτε δημόσια διαθέσιμη εικόνα της δραστηριότητας στην αγορά²³.
- 52 Ως νομική έννοια, η οργανωμένη αγορά θα πρέπει να διακριθεί από την ελεύθερη αγορά, την αγορά δηλαδή στην οποία η επιλογή των αντικειμένων και των μορφών συναλλαγών επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια των συμβαλλομένων μερών και υπάρχει ελευθερία πρόσβασης για τον καθένα. Στην ελεύθερη αγορά, η συναλλακτική ελευθερία υποβάλλεται στους περιορισμούς της νομοθεσίας για την προστασία του ανταγωνισμού (αθέμιτο και ελεύθερο) και της νομοθεσίας για την προστασία του καταναλωτή²⁴. Αντίστοιχα, στις οργανωμένες αγορές, όπως είναι οι αγορές τραπεζικών, ασφαλιστικών και επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών, εξαιτίας της σημασίας τους για την εθνική οικονομία, αλλά ιδίως για τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού, ο περιορισμός της συμβατικής ελευθερίας αποτελεί εγγενές τους στοιχείο, με την έννοια της δυνατότητας σύναψης τυποποιημένων μόνον μορφών συναλλαγών σε τυποποιημένα αγαθά ή υπηρεσίες εντός συγκεκριμένου «χώρου» ή με συγκεκρι-

22. Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 1996, 3.

23. Περάκης, *Γενικό εμπορικό δίκαιο*, ό.π., 16, 17.

24. Σχινάς, *Οικοδομώντας ένα νέο κλάδο δικαίου*, σε *Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο*, 9ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων, 2000, 33.

μένο μόνον τρόπο και με τη διαμεσολάβηση συγκεκριμένων μόνον, ποιοτικά καθορισμένων, προσώπων²⁵.

Η κεφαλαιαγορά, επομένως, ως σύνολο, θα μπορούσε να θεωρηθεί ως 53 μια διευρυμένη μορφή οργανωμένης αγοράς με το στοιχείο της τυποποίησης των συναλλαγών να υπερισχύει των επιταγών της συναλλακτικής ελευθερίας. Κατ' ακριβολογία, μάλιστα, η κεφαλαιαγορά δεν αποτελεί, τουλάχιστον με κριτήριο την μορφή οργάνωσής της, μια ενιαία αγορά, αλλά συμπεριλαμβάνει επιμέρους οργανωμένες αγορές κεφαλαίου, καθεμία από τις οποίες μπορεί να διαθέτει τους δικούς της κανόνες πρόσβασης, οργάνωσης, λειτουργίας και τυποποίησης συναλλαγών.

Δ. Η έννοια της «οργανωμένης αγοράς» και τα πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης στην Οδηγία 2004/39/EK (MiFID I)

Ορισμός της οργανωμένης αγοράς ως θεμελιώδους έννοιας του δικαίου της 54 κεφαλαιαγοράς περιέχεται για πρώτη φορά στην Οδηγία 93/22/ΕΟΚ σχετική με τις επενδυτικές υπηρεσίες. Σύμφωνα με το άρθρο 1 στοιχ. 14 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, οργανωμένη αγορά θεωρήθηκε εκείνη η αγορά η οποία (α) περιλαμβάνεται σε σχετικό κατάλογο που καταρτίζει κάθε κράτος μέλος, (β) λειτουργεί συστηματικά, (γ) διέπεται από κανόνες που εκδίδονται ή εγκρίνονται από την αρμόδια αρχή, με τους οποίους τίθενται οι όροι λειτουργίας της αγοράς, οι όροι απόκτησης δικαιώματος συμμετοχής και κατάρτισης συναλλαγών σε αυτήν και οι όροι εισαγωγής και διαπραγμάτευσης σε αυτήν χρηματοπιστωτικών μέσων, και (δ) υπόκειται σε κανόνες σχετικά με την υποβολή στοιχείων και τη διαφάνεια των συναλλαγών που διενεργούνται σε αυτήν²⁶.

Ο ορισμός αυτός, ο οποίος μεταφέρθηκε αυτούσιος στο ελληνικό δίκαιο στο στοιχ. 14 του άρθρου 2 του Ν 2396/1996, προτάσσει στοιχεία αυστηρά τεχνικού και διοικητικού χαρακτήρα, υποτάσσοντας όλες τις αγορές που πληρούν ουσιαστικά στοιχεία οργάνωσης στο κριτήριο συμπερίληψής τους στο σχετικό κατάλογο που είναι υποχρεωμένο να συντάσσει κάθε κράτος - μέλος. Η σύνδεση αυτή με το κράτος-μέλος μπορεί να έχει αφηρητά την παραδοσιακή σύνδεση της έννοιας της αγοράς με στοιχεία τοπικού χαρακτήρα (υποδομή, χώρος συνεδριάσεων κτλ.), παραβλέπει όμως τη δυναμική χειραφέτηση των οργανωμένων αγορών κεφαλαίων από συγκεκριμένο χώρο και τη δυνατότητα λειτουργίας τους διατοπικά, ακόμη και «ατοπικά»²⁷. Ορθά, επομένως, προτάθηκε η έννοια της οργανωμένης αγοράς

25. Βλ. σχετικά, *Περάκη, ό.π., 18· Τσιμπρή, ό.π., 28.*

26. Βλ. σχετικά, *The Forum of European Securities Commissions (FESCO), Standards for Regulated Markets under the ISD, Dec. 1999*, όπου καταβάλλεται προσπάθεια εξειδίκευσης των προϋποθέσεων λειτουργίας των οργανωμένων αγορών, πρόσβασης σε αυτές με την έννοια της δυνατότητας συμμετοχής και κατάρτισης συναλλαγών και, τέλος, εισαγωγής και διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων.

27. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο *Τσιμπρή, ό.π., 27.*

να απαλλαγεί από την ένταξή της στον σχετικό κατάλογο²⁸, έτσι ώστε κρίσιμα συστατικά στοιχεία της έννοιας της οργανωμένης αγοράς να παραμείνουν τρία: (α) αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτήν να αποτελούν περιοριστικά μόνον τα επενδυτικά αξιόγραφα ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία περιλαμβάνονται σε σχετικό κατάλογο του Παραρτήματος της Οδηγίας, (β) η αγορά να λειτουργεί συστηματικά με την έννοια της εξασφάλισης τακτικής, απαλλαγμένης από προσωρινότητες, λειτουργίας, έτσι ώστε να αποτρέπονται φαινόμενα πλασματικών τιμών ή έλλειψης ρευστότητας, και (γ) η λειτουργία της αγοράς να υπακούει σε ειδικά θεσπισμένους κανόνες που ρυθμίζουν τις προϋποθέσεις λειτουργίας της, τους όρους πρόσβασης σε αυτήν, καθώς και τους όρους εισαγωγής σε αυτήν των αντικειμένων διαπραγμάτευσης.

- 55 Προσανατολισμένος προς μια σύγχρονη σύλληψη της έννοιας της οργανωμένης αγοράς και απαλλαγμένος από τα μειονεκτήματα του προηγούμενου είναι ο ορισμός για τις οργανωμένες αγορές που περιλαμβάνεται στην Οδηγία 2004/39/EK, ο οποίος μεταφέρθηκε αυτούσιος και στο Ν 3606/2007, που την ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη. Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, ως ρυθμισμένη ή οργανωμένη αγορά ορίζεται το *«πολυμερές σύστημα που το διευθύνει η εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει η διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων - εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια- κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/η συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του τίτλου III»*.

Ο ορισμός διακρίνεται από ευστοχία και ακρίβεια στην επιλογή των όρων, καθώς και από την εγκατάλειψη της παραδοσιακής αντίληψης για σύνδεση αγοράς με συγκεκριμένο τόπο. Το τοπικό στοιχείο της αγοράς αντικαθίσταται εύστοχα με το λειτουργικό στοιχείο της, που συνίσταται στη διαδικασία συνάντησης των βουλήσεων υποψηφίων αγοραστών και πωλητών χρηματοπιστωτικών μέσων, έτσι ώστε να καταρτίζονται μεταξύ τους συναλλαγές του τύπου και της μορφής που επιτρέπουν οι οικείοι κανόνες. Στο στοιχείο κανονικότητας της λειτουργίας της αγοράς και της υποβολής της σε κανόνες, προστίθεται και το στοιχείο της αναγκαιότητας διαχείρισής της από κάποιο φορέα χωρίς περαιτέρω εξειδίκευση.

- 56 Οργανωμένες αγορές με την παραπάνω έννοια αποτελούν τα χρηματιστήρια, τα οποία διακρίνονται για τον ιδιαίτερο τρόπο οργάνωσης συναλλαγών, οι οποίες προσδιορίζονται είτε από τον «τόπο» στον οποίο λαμβάνουν χώρα (π.χ. Χρηματιστήριο Αθηνών), είτε από το αντικείμενο τους (χρηματιστήριο παραγώγων) είτε από συνδυασμό των δύο στοιχείων (χρηματιστήριο παρα-

28. Βλ. *Ferrarini*, Towards a European Law of Investment Services and Institutions, Common Market Law Review, 1994, 1283, 1292 επ., ο οποίος επισημαίνει την έλλειψη σπουδαιότητας της παραπάνω υπό δ προϋπόθεσης.

γώγων Λονδίνου). Κάθε οργανωμένη αγορά αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης από φορέα που συγκεντρώνει προκαθορισμένα τυπικά χαρακτηριστικά, ενώ είναι συχνό το φαινόμενο της ανάληψης διαχείρισης περισσότερων οργανωμένων αγορών με κοινό στοιχείο συνήθως την έδρα λειτουργίας τους από συγκεκριμένο φορέα, όπως συμβαίνει με τις οργανωμένες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα, οι οποίες βρίσκονται υπό τη διαχείριση της ανώνυμης εταιρίας Ελληνικά Χρηματιστήρια - Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ Συμμετοχών (ΕΧΑΕ)²⁹.

Η ειδοποιός διαφορά αγοράς ως έννοιας γένους και οργανωμένης αγοράς ή χρηματιστηρίου ως έννοιας είδους εντοπίζεται στα στοιχεία εκείνα της έννοιας του χρηματιστηρίου, τα οποία του προσδίδουν τον χαρακτήρα της οργανωμένης αγοράς, και ιδιαίτερα στα στοιχεία της ειδικότητας, της μη ελεύθερης πρόσβασης, της δημόσιας διαμόρφωσης τιμών, της συνέχειας, της τυποποίησης των αντικειμένων και των μορφών συναλλαγών, καθώς και του τρόπου εκτέλεσής τους³⁰.

Οι διατάξεις της ελληνικής νομοθεσίας που ρύθμιζαν την οργάνωση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ιδίως ο Ν 3632/1928, αποτύπωναν τη σύνδεση της οργανωμένης αγοράς με στοιχεία τοπικού χαρακτήρα, σε τέτοιο βαθμό μάλιστα ώστε το Χρηματιστήριο Αθηνών, ως τόπος διενέργειας συναλλαγών, να ταυτίζεται και μάλιστα να προσδιορίζει την έννοια της οργανωμένης αγοράς, διεκδικώντας μέχρι και τη θέση σε ισχύ του Ν 3152/2003³¹, το μονοπώλιο στην κατάρτιση συναλλαγών σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα.

Την οριστική εγκατάλειψη της παραδοσιακής αντίληψης για τη σύνδεση της οργανωμένης αγοράς με συγκεκριμένο τόπο εισήγαγε, όπως προαναφέρθηκε, η Οδηγία 2004/39/ΕΚ. Πλέον, με τον ορισμό της ρυθμισμένης ή οργανωμένης αγοράς που δίδεται στην Οδηγία, το τοπικό στοιχείο της αγοράς αντικαθίσταται με το λειτουργικό στοιχείο της, το οποίο συνίσταται στη διαδικασία συνάντησης των δηλώσεων βούλησης υποψήφιων αγοραστών και πωλητών χρηματοπιστωτικών μέσων, έτσι ώστε να καταρτίζονται μεταξύ τους συναλλαγές, του τύπου και της μορφής που επιτρέπουν οι οικείοι κανόνες³². Στις διατάξεις του Ν 3606/2007 ο όρος «χρηματιστήριο» αντικαθίσταται με τον νέο όρο του «διαχειριστή οργανωμένης αγοράς», ο οποίος είναι ο φορέας εκμετάλλευσης

29. Βλ. παρακάτω υπό II.

30. Βλ. ειδικότερα, Γεωργακόπουλου, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, ό.π., 6 επ.

31. Με το Ν 3152/2003, του οποίου τα άρθρα 1 έως 4 και 9 καταργήθηκαν με το άρθρο 85 του Ν 3606/2007, προβλέφθηκε για πρώτη φορά διαδικασία για την αδειοδότηση και λειτουργία στην Ελλάδα χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών για τους σκοπούς προσαρμογής στο νέο πλαίσιο απελευθέρωσης των σχετικών αγορών, που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται ενόψει της αναμενόμενης Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

32. Βλ. και Ταρνανίδου, Η οργανωμένη αγορά. Κοινοτικό δίκαιο και εθνική εναρμόνιση, 2008, 83 επ.

της αγοράς, όπως τον εννοεί ο ορισμός της Οδηγίας 2004/39/EK. Η αναγκαία αυτή ορολογική διόρθωση ήταν απαραίτητη, έτσι ώστε η έννοια του χρηματιστηρίου ορθά να σηματοδοτεί μόνον την τυπική μορφή εμφάνισης και λειτουργίας οργανωμένης αγοράς και όχι το φορέα εκμετάλλευσής της.

- 60 Περαιτέρω χειραφέτηση της έννοιας της οργανωμένης αγοράς από αυτήν του χρηματιστηρίου με την παραδοσιακή του έννοια, ως τόπου κατάρτισης συναλλαγών, έχει σημαίνει η βαθμιαία καθιέρωση στη διεθνή συναλλακτική πρακτική των αποκαλούμενων εναλλακτικών ή πολυμερών συστημάτων διαπραγμάτευσης (Alternative Trading Systems). Τα συστήματα αυτά αποτελούν σύγχρονο στάδιο μετεξέλιξης των αγορών από παραδοσιακά, τοπικού χαρακτήρα, χρηματιστήρια σε άυλα συστήματα συναλλαγών, η λειτουργία των οποίων διέπεται από οργανωτικούς κανόνες, όχι απαραίτητα δεσμευτικού χαρακτήρα³³. Η σημασία των πολυμερών συστημάτων διαπραγμάτευσης αναγνωρίζεται στην Οδηγία 2004/39/EK, κατά την οποία η λειτουργία τέτοιων συστημάτων (multiple trading systems) ανάγεται σε επενδυτική υπηρεσία. Στην Οδηγία, ένα τέτοιο σύστημα ορίζεται ως «*πολυμερές σύστημα που το εκμεταλλεύεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων -εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια - κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης*»³⁴. Η ίδια υπηρεσία προβλέπεται και στο άρθρο 4 παρ. 1 στοιχ. (η) του Ν 3606/2007³⁵.
- 61 Ως μη οργανωμένες αγορές, τα πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης διέπονται από κανόνες που μπορεί να αποκλίνουν λιγότερο ή περισσότερο από τους αντίστοιχους μιας οργανωμένης αγοράς. Η αυστηρότητα ή ελαστικότητα των όρων εισαγωγής και παραμονής σε αυτές κινητών αξιών υπόκειται σε μεγάλο βαθμό στη διακριτική ευχέρεια του διαχειριστή τους³⁶.

33. Βλ. σχετικά, *Τσιμπανούλη*, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο, 2001, 328.

34. Άρθρο 4, παρ. 1, στοιχ. 15.

35. Βλ. και άρθρο 15 Ν 3606/2007, σύμφωνα με το οποίο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί άδεια λειτουργίας ΠΜΔ σε ΕΠΕΥ και διαχειριστές αγοράς εφόσον συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

36. Αρκεί να πληρούνται οι προϋποθέσεις των άρθρων 14 και 26 της Οδηγίας 2004/39/EK. Βλ. και άρθρο 15 Ν 3606/2007, σύμφωνα με το οποίο εκδόθηκε η υπ' αριθμ. 2/477/1.7.2008 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία τροποποιήθηκε με την υπ' αριθμ. 1/505/3.4.2009 απόφασή της και εξειδικεύει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης.

Ε. Από την «οργανωμένη αγορά» στους «τόπους διαπραγμάτευσης» της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II)

Στη νέα Οδηγία 2014/65/ΕΕ³⁷, ονομαζόμενη και ως MiFID II, η οποία αντικαθιστά την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (ονομαζόμενη ως MiFID I) και θα αρχίσει να εφαρμόζεται από τις 3 Ιανουαρίου 2017, οι έννοιες της «ρυθμιζόμενης αγοράς» και του «πολυμερούς μηχανισμού (ή συστήματος) διαπραγμάτευσης» λαμβάνουν το ίδιο ακριβώς περιεχόμενο. Αμφότερες οι έννοιες αποδίδουν πολυμερή συστήματα, τα οποία εντάσσονται στην ευρύτερη έννοια του «τόπου διαπραγμάτευσης», ο οποίος ορίζεται για πρώτη φορά στη νέα Οδηγία ως κάθε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΜΟΔ. Ο όρος, δηλαδή, «τόπος διαπραγμάτευσης» αποτελεί πλέον την έννοια γένους στην οποία περιλαμβάνονται όλοι οι οργανωμένοι μηχανισμοί διαπραγμάτευσης, ήτοι εκείνοι που λειτουργούν με συγκεκριμένους κανόνες και σε καθεστώς διαφάνειας, οδηγώντας στη σύναψη αγορών και πωλήσεων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ο εισαγόμενος με την νέα Οδηγία 2014/65/ΕΕ «μηχανισμός οργανωμένης διαπραγμάτευσης» ή «ΜΟΔ» αποτελεί πολυμερές σύστημα, άλλο από ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης³⁸. Από τον σχετικό ορισμό, προκύπτει ότι ο διαχειριστής ΜΟΔ, ο οποίος μπορεί να είναι επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή διαχειριστής αγοράς, έχει ένα βαθμό διακριτικής ευχέρειας ως προς τον τρόπο με τον οποίο θα εκτελεστεί η συναλλαγή, ενώ αντίθετα οι οργανωμένες αγορές και τα ΠΜΔ χαρακτηρίζονται από την εκτέλεση των συναλλαγών βάσει κανόνων που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, δηλαδή βάσει προκαθορισμένων κανόνων.

Ειδικότερη μορφή ΠΜΔ κατά την Οδηγία 2014/65/ΕΕ αποτελεί η «αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ», δηλαδή αγορά ανάπτυξης μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Η δημιουργία αυτής της υποκατηγορίας αγορών προτάθηκε προκειμένου να συμπληρωθούν διάφορες πρόσφατες πρωτοβουλίες της ΕΕ για την παροχή βοήθειας στις ΜΜΕ με σκοπό τη χρηματοδότησή τους³⁹. Οι εν λόγω αγορές που λειτουργούν συνήθως βάσει της Οδηγίας ως ΠΜΔ είναι κοινά γνωστές ως αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, αγορές ανάπτυξης ή παράλληλες αγορές. Ο διαχειριστής μιας τέτοιας αγοράς (που λειτουργεί ως ΠΜΔ) δύναται να επιλέξει να υποβάλει αίτηση για την καταχώρηση του ΠΜΔ ως αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ, εφόσον πληροί ορισμένους όρους⁴⁰. Προ-

37. Για την οποία βλ. κεφ. 2ο, I, Β και VII.

38. Βλ. άρθρο 4 παρ. 23 Οδηγίας 2014/65/ΕΕ.

39. Βλ. αιτιολογική έκθεση στην Πρόταση Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, COM (2011) 656 τελικό, παρ. 3.4.10.

40. Βλ. άρθρο 33 Οδηγίας.

κειμένου αυτή η νέα κατηγορία αγορών να αποβεί επωφελής για τις ΜΜΕ, τουλάχιστον 50 % των εκδοτών, των οποίων τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ, θα πρέπει να είναι ΜΜΕ⁴¹. Η αξιολόγηση αυτή γίνεται ανά έτος.

- 65 Κεντρικός στόχος της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ είναι η διασφάλιση της διεξαγωγής όλων των οργανωμένων διαπραγματεύσεων σε ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης: ρυθμιζόμενες αγορές, πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή οργανωμένους μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Για όλους αυτούς τους τόπους εφαρμόζονται όμοιες απαιτήσεις διαφάνειας πριν και μετά τη διαπραγμάτευση, καθώς και όμοιες απαιτήσεις ως προς τις οργανωτικές πτυχές και την εποπτεία της αγοράς. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζονται ισότιμοι όροι ανταγωνισμού όπου υπάρχουν λειτουργικά όμοιες δραστηριότητες. Οι απαιτήσεις ως προς τη διαφάνεια διαφοροποιούνται σε σχέση με τους διάφορους τύπους χρηματοπιστωτικών μέσων (μετοχές, ομόλογα και παράγωγα) και τους διάφορους τύπους συστημάτων διαπραγμάτευσης (βάσει βιβλίου εντολών και βάσει συστήματος κοινοποιούμενων τιμών).

ΣΤ. Εξωχρηματιστηριακές αγορές

- 66 Μια οργανωμένη αγορά, ακόμη κι όταν διαθέτει συγκεκριμένους κανόνες συναλλαγών και πρόσβασης, δεν αποκλείεται να λειτουργεί εκτός χρηματιστηρίου, να μην αποτελεί δηλαδή οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό θα συμβαίνει κυρίως στην περίπτωση που η φύση των διενεργούμενων συναλλαγών δημιουργεί συνθήκες απεξάρτησης της αγοράς από συγκεκριμένο τόπο. Στην Ελλάδα, εξωχρηματιστηριακή, αλλά οργανωμένη αγορά αποτελεί η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), όπου, υπό τη διαχείριση της Τράπεζας της Ελλάδος, διενεργούνται συναλλαγές σε άυλους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου «μέσω τηλεματικών κυκλωμάτων από συμμετέχοντες φορείς»⁴². Αν και η ΗΔΑΤ αποτελεί κατεξοχήν ηλεκτρονική αγορά, δεν στερείται κανόνων που διέπουν τις προϋποθέσεις συμμετοχής σε αυτήν, τις υποχρεώσεις των μελών της, τους φορείς και τα μέσα εποπτείας της, το ωράριο λειτουργίας της, τον τρόπο εισαγωγής εντολών και την πραγματοποίηση συναλλαγών.
- 67 Διεθνώς, χαρακτηριστική περίπτωση εξωχρηματιστηριακής οργανωμένης αγοράς αποτελεί η αμερικανική NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) Market System. Η αγορά αυτή δεν διαθέτει φυσικό χώρο συναλλαγών, ού-

41. Άρθρο 33 παρ. 3 στοιχ. α Οδηγίας.

42. Το πλαίσιο και οι προϋποθέσεις λειτουργίας της αγοράς τίθενται με τους Ν 2198/1994 (άρθρ. 5-12, όπως ισχύουν μετά την τελευταία τροποποίηση με το άρθρ. 2 Ν 4046/2012) και Ν 2515/1997 (άρθρ. 26, όπως ισχύει μετά την αντικατάστασή του με το άρθρ. 31 του Ν 2733/1999).

τε υποβάλλεται σε αυστηρούς κανόνες λειτουργίας, οργάνωσης και πρόσβασης, όπως τα χρηματιστήρια. Λειτουργεί με τη χρήση ηλεκτρονικού και τηλεφωνικού δικτύου, μέσω του οποίου διενεργούνται συναλλαγές από επαγγελματίες (securities firms), οι οποίοι ενεργούν είτε για λογαριασμό πελατών τους (ως brokers) είτε για δικό τους λογαριασμό (ως market makers)⁴³. Η αποσύνδεση όμως αγορών, όπως της ΗΔΑΤ και της NASDAQ, από φυσικό χώρο συνεδριάσεων και η ηλεκτρονική φύση των διενεργούμενων συναλλαγών δεν φθάνει σε σημείο ώστε οι αγορές αυτές να μην θεωρούνται οργανωμένες, καθώς η λειτουργία, η οργάνωση και η πρόσβαση σε αυτές εξακολουθεί να διέπεται από κανόνες, ακόμη κι εάν αυτοί εμφανίζονται ελαστικότεροι και ηπιότεροι σε σχέση με αντίστοιχους κανόνες χρηματιστηρίων⁴⁴.

II. Οι οργανωμένες αγορές στην Ελλάδα

A. Χορήγηση άδειας και όροι λειτουργίας

Για την ίδρυση και λειτουργία οργανωμένων αγορών στην Ελλάδα απαιτείται η χορήγηση άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία χορηγεί και την άδεια του διαχειριστή της αγοράς, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που προβλέπονται στις οικείες διατάξεις⁴⁵. 68

Με την τροποποίηση του Ν 3606/2007 με το Ν 4099/2012 εισήχθη η υποχρέωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να ανακοινώνει στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ, γνωστή διεθνώς ως ESMA), μεταξύ άλλων, την ανάκληση της άδειας λειτουργίας οργανωμένης αγοράς⁴⁶, τον κατάλογο των οργανωμένων αγορών για τις οποίες έχει χορηγήσει άδεια λειτουργίας⁴⁷, καθώς και τις αποφάσεις αναστολής διαπραγμάτευσης ή διαγραφής χρηματοπιστωτικού μέσου από οργανωμένη αγορά⁴⁸. 69

43. Klein & Cooffee, Business Organization and Finance, 1996, 383 επ.· Ratner, Securities Regulation, 1998, 4-5.

44. Αυτό ισχύει για όλες τις περιπτώσεις αγορών χωρίς τοπική σύνδεση, γνωστών ως over the counter markets (OTC). Βλ. σχετικά, Hazen, The Law of Securities Regulation, 1996, 1 επ. Βλ. και άρθρο 1 στοιχ. α' Ν 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», σύμφωνα με το οποίο οι διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζονται «στις ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή [και όχι απλά οργανωμένη] αγορά». Για τις προϋποθέσεις ένταξης της ΗΔΑΤ στο πεδίο εφαρμογής του Ν 3016/2002, βλ. Γιωτάκη, σε Μούζουλα, Ν 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση, 2003, 29-30. Βλ. όμως, Γεωργακόπουλου, (Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, 1999, 42), κατά τον οποίο το «Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών Άυλων Τίτλων» του Ν 2198/94 δεν αποτελεί αγορά.

45. Κεφάλαιο Στ' του Ν 3606/2007, στο οποίο ενσωματώνονται οι αντίστοιχες διατάξεις των άρθρων 36 επ. της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

46. Παρ. 4 άρθρου 41 Ν 3606/2007, η οποία προστέθηκε με το άρθρο 113 παρ. 4 Ν 4099/2012.

47. Άρθρο 48 Ν 3606/2007, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 113 παρ. 7 Ν 4099/2012.

48. Άρθρο 46 παρ. 2 Ν 3606/2007, όπως αντικαταστάθηκε από το άρθρο 113 παρ. 6 Ν 4099/2012.

ISBN: 978-960-562-304-3



14847