

**ΟΡΟΙ & ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΥ ΕΤΑΙΡΙΑΣ  
ΣΤΗ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (ΝΕ.Χ.Α.)  
Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΙΔΙΚΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΗ (MARKET MAKER)  
ΣΤΗ ΝΕ.Χ.Α.  
Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΙΔΙΚΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΗ (MARKET MAKER)  
ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ & ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.**

**Γεωργίου Χρυσ. Παλάζη, Δικηγόρου**

## Εισαγωγή

Στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων επιχειρήσεων που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου. **(1)** Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά δεν αποτελεί νέο στοιχείο για τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Η αρχική ιδέα ξεκίνησε από τη Γαλλία **(2)** σε μία εποχή έντονης φιλολογίας γύρω από το θέμα της λήψης μέτρων προς την κατεύθυνση της προστασίας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Εθνικής στρατηγικής σημασίας αποτελεί η πραγμάτωση του στόχου με την ένταξη της ΝΕ.Χ.Α. στον κορμό της EURO.NM **(3) (4) (5)** Εντονο προβληματισμό στους επιχειρηματίες, στους συμβούλους και στους αναδόχους προκάλεσε η πρώτη και βασική προϋπόθεση για την εισαγωγή μιας εταιρίας στη ΝΕ.Χ.Α που αναφέρει ότι *«στην εν λόγω αγορά εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων επιχειρήσεων»*. Η προϋπόθεση αυτή είχε ως αποτέλεσμα ώστε ν'απορριφθούν φάκελοι εταιριών από τις αρμόδιες αρχές. Το παραπάνω γεγονός συνετέλεσε στο να λειτουργήσει αρνητικά για πολλές εταιρίες που δεν ήταν διατεθειμένες να αναλάβουν το κόστος της προετοιμασίας και των ελέγχων που απαιτούνται (φορολογικό, οικονομικό, νομικό), χωρίς να είναι βέβαιο ότι θα γίνουν αποδεκτές οι αιτήσεις τους από τις Αρχές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. **(6)**

Ενόψει της δεδομένης αβεβαιότητας που άρχισε να υπάρχει δημιουργήθηκε η Επιτροπή Αξιολόγησης Υποψηφιότητας Εταιρίας για Εισαγωγή στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Ετσι η υποψήφια εταιρία δύναται να υποβάλλει στο ΧΑΑ αίτημα για την αξιολόγηση της υποψηφιότητάς της όπου ζητείται από τις αρμόδιες αρχές να γνωμοδοτήσουν περί της υπαγωγής της στα κριτήρια της απόφασης 50/2000 του ΔΣ του ΧΑΑ.. Για να δημιουργηθεί ο φάκελος της προέγκρισης και να κατατεθεί στο ΧΑΑ απαιτείται η αίτηση να συνοδεύεται από σύντομη αλλά καλά σχεδιασμένη παρουσίαση της Υποψήφιας Εταιρίας και του επενδυτικού της

σχεδίου παραθέτοντας συνοπτικά τα παρακάτω στοιχεία όπως σύντομο ιστορικό για την εταιρία και το αντικείμενό της, πληροφορίες για τα παραγόμενα προϊόντα και τις υπηρεσίες της, το προσωπικό της, τον κύκλο εργασιών της και παρουσίαση των χαρακτηριστικών της ως δυναμικής ή και καινοτόμου. Το ειδικό έντυπο, η αίτηση αξιολόγησης Υποψηφιότητας εταιρίας για εισαγωγή στη ΝΕ.Χ.Α. κατατίθεται είτε από την εταιρία είτε από τον ανάδοχο. Η εξέταση της αίτησης (προέγκρισης) από την Επιτροπή Αξιολόγησης της υποψηφιότητας πραγματοποιείται εντός είκοσι ημερών. Η γνωμοδότηση της Επιτροπής (τριμελής) δεν είναι δεσμευτική για την εταιρία και το ΔΣ του ΧΑΑ. Δηλαδή με λίγα λόγια η υποψήφια εταιρία θα έλεγα ότι λαμβάνει αρχικά από την Επιτροπή Αξιολόγησης το «πράσινο φως» προκειμένου να συνεχίσει στην υποβολή του φακέλου δικαιολογητικών για την περαιτέρω έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου.

(1) *“.....Η περίπτωση της UNIBRAIN είναι βέβαια ξεχωριστή, καθώς η εισαγωγή της σηματοδότησε και την έναρξη λειτουργίας μιας νέας αγοράς, αυτής της ΝΕ.Χ.Α., (αφού επιλύθηκαν τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν με τις έννοιες “καινοτόμο” και “πρωτοποριακό” που προβλέπονταν στο νόμο ύστερα από την έκθεση του Γεν Διευθυντή του Χ.Κ.Θ. κ Β. Μάργαρη) ενώ για πρώτη φορά λειτούργησε στην πράξη ο θεσμός του Ειδικού Διαπραγματευτή.....», (συνέντευξη Γ. Παλάζη στο περιοδικό Καινοτομία & Επιχειρηματικότητα σελ 18)*

(2) *“Η πρώτη εταιρεία που εισήχθη ήταν η γαλλική Inforcess (εταιρεία τηλεπικοινωνιών)στις 20.03.1996. Αξίζει να σημειωθεί ότι η τιμή της μετοχής της Inforcess από 15,04 Euro (5.100 δρχ.) έφθασε και τα 119,24 Euro (40.400 δρχ) μέσα σε διάστημα ενός έτους.” ( βλ Θεόδωρο Θεοδωρόπουλο, ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ,14.01.2002)*

### **(3)\_EURO.NM**

*Στρατηγική συνεργασία 5 Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων ( ΠΑΡΙΣΙ,ΦΡΑΓΚΦΟΥΡΤΗ,ΜΙΛΑΝΟ,ΒΡΥΞΕΛΕΣ,ΑΜΣΤΕΡΝΤΑΜ).*

- *Κοινά κριτήρια αποδοχής εταιριών με βάρος στις αναπτυσσόμενες εταιρίες.*
- *Κοινές πρακτικές διαχείρισης των συναλλαγών για μεγαλύτερη ομοιογένεια και διαφάνεια.*
- *Ένα κοινό ηλεκτρονικό δίκτυο 5 Ευρωπαϊκών αγορών.*
- *Εύκολη πρόσβαση σε επιχειρήσεις και επενδυτές*

Το θεσμικό πλαίσιο της ΝΕ.Χ.Α. είναι απόλυτα συμβατό με τις ελάχιστες απαιτήσεις της ΕΥΡΟ.ΝΜ Μία από τις απαιτήσεις αυτές είναι και η ύπαρξη Ειδικού Διαπραγματευτή.

(4) «η αποτυχία σύνδεσης της ΝΕ.Χ.Α. με την ΕΥΡΟ.ΝΜ θα την οδηγήσει σε απόλυτη περιθωριοποίηση» (βλ μελέτη Βασίλη Μάργαρη Γεν. Διευθυντή Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης «Προφίλ Εταιριών ΝΕ.Χ.Α.»)

(5) Η ΕΥΡΟ.ΝΜ αποτελείται από 5 «νέες» χρηματιστηριακές αγορές και πιο συγκεκριμένα από:

Τη γαλλική NOUVEAU MARCHE, η οποία εδρεύει στο Παρίσι και ήταν μάλιστα η πρώτη «νέα αγορά» που ιδρύθηκε στην Ευρώπη (14.02.1996)

Από τη βελγική ΕΥΡΟ.ΝΜ Belgium, η οποία εδρεύει στις Βρυξέλες και ιδρύθηκε τον Ιανουάριο του 1997

Από τη γερμανική NEUER MARKT, η οποία εδρεύει στη Φραγκφούρτη και ιδρύθηκε τον Μάρτιο του 1997.

Την Ολλανδική NMAX, η οποία εδρεύει στο Αμστερνταμ και ιδρύθηκε τον Μάρτιο του 1997 και τέλος από

Την ιταλική NUOVO MERCATO, η οποία εδρεύει στο Μιλάνο και αποτελεί το νεώτερο μέλος σε ίδρυση τον Ιανουάριο του 1999.

(6) «Το δεύτερο πρόβλημα αφορά το αυξημένο κόστος εισαγωγής με το οποίο θα επιβαρυνθεί η ενδιαφερόμενη εταιρία. Ειδικότερα: Η πληρωμή της αμοιβής του αναδόχου ανέρχεται σήμερα σε ποσοστό 2,8%-3,5% επί των αντληθέντων κεφαλαίων..... Η εταιρία επιβαρύνεται επίσης και με το κόστος εκπόνησης Ενημερωτικού Δελτίου, το κόστος έκδοσης ενημερωτικών φυλλαδίων, το κόστος ανακοινώσεων-προσκλήσεων στο επενδυτικό κοινό μέσω του ημερήσιου τύπου, το κόστος διενέργειας εκδήλωσης για το επενδυτικό κοινό και τους θεσμικούς επενδυτές, το κόστος διενέργειας έκτακτου οικονομικού, νομικού και φορολογικού ελέγχου» (βλ Κωνσταντίνο Αλεπάκη, Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ΔΕΕ, 2000, σελ 577)

## **1.- Προϋποθέσεις για την εισαγωγή στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.)**

### **1.1.- Προϋποθέσεις που σχετίζονται με την Εταιρία**

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρεί η Εταιρία για να εισαχθεί στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά αναφέρονται λεπτομερώς στο Ν. 2733/1999, που αφορά στη σύσταση της ΝΕ.Χ.Α. **(6<sup>Α</sup>)** Για να εξεταστεί ο φάκελος εισαγωγής της εταιρίας, είναι απαραίτητο να πληρούνται το σύνολο των προϋποθέσεων, όπως αναλύονται παρακάτω:

**Προϋπόθεση 1η:** Νομική Κατάσταση της Εταιρίας

**Περιγραφή:** Η νομική κατάσταση της Εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους όσον αφορά στην ίδρυσή της και την καταστατική της λειτουργία.

**Προϋπόθεση 2η:** Ελάχιστο Μέγεθος Εταιρίας

**Περιγραφή:** Ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 200 εκατ. δρχ. για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής. **(7)**

**(6<sup>Α</sup>)** Για το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς βλ. πρωτίστως:

*Ν 2733/1999 (ΦΕΚ 155/30.7.1999) άρθρα 1-11*

*Απόφ. ΥΠΕΘΟ 16704/927 Β/24.4.2000( ΦΕΚ 599Β/8.5.2000)*

*Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 7<sup>Α</sup>/182/25.1.2000(ΦΕΚ171 Β)*

*Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 7Γ/182/25.1.2000 (ΦΕΚ 171Β)*

*Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 7Δ/182/25.1.2000 (ΦΕΚ 171Β), όπως τροποποιήθηκε με τις Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 9/188/4.4.2000 (ΦΕΚ 586Β) και 4/197/4.8.2000 (ΦΕΚ 1081 Β)*

*Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 14/207/19.12.2000(ΦΕΚ 34/19.1.2001)*

*Απόφ. Δ.Σ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/211/19.2.2001(ΦΕΚ 443Β/19.4.2001)*

*Απόφ. Δ.Σ. Χ.Α.Α. 49/25.10.2000 (ΦΕΚ 107Β)*

*Απόφ. Δ.Σ. Χ.Α.Α. 50/25.10.2000 (ΦΕΚ 1587 Β)*

**(7)** «Το ύψος των απαιτούμενων ελάχιστων ιδίων κεφαλαίων είναι συνολικά 450 εκατ. δρχ. (200 εκ. αρχικά και υποχρεωτική αύξηση με εισαγωγή επιπλέον 250 εκ.) και κρίνεται σχετικά μικρό σε σύγκριση τόσο με τα 4 δισ. για την Κύρια Αγορά και τα 2 δισ. για την Παράλληλη, όσο και με τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σύμφωνα με στοιχεία της Federation of

*European Securities Commissions, της Salomon Smith Barney και του Euromoney Publications PLC στη ΝΕΧΑ των Βρυξελλών το ελάχιστο απαιτούμενο μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται σε 1 εκ. ευρώ (331 εκ. δρχ περίπου), στη ΝΕΧΑ του Παρισιού 8 εκ Γαλ. Φράγκα (περίπου 400 εκ. δρχ.) και στη ΝΕΧΑ της Φραγκφούρτης 8 εκ. μάρκα (1,360 δισ. δρχ.) » (βλ Κωνσταντίνο Αλεπάκη, Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ΔΕΕ, 2000, σελ 577)*

**Προϋπόθεση 3η:** Διάρκεια και Δημοσίευση Οικονομικών Καταστάσεων

**Περιγραφή:** Νόμιμα δημοσιευμένες και ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή οικονομικές καταστάσεις (ως Ανώνυμη Εταιρία) τουλάχιστον για τις δύο (2) χρήσεις ,που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής.

*[Για εταιρίες που παρουσιάζουν εξαιρετικό δυναμισμό και / ή πρωτότυπη επιχειρηματική πρόταση αρκεί μια (1) μόνον δημοσιευμένη χρήση, έπειτα από απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.].*

*[ Σε περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, έλεγχος από ορκωτό ελεγκτή των καταστάσεων αυτών καθώς και των εταιριών που ενοποιούνται.]*

**Προϋπόθεση 4η:** Φορολογικός Έλεγχος

**Περιγραφή:** Η Εταιρία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο της αίτησης έχουν δημοσιευθεί οι οικονομικές καταστάσεις.

*[ Σε περίπτωση που η εταιρία δημοσιεύει τις οικονομικές της καταστάσεις μετά την υποβολή της αίτησης, συντάσσεται έκθεση εκτίμησης των πιθανών φορολογικών υποχρεώσεων από ανεξάρτητο ορκωτό ελεγκτή].*

*[ Εάν η Εταιρία καταρτίζει και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις τότε πρέπει να ελεγχθούν και οι εταιρίες που ενοποιούνται.]*

*[ Εάν η Εταιρία που πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους.]*

*[ Η ΔΟΥ πρέπει να παραδώσει τα φύλλα ελέγχου εντός 3μήνου από την αίτηση της Εταιρίας - η προθεσμία μπορεί να παραταθεί για άλλο ένα 3μηνο με ειδικώς δικαιολογημένη απόφαση.]*

## **1.2.- Προϋποθέσεις που σχετίζονται με την Έκδοση**

Οι προϋποθέσεις για την έκδοση προβλέπονται στο Π.Δ. 350/85, στον Ν. 2733/1999 καθώς και σε διάφορες αποφάσεις των Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς . Ειδικότερα:

**Προϋπόθεση 1η:** Διάθεση Μετοχών - Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου

**Περιγραφή:** Για την εισαγωγή των μετοχών στη ΝΕ.Χ.Α. πρέπει να διατεθούν στο επενδυτικό κοινό τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) μετοχές, αξίας τουλάχιστον διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων (250.000.000) δρχ. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

**Προϋπόθεση 2η:** Δημόσια Εγγραφή

**Περιγραφή:** Η Δημόσια Εγγραφή πραγματοποιείται μέσω ενός ή περισσότερων αναδόχων.

[ Ποσοστό 30% των προς διάθεση μετοχών διατίθεται για την ικανοποίηση των θεσμικών επενδυτών, ενώ το 70% διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών φυσικών και νομικών προσώπων. Η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι ενιαία και για τις δύο προηγούμενες κατηγορίες. Εάν η ζήτηση σε μία από τις δύο κατηγορίες επενδυτών (θεσμικών επενδυτών-φυσικών και λοιπών νομικών προσώπων) υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην κατηγορία με την ανικανοποίητη ζήτηση.]

**Προϋπόθεση 3η:** Ιδιωτική Τοποθέτηση

**Περιγραφή:** Διάθεση μετοχών με ιδιωτική τοποθέτηση επιτρέπεται μόνο σε υπαλλήλους της εταιρίας και σε ποσοστό που δεν υπερβαίνει το πέντε τοις εκατό (5%) των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

**Προϋπόθεση 4η:** Διασπορά

**Περιγραφή:** Η διασπορά των μετοχών της εταιρίας θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που πρόκειται να εισαχθούν είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό 20% τουλάχιστου του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε 150 φυσικά ή

νομικά πρόσωπα τουλάχιστον, καθένα από τα οποία δεν μπορεί να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2%.

**Προϋπόθεση 5η:**Ανάδοχοι της Έκδοσης

**Περιγραφή:** Ανάδοχοι μπορούν να είναι Τράπεζες και ΕΠΕΥ με ίδια κεφάλαια άνω του 1 δις δρχ.

[ Απαιτείται να υπάρχει Κύριος Ανάδοχος, ο οποίος τίθεται επικεφαλής της κοινοπραξίας των αναδόχων.]

**Προϋπόθεση 6η:**Τιμή Διάθεσης

**Περιγραφή:** Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή καθορίζεται το διήμερο μετά το πέρας της περιόδου των εγγραφών και ανακοινώνεται μέσω των Μ.Μ.Ε. το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της Δημόσιας Εγγραφής. Η Τιμή Διάθεσης είναι κοινή για όλους τους επενδυτές (θεσμικοί ιδιώτες-μη θεσμικοί) που θα συμμετάσχουν στη Δημόσια Εγγραφή. Η τιμή Διάθεσης προσδιορίζεται με βάση τις προσφορές που υποβάλλουν οι θεσμικοί επενδυτές στο Βιβλίο Υποβολής Προσφορών (διαδικασία Bookbuilding). Η εν λόγω διαδικασία υποβολής προσφορών που ακολουθείται για το μέρος της Δημόσιας Εγγραφής που αφορά τους θεσμικούς επενδυτές πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών. Οι θεσμικοί επενδυτές υποβάλλουν τις προσφορές τους, μέσω των Αναδόχων για μετοχές της Εκδότριας εταιρίας εντός δεσμευτικού εύρους τιμών που ορίζεται από το Συντονιστή Κύριο Ανάδοχο, το αργότερο την προτεραία της έναρξης της περιόδου των εγγραφών, και γνωστοποιείται μέσω των ΜΜΕ.

[ Ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή, αποτελεί υποχρεωτικά περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου.]

[Το ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη είναι 15%.]

**Προϋπόθεση 7η:**Ενημερωτικό Δελτίο

**Περιγραφή:** Το Ενημερωτικό Δελτίο (prospectus ) συντάσσεται σύμφωνα με το Π.Δ. 348/1985. Σε αυτό περιλαμβάνονται επιπλέον, σύμφωνα με τον Ν 2733/1999, τα εξής:

1. Πληροφορίες για τις οικονομικές προοπτικές της Εταιρίας συνοδευόμενες από έκθεση ορκωτού ελεγκτή, ο οποίος



πιστοποιείται ότι αυτές συντάχθηκαν σύμφωνα με τους κανόνες αξιολόγησης που έχει υιοθετήσει η Εταιρία.

2. Τα βασικά στοιχεία του επενδυτικού σχεδίου.
3. Αναφορά σε παράγοντες που θέτουν σε κίνδυνο το επενδυτικό σχέδιο και τις αναπτυξιακές προοπτικές της Εταιρίας.
4. Άλλα στοιχεία που τυχόν ζητηθούν από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

**Προϋπόθεση 8η:**Ειδικός Διαπραγματευτής

**Περιγραφή:** Η προς εισαγωγή Εταιρία υπογράφει σύμβαση συνεργασίας, ελάχιστης χρονικής διάρκειας τριών (3) χρόνων, με τον Ειδικό Διαπραγματευτή, ο οποίος θα συντελέσει στην ομαλή εισαγωγή των μετοχών της Εταιρίας στη ΝΕ.Χ.Α. Σημειώνεται πως η ιδιότητα του Ειδικού Διαπραγματευτή μπορεί να την αναλάβει είτε ο Κύριος Ανάδοχος είτε ο Σύμβουλος της Εταιρίας.

[ Γενικότερα, ο Ειδικός Διαπραγματευτής πρέπει να είναι Μέλος του Χ.Α.Α. και να διαθέτει τα ίδια κεφάλαια που ορίζει ο νόμος για Τράπεζες και Ε.Π.Ε.Υ. που παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής, δηλαδή 1 δις δρχ.]

[ Από την πρώτη μέρα της εισαγωγής των μετοχών της Εταιρίας στη ΝΕ.Χ.Α., ο Ειδικός Διαπραγματευτής πραγματοποιεί πράξεις είτε αγοράς είτε πώλησης, με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας των μετοχών της εταιρίας.]

[ Για τον παραπάνω σκοπό, η Εταιρία οφείλει να μεταβιβάσει στον Ειδικό Διαπραγματευτή το 4% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων στη ΝΕ.Χ.Α. μετοχών της Εταιρίας.]

**1.3.- Προϋποθέσεις που σχετίζονται με τις Μετοχές**

**Προϋπόθεση 1η:**Νομική Κατάσταση

**Περιγραφή:** Η νομική κατάσταση των μετόχων πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

**Προϋπόθεση 2η:**Εισαγωγή μετά την λήξη της εγγραφής

**Περιγραφή:**Σε περίπτωση έκδοσης μετοχών με δημόσια εγγραφή, η εισαγωγή τους πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφής.

**Προϋπόθεση 3η:**Αίτηση ως προς το σύνολο μετοχών κατηγορίας

**Περιγραφή:** Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αναφέρεται στο σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί.

**Προϋπόθεση 4η:** Νομότυπη Εμφάνιση.

**Περιγραφή:** Οι μετοχές που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε κράτος μέλος πρέπει να είναι σύμφωνες ως προς την εμφάνισή τους με τη νομοθεσία του αντίστοιχου κράτους μέλους.

**Προϋπόθεση 5η:** Μετοχές εταιριών τρίτων κρατών

**Περιγραφή:** Μετοχές εταιριών που έχουν την έδρα τους σε κράτος μη μέλος μπορούν να εισαχθούν μόνο εάν είναι ήδη εισηγμένες σε χρηματιστήριο της χώρας έδρας ή κύριας κυκλοφορίας τους.

## **2.- Υποχρεώσεις εισηγμένης Εταιρίας προς το Χ.Α.Α.**

Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι υποχρεωμένες σύμφωνα με το ΠΔ 360/1985 και τον Ν. 2733/1999 να πληρούν τα παρακάτω:

**Υποχρέωση 1η:** Προορισμός Νέων Κεφαλαίων

**Διαδικασία:** Να υποβάλει ανά εξάμηνο έκθεση στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έκθεση σχετικά με τον προορισμό των αντληθέντων κεφαλαίων και την πορεία του επενδυτικού σχεδίου.

[ Να δημοσιεύει σε ετήσια βάση το σύνολο των μετοχών και δικαιωμάτων που κατέχουν τα μέλη του Δ.Σ. και τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας.]

**Υποχρέωση 2η:** Δημοσίευση Ισολογισμών

**Διαδικασία:** Να υποβάλει στο Χ.Α.Α. μαζί με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Ετήσιο Δελτίο, όπου περιγράφεται η πορεία υλοποίησης του επενδυτικού σχεδίου και η χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας. Εταιρίες που υποχρεούνται να καταρτίζουν ενοποιημένες καταστάσεις θα καταρτίζουν τις παραπάνω καταστάσεις τόσο σε ενοποιημένη όσο και σε μη ενοποιημένη βάση.

[ Να δημοσιεύει οικονομικές καταστάσεις για το πρώτο και το τρίτο τρίμηνο κάθε οικονομικής χρήσης.]

[ Οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται εντός δύο μηνών από την λήξη της περιόδου στην οποία αναφέρονται σε μία ή περισσότερες εφημερίδες εθνικής και μεγάλης κυκλοφορίας. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας ή απρόβλεπτων γεγονότων που αιτιολογούνται δεόντως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ύστερα

από αίτηση της εταιρίας έχει τη δυνατότητα να παρατείνει την προθεσμία δημοσίευσης κατά πολύ ένα μήνα.]

[ Για λόγους σύγκρισης στις καταστάσεις περιλαμβάνονται σε δεύτερη στήλη τα αντίστοιχα στοιχεία της αντίστοιχης περιόδου της προηγούμενης οικονομικής χρήσης. Οι καταστάσεις υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παρ. 5 του άρθρου 42α του κ.ν.2190/1920, όπως ισχύει.]

[ Η εταιρία υποβάλλει αντίγραφα στο Χ.Α.Α. των οικονομικών καταστάσεων ταυτόχρονα με τη δημοσίευσή τους.]

[ Οι υποβαλλόμενες καταστάσεις ελέγχονται υποχρεωτικά πριν δημοσιευθούν από τον ορκωτό ελεγκτή ή ελεγκτές της εταιρίας, το πιστοποιητικό ελέγχου του οποίου ή των οποίων δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις.]

[ Σε περίπτωση που η Εταιρία δεν τηρεί τις υποχρεώσεις της δημοσίευσης καταστάσεων σύμφωνα με το παρόν ή δημοσιεύει καταστάσεις κατά παράβαση των διατάξεων αυτών όσο αφορά στην κατάρτιση και το περιεχόμενο των καταστάσεων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο στην εταιρία μέχρι ποσού δρχ.50.000.000. ]

### **Υποχρέωση 3η: Λοιπές Υποχρεώσεις**

**Διαδικασία:** Να ενημερώνει εγγράφως το συντομότερο δυνατόν, το Χ.Α.Α. για οποιοδήποτε γεγονός το οποίο μπορεί να επηρεάσει την πορεία του επενδυτικού σχεδίου της εταιρίας.

[ Σε περίπτωση που αντικειμενικοί λόγοι επιβάλουν την αναθεώρηση του επενδυτικού σχεδίου, η εταιρία οφείλει να το αναθεωρήσει και να το καταθέσει εντός δύο μηνών.]

[ Να ενημερώσει εγγράφως το Χ.Α.Α. για οποιαδήποτε μεταβολή στα μέλη του Δ.Σ. και τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, καθώς και για τη σύναψη σημαντικών συνεργασιών ή για σημαντικές εταιρικές μεταβολές.]

[ Να ενημερώνει άμεσα για τυχόν διακοπή της συνεργασίας με τον Κύριο Ανάδοχο ή τον Ειδικό Διαπραγματευτή καθώς και για τον ορισμό αντικαταστάτη τους.]

[ Να συστήσει όργανο εσωτερικού ελέγχου, αυτόνομου οικονομικά και λειτουργικά, στο οποίο θα συμμετέχουν και μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. Αποστολή του θα είναι η παρακολούθηση του

επενδυτικού σχεδίου, ο εντοπισμός προβλημάτων και η υποβολή προτάσεων προς την εταιρία σχετικά με την υλοποίηση του επενδυτικού πλάνου.] **(7<sup>Α</sup>) (7B)**

[ Να παρέχει, εν γένει, κάθε πληροφορία ή στοιχείο που ζητείται από τις αρμόδιες Αρχές.]

[Να εφαρμόζει τους κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων] **(7Γ)**

**(7<sup>Α</sup>)** βλ Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) άρθρο 12 (Τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου) παρ 1, 2,3,4 & 5 «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων» σε συνδυασμό με την απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Συνεδρίαση 7B/182/25.1.2000 «Υποχρεώσεις των Εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά» άρθρο 3 (Εσωτερικός Ελεγχος)

**Παρατήρηση:** Το άρθρο 12 παρ 2 της Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) αναφέρει: «Ο επικεφαλής του τμήματος εσωτερικού ελέγχου διορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, αναφέρεται σ' αυτό και είναι πρόσωπο με επαρκή προσόντα και εμπειρία» αντίθετα η απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Συνεδρίαση 7B/182/25.1.2000 «Υποχρεώσεις των Εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά» στο άρθρο 3 αναφέρεται: «Η Εταιρεία οφείλει, μετά την ολοκλήρωση του έργου του Κυρίου Αναδόχου, να συστήσει με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, οικονομικά και λειτουργικά αυτόνομο όργανο εσωτερικού ελέγχου, στο οποίο θα συμμετέχουν και μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και το οποίο θα αναφέρεται στο Διοικητικό Συμβούλιο»

**(7B)** «Για πρώτη φορά θεσπίστηκε νομοθετικά η υποχρέωση ύπαρξης Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου σε Εταιρείες της Κεφαλαιαγοράς του ν. 2396/96 ( ΦΕΚ Α' 73), με τον Κώδικα Δεοντολογίας των ΕΠΕΥ, και με το έγγραφο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 9150/11-12-98, από το οποίο μάλιστα θεσπίστηκαν και κυρώσεις στις υπόχρεες εταιρείες του χώρου που διέθεταν ελλιπές ή ανύπαρκτο Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου.

Με την εγκύκλιο αριθμός 6 της 15-6-1999 παρ. 15 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, επεκτάθηκε η υποχρέωση ύπαρξης Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου και στις Ανώνυμες Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών, τις γνωστές Ε.Λ.Δ.Ε. Επίσης η ύπαρξη συστήματος διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου προβλέπεται και από τον κανονισμό αναδοχών (άρθρο 5 παρ 1 και 2)

καθώς και από την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 8422/1998 (Συνεδρίαση της 132<sup>ης</sup>/19.5.1998, θέμα 2<sup>ο</sup>) άρθρο 3 παρ 5 για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) όπου υποχρεούνται όχι μόνο τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου να «μεριμνούν για την οργάνωσή τους και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου» (Απόσπασμα από το υπό έκδοση βιβλίο Γεωργίου Παλάζη «Η ΕΛΔΕ»)

(7Γ) βλ Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) άρθρο 1(Πεδίο Εφαρμογής) παρ 2 «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων» σε συνδυασμό με την Εγκύκλιο Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αριθ. 9/21.12.2000 «Διευκρινίσεις επί της υπ' αριθ. 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) απόφασης του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

### **3.- Υποχρεώσεις Μετόχων**

**Προϋπόθεση:** Δέσμευση Μετοχών

**Περιγραφή:** Οι μέτοχοι της Εταιρίας που διαθέτουν άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας δεσμεύονται ότι δεν θα διαθέσουν για τρία (3) χρόνια ποσοστό 80% των μετοχών τους.

\* Γενικά, πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, πρέπει να έχει δεσμευθεί το 80% του συνόλου των μετοχών της Εταιρίας.

\* Τα παραπάνω ποσοστά καθώς και η χρονική διάρκεια της δέσμευσης μπορεί να τροποποιηθούν με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας ύστερα από εισήγηση των Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. [( βλ παρ. 1 του Κεφαλαίου Δ του άρθρου 2 του Ν 2733/1999 (ΦΕΚ 155Α/30.7.1999) όπως τροποποιήθηκε με την Απόφ ΥΠΕΘΟ 16704/927 Β/24.4.2000( ΦΕΚ 599B/8.5.2000) όσον αφορά τα ποσοστά δέσμευσης μετοχών, το χρονικό διάστημα απαγόρευσης διάθεσης και τους όρους και προϋποθέσεις για τη σταδιακή άρση της απαγόρευσης αυτής]

\* Σε κάθε περίπτωση πάντως η δέσμευση των μετοχών δεν μπορεί να αρθεί αν δεν παρέλθει τουλάχιστον ένας (1) χρόνος.

\* Από τα παραπάνω εξαιρείται η μεταβίβαση μετοχών στον Ειδικό Διαπραγματευτή για την εκπλήρωση του έργου του, λόγω συγχώνευσης/ απορρόφησης της εταιρίας, λόγω εξαγοράς της εταιρίας ( σε ποσοστό τουλάχιστον 66.67% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας) κ.α.

## **Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΙΔΙΚΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΗ (MARKET MAKER) ΣΤΗΝ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (ΝΕ.Χ.Α.)**

Ο ρόλος του ειδικού διαπραγματευτή: η κυριότερη καινοτομία που εισάγεται στην ελληνική κεφαλαιαγορά με την σύσταση της ΝΕΧΑ είναι ο θεσμός του ειδικού διαπραγματευτή (Market Maker), ο οποίος έχει επεκταθεί και στις άλλες αγορές με το άρθρο 22<sup>A</sup> ν. 1806/88 (όπως προστέθηκε με το ν 2843/2000), αλλά και με την απόφαση της Επιτροπής κεφαλαιαγοράς 1/216/15-5-2001 αλλά εκεί είναι προαιρετικός για τις εκδότριες εταιρίες οι οποίες έχουν εισαγάγει προς διαπραγμάτευση τις κινητές τους αξίες στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. **(8)** Η υποψήφια εταιρία οφείλει να αναθέσει σε ένα τουλάχιστον μέλος του ΧΑΑ το ρόλο του ειδικού διαπραγματευτή για την πραγματοποίηση συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας των μετοχών της εταιρίας. Για το σκοπό αυτόν, ο ειδικός διαπραγματευτής εισάγει ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης (quotes) στο σύστημα συναλλαγών. **(9)**

**(8)** «...ενώ για πρώτη φορά λειτούργησε στην πράξη ο θεσμός του Ειδικού Διαπραγματευτή, ο οποίος είναι και υποχρεωτικός για τις εταιρίες που στοχεύουν να εισάγουν προς διαπραγμάτευση τις κινητές τους αξίες στη ΝΕΧΑ. Ο ρόλος του συνίσταται στην κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών εντός κύκλου, για ίδιο λογαριασμό, με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητάς τους. Το ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΧΑΑ προωθούν με ταχείς ρυθμούς σχέδιο απόφασης για την εφαρμογή του ρόλου του Ειδικού Διαπραγματευτή εντός κύκλου και για την Κύρια και για την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ. Η άμεση λήψη αυτού του μέτρου πιστεύω ότι πρέπει να κριθεί απαραίτητη καθώς θα συντελέσει ουσιαστικά στην ομαλή λειτουργία της αγοράς και την ενίσχυση της ρευστότητάς της, που ως γνωστόν το τελευταίο καιρό έχει μειωθεί δραματικά. Μια από τις διαφορές που παρατηρούνται σε σχέση με τους κανόνες που ήδη ισχύουν για τους ειδικούς διαπραγματευτές της ΝΕΧΑ είναι η ελάχιστη ημερήσια ποσότητα μετοχών που ορίζεται στο 0,5%, ενώ στην περίπτωση του ειδικού διαπραγματευτή για την Κύρια και Παράλληλη Αγορά ορίζεται στο 0,2% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της εταιρίας.» (συνέντευξη Γ. Παλάζη στο περιοδικό Καινοτομία & Επιχειρηματικότητα, Μάρτιος 2001 σελ 18)

**(9)** Εδώ εστιάζεται η κυριότερη διαφορά του ειδικού διαπραγματευτή με το ρόλο του «Ενεργού Σταθεροποίηση» [ βλ. Κανονισμός Αναδοχών ΑΥΕθνΟικ της 4.12.1998, άρθρο 8 παρ 2 εδαφ α, δ και παρ 5 και 10 (ΦΕΚ Β

1257/15.12.1998)]. Ως Ενεργών Σταθεροποίηση νοείται ο Κύριος Ανάδοχος ο οποίος έχει συμφωνήσει με τον εκδότη ή πωλητή των μετοχών, κατά περίπτωση, να διενεργεί Σταθεροποιητικές Πράξεις. Ως Σταθεροποιητική Πράξη νοείται η αγορά μετοχών από τον Ενεργούντα Σταθεροποίηση με χρηματιστηριακή συναλλαγή, η οποία διενεργείται προς τον σκοπό σταθεροποίησης της χρηματιστηριακής τιμής μετοχής σε περιπτώσεις που θεωρείται ότι είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και προοπτικές της εταιρίας. Οι σταθεροποιητικές πράξεις διενεργούνται προκειμένου να αποτραπεί ή καθυστερήσει η πτώση της χρηματιστηριακής τιμής μετοχής. Η δυνατότητα διενέργειας Σταθεροποιητικών Πράξεων προϋποθέτει ότι η συνολική αξία των προς διάθεση ή προς εισαγωγή κινητών αξιών υπερβαίνει τα δύο δισεκατομμύρια πεντακόσια εκατομμύρια (2.500.000.000) [(όπως η παρ 10 αντικαταστάθηκε με ΑΥΠΕθνΟικ 40459/Β.2136/2000 (ΦΕΚ Β 1499)]

Προϋποθέσεις απόκτησης της ιδιότητας του Ειδικού Διαπραγματευτή :

Να είναι Μέλος του Χ.Α.Α (σήμερα μόνον ΑΧΕΠΕΥ), με μετοχικό κεφάλαιο άνω του 1 δις δρχ. Να έχει λειτουργική επάρκεια: 1) Το Τμήμα Ειδικού Διαπραγματευτή θα πρέπει να είναι δομημένο με Chinese walls από τα υπόλοιπα τμήματα της ΑΧΕΠΕΥ, 2) Να υπάρχει χρηματιστηριακός εκπρόσωπος αποκλειστικής απασχόλησης με άμεση αναπλήρωση από άλλον, 3) Να διαθέτει κατάλληλη λογιστική και μηχανογραφική οργάνωση – ξεχωριστή από τα υπόλοιπα τμήματα της ΑΧΕΠΕΥ- για την παρακολούθηση των συναλλαγών και των κινδύνων που αναλαμβάνει, 4) Να έχει θεσπίσει Επαρκή Εσωτερικό Κανονισμό λειτουργίας και διαδικασίες τήρησής τους. **(10) (10Α)**

Ο Ειδικός Διαπραγματευτής υποβάλλει αίτηση στο ΔΣ του Χ.Α.Α . Γίνεται δεκτή εφόσον πληρούνται οι ανωτέρω προϋποθέσεις .

Η υποψήφια εταιρία που πρόκειται να εισαχθεί στη ΝΕ.Χ.Α. πρέπει να συνάψει σύμβαση με έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή. Η παραπάνω προϋπόθεση αποτελεί απαραίτητο δικαιολογητικό του φακέλου της αίτησης.

Ο Ειδικός Διαπραγματευτής όπως είπαμε συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά της μετοχής έτσι σε όλη τη διάρκεια της συνεδρίασης είναι υποχρεωμένος να εισάγει συνεχώς και ταυτόχρονα εντολές αγοράς και πώλησης για κάθε μετοχή για την οποία έχει αναλάβει τη Ειδική Διαπραγμάτευση με σκοπό τη σύναψη

“εντός κύκλου” συναλλαγών για δικό του λογαριασμό (Αντίθετα με τον παραδοσιακό ρόλο της ΑΧΕ που παίζει καθαρά μεσολαβητικό ρόλο εκτελώντας “ εντός ” κύκλου συναλλαγές αποκλειστικά για λογαριασμό πελατών της ). Συμβάσεις «εκτός κύκλου» καταρτίζονται από τον Ειδικό Διαπραγματευτή, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 95 του Ν 2533/1997 (ΦΕΚ 228<sup>Α</sup>) **(11) (12)**

Εισάγεται έτσι για πρώτη φορά στην Ελλάδα ο θεσμός του market maker. Οι εντολές εισάγονται στο ΟΑΣΗΣ **(13)** όπως οι εντολές για την ίδια μετοχή των άλλων Μελών που λειτουργούν απλά σαν διαμεσολαβητές (brokers) για λογαριασμό πελατών τους. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής οφείλει να διαθέτει την απαραίτητη επάρκεια σε κεφάλαια και μετοχές.

**(10) Θα έλεγα ότι είναι αρκετά μεγάλες οι λειτουργικές δαπάνες (κόστος) για την απόκτηση της ιδιότητας του Ειδικού Διαπραγματευτή από μία μεσαίου μεγέθους ΑΧΕΠΕΥ**

**(10Α).** «βλ. όμως για εισηγμένες μετοχές στο ΧΑΑ (είτε διαπραγματεύονται ως αυλές ανώνυμες, είτε ως αυλές ονομαστικές) τις διατάξεις της παρ 2 του άρθρου 9 του ν 2579/1998. όπως ισχύουν μετά την τροποποίησή τους με το άρθρο 22 του ν. 2742/1999, «όπου ορίζεται ότι επιβάλλεται φόρος με συντελεστή 6/οο (τοίς χιλίοις) στις πωλήσεις μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών για συναλλαγές που πραγματοποιούνται σ’αυτό.(προσφάτως ο συντελεστής φόρου έχει εκπέσει στο τρία τοίς χιλίοις)» (βλ Γεωργίου Παλάζη, Αρμενόπουλος, 2001 σελ 1597 «Η μεταβίβαση ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών») **Προκειμένου να διευρυνθεί ο ρόλος του ειδικού διαπραγματευτή τόσο στη ΝΕΧΑ όσο και στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά καλό θα ήταν οι αρμόδιες αρχές να εξετάσουν την κατάργηση του φόρου τρία τοίς χιλίοις (3%ο) στην κατάρτιση των χρηματιστηριακών συναλλαγών ειδικής διαπραγμάτευσης, αφού ως γνωστό ο ρόλος του ΕΔ συνίσταται στην ενίσχυση της ρευστότητας της δευτερογενούς αγοράς μετοχών, η οποία έχει μειωθεί δραματικά κατά την τελευταία διετία.**

**(11)** Άρθρο 6 παρ 2 του Ν 2733/1999

**(12)** Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές διακρίνονται σε εντός κύκλου και εκτός κύκλου. Οι εκτός κύκλου συναλλαγές ρυθμίζονται στο άρθρο 23 του Ν 1806/88, το οποίο όμως δεν έχει ποτέ εφαρμοστεί. Επομένως χρηματιστηριακές συναλλαγές εκτός κύκλου δεν υφίστανται σήμερα στην ελληνική κεφαλαιαγορά.



**(13)** *Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) μετεξέλιξη του ΑΣΗΣ Το ΟΑΣΗΣ είναι ένα σύστημα ώριμης τεχνολογίας, με ανοικτή αρχιτεκτονική γεγονός που επιτρέπει ευελιξία στην επέκταση του συστήματος και υψηλή ασφάλεια. Επίσης παρέχει τη δυνατότητα υποστήριξης περισσότερων της μίας Αγορών καθώς και πολλαπλών μεθόδων διαπραγμάτευσης, διαπραγμάτευσης πολλαπλών προϊόντων ταυτόχρονα, υπολογισμού χρηματιστηριακών δεικτών, προσδιορισμού των περιόδων συναλλαγής στις διάφορες Αγορές και ελέγχου του ορίου συναλλαγών των Μελών.*

Η Διαδικασία της Ειδικής Διαπραγμάτευσης αναλυτικότερα :

- 1.- Για να αποκτήσει ένα αρχικό απόθεμα ο Ειδικός Διαπραγματευτής, οι παλαιοί μέτοχοι της εταιρίας του μεταβιβάζουν το 4% του συνολικού μκ σε τιμή που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης μεταξύ τους. Το 4% αφορά τόσο δεσμευμένες όσο και μη δεσμευμένες μετοχές, Η τιμή απόκτησης των μετοχών εξαρτάται από τον χρόνο της μεταβίβασης στον Ειδικό Διαπραγματευτή η οποία γίνεται είτε εξωχρηματιστηριακά είτε με χρηματιστηριακή συναλλαγή. **(14) (15) (16)** Μεταβίβαση μετοχών στον Ειδικό Διαπραγματευτή μετά από την έναρξη διαπραγμάτευσης είναι εφικτή μόνον σε έκτακτες και πλήρως αιτιολογημένες περιπτώσεις ( π.χ. εξάντληση του αποθέματος λόγω ακραίων ανοδικών καταστάσεων της αγοράς ) μετά από έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι μετοχές που μεταβιβάζονται στον ΕΔ μπορεί να προέρχονται και από τις δεσμευμένες αλλά όχι πάνω από το 25% αυτών.
2. Η Απόκλιση τιμών μεταξύ ταυτόχρονων εντολών αγοράς και πώλησης ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ τιμής της εντολής πώλησης και τιμής της εντολής αγοράς, η οποία πρέπει να είναι μικρότερη ή ίση από το πέντε τοις εκατό ( $\leq 5\%$ ) του ημίσεως του αθροίσματός τους .(π.χ.  $TA = 1000 \rightarrow TP \leq 1051$ ).
3. Οι τιμές αυτές κυμαίνονται μέσα στο επιτρεπτό ημερήσιο όριο διακύμανσης. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής απαλλάσσεται από την υποχρέωση της διαπραγμάτευσης αν η τιμή της μετοχής έχει φθάσει στο όριο. (σήμερα το επιτρεπτό ημερήσιο όριο διακύμανσης μιας μετοχής είναι το συν ή πλην (+ή - 18%) δέκα οκτώ τοις εκατό.)
4. Η υποχρέωση του ΕΔ για την συνεχή εισαγωγή εντολών εξαντλείται αν έχει συνάψει συναλλαγές μέσα στην ημέρα που ξεπερνούν αθροιστικά την Ελάχιστη Ημερήσια Ποσότητα Μετοχών η οποία ισούται με το 0,5% του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας.

[(Παράδειγμα: Αν η εταιρία έχει 2.000.000 μετοχές χρηματιστηριακής αξίας **(17)** περίπου 20 δις η ελάχιστη ημερήσια ποσότητα μετοχών (Ε.Η.Π.Μ.) είναι 10.000 μετοχές αξίας 100 εκατ. δρχ **(18)**] Η Ελάχιστη Ανακοινώσιμη Ποσότητα Μετοχών (Ε.Α.Π.Μ.) για κάθε εντολή ειδικής διαπραγμάτευσης ισούται με το ένα δέκατο πέμπτο (1/15 Ε.Α.Π.Μ.) της Ελάχιστης Ημερήσιας Ποσότητας Μετοχών (Ε.Η.Π.Μ.) [( Σύμφωνα με το αμέσως παραπάνω παράδειγμα: 666 μετοχές αξίας 6,6 εκατ. δρχ. **(19)**]

6. Η Μέγιστη χρονική διάρκεια για εισαγωγή (νέας) εντολής ειδικής διαπραγμάτευσης μετά την πλήρη ή μερική εκτέλεση της προηγούμενης εντολής ειδικής διαπραγμάτευσης ορίζεται σε πέντε (5) λεπτά.

7. Όλες οι συναλλαγές διενεργούνται μέσα από ειδικό κωδικό που τηρεί ο Ειδικός Διαπραγματευτής.

Το ΧΑΑ μπορεί να απαλλάξει τον Ειδικό Διαπραγματευτή από την υποχρέωση εκπλήρωσης του ρόλου του ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος που αναλαμβάνει. Πρέπει να αιτιολογεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αν του ζητηθεί, κάθε σημαντική διακύμανση της τιμής της μετοχής που έχει αναλάβει.

Απαγορεύεται ειδική διαπραγμάτευση σε εταιρίες συνδεδεμένες με αυτόν.

*(14) «Αν η μεταβίβαση γίνει μέχρι την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο, η τιμή κτήσης τους αποτελεί αντικείμενο ιδιωτικής συμφωνίας που γίνεται εξωχρηματιστηριακά και δεν υπόκειται σε περιορισμό (με την επιφύλαξη της παροχής προηγούμενης άδειας από την ΕΚ, σύμφωνα με το άρθρο 29 παρ 6 του ν 2579/98) Στο διάστημα που μεσολαβεί από την απόφαση εισαγωγής και μέχρι 3 ημέρες πριν την έναρξη διαπραγμάτευσης, η μεταβίβαση (δεσμευμένων ή μη) μετοχών από τους μετόχους στον ΕΔ γίνεται, άπαξ, με χρηματιστηριακή συναλλαγή, και σε τιμή που δεν διαφέρει από την τιμή διάθεσης στη δημόσια εγγραφή (μέθοδος 8<sup>α</sup> της 18). Σε περίπτωση που θα μεταβιβαστούν σε αυτόν δεσμευμένες μετοχές, η μεταβίβαση θα γίνει, όπως και κάθε άλλη μεταβίβαση δεσμευμένων μετοχών, ήτοι, με χρηματιστηριακή συναλλαγή εντός κύκλου που καταρτίζεται μεταξύ των μελών του ΧΑΑ και δεν καταχωρείται στο ΟΑΣΗΣ (μέθοδος 8β της απόφασης 18/99 του ΔΣ του ΧΑΑ) Για την μεταβίβαση αυτή απαιτείται η προηγούμενη έγκριση από την ΕΚ» (βλ Εγχειρίδιο του ΧΑΑ Δεκέμβριος 2000 σελ 15,16 «Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του Χ.Α.Α.»)*

(15) Εισάγεται δηλαδή εξαίρεση από τη γενική απαγόρευση των εξωχρηματιστηριακών μεταβιβάσεων «Επί όλων των χρηματιστηριακών πραγμάτων απαγορεύεται αρχικά η κατάρτιση εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών (Over the counter-OTC-trades). Η απαγόρευση αυτή έχει θεσπιστεί για την ενίσχυση της οργανωμένης αγοράς και την αποτροπή δημιουργίας «παραχρηματιστηρίων» που δεν ευνοούν τη διαφάνεια, την προστασία του επενδυτή αλλά και την ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ταυτόχρονα το άρθρο 20 ν. 2396/96 απαγορεύει σε όλες τις ελληνικές ΕΠΕΥ την παροχή υπηρεσιών επί εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών. Ετσι στο ελληνικό δίκαιο το φαινόμενο των *orders internalization* και των *Alternative Trading Systems (ATSs)* απαγορεύεται ρητά.» (βλ Μούζουλα σελ 68 Σημειώσεις Σεμιναρίων για την Πιστοποίηση Στελεχών Εταιριών της Κεφαλαιαγοράς)

(16) Ενώ για τις εξωχρηματιστηριακές συμβάσεις επί παραγώγων βλ Ιωάννη Ζερέι «Εξωχρηματιστηριακές Συμβάσεις Παραγώγων» (OTC-Derivatives Contracts) Νομική Βιβλιοθήκη, Εκδοση 1999, σελ 36,37

(17) “Χρηματιστηριακή αξία μετοχής: Είναι αυτή που προκύπτει καθημερινά βάσει της τιμής της μετοχής που διαμορφώνεται στο Χρηματιστήριο σύμφωνα με τον νόμο της προσφοράς και ζήτησεως” (βλ Γεωργίου Παλάζη, Αρμενόπουλος, 2001 σελ 1597 «Η μεταβίβαση ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών») **Ετσι για να βρούμε τη χρηματιστηριακή αξία μίας μετοχής διαπραγματεύσιμης στο ΧΑΑ πολλαπλασιάζουμε το πλήθος των (διαπραγματεύσιμων) μετοχών με τη συγκεκριμένη τιμή όπως έχει διαμορφωθεί στη δεδομένη χρονική στιγμή.**

(18) **Ιδιαίτερα υψηλό το ποσό θα έλεγα για Ειδικό Διαπραγματευτή ο οποίος μπορεί να ασκεί την ειδική διαπραγμάτευση παράλληλα και σε άλλες εταιρίες .**

(19) Η Ελάχιστη Ανακοινώσιμη Ποσότητα μετοχών στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης. Η μονάδα διαπραγμάτευσης (*unit of trading*) είναι κατά κανόνα ανά 10,20,30, κλπ μετοχές ή ομολογίες με κάποιες εξαιρέσεις. Σε μερικές μετοχές η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι 25 (πχ ΛΑΜΨΑ, ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ, ΕΛΦΙΚΟ, ΙΠΠΟΤΟΥΡ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΖΑΜΠΑ, ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ, ΦΟΙΝΙΞ, ΙΝΤΕΡΣΑΤ, ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ, ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ, ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ, ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ) σε άλλες 5 (ΕΤΕΒΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ) και σε μία μόνο περίπτωση η μονάδα διαπραγμάτευσης είναι η μονάδα (ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ) (Αρχείο Ενωσης Βορειοελλαδικών Επενδυτών Χρηματιστηρίου Αξιών)

## **Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΙΔΙΚΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΗ (MARKET MAKER) ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ & ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.**

Ο θεσμός του ειδικού διαπραγματευτή (Market Maker), είναι προαιρετικός για τις εκδότριες εταιρίες οι οποίες έχουν εισαγάγει προς διαπραγμάτευση τις κινητές τους αξίες στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ. (αντίθετα στη ΝΕ.Χ.Α.)

Σύμφωνα με το άρθρο 22<sup>Α</sup> ν. 1806/88 ( όπως προστέθηκε με το ν 2843/2000), αλλά και με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/216/15-5-2001 καθορίστηκε το θεσμικό πλαίσιο της λειτουργίας του Ειδικού Διαπραγματευτή στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ. Ουδέποτε όμως από τα μέσα Μαΐου του 2001 έως και σήμερα δεν λειτούργησε στη πράξη αφού από κανένα Μέλος του ΧΑΑ δεν εκδηλώθηκε ενδιαφέρον.

Θεωρώ σκόπιμο να παραθέσω το πλήρες κείμενο του σχεδίου απόφασης της Διοίκησης του ΧΑΑ και την εισήγησή της προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να τροποποιηθεί είτε η απόφαση 71/217/96 της ΕΚ περί «ορισμού ανωτάτων ορίων ημερήσιας διακύμανσης των τιμών των μετοχών, των συναλλαγών πακέτων και με συμψηφιστική εγγραφή» είτε η απόφαση 1/216/2001 της ΕΚ περί «Ειδικού Διαπραγματευτή στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ». Σύμφωνα με το κείμενο αποφασίσθηκε να δοθεί η δυνατότητα στον Ειδικό Διαπραγματευτή να αποκτά το πρώτο πακέτο μετοχών από βασικό μέτοχο εισηγμένης (άνω του 5%) ή την εκδότρια εταιρεία, με απόκλιση της τάξης του 10% από την τιμή της τελευταίας πράξης για συναλλαγές ύψους τουλάχιστον 600.000 ευρώ.

Το πλήρες κείμενο του σχεδίου απόφασης που εγκρίθηκε από τη Διοίκηση του ΧΑΑ έχει ως ακολούθως:

« Το ισχύον θεσμικό πλαίσιο της ΝΕΧΑ παρέχει ήδη στις ΑΧΕΠΕΥ σημαντικά οικονομικά κίνητρα να αναλάβουν το ρόλο του ΕΔ στη ΝΕΧΑ, διότι έχουν σημαντικές πιθανότητες να καταγράψουν μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη λόγω των εξής παραμέτρων που ισχύουν μόνο στην αγορά της ΝΕΧΑ:

1. Ο ΕΔ έχει τη **δυνατότητα διαπραγμάτευσης και μάλιστα από θέση ισχύος έναντι της εκδότριας** ως προς τη διαμόρφωση της τιμής της δημόσιας εγγραφής, στην οποία θα αγοράσει τον

αριθμό (4% του μ.κ.) των μετοχών που υποχρεούνται από το νόμο για την εκπλήρωση του έργου του, καθότι ο διορισμός του ΕΔ επιβοηθείται άλλωστε από το γεγονός ότι σήμερα παρόλο που (μόνο 18) εταιρείες έχουν αποκτήσει την τυπική άδεια του ΕΔ στη ΝΕΧΑ, εντούτοις μόνο 2 έχουν τη σχετική τεχνογνωσία και σχετική δραστηριοποίηση.

2. Η τελικά διαμορφωμένη τιμή της δημόσιας εγγραφής είναι αντικείμενο μελέτης και αποτίμησης που θα έχει εκπονήσει ο ΕΔ, ώστε να **ανταποκρίνεται αφενός στην εσωτερική αξία της μετοχής (20)** και της εταιρικής περιουσίας, αλλά **και στις συνθήκες της αγοράς** που επικρατούν κατά το χρόνο διενέργειας της δημόσιας εγγραφής, προκειμένου να δημιουργηθεί στον επενδυτή θετική ψυχολογία που να τον ωθεί να επενδύσει στην εν λόγω μετοχή. Αλλωστε, η εμπειρία της τελευταίας διετίας αποδεικνύει ακριβώς ότι οι νεοεισαχθείσες εταιρείες αντιμετωπίζονται θετικά από τον επενδυτή μόνο εάν η τιμή της δημόσιας εγγραφής δεν είναι υπερτιμημένη. **(21)**
3. Η εκ του νόμου **υποχρέωση δέσμευσης** του 80% των μετοχών των βασικών μετόχων (άνω του 5%) για μία 3ετία αποτελεί μία από τις βασικότερες παραμέτρους για την επιτυχία του θεσμού του ΕΔ για τους εξής λόγους:
  - α. Παρέχει στον ΕΔ, αλλά και στον επενδυτή μία δικλίδα ασφαλείας:
    - έναντι πιθανής χειραγώγησης της τιμής από τους βασικούς μετόχους.
    - Έναντι πρακτικών «ξεπουλήματος» των μετοχών από τους βασικούς μετόχους κυρίως προς τον ΕΔ, ο οποίος υποχρεούται από το νόμο να εισάγει εντολή αγοράς/πώλησης ανά 5λεπτο (με τις νόμιμες προϋποθέσεις).
  - β. Συμβάλλει στον περιορισμό του αριθμού των κυκλοφορούντων στην αγορά μετοχών (free float) **(22)** γεγονός που δημιουργεί τις προϋποθέσεις αφενός για καλύτερη διαμόρφωση της τιμής από τον ΕΔ και γενικότερα παρέχει ασφάλεια και σε αυτόν αλλά και στον επενδυτή.
4. Η ύπαρξη μικρού αριθμού διαπραγματευόμενων μετοχών στη ΝΕΧΑ **(23)**, βοηθά τον ΕΔ ως προς τη διαμόρφωση ελκυστικής

τιμής της μετοχής, αφού είναι περιορισμένες οι επενδυτικές επιλογές του επενδυτή στην εν λόγω αγορά. Το ίδιο, άλλωστε, συνέβη και κατά την εισαγωγή των πρώτων 5 εταιριών στην Παράλληλη αγορά.

5. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί η εμπειρία της τελευταίας διετίας, η οποία αποδεικνύει ότι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν πλέον σε μετοχές που παρέχουν κάποια minima ασφάλειας, όπως είναι οι μικρές εκδόσεις σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας και τον αριθμό των κυκλοφορούντων στην αγορά μετοχών, χαρακτηριστικά που αμφότερα πληρούν οι εταιρίες της ΝΕΧΑ.

Αντίθετα, η Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ και εν γένει το θεσμικό πλαίσιο του ΕΔ των εν λόγω αγορών, δεν λειτουργούν με καμία σχεδόν από τις ανωτέρω παραμέτρους που είναι αποφασιστικής σημασίας για την επιτυχία του θεσμού του ΕΔ. Ειδικότερα:

1. Ο ΕΔ **δεν έχει καμία απολύτως δυνατότητα – εκ του νόμου- διαπραγμάτευσης της τιμής** στην οποία θα αγοράσει τον αριθμό των μετοχών που απαιτούνται για την εκπλήρωση του έργου του. Μάλιστα, η εισηγμένη είναι σε θέση ισχύος έναντι του ΕΔ, διότι οι μετοχές της είναι ούτως ή άλλως εισηγμένες.
2. Ο ΕΔ της Κύριας /Παράλληλης Αγοράς θα αναγκαστεί να αγοράσει, τις περισσότερες φορές, μετοχές εταιριών μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, **(24)** οι οποίες κυρίως έχουν την ανάγκη ειδικής διαπραγμάτευσης των μετοχών τους, **σε τιμή, η οποία ενδεχομένως να μην αντικατοπτρίζει την εσωτερική της αξία, (25)** λόγω μη απόλυτα «ορθών» ισολογισμών, αν λάβει κανείς υπόψη τις εκθέσεις ελέγχου των ορκωτών ελεγκτών **(26)** επ'αυτών, ή το γεγονός ότι οι περισσότερες από αυτές εισήχθησαν σε τιμή υπερτιμημένη από τον ανάδοχο.
3. Ο Ε.Δ. είναι εκτεθειμένος σε κινδύνους έναντι πιθανής χειραγώγησης της τιμής ή πρακτικών «ξεπουλήματος» των μετοχών από τους βασικούς μετόχους, καθότι **δεν υπάρχει η νόμιμη υποχρέωση δέσμευσης** κάποιου ποσοστού μετοχών τους. **(26<sup>A</sup>)**

Κατόπιν των ανωτέρω και σε συνδυασμό με το γεγονός ότι:

α. Στην απόφαση 18/1999 του ΔΣ του ΧΑΑ **(27)** δεν υπάρχει ειδική μέθοδος για τον τρόπο μεταβίβασης πακέτων μετοχών εισηγμένων στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά προς τον Ειδικό Διαπραγματευτή, με αποτέλεσμα να εφαρμόζεται η μέθοδος 3 που αφορά εν γένει τις εντός κύκλου προσυμφωνημένες συναλλαγές. **(28)**

β. Η εφαρμογή της μεθόδου 3 της απόφασης 18/1999 του ΔΣ του ΧΑΑ, σύμφωνα με την οποία τίθενται όρια, τόσο σε σχέση με την ελάχιστη αξία της συναλλαγής (600.000 ευρώ ή τουλάχιστον το 5% του μ/κ της εκδότριας), όσο και σε σχέση με την τιμή της συναλλαγής (δεν μπορεί να αποκλίνει από την τιμή της τελευταίας πράξης με τις εξαιρέσεις που θέτουν οι αποφάσεις 71/217/96 και 15/175/99 της ΕΚ), Δε συμβάλλει αποτελεσματικά στην ανάπτυξη του θεσμού του ΕΔ. Ο λόγος είναι ότι οι παραπάνω περιορισμοί, δυσχεραίνουν την απόκτηση μικρών πακέτων μετοχών (μικροτέρων των 600.000 ευρώ) από τον ΕΔ από διάφορους πωλητές, με αποτέλεσμα να είναι αναγκασμένος να αναζητά μεγάλα πακέτα, που αφενός έχουν για αυτόν μεγάλο συνολικό κόστος (ως χρηματιστηριακή πράξη) σε μια εποχή χαμηλής ταμιακής ρευστότητας των ΑΧΕ και αφετέρου δύσκολα ανευρίσκονται σε περιπτώσεις εταιρειών ευρείας διασποράς.

γ. Η χρηματιστηριακή μεταβίβαση των μετοχών αποτελεί για τον ΕΔ το μοναδικό τρόπο απόκτησης των μετοχών που απαιτούνται για την εκπλήρωση του έργου του, καθότι δυνάμει των διατάξεων:

- της παρ 4 του άρθρου 15 του ν 3632/1928 απαγορεύεται η εξωχρηματιστηριακή απευθείας αγοραπωλησία τοις μετρητοίς όταν ασκείται κατ'επάγγελμα από κάποιον από τους συμβαλλόμενους (όπως συμβαίνει για το μέλος του ΧΑΑ)
- της παρ. 10 του ανωτέρω άρθρου, σύμφωνα με την οποία απαγορεύεται και είναι άκυρη η εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ με ή χωρίς ειδικές συμφωνίες (πχ με πίστωση τιμήματος, σύμφωνο εξώλησης και επαναγοράς), αφού οι εξαιρέσεις της παρ 11 του ίδιου άρθρου δεν καταλαμβάνουν τέτοιες μεταβιβάσεις προς τον

ΕΔ συνάγεται ότι οι ισχύουσες διατάξεις της μεθόδου 3 της απόφασης 18/1999 του ΔΣ του ΧΑΑ δεν επιτρέπουν στην ουσία στον ΕΔ να αποκτήσει τις μετοχές που χρειάζεται για την επιτυχή εκπλήρωση του έργου του σε τιμή πραγματικά συμφέρουσα για αυτόν (πχ με απόκλιση τουλάχιστον 10% από την τιμή της τελευταίας πράξης), αφού αφενός τέτοια απόκλιση παρέχεται μόνο σε συναλλαγές που ξεπερνούν τα 800 εκ δρχ και συνεπάγονται μεγάλη εκταμίευση **(29)**, με αποτέλεσμα να μην μπορεί ο ΕΔ να πραγματοποιήσει κέρδη από υπεραξίες, γεγονός που θα αποτελούσε ένα σοβαρό κίνητρο για τον ίδιο για να αναλάβει την ειδική διαπραγμάτευση και θα συντελούσε γενικότερα στην ανάπτυξη του θεσμού του ΕΔ.

Για τους λόγους αυτούς, προκειμένου να αποκτήσει και ο ΕΔ της Κύριας & Παράλληλης Αγοράς, ένα εργαλείο οριακής τουλάχιστον διαπραγματευτικής δύναμης έναντι της εισηγμένης (ο ΕΔ της ΝΕΧΑ έχει αυτό το bargaining power από το ίδιο το θεσμικό πλαίσιο της ΝΕΧΑ, όπως προαναφέρθηκε), και ως ένα πρώτο βήμα για την ανάπτυξη του θεσμού κατά το μέχρι τώρα πετυχημένο πρότυπο της ΝΕΧΑ, **προτείνουμε να χορηγηθεί η δυνατότητα στον ΕΔ της Κύριας & Παράλληλης Αγοράς να αποκτά το πρώτο πακέτο τέτοιων μετοχών από βασικό μέτοχο (άνω του 5%) ή την εκδότρια εταιρεία με απόκλιση της τάξης του 10% από την τιμή της τελευταίας πράξης για συναλλαγές ύψους 600.000 ευρώ τουλάχιστον.**

Σκοπός της ανωτέρω έκπτωσης του 10% είναι η διευκόλυνση του ΕΔ για την απόκτηση για πρώτη φορά των μετοχών που απαιτούνται για την εκπλήρωση του έργου μέσω μεταβίβασης τους με πακέτο από βασικό μέτοχο (άνω του 5%) ή την ίδια την εκδότρια εταιρεία προς τον ΕΔ, δηλ. **μόνο του πρώτου πακέτου που θα διενεργηθεί την προηγούμενη ημέρα πριν την έναρξη της Ειδικής Διαπραγμάτευσης.** Αντίθετα, η έκπτωση αυτή δεν θα ισχύει για κάθε μεταγενέστερο πακέτο, για το οποίο θα εφαρμόζονται οι γενικές προϋποθέσεις που ισχύουν για τα πακέτα βάσει των οριζόμενων στη μέθοδο 3 της απόφασης 18/1999 του ΔΣ του ΧΑΑ. Διευκρινίζεται ότι η ρύθμιση περιορίζεται στους βασικούς μετόχους γιατί αυτοί θα είναι συνήθως οι εκ τρίτου



συμβαλλόμενοι, πέραν της εκδότριας στη σύμβαση της Ειδικής Διαπραγμάτευσης.

Στο σημείο αυτό σημειώνουμε ότι η ανωτέρω πρόταση πιστεύουμε ότι θα συμβάλλει στην καταπολέμηση του άτυπου market making **(30)** που ενίοτε ακολουθείται στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά από τους μεγαλομετόχους που ενδιαφέρονται να ενισχύσουν τη ρευστότητα των μετοχών της εταιρείας τους. Ειδικότερα η πρακτική του άτυπου market making είναι άτυπη συμφωνία βάσει της οποίας ο βασικός μέτοχος συμφωνεί με κάποια ΑΧΕ να μεταβιβάσει σε αυτήν απευθείας ή σε πρόσωπο υποδεικνυόμενο από αυτήν, μετοχές με έκπτωση, η δε ΑΧΕ στη συνέχεια λειτουργεί ως μηχανισμός τεχνητής ανόδου της τιμής **(31)**, με αποτέλεσμα να δοθεί η δυνατότητα στον μεν βασικό μέτοχο να πωλήσει μετοχές σε υψηλότερες τιμές (και άρα να υπερκαλύψει την αρχική απώλεια από την παραχωρηθείσα έκπτωση) **(32)**, στη δε ΑΧΕ να αποκομίσει και αυτή σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη. Η άτυπη δε συμφωνία αυτή έχει το μειονέκτημα ότι δεν υπόκειται στον έλεγχο του ΧΑΑ και τους περιορισμούς που επιβάλλει η χρηματιστηριακή νομοθεσία.

Πιστεύουμε δε ότι η νομιμοποίηση τέτοιων συμφωνιών θα ενεργήσει ανασταλτικά σε τέτοιες πρακτικές χειραγώγησης που γίνονται σήμερα **(33)**, ούτως ή άλλως στην αγορά, **(33<sup>A</sup>)** υπό την έννοια ότι, επειδή ακριβώς το πρώτο πακέτο με το οποίο θα αποκτήσει ο ΕΔ τις μετοχές με την έκπτωση του 10% θα υπόκειται σε διαφάνεια και δημοσιότητα στο ΗΔΤ **(34)** και θα αποτελεί εφεξής αντικείμενο παρακολούθησης **(34A)** από την αρμόδια υπηρεσία παρακολούθησης του ΧΑΑ και της ΕΚ, ο ΕΔ δύσκολα θα διακινδυνεύσει να καταφύγει σε μηχανισμούς τεχνητής διαμόρφωσης της τιμής για την επίτευξη κερδών (πέραν αυτών που οφείλει να κάνει για την ενίσχυση της ρευστότητας της μετοχής) υπό την απειλή των ποινών που προβλέπει η χρηματιστηριακή νομοθεσία για κάθε παράβαση των καθηκόντων του. **(35)**

Κατόπιν των ανωτέρω προτείνουμε να εισηγηθούμε προς την **Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς** την τροποποίηση, κατά την κρίση της:

- είτε της απόφασης 71/217/96 της ΕΚ περί « ορισμού ανωτάτων ορίων ημερήσιας διακύμανσης των τιμών των μετοχών, των συναλλαγών πακέτων και με συμψηφιστική εγγραφή» (με προσθήκη νέας υποπαραγράφου στην περίπτωση δ) της παραγράφου 1 και μετά την υποπαραγραφο: «Προκειμένου για περισσότερες χειροκίνητες συναλλαγές πακέτων επί της ίδιας μετοχής ..... σε άλλη ως πωλητής).
- Είτε της απόφασης 1/216/2001 της ΕΚ περί Ειδικού Διαπραγματευτή στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ» (με προσθήκη νέας παραγράφου 3 στο άρθρο 7 (Λοιπές συναλλαγές ΕΔ) ως εξής:

**« Ειδικά για την πρώτη εντός κύκλου προσυμφωνημένη χρηματιστηριακή συναλλαγή που συνάπτει ο ΕΔ την προηγούμενη ημέρα πριν την έναρξη της Ειδικής Διαπραγμάτευσης, για την αγορά για πρώτη φορά, από την εκδότρια εταιρεία ή βασικό μέτοχό της (άνω του 5%), μετοχών εισηγμένων στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά που απαιτούνται για την εκπλήρωση του έργου του, αν η αξία της συναλλαγής είναι τουλάχιστον 600.000 ευρώ, η τιμή αγοράς των μετοχών αυτών δεν μπορεί να αποκλίνει προς τα κάτω κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 10% της τιμής που αναγράφεται στον ηλεκτρονικό πίνακα κατά το χρόνο της αναγγελίας της συναλλαγής στα όργανα που είναι αρμόδια για την αποδοχή της γνωστοποίησης ή για τη χορήγηση της άδειας κατά περίπτωση»**

Τέλος, για λόγους ασφάλειας δικαίου και πληρότητας των διατάξεων της μεθόδου 3 της απόφασης 18/1999 του ΔΣ του ΧΑΑ, σκόπιμη ίσως είναι η προσθήκη της ανωτέρω παραγράφου και στις διατάξεις της μεθόδου 3 της ανωτέρω απόφασης. » (36)

**(20) “Πραγματική αξία της μετοχής:** Στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της μετοχής μπαίνει η δυναμική της αποτίμησης της περιουσιακής κατάστασης της εταιρίας ως συνόλου με βάση την οποία θα υπολογισθεί η αξία της μετοχής. Ανεξάρτητα πάντως από την μέθοδο με την οποία θα υπολογισθεί η πραγματική αξία της μετοχής, στις επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται υπόψιν τα στοιχεία αυτά αλλά συνεκτιμούνται με πολλά άλλα έτσι ώστε η

διαμόρφωση της τελικής γνώμης να είναι προϊόν συνδυασμού όσο το δυνατόν περισσότερων πληροφοριών για μεγαλύτερη προσέγγιση στον αντικειμενικό στόχο.” (βλ Γεωργίου Παλάζη, Αρμενόπουλος, 2001 σελ 1597 παραπομπή αριθ. 30 «Η μεταβίβαση ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών»)

(21) “...Είχαμε επισημάνει στο παρελθόν ότι η συνεχιζόμενη τακτική εισαγωγής νέων εταιριών με अपαράδεκτα από κάθε άποψη p/e μόνο περισσότερα δεινά συσσωρεύει στο ΧΑΑ. Οι νεοεισαγόμενες εταιρίες είχαμε αναφέρει ότι αποτελούσαν ένα είδος «κράχτη» για την είσοδο «φρέσκων» κεφαλαίων στην αγορά. Ταυτόχρονα διατηρούσε την επαφή με τη Σοφοκλέους μιας σημαντικής μερίδας μικροεπενδυτών αφού υπήρχε η προσδοκία κάποιας απόδοσης θετικής, αφού στο μυαλό των επενδυτών επικρατούσε μέχρι πρότινος ότι από τις νέες εισαγωγές θα είχε μια θετική απόδοση. Αμεσα ωφελημένοι από αυτή την τακτική, είχαμε παρατηρήσει. ήταν οι μεγαλομέτοχοι και φυσικά οι ανάδοχοι αφού ως γνωστόν η αμοιβή τους είναι σε συνάρτηση με το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Ευτυχώς όλοι αντιλήφθηκαν τη γενικότερη στρέβλωση που δημιουργήθηκε και άλλαξε το σύστημα εισαγωγών έγινε ορθολογικότερο και βοηθάει τόσο τις επιχειρήσεις όσο και την αγορά γενικότερα...” (συνέντευξη Γ. Παλάζη στο περιοδικό Καινοτομία & Επιχειρηματικότητα, Μάρτιος 2001 σελ 18)

(22) “Υπάρχει η τάση τον τελευταίο καιρό πολλές εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ ενώ οι μετοχές τους διαπραγματεύονται ως ανώνυμες με αποφάσεις των Γενικών τους Συνελεύσεων (χωρίς να υπάρχει η υποχρέωση από τον νόμο) να τις μετατρέπουν σε ονομαστικές. Γιατί; Κατά την άποψή μου δύο είναι οι πιθανές αιτίες που θα συντελούσαν στο να υπάρχει αυτή η τάση: α) Ως γνωστόν οι περισσότερες εταιρίες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ είναι «οικογενειακές» δηλαδή οι βασικοί μέτοχοι είναι και παράλληλα και μέλη του ΔΣ. Με την θέσπιση όμως της υπ’ αριθμ 14212 Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β, 1030/22-8-2000) όπου ρυθμίζονται τα θέματα της «Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών» σε συνδυασμό με την μεγάλη πτώση που σημείωσαν οι τιμές των μετοχών, να «φοβούνται» τα μέλη του ΔΣ που είναι και μεγαλομέτοχοι, τις «επιθετικές εξαγορές» από ανταγωνιστές τους. β) ένας άλλος ακραίος λόγος, πιθανόν να είναι, ότι μπορεί να επιθυμούν κάτι τέτοιο και για το λόγο ότι πολύ πιο εύκολα, όταν οι μετοχές είναι ονομαστικές να «χειραγωγηθούν» (ή καλύτερα ατύπως να προωθηθούν lobbying) σε συνδυασμό με την περιορισμένη διασπορά των μετοχών (free float) και την χαμηλή κεφαλαιοποίηση που μπορεί να έχουν.” (βλ Γεωργίου Παλάζη, Αρμενόπουλος, 2001 σελ 1592 παραπομπή αριθ. 8 «Η μεταβίβαση ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών»)

(23) UNIBRAIN ΑΕ συνολικός αριθμός εισηγμένων μετοχών στη ΝΕΧΑ:3.800.000, ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΑΕ αριθμός μετοχών:3.140.000, COMPUCON ΑΕ αριθμός μετοχών:3.040.000 (Αρχείο Ενωσης Βορειοελλαδικών Επενδυτών Χρηματιστηρίου Αξιών)

(24) κυρίως μετοχών που περιλαμβάνονται στο Δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-Mid 40 και στο Δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE Small Cap 80. Η χρήση αυτών των δεικτών (αλλά και του FTSE/ASE-20) βελτιώνει τη θέση του ΧΑΑ διεθνώς, καθώς λόγω της αυξημένης ρευστότητάς τους αποδεικνύονται πολύ χρήσιμο εργαλείο για την ανάπτυξη των παραγώγων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων έλκοντας έτσι την προσοχή των επενδυτών θεσμικών και ιδιωτών στην ελληνική αγορά.

(25) Βλ αμέσως παραπάνω την παραπομπή με αριθμό 20

(26) Γενικά για τις εκθέσεις ελέγχου των ορκωτών ελεγκτών βλ Δεσποτίδου-Αντωνιάδου, Ο θεσμός των ορκωτών ελεγκτών και ιδίως στα πλαίσια της ΕΟΚ, ΕΕμπΔ ΜΕ (1994.) Ειδικότερα για το ρόλο των ορκωτών ελεγκτών για τις εισηγμένες εταιρίες βλ άρθρο 16 παρ 2 εδ. δ. [ ( περί ετήσιου δελτίου βλ Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων»)]. Επίσης βλ το πολύ σημαντικό Π.Δ. 360/1985 ιδίως άρθρο 6 «Καθορισμός των οικονομικών στοιχείων που πρέπει να δημοσιεύουν περιοδικά οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Α 129)»

Επίσης βλ το Π.Δ. 350/1985 ιδίως άρθρο 3 παρ 3 «Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ως και των υποχρεώσεων των εκδοτών κινητών αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο αυτό»

Επίσης βλ ν 2733/1999 άρθρο 2 Κεφ Β «Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (ΝΕ.Χ.Α.) ρυθμίσεις γενικότερων θεμάτων Κεφαλαιαγοράς»

Τέλος η ίδια υποχρέωση υπάρχει και στην εκδότρια εταιρία των παριστώμενων μετοχών όπου ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο Ελεγκτικό και Λογιστικό Οίκο διεθνούς κύρους προκειμένου να είναι δυνατή η εισαγωγή των ΕΛ.ΠΙΣ. στην (υπό ίδρυση) Ε.ΑΓ.Α.Κ. (ν. 2533/1997). » (ενώ για την υποχρέωση ύπαρξης συστήματος Εσωτερικού ελέγχου σε εταιρείες της Κεφαλαιαγοράς Βλ και παραπάνω παραπομπή με αριθμό 7<sup>Α</sup> και & 7B)

(26<sup>Α</sup>) Για τους βασικούς μετόχους υπάρχει η υποχρέωση προαναγγελίας συναλλαγών σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ 1 και 3 και άρθρο 8 παρ 1 εδ. δ προϋποθέσεις συναλλαγών συγκεκριμένων προσώπων (βλ Απόφαση

Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487B/6.12.00) «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων»). Επίσης βλ Π.Δ. 51/1992 «Πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 88/627/ΕΟΚ» ιδίως τα άρθρα 4, 5 παρ 1,3 &4 και 14

**(27)** Απόφαση ΔΣ ΧΑΑ 18/15.1.1999 «Μέθοδοι και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών και ρύθμιση τεχνικής φύσεως θεμάτων για τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) (ΦΕΚ Β 40/27.1.1999)

**(28)** Οι εντός κύκλου συναλλαγές διακρίνονται σε συναλλαγές αγοράς και προσυμφωνημένες συναλλαγές («πακέτα»). Οι προσυμφωνημένες συναλλαγές διακρίνονται σε χειροκίνητες συναλλαγές πακέτων, όπου δύο Μέλη του ΧΑΑ ταυτίζουν τις εντολές τους (άρθρο 22 ν. 1806/88), και σε συμβάσεις με συμψηφιστική εγγραφή (άρθρο 24 ν 1806/88), όπου το ίδιο Μέλος ενεργεί για λογαριασμό του πωλητή και του αγοραστή. (εκτός κύκλου χρηματιστηριακές συναλλαγές όπως ρυθμίζονται στο άρθρο 23 ν 1806/88, δεν διεξάγονται σήμερα στο ελληνικό χρηματιστήριο).

**(29)** Ιδιαίτερα υψηλό το ποσό θα έλεγα για ΑΧΕΠΕΥ η οποία μπορεί να ασκεί την ειδική διαπραγμάτευση παράλληλα και σε άλλες εταιρίες οι οποίες έχουν εισάγει τις μετοχές τους στην Κύρια & Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ σε συνάρτηση ότι αυτή τη διετία οι ΑΧΕ διανύουν περίοδο χαμηλής ταμιακής ρευστότητας.

**(30)** βλ. επίσης την πολύ ενδιαφέρουσα ΕΓΚΥΚΛΙΟ ΑΡ.3/23.9.1997 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με Θέμα:ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΤΥΠΗ ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ «.....Η άτυπη προώθηση μετοχών, που εσφαλμένα έχει επικρατήσει στην αγορά με την ονομασία <<Market Making>>, η οποία επιστρατεύεται κυρίως για τίτλους χαμηλής εμπορευσιμότητας ή για νεοεισαγόμενες μετοχές, είναι μία διαδικασία που μπορεί να απειλήσει την ομαλή λειτουργία της αγοράς και να θέσει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού. Η άτυπη προώθηση μετοχών με πρακτικές που παραβιάζουν τους νόμους και τον Κώδικα Δεοντολογίας των ΕΠΕΥ, συνεπάγεται για τους συμμετέχοντες ποινικές και διοικητικές κυρώσεις.....» (Απόσπασμα από το υπό έκδοση βιβλίο Γεωργίου Παλάζη «Η ΕΛΔΕ»)

**(31)** “ Η προσπάθεια στήριξης, αύξησης ή μείωσης της τιμής μετοχής μέσω προσυμφωνημένων συναλλαγών, όπου η επανάληψη των συναλλαγών αυτών επιδιώκει την δημιουργία εντυπώσεων μέσω της τεχνητής αύξησης της εμπορευσιμότητας της μετοχής αποτελεί παράνομη πρακτική και μπορεί να θεμελιώσει παράβαση τόσο του άρθρου 72 ν. 1969/91 όσο και του ΠΔ 53/92.

Ειδικότερα, στοιχείο εμπιστευτικής πληροφόρησης που διαθέτουν οι συμμετέχοντες και το οποίο δεν είναι διαθέσιμο στο ευρύ επενδυτικό κοινό είναι ακριβώς η γνώση ότι ένα μέρος από τον όγκο συναλλαγών της μετοχής είναι τεχνητό.» βλ ΕΓΚΥΚΛΙΟ ΑΡ.3/23.9.1997 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

**(32)** Το επονομαζόμενο κατά τη χρηματιστηριακή διάλεκτο «discount» Εδώ ίσως κατά τη γνώμη μου θα μπορούσε να θεμελιωθεί και παράβαση του ν 2331/1995 (Πρόληψη και Καταστολή Νομιμοποίησης Εσόδων από Παράνομες Δραστηριότητες) σε συνδυασμό με την απόφαση 7463 (Συνεδρίαση 108/27.5.1997, Θέμα 5<sup>ο</sup>) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 557B/7.7.1997).

**(33)** βλ ΕΓΚΥΚΛΙΟ ΑΡ.3/23.9.1997 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «...Βασικοί μέτοχοι και γενικότερα επενδυτές ( περιλαμβανομένων και θεσμικών επενδυτών ) που έχουν συνάψει ή συνάπτουν συμφωνίες για την προώθηση μετοχών ή που ενεργά συμμετέχουν σε τέτοιες συμφωνίες, οφείλουν να επανεκτιμήσουν αμέσως και επειγόντως την νομιμότητα των ενεργειών τους....» «.... Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφιστά την προσοχή όλων των παραγόντων της αγοράς στο ότι ευθύνες σύμφωνα με το ΠΔ 53/92 μπορεί να θεμελιωθούν τόσο κατά στελεχών ή άλλων προσώπων που έχουν επαγγελματική σχέση με την εταιρεία της οποίας οι μετοχές έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α., όσο και κατά απλών μετόχων (άρθρο 3, Π.Δ. 53/92), καθώς επίσης και κατά οποιουδήποτε προσώπου που αποκτά εμπιστευτική πληροφόρηση από τα παραπάνω αναφερόμενα πρόσωπα άρθρο 5. Π.Δ. 53/1992)....».

**(33<sup>A</sup>)** Άλλες πρακτικές χειραγώγησης της αγοράς είναι το *Frontrunning*, *Parallelrunning* και το *Scalping* (συνίσταται στην αγορά μετοχών με σκοπό την μετέπειτα σύσταση αγοράς τους σε τρίτους, η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής των μετοχών και την προσπόριση κέρδους από την επακόλουθη πώληση των μετοχών)

**(34)** Ημερήσιο Δελτίο Τιμών

**(34A)** Τμήμα Παρακολούθησης Συναλλαγών του Χ.Α.Α.

**(35)** βλ ΕΓΚΥΚΛΙΟ ΑΡ.3/23.9.1997 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς « ΑΧΕ και ΕΠΕΥ έχουν την υποχρέωση σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας (παρ. 10) να λαμβάνουν κατάλληλα και πρόσφορα μέτρα ώστε να εξασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Η αποχή από παράνομες ενέργειες που αναφέρθηκαν, καθώς και από την παροχή κάθε είδους διευκολύνσεων για την διενέργεια τέτοιων συναλλαγών ( π.χ. πιστωτικές διευκολύνσεις, άμεση παράδοση τίτλων ή μετρητών πριν την εκκαθάριση) αποτελεί πλέον ρητή υποχρέωση των εταιρειών.»

**(36)** «... Πιστεύω ότι η ασφάλεια δικαίου θα επιτευχθεί πλήρως και θα μπορούμε να ομιλούμε για ένα ανταγωνιστικό ελληνικό χρηματιστήριο στα πλαίσια της ευρωπαϊκής ενοποίησης των χρηματιστηρίων, μόνο εάν και εφόσον ενεργοποιηθεί αποφασιστικά η ειδική νομοπαρασκευαστική επιτροπή

*για την κωδικοποίηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς....» ( Τροποποίηση των 1591/Β.1060/10.7.1998, 29646/Β.1491/11.8.1998 και 1766/Β.66/18.1.99, ΦΕΚ 131Β/10.10.2000) (Απόσπασμα ομιλίας Γ. Παλάζη στο Ξενοδοχείο HYATT REGENCY στη Θεσσαλονίκη στα πλαίσια διοργάνωσης της Ένωσης Βορειοελλαδικών Επενδυτών Χρηματιστηρίου Αξιών την 9<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2000).*