

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ

ΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΙ Η  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ  
(ΕΞΑΓΩΓΕΣ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ)»



*Καθηγητής :*  
*Φαζάκης Γεώργιος*

*Σπουδαστές:*  
*Λάττας Χρήστος*  
*Μενάγιος Γεράσιμος*



Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ  
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

ΑΡΙΘΜΟΣ  
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ 6284 ✓



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>7</b>
<b>Η ανάγκη δημιουργίας των χρηματιστηρίων .....</b>	<b>7</b>
<b>Το πρώτο χρηματιστήριο.....</b>	<b>7</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>.....</b>	<b>10</b>
<b>Τι είναι τα Χρηματιστήρια - Κατηγορίες ιστορικό ίδρυσης του Χ.Α.Α. σκοπός και σημασία του.....</b>	<b>10</b>
1.1. Τι είναι τα Χρηματιστήρια .....	10
1.2. Κατηγορίες χρηματιστηρίων .....	12
1.3. Το ιστορικό ίδρυσης του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών.....	13
1.4. Σκοπός και σημασία του Χ.Α.Α.....	15
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>.....</b>	<b>17</b>
<b>Δομή και διοικητικά όργανα του Χ.Α.Α.....</b>	<b>17</b>
2.1. Γενικά .....	17
2.2. Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) .....	19
2.3. Ο πρόεδρος του Χ.Α.Α.....	21
2.4. Γενική συνέλευση των μετόχων (Γ.Σ.).....	22
2.5. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.) .....	24
2.5.1. Αρμοδιότητες της Ε.Κ.....	26
2.5.2. Διάρθρωση των υπηρεσιών της Ε.Κ. ....	28
2.5.3. Αλλαγές στην Ε.Κ. την τελευταία τριετία.....	28
2.6. Ιστορική εξέλιξη του νομικού και κανονιστικού πλαισίου του Χ.Α.Α.....	31
2.6.1. Ευρωπαϊκή Νομοθεσία .....	36
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>.....</b>	<b>38</b>
<b>Μέλη του Χ.Α.Α. Α.Ε. ....</b>	<b>38</b>
3.1. Γενικά .....	38
3.2. Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Α.Χ.Ε.).....	38
3.3. Χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι .....	41
3.4. Αντικρυστές.....	42

3.5. Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) ...	44
3.6. Συνεγγυητικό .....	47
3.7. Επικουρικό Κεφάλαιο .....	49
3.8. Κυρώσεις – Ποινές των μελών του Χ.Α.Α. και των Ε.Π.Ε.Υ. .	51
3.9. Συνδρομητές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.....	52
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup></b> .....	<b>53</b>
<b>Εισαγωγή Εταιριών – Μετόχων στο Χ.Α.Α.</b> .....	<b>53</b>
4.1. Γενικά .....	53
4.2. Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.....	54
4.3. Διαδικασία εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο.....	55
4.4. Όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής.....	58
4.4.1. Ελάχιστο μέγεθος της Εταιρίας.....	58
4.4.2. Διάρκεια και κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρίας.....	58
4.4.3. Διασπορά μετοχών .....	59
4.4.4. Τιμή διάθεσης μετοχών .....	60
4.4.5. Σταθεροποίηση τιμής εισηγμένων μετοχών.....	61
4.4.6. Συνοπτικά στοιχεία έκδοσης.....	62
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup></b> .....	<b>65</b>
<b>Χρηματιστηριακές συναλλαγές - Το σύστημα διαπραγμάτευσης του Χ.Α.Α. - Χρηματιστηριακές εντολές</b> .....	<b>65</b>
5.1. Αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών.....	65
5.2. Τα είδη των χρηματιστηριακών συναλλαγών .....	67
5.3. Το πλαίσιο των χρηματιστηριακών συναλλαγών.....	68
5.3.1. Διεξαγωγή των συναλλαγών .....	69
5.3.2. Το κόστος των συναλλαγών.....	70
5.3.3. Οι συναλλαγές σε πακέτα .....	70
5.3.4. Εγγύηση χρηματιστηριακών συναλλαγών .....	71
5.4. Η προσυνεδριακή περίοδος .....	72
5.5. Το σύστημα διαπραγμάτευσης του Χ.Α.Α.....	72
5.6. Οι Χρηματιστηριακές εντολές.....	74
5.6.1. Τα είδη των εντολών .....	74
5.6.2. Το μέγεθος των εντολών .....	76
5.6.3. Η διάρκεια των εντολών .....	77
5.6.4. Η εκτέλεση των εντολών.....	78
5.6.5. Ακύρωση εντολής .....	79
5.6.6. Κριτήρια κατάταξης εντολών.....	79

5.6.7. Εντολές στο άνοιγμα ή στο κλείσιμο .....	80
5.7. Πως υπολογίζεται η τιμή ανοίγματος μιας μετοχής.....	81
5.8. Ο τρόπος υπολογισμού της τιμής κλεισίματος των μετοχών....	82
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup> .....</b>	<b>84</b>
<b>Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. ....</b>	<b>84</b>
6.1. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α.....	84
6.2. Απαιτούμενα δικαιολογητικά για την εισαγωγή μετοχών .....	93
6.3. Διαδικασία εισαγωγής μετοχών στην Κ.Α. του Χ.Α.Α .....	96
6.4. Ξένες εταιρίες στο Χ.Α.Α.....	98
6.4.1. Εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	98
6.4.2. Εταιρίες τρίτων χωρών.....	99
6.5. Προϋποθέσεις εισαγωγής ομολογιών.....	100
6.6. Διαδικασία εισαγωγής ομολογιών και απαιτούμενα δικαιολογητικά .....	102
6.7. Υποχρεώσεις εταιριών των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α.....	103
6.8. Υποχρεώσεις των εκδοτών ομολογιών .....	109
6.9. Οικονομικές υποχρεώσεις εισαγμένων εταιριών .....	111
6.10. Εισαγωγή εταιριών συμμετοχής.....	113
6.11. Διαδικασία εξαγορών – συγχωνεύσεων.....	115
6.12. Ποινές – κυρώσεις – πρόστιμα εταιριών.....	119
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup> .....</b>	<b>122</b>
<b>Παράλληλη αγορά στο Χ.Α.Α.....</b>	<b>122</b>
7.1. Τι είναι η παράλληλη αγορά.....	122
7.2. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.....	122
7.3. Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών ομολογιών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. ....	130
7.4. Γενικές ρυθμίσεις για την εισαγωγή μετοχών και ομολογιών εταιριών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. ....	133
7.5. Οικονομικές υποχρεώσεις .....	134

7.6. Τόπος και χρόνος των δημόσιων συνεδριάσεων της παράλληλης αγοράς.....	135
7.7. Μονάδα διαπραγμάτευσης .....	136
7.8. Λόγοι αναστολής.....	136
7.9. Λόγοι διαγραφής.....	136
7.10. Παράλληλη Αγορά αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών.....	136
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup></b> .....	<b>138</b>
<b>Μέθοδοι επιλογής μετοχών .....</b>	<b>138</b>
8.1. Τρόποι επιλογής μετοχών.....	138
8.1.2. Θεμελιακή ανάλυση (Fundamental Analysis) .....	139
8.1.3. Κριτική της θεμελιακής ανάλυσης.....	140
8.1.4. Τεχνική Ανάλυση.....	142
8.1.4.1. Μέθοδοι και διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης.....	143
8.1.5. Κριτική της τεχνικής ανάλυσης .....	145
8.1.6. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.....	147
8.1.7. Κριτική της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών .....	149
8.2. Βασικοί δείκτες επιλογής μετοχών.....	151
8.2.1. Ο δείκτης P/E .....	153
8.2.2 Δείκτης P/BV τιμή προς λογιστική αξία.....	153
8.2.3. Πως θα ανακαλύψουμε υποτιμημένες μετοχές με τους δείκτες P/E και P/BV.....	155
8.2.4. Μερισματική απόδοση ή απόδοση μετοχής.....	156
8.2.5. Ταμιακή ροή ανά μετοχή .....	158
8.2.6. Δείκτης τιμής προς ακαθάριστη ταμιακή ροή P/CV.....	159
8.2.7. Δείκτης διανομής μερίσματος.....	160
8.2.8. Δείκτης Χρηματιστηριακής αξίας προς πωλήσεις .....	160
8.2.9. Συντελεστής μεταβλητικότητας σε σχέση με το χρηματιστηριακό δείκτη .....	161
8.3. Κριτήρια για την επιλογή των μετοχών .....	161
8.4. Οι κύκλοι ανάπτυξης κλάδων.....	163
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup></b> .....	<b>166</b>
<b>Κερδοσκοπία – Κερδοσκοπική στρατηγική – Κερδοσκοπικές συναλλαγές.....</b>	<b>166</b>
9.1. Κερδοσκοπία και κερδοσκοπικά κεφάλαια.....	166
9.1.1. Διεθνή κερδοσκοπικά κεφάλαια .....	167
9.2. Το σχέδιο κερδοσκοπικής στρατηγικής .....	168
9.3. Μέτρα για την αποφυγή της κρίσης.....	169

9.4. Κερδοσκοπικές συναλλαγές.....	170
9.5. Η χρηματοδότηση των επενδύσεων .....	172
9.5.1. Μακροπρόθεσμη επένδυση.....	172
9.6. Προθεσμιακές πωλήσεις.....	173
9.7. Είδη προθεσμιακών συναλλαγών.....	174
9.8. Κανόνες προθεσμιακών πωλήσεων.....	175
9.9. Διαδικασία δανεισμού τίτλων .....	176
9.10. Κερδοσκοπία στο συνάλλαγμα .....	178
9.10.1. Επηρεασμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	179
9.11. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου.....	180
9.12. Efficiency of financial markets .....	181
9.13. Random walk hypothesis.....	182
9.14. Επένδυση ή κερδοσκοπία; Ένα ερώτημα που απασχολεί τον επενδυτή.....	183
9.15. Τι είναι η τακτική μείωσης της μέσης τιμή κτήσης μιας μετοχής (μουαγιέ) και πότε εφαρμόζεται.....	185
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10<sup>ο</sup></b> .....	<b>187</b>
10.1. Η πορεία του Χ.Α.Α. από το 1974-1980.....	187
10.2. Η πορεία του Χ.Α.Α. από το 1980 - 1983 .....	190
10.3. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1983-1986.....	191
10.4. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1987-1990.....	193
10.5. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1991-1993.....	197
10.6. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1994-1998.....	201
10.7. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1999-2004.....	206
10.8. Βασικοί παράγοντες επηρεασμού της ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων και επομένως την πορεία του ΧΑΑ.....	212
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11<sup>ο</sup></b> .....	<b>223</b>
<b>Συμπεράσματα προτάσεις – προοπτικές για το μέλλον.....</b>	<b>223</b>
11.1. Τα προβλήματα που πρέπει να ξεπεράσει η Σοφοκλέους πριν από την νέα άνοδο .....	223
11.2. Οι εκτιμήσεις της κομισιόν για τα δημόσια οικονομικά της χώρας μας .....	226

11.3. Η έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος.....	228
11.4. Το δημόσιο έλλειμμα.....	229
11.5. Ανεπαρκής η πρόοδος .....	231
11.6. Το θέμα της υποβάθμισης .....	232
11.7. Αύξηση των κερδών των δημοσίων επιχειρήσεων .....	233
11.8. Μείωση των επιτοκίων και επιχειρηματική εμπιστοσύνη στην Ευρώπη .....	234
11.9. Η αναβολή των ρυθμίσεων για την οικονομία φέρνει αβεβαιότητα.....	236
11.10. Η αντιτρομοκρατική ρήτρα αλληλεγγύης μεταξύ των κρατών – μελών .....	237
11.11. Η ευκαιρία των Ολυμπιακών Αγώνων.....	239
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>243</b>



## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### ***Η ανάγκη δημιουργίας των χρηματιστηρίων***

#### ***Το πρώτο χρηματιστήριο***

Μετά την εμφάνιση του στη γη και αφού διερεύνησε τον γύρω του κόσμο, ο άνθρωπος προχώρησε και έδωσε λύση στις βασικές του ανάγκες. Στην περίοδο αυτή των αναζητήσεών του διαπίστωσε ότι έχει ανάγκη να ανταλλάσσει αγαθά, που παράγει, με αγαθά που χρειάζεται για να ζήσει η ανάγκη αυτή τον οδήγησε καταρχήν σε συγκεντρώσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα για την ανταλλαγή των παραγομένων αγαθών.

Έτσι γεννήθηκαν τα παζάρια, οι εμποροπανηγύρεις και μετά πάροδο αρκετών αιώνων οι εκθέσεις. Οι διάφοροι τρόποι επαφή και επικοινωνίας των πωλητών και των αγοραστών με την πάροδο του χρόνου και την εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών, λόγω του ότι η οργάνωση των παραγωγής συνεχώς βελτιωνόταν και η παραγωγή αυξανόταν, κατέληξαν να μην επαρκούν, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η ανάγκη της καθημερινής και άμεσης επαφής των ενδιαφερομένων.

Για την κάλυψη αυτών των αναγκών στην αρχή δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου γινόντουσαν οι ανταλλαγές των προϊόντων και στη συνέχεια οι αγορές και οι πωλήσεις τους. Δηλαδή λειτούργησε ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης, που οδήγησε στη συνέχεια τους παραγωγούς σε γιγαντοποίηση των συναλλαγών με συνέπεια να φτάσουν οι απλοί γεωργοί να γίνουν επιχειρηματίες, να οργανώσουν επιχειρήσεις, που με την πάροδο των χρόνων μεγάλωσαν, έτσι δημιουργήθηκε στη συνέχεια η ανάγκη της ευρέσεως νέων κεφαλαίων για νέες επεκτάσεις. Κατ' αυτόν τον τρόπο δημιουργήθηκαν και τα Χρηματιστήρια Αξιών.

Η ανάπτυξη επιχειρήσεων και συναλλαγών δημιούργησε την ανάγκη αμεσότητας για την πραγμάτωση του ζητούμενου και οδήγησε στην απόφαση των ενδιαφερομένων να δημιουργήσουν τις κατάλληλες συνθήκες και προϋποθέσεις για να οργανωθούν χώροι, που να εξυπηρετούν αυτές τις ανάγκες. Κάτω λοιπόν από την πίεση αυτών των αναγκών δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα Χρηματιστήρια, στα οποία συγκεντρώνονται οι ενδιαφερόμενοι καθημερινά σε ορισμένους χώρους και σε ορισμένες ώρες και διαπραγματεύονται εμπορεύματα και κινητές αξίες μέσα σε ένα θεσμοθετημένο περιβάλλον, όπου έχουν προκαθορισθεί διατυπώσεις και ενέργειες, που στηρίζονται πάνω σε κανόνες και πρότυπα με νομοθετικές καλύψεις και ρυθμίσεις, έτσι διασφαλίζεται αφενός η ταχύτητα των συναλλαγών και αφετέρου η διαφάνειά τους.

Επομένως η δημιουργία των Χρηματιστηρίων στηρίχτηκε στο ότι πρέπει στο χώρους να επιτυγχάνεται η ταχύτητα, η οποία επιτυγχάνεται με τον τυποποιημένο τρόπο, που διεξάγονται σε αυτά οι συναλλαγές, επίσης μια συγκεκριμένη τιμή, που αντιστοιχεί κατά κανόνα στην κατά το δυνατό πραγματική κατάσταση, που διαμορφώνει η προσφορά και σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή η ζήτηση. Έτσι δίνεται η ευκαιρία και η δυνατότητα στους ενδιαφερομένους να εκλέξουν την καλύτερη, για τη συγκεκριμένη στιγμή, για αυτούς τιμή αγοράς ή πώλησης, επίσης επιτυγχάνεται η εύκολη και διαρκής διαπραγμάτευση των αξιών, η εύκολη εξεύρεση κεφαλαίων.

Βεβαίως την ιστορική χρησιμότητα των Χρηματιστηρίων την επέβαλλε το μέγεθος των αυξανόμενων συναλλαγών και η μεγάλη δυσκολία που συναντούσαν τα ενδιαφερόμενα μέλη, τα οποία στην αρχή ήταν έμποροι, ναυτικοί – εφοπλιστές, που λόγω της υπεραπασχόλησής τους χρησιμοποίησαν για να διευκολυνθούν μεσάζοντες. Αυτοί ήταν σαν

τους σημερινούς χρηματιστές, δηλαδή έφερναν σε επαφή τους ενδιαφερόμενους και πραγματοποιούσαν συναλλαγές για αυτούς.

Εν τω μεταξύ η εξέλιξη των βιομηχανικών επαναστάσεων έφερε πλήθος προϊόντων στην αγορά με αποτέλεσμα τη δημιουργία Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων, Αξιών, Συναλλάγματος κ.λ.π. Εξαιτίας αυτών των αναγκών δημιουργήθηκαν τα Χρηματιστήρια, τα οποία εκφράζουν αφενός όλες τις τάσεις και τις προοπτικές της πορείας της χώρας, στην οποία δραστηριοποιούνται, και αφ' ετέρου τις εξελίξεις στο διεθνή χώρο, δηλαδή αποτελούν, όπως πολύ χαρακτηριστικά έχει ειπωθεί: Τον Καθρέπτη της Οικονομίας κάθε Χώρας. Αυτός ο χαρακτηρισμός αποδίδει την πραγματικότητα και δικαιώνει την ιστορική ανάγκη της δημιουργίας του θεσμού.

Το πρώτο Χρηματιστήριο με την σημερινή έννοια άρχισε να λειτουργεί στα μέσα του 15ου αιώνα και ήταν της Αμβέρσας. Είχε μικρό χαρακτήρα, δηλαδή ήταν χρηματιστήριο αξιών και εμπορευμάτων.

Στην Ελλάδα ιδρύθηκε το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών στον Πειραιά στις 22/3/1875, το οποίο όμως δε λειτούργησε ποτέ και ένα χρόνο μετά στις 30/9/1876 το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επίσης στις 22/3/1875 ιδρύθηκε Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων στον Πειραιά, που όμως διαλύθηκε μετά από εξάμηνη λειτουργία και ξαναλειτούργησε στις 2/11/1923. Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων στη Θεσσαλονίκη ιδρύθηκε το 1925.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

### ***Τι είναι τα Χρηματιστήρια - Κατηγορίες ιστορικό ίδρυσης του Χ.Α.Α. σκοπός και σημασία του***

#### ***1.1. Τι είναι τα Χρηματιστήρια***

Για να κατανοήσουμε καλύτερα το ρόλο των χρηματιστηρίων και τον τρόπο που αυτά ανταγωνίζονται μεταξύ τους είναι απαραίτητο να προσδιορίσουμε τον όρο χρηματιστήριο.

Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις οπτικές γωνίες που μπορούμε να περιγράψουμε ένα χρηματιστήριο: α) το χρηματιστήριο ως αγορά, β) το χρηματιστήριο ως επιχείρηση και γ) το χρηματιστήριο ως μεσίτης και εμπορευόμενος.

Α. Το χρηματιστήριο συνήθως νοείται ως μια οργανωμένη αγορά μετοχών. Από αυτή την όψη προσδιορίζεται ως ένας οργανισμός ή εταιρεία που διαμορφώνει διατηρεί ένα «χώρο» αγοράς όπου «συναντώνται» αγοραστές και πωλητές μετοχών και επιτελεί τις απαραίτητες λειτουργίες για μια τέτοια αγορά.

Για μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή, ένα χρηματιστήριο είναι ένα σύστημα συναλλαγών το οποίο θα πρέπει:

- Να παρέχει δραστηριότητες εμπορικών συναλλαγών,
- Να παρέχει πληροφορίες για τις εντολές αγοραπωλησιών (τιμές, ποσότητες),
- Να εκτελεί τις εντολές που «συμφωνούν».
- Να εκκαθαρίζει τις συναλλαγές (clearing – settlement), εκτός εάν προβλέπεται διαφορετικά,
- Να έχει μέλη,

- Να έχει συγκεκριμένη δομή και καθορισμένο τρόπο συναλλαγών,
- Να λειτουργεί κανονικά με συγκεκριμένες αρχές και διαφάνεια.

Β. Ως επιχείρηση, το χρηματιστήριο ανταγωνίζεται στο περιβάλλον της χρηματιστηριακής αγοράς άλλες «επιχειρήσεις» ανάλογα με τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που παρέχει. Το ίδιο, δημιουργεί μια αγορά και καθορίζει τις τιμές των «αγαθών» που παράγει.

Σε μια γενική κατηγοριοποίηση ένα χρηματιστήριο προσφέρει υπηρεσίες ένταξης και καταχώρησης (listing services), υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και συναλλαγών (trading services), υπηρεσίες διακανονισμού και εκκαθάρισης (settlement services), παροχή τιμών και ιστορικών στοιχείων (price information services), καθώς και άλλες υπηρεσίες ενημέρωσης και στατιστικής πληροφόρησης. Έτσι και τα κέρδη του συνδέονται άμεσα με τις τιμές και τα τέλη που προσδιορίζει για τις παραπάνω υπηρεσίες.

Από την άλλη πλευρά οι πελάτες στους οποίους απευθύνονται οι υπηρεσίες αυτές χωρίζονται σε άμεσους και έμμεσους.

α) Οι άμεσοι πελάτες των χρηματιστηρίων, είναι εκείνοι που χρησιμοποιούν απευθείας τις υπηρεσίες του και διακρίνονται σε:

- Εταιρείες που έχουν εισηγμένες μετοχές
- Μεσάζοντες που δραστηριοποιούνται στη χρηματιστηριακή αγορά
- Εταιρείες και ιδιώτες που χρησιμοποιούν υπηρεσίες του χρηματιστηρίου

β) Οι έμμεσοι πελάτες, είναι όλοι εκείνοι που πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους από τους μεσάζοντες τους χρηματιστηρίου και διακρίνονται σε:

- Θεσμικούς επενδυτές
- Ενδιάμεσοι (μεσάζοντες), που δεν έχουν δικαίωμα να συναλλάσσονται απ' ευθείας
- Απλοί επενδυτές (φυσικά ή νομικά πρόσωπα)

Οι έμμεσοι πελάτες έχουν δυνατότητα επιλογής τόσο του μεσάζοντα που επιθυμούν, όσο και του χρηματιστηρίου στο οποίο θα δραστηριοποιηθούν (σε συνεννόηση με το μεσάζοντα).

γ) Κάθε χρηματιστήριο μπορεί να ειπωθεί ως ένα είδος μεσίτη ανάμεσα σε άλλους. Επίσημα και ανεπίσημα χρηματιστήρια, τράπεζες, χρηματοοικονομικοί οίκοι, δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον με παρόμοιες δραστηριότητες παρά το γεγονός ότι το κανονιστικό πλαίσιο που τους περιβάλλει μπορεί να διαφέρει. Έτσι, όπως κάθε μεσίτης και έμπορος μετοχών και τα χρηματιστήρια συγκεντρώνουν εντολές και προχωρούν σε τρόπους και διαδικασίες εκτέλεσής τους.

## **1.2. Κατηγορίες χρηματιστηρίων**

Τα χρηματιστήρια ανάλογα με τον τρόπο της σύστασης και λειτουργίας τους διακρίνονται σε επίσημα και ελεύθερα.

### **Χρηματιστήρια Επίσημα**

Αυτά ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος, το οποίο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του.

Τα περισσότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα (π.χ. Ελλάδα, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία κλ.π.).

### **Χρηματιστήρια Ελεύθερα**

Αυτά ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ιδίων εταιριών και το Κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Τα Χρηματιστήρια ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται διακρίνονται σε Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων και Χρηματιστήρια Αξιών.

Χρηματιστήρια εμπορευμάτων ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) εμπορευμάτων, όπως π.χ. σιταριού, βαμβακιού, ζάχαρης, σταφίδας, ρυζιού, καφέ, πολύτιμων μετάλλων, ναυλώσεις πλοίων κλ.π.

Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα.

Στη Χώρα μας λειτουργούν δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων του Πειραιώς (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925).

Χρηματιστήρια Αξιών καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων, π.χ. μετοχών Ανωνύμων Εταιριών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρίες).

Στη Χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (Χ.Α.Α.) που λειτουργεί από το 1876. Στο Χ.Α.Α. διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθ' ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.

### **1.3. Το ιστορικό ίδρυσης του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών**

Το 1864 στην Ερμούπολη της Σύρου, που αποτελούσε την πρώτη εμπορική και ναυτική πόλη της Ελλάδας, πραγματοποιείτο αξιόλογη συναλλακτική κίνηση σε ξένα νομίσματα, τα οποία διαπραγματεύονταν ελεύθερα σε τιμές που διέφεραν από τις επίσημες. Την εποχή εκείνη

μάλιστα εκδιδόταν και εφημερίδα με το όνομα *Χρηματιστήριο* χωρίς όμως να υπάρχει Χρηματιστήριο.

Το 1870 πάνω από το καφενείο *Η Ωραία Ελλάς* στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου βρισκόταν η Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών. Εκεί συγκεντρώνονταν οι έμποροι και μεταξύ των άλλων υποθέσεων που συζητούσαν διαπραγματεύονταν τις ομολογίες των δύο Εθνικών Δανείων, που εκδίδονταν τότε.

Τον Οκτώβριο του 1872 ιδρύθηκε η Πιστωτική Τράπεζα, το Μάρτιο του 1873 η Εταιρία Λαυρίου και το Μάιο του ίδιου έτους η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως της Ελλάδας. Τότε οι συναλλαγές αυξήθηκαν, η κερδοσκοπία βρήκε πρόσφορο έδαφος και η Εμπορική Λέσχη μετονομάστηκε Χρηματιστήριο και τα μέλη της εξέλεξαν Πρόεδρο.

Το Σεπτέμβριο του 1876 επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου δημοσιεύτηκε Βασιλικό Διάταγμα (Β.Δ.) που έλεγε ότι εγκρίνεται η σύσταση Χρηματιστηρίου Αξιών στην Αθήνα και ότι εκεί και μόνο μπορούσαν να συγκεντρώνονται και να συναλλάσσονται έμποροι, πλοίαρχοι, μεσίτες και κολλυβιστές (οι ασχολούμενοι με την ανταλλαγή νομισμάτων) από τους οποίους προήλθαν και οι πρώτοι χρηματιστές.

Το χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) στεγάστηκε πρώτα στο Μέγαρο Μελά, στην πλατεία Κοτζιά, εκεί που στεγάζονταν πριν από χρόνια τα Κεντρικά Ταχυδρομεία και σήμερα ανήκει στην Εθνική Τράπεζα. Κατόπιν μέχρι το 1890 εγκαταστάθηκε στην οικία Νοταρά, όπου σήμερα είναι το Κεντρικό Κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1891 έως το 1934 στεγαζόταν στην οδό Πεσμαζόγλου δίπλα στην Τράπεζα Κοσμαδοπούλου. Από το 1934 έως σήμερα βρίσκεται σε κτίριο ιδιοκτησίας της Εθνικής Τράπεζας (Σοφοκλέους 10), για αυτό συνηθίζεται το Χ.Α.Α. να αποκαλείται Η Σοφοκλέους.



Έμβλημά του είναι ο Ερμής, του οποίου μπρούτζινο άγαλμα στολίζει τον τρίτο όροφο, αρχικά έμβλημα της Λέσχης των Εμπόρων.

Οι πρώτες συναλλαγές στο Χ.Α.Α. αφορούσαν τα εξής χρεόγραφα:

- Ομολογίες Εθνικών Δανείων
- Μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΤΕ), της Ναυτικής Τράπεζας ο Αρχάγγελος, της Γενικής Πιστωτικής Τράπεζας, της Τράπεζας Βιομηχανικής Πίστεως, της Ανώνυμης Μεταλλευτικής Εταιρίας «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», της Ελληνικής Μεταλλευτικής Εταιρίας, της Μεταλλευτικής Εταιρίας η «Κάρυστος», της Μεταλλουργίας Λαυρίου, της Ασφαλιστικής Εταιρίας ο «Φοίνιξ» και της Εθνικής Ατμοπλοΐας Ελλάδος.

Ο πρώτος κανονισμός λειτουργίας του δημοσιεύτηκε το Νοέμβριο του 1876. Ο κανονισμός αυτός προέβλεπε εκλογές των μελών της Επιτροπής του Χρηματιστηρίου. Τελικά λόγω απραξίας των συναλλαγών ο κανονισμός αυτός δεν εφαρμόστηκε και τον Ιανουάριο του 1880 αντικαταστάθηκε με έναν πιο πλήρη. Τα εγκαίνια της επίσημης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και οι αρχαιρεσίες για την ανάδειξη της πρώτης Διοικούσας Επιτροπής έγιναν το Μάιο του 1880. Με το νόμο 2324/95 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία μη κερδοσκοπικού σκοπού με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Ανώνυμη Εταιρία».

#### **1.4. Σκοπός και σημασία του Χ.Α.Α.**

α) Στο Χ.Α.Α. και μέσω αυτού στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό καταφεύγουν οι επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών ή ομολογιών (ομολογιακών δανείων) προς άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των

επενδυτικών τους προγραμμάτων (επέκταση δραστηριότητας και εκσυγχρονισμού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων κλ.π.).

Έτσι αποφεύγεται η προσφυγή των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό που είναι δαπανηρότερος και πολλές φορές πολύ πιεστικός, διότι πρέπει να καταβληθούν οι τόκοι και να επιστραφεί ένα μέρος του δανειζόμενου κεφαλαίου (τοκοχρεολύσιο) σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση κερδών από τις δανειζόμενες επιχειρήσεις.

β) Στο Χ.Α.Α. και μέσω αυτού στο ευρύ επενδυτικό κοινό καταφεύγουν επίσης, το Κράτος, οι Δήμοι, οι Δημόσιοι Οργανισμοί Κοινής Ωφελείας για τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση έργων (βασικής υποδομής κλ.π.) που συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας.

γ) Το Χ.Α.Α. δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό και στις επιχειρήσεις να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμά τους σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα.

δ) Στο Χ.Α.Α. επιτυγχάνεται η συγκέντρωση της συνολικής προσφοράς και ζήτησης των χρηματιστηριακών αξιών και η διαμόρφωση της πραγματικής τιμής τους.

Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διαφόρων εταιριών. Οι εταιρίες, οι προοπτικές των οποίων έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, πράγμα που διευκολύνει τις χρηματοδοτήσεις νέων επενδύσεων και τη δυναμική ανάπτυξή τους, για να γίνουν ανταγωνιστικές στο διεθνή χώρο.

Συνεπώς στο Χ.Α.Α. επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση κινητών

αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό, πράγμα που συμβάλλει στη γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του λαού της.

Ορθά έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του Χ.Α.Α. αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της Χώρας και συγχρόνως ένα δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μιας Χώρας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### ***Δομή και διοικητικά όργανα του Χ.Α.Α.***

#### ***2.1. Γενικά***

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με το Ν. 2324/95 μετατράπηκε από Ν.Π.Δ.Δ. σε ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.» και συνεχίζεται με τη νέα αυτή μορφή, διεπόμενο από τις διατάξεις αυτού του νόμου και συμπληρωματικά από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες.

Σκοπός του «Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.» είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών οι οποίες καταρτίζονται σε χρηματιστήρια αξιών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα του Χ.Α.Α. υπό τη σημερινή νομική του μορφή καθώς και κάθε άλλη συναφή με τις παραπάνω δραστηριότητα.

Η εταιρία μπορεί επίσης να συμμετέχει σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και γενικά επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικής της δραστηριότητάς της καθώς και να συνεργάζεται με αυτές. Μπορεί επίσης να αναθέτει σε αυτές, όταν είναι ανώνυμες εταιρίες

στις οποίες συμμετέχει με 51% τουλάχιστον, την κατά τόπους άσκηση μέρους ή του συνόλου των δραστηριοτήτων της.

Το αρχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Χ.Α.Α. ορίστηκε σε πέντε δισεκατομμύρια (15.000.000) € και διαιρέθηκε σε 500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 30 € η καθεμία. Το αρχικό κεφάλαιο καλύφθηκε εξ ολοκλήρου από το Ελληνικό Δημόσιο. Οι μετοχές της Α.Ε. «Χ.Α.Α.» είναι ονομαστικές.

Μέτοχοι του Χ.Α.Α. Α.Ε. μπορούν να είναι εκτός από το Ελληνικό Δημόσιο:

- Τα μέλη του
- Πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα (είτε οι μετοχές τους είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α. είτε όχι)
- Εταιρίες διαχειρίσεως αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα καθώς και τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται ασφαλιστικές εταιρίες που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα
- Ασφαλιστικά ταμεία που τελούν υπό την εποπτεία του Κράτους
- Εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες και διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α..

Δεν επιτρέπεται σε κανένα μέτοχο εκτός από το Ελληνικό Δημόσιο να έχει ποσοστό που μετοχικού κεφαλαίου του Χ.Α.Α. μεγαλύτερο του 5%.

Το Ελληνικό Δημόσιο μπορεί να πουλήσει μετοχές του Χ.Α.Α. αφού γίνει αποτίμηση της αξίας του από τη Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποίησης. Ο Υπουργός Οικονομικών ως εκπρόσωπος του Ελληνικού Δημοσίου προσδιορίζει την τελική τιμή διάθεσης των μετοχών.

Το Νοέμβριο του 1998 δημοσιεύτηκε πρόσκληση για υποβολή προσφορών για την αγορά μετοχών της Α.Ε. Χ.Α.Α. που διατέθηκαν για πώληση με ιδιωτική τοποθέτηση. Η πρόσκληση αφορούσε όλους αυτούς που μπορούν να είναι μέτοχοι του Χ.Α.Α. και η διάθεση των μετοχών έγινε με την υποβολή ανταγωνιστικών προσφορών ώστε να σχηματισθεί ένα Βιβλίο Προσφορών (book – bulding). Το Ελληνικό Δημόσιο μετά την πώληση αυτή έπαψε να έχει το 50% των μετοχών του Χ.Α.Α. Α.Ε.

Η διάρκεια της εταιρίας ορίστηκε σε 200 έτη. Η διάρκεια αυτή μπορεί να παραταθεί ή να συντομευθεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.

Έδρα της εταιρίας ορίστηκε ο Δήμος Αθηναίων. Η Εταιρία μπορεί να ιδρύει υποκαταστήματα, πρακτορεία και γραφεία για την εξυπηρέτηση των σκοπών της και σε άλλες πόλεις της Ελλάδας ή και στο εξωτερικό με αποφάσεις του Δ.Σ. οι οποίες ταυτόχρονα θα προσδιορίζουν τα καθήκοντα, τις αρμοδιότητες, τη δικαιοδοσία τους και γενικά τον τρόπο λειτουργίας τους.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. ως ανώνυμη εταιρία έχει διοικητική και οικονομική αυτονομία, ως προς τα χρηματιστηριακά θέματα, εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας (ΥΠΕΘΟ) και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπως όριζε η νομοθεσία για το Ν.Π.Δ.Δ.

Τα μέλη του Χ.Α.Α. διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Έκτακτα μέλη είναι οι αντικρυστές.

## **2.2. Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.)**

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο που διορίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τρία

μέλη του Δ.Σ. ορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Δύο μέλη εκλέγονται από τα τακτικά μέλη του «Χ.Α.Α.» Α.Ε. και είναι είτε χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι είτε μέλη διοικητικού συμβουλίου Α.Χ.Ε. Ένα μέλος ορίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, ένα μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών, ένα μέλος από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και ένα μέλος εκλέγεται από τους εργαζόμενους στο «Χ.Α.Α.» Α.Ε. με καθολική και άμεση ψηφοφορία.

Το Δ.Σ. είναι αρμόδιο να αποφασίζει για κάθε πράξη που αφορά τη διοίκηση της Εταιρίας, τη διαχείριση της περιουσίας της και τη γενική επιδίωξη του σκοπού της και εκπροσωπεί την Εταιρία δικαστικώς και εξωδίκως. Εξαιρούνται της αρμοδιότητας του Δ.Σ. θέματα που σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου ή του Καταστατικού, υπάγονται στην αποκλειστική αρμοδιότητα της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.).

Το Δ.Σ. συνέρχεται στην έδρα της εταιρίας τακτικά, τουλάχιστον μια φορά κάθε ημερολογιακό μήνα, σε ημέρες και ώρες που καθορίζει το ίδιο με απόφασή του και έκτακτα ύστερα από πρόσκληση του Προέδρου.

Το Δ.Σ. βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει νόμιμα, όταν παρίστανται αυτοπροσώπως ή αντιπροσωπεύονται το μισό συν ένας των Συμβούλων. Ο αριθμός των αυτοπροσώπως παρόντων Συμβούλων δεν μπορεί να είναι μικρότερος από τρεις. Καθένας από τους Συμβούλους μπορεί, ύστερα από έγγραφη εντολή, να αντιπροσωπεύει έγκυρα μόνο ένα άλλο Σύμβουλο. Η αντιπροσώπευση στο Δ.Σ. δεν μπορεί να ανατεθεί σε πρόσωπο που δεν είναι μέλος του Συμβουλίου. Το Δ.Σ. λαμβάνει αποφάσεις με απλή πλειοψηφία των παρόντων και αντιπροσωπευόμενων μελών του. Στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. παρίσταται χωρίς δικαίωμα ψήφου ο εκάστοτε προϊστάμενος της αρμόδιας για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου Διεύθυνσης του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

Η θητεία των Συμβούλων είναι τριετής, αρχίζει από το διορισμό τους και λήγει με το διορισμό νέου Δ.Σ. από τον ΥΠΕΘΟ, ο οποίος γίνεται το τελευταίο δεκαήμερο της θητείας τους. Οι Σύμβουλοι είναι πάντοτε επανεκλέξιμοι. Οι παραιτήσεις των μελών του Δ.Σ. υποβάλλονται στο Δ.Σ.. Μέλος του Δ.Σ. που αδικαιολόγητα απουσιάζει ή δεν εκπροσωπείται στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. για διάστημα μεγαλύτερο από τους 6 μήνες εκπίπτει από τη θέση του και αντικαθίσταται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ.

Το Δ.Σ. μπορεί να αναθέτει με απόφασή του την άσκηση ορισμένων εξουσιών ή αρμοδιοτήτων του, εκτός από αυτές που απαιτούν συλλογική ενέργεια, καθώς και τη διαχείριση, διοίκηση ή διεύθυνση των υποθέσεων ή την εκπροσώπηση της Εταιρίας σε ένα ή περισσότερα μέλη του στους Διευθυντές ή υπαλλήλους της εταιρίας, ορίζοντας συγχρόνως με την απόφαση αυτή και τα θέματα ως προς τα οποία μεταβιβάζεται η εξουσία του.

Τα μέλη του Δ.Σ. ευθύνονται απέναντι στην Εταιρία για κάθε πταίσμα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, σύμφωνα με τον Ν. 2190/1920. Επίσης υποχρεούνται να τηρούν απόλυτη εχεμύθεια για εμπιστευτικά θέματα της εταιρίας, για τα οποία έλαβαν γνώση με την ιδιότητά τους ως Σύμβουλοι.

Ο διορισμός και η για οποιονδήποτε λόγο παύση των μελών του Δ.Σ. και των προσώπων που έχουν την εξουσία να εκπροσωπούν την Εταιρία από κοινού ή μεμονωμένα υποβάλλονται με τα στοιχεία της ταυτότητας των προσώπων αυτών σε δημοσιότητα σύμφωνα με το Ν. 2190/1920.

### **2.3. Ο πρόεδρος του Χ.Α.Α.**

Ο πρόεδρος του Δ.Σ. διορίζεται από τον ΥΠΕΘΟ. Παρέχει τις υπηρεσίες του κατά κύρια απασχόληση. Αν διοριστεί Πρόεδρος του Δ.Σ.

χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, αναστέλλεται η εξάσκηση του επαγγέλματός του όσο διαρκεί η θητεία του.

Ο Πρόεδρος του «Χ.Α.Α.» Α.Ε. εκτός των καθηκόντων του και των αρμοδιοτήτων του, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και του Καταστατικού, έχει και εκείνες τις αρμοδιότητες του κυβερνητικού επόπτη που του ανατίθενται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, ύστερα από γνώμη της Ε.Κ.

Το Δ.Σ. του «Χ.Α.Α.» Α.Ε. εκλέγει τον Αντιπρόεδρο του Δ.Σ. με απόλυτη πλειοψηφία των παρόντων ή αντιπροσωπευόμενων μελών του. Ο Αντιπρόεδρος αναπληρώνει τον Πρόεδρο, όταν απουσιάζει ή κωλύεται. Σε περίπτωση απουσίας ή κωλύματος και του Αντιπροέδρου, τον Πρόεδρο αναπληρώνει ο Σύμβουλος που ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. Η εκλογή του Αντιπροέδρου του Δ.Σ. λαμβάνει χώρα κατά την πρώτη συνεδρίασή του με το διορισμό του Δ.Σ.

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. ή ο αναπληρωτής του προεδρεύει των συνεδριάσεων του Δ.Σ., διευθύνει τις εργασίες του και έχει την ανώτατη εποπτεία της λειτουργία της Εταιρίας και του προσωπικού της. Ο Πρόεδρος είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της Εταιρίας και έχει τη γενική εποπτεία των εργασιών της.

#### **2.4. Γενική συνέλευση των μετόχων (Γ.Σ.)**

Η Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) είναι το ανώτατο όργανο της εταιρίας. Δικαίωμα παράστασης στη Γ.Σ. έχουν το Ελληνικό Δημόσιο, ως κύριος μέτοχος της Εταιρίας, εκπρόσωπος του Υπουργού Εμπορίου, τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων της Ε.Κ. και της Εταιρίας, ο προϊστάμενος της αρμόδιας για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου Διεύθυνσης του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, από ένας εξουσιοδοτημένος εκπρόσωπος των μελών του Χρηματιστηρίου και των εταιριών των



οποίων οι κινήτες αξίες είναι εισαγμένες στο «Χ.Α.Α.» Α.Ε. καθώς και οι εκπρόσωποι των εργαζομένων στην Εταιρία. Το Ελληνικό Δημόσιο κατά την άσκηση των δικαιωμάτων του ως μέτοχος της Εταιρίας εκπροσωπείται από τους Υπουργούς Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Στη Γ.Σ. δικαιούνται να λάβουν το λόγο και τα μέλη του Δ.Σ. της Εταιρίας.

Η Γ. Σ. των μετόχων συνέρχεται τακτικά στην έδρα της Εταιρίας μια φορά τουλάχιστον σε κάθε εταιρική χρήση και μέσα σε έξι (6) μήνες από τη λήξη της. Το Δ.Σ. μπορεί, όποτε κρίνει σκόπιμο, να συγκαλεί έκτακτη Γ.Σ. Το Δ.Σ. υποχρεούται να συγκαλεί τη Γ.Σ. των μετόχων με αίτηση των ελεγκτών μέσα σε 10 ημέρες από την επίδοση της αίτησης στο Πρόεδρό του, ορίζοντας ως αντικείμενο ημερήσιας διάταξης το θέμα που περιέχεται στην αίτηση. Με αίτηση του μετόχου το Δ.Σ. υποχρεούται να συγκαλέσει έκτακτη Γενική Συνέλευση ορίζοντας ημέρα συνεδρίασης, που να μην απέχει περισσότερο από τριάντα ημέρες από την χρονολογία επίδοσης στον Πρόεδρο του Δ.Σ. Η αίτηση πρέπει να αναφέρει τα αντικείμενα, τα οποία θα περιληφθούν στην ημερήσια διάταξη.

Στη Γ.Σ. προεδρεύει ο Πρόεδρος του Δ.Σ. ή ο Αντιπρόεδρος ή ο αναπληρωτής του. Εάν και ο τελευταίος κωλύεται προεδρεύει ο πρεσβύτερος των Συμβούλων. Χρέη Γραμματέα της Γ.Σ. εκτελεί το πρόσωπο, το οποίο ορίζει ο Πρόεδρος. Οι συζητήσεις και οι αποφάσεις της Γ.Σ. περιορίζονται στα θέματα που αναγράφονται στην ημερήσια διάταξη και δημοσιεύονται στο τεύχος Αωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα που εκδίδεται στην Αθήνα και έχει ευρεία κυκλοφορία σε ολόκληρη τη χώρα και σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα που ορίζει με απόφασή του ο Υπουργός Εμπορίου. Συζήτηση εκτός των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης δεν επιτρέπεται, με εξαίρεση

τις τροπολογίες επί των προτάσεων του Δ.Σ. Περίληψη όλων των συζητήσεων και αποφάσεων της Γ.Σ. καταχωρείται στο βιβλίο των πρακτικών και υπογράφεται από τον Πρόεδρο και τον Γραμματέα.

Η Γ.Σ. είναι αρμόδια να αποφασίζει για τα εξής θέματα:

- την τροποποίηση του καταστατικού στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η αύξηση ή η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, με εξαίρεση τα άρθρα του καταστατικού τα οποία τροποποιούνται με νόμο.
- Την έγκριση των ετήσιων λογαριασμών (ετήσιων οικονομικών καταστάσεων) της Εταιρίας.
- Την διάθεση των ετήσιων κερδών.
- Την έκδοση δανείου με ομολογίες.
- Τη συγχώνευση, παράταση της διάρκειας ή διάλυση της Εταιρίας.
- Το διορισμό Ελεγκτών και τον καθορισμό της αμοιβής τους.
- Το διορισμό εκκαθαριστών.

Μετά την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων η Γ.Σ. αποφασίζει για την απαλλαγή των μελών του Δ.Σ. και των ελεγκτών από κάθε ευθύνη αποζημίωσης.

## **2.5. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.)**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι Ν.Π.Δ.Δ. με έδρα την πόλη των Αθηνών και εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Οι αρμοδιότητές της ασκούνται από δύο όργανα: το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο και την τριμελή Επιτροπή.

Το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους (Α και Β) και 4 μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο

Αντιπρόεδροι διορίζονται από την Υπουργό Εθνικής Οικονομίας (ΥΠΕΘΟ).

Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη εκλέγονται από κατάλογο 12 υποψηφίων που υποβάλλονται από κοινού από την Τράπεζα της Ελλάδος, το Δ.Σ. του «Χ.Α.Α.», την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και το Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών και διορίζονται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τα μέλη του Δ.Σ. πρέπει να είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και να διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς.

Ο Πρόεδρος και οι Αντιπρόεδροι είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και οι αποδοχές τους καθορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ σε επίπεδα αμοιβών διοικητή και υποδιοικητών αντίστοιχα της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η θητεία του Δ.Σ. είναι πενταετής. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι μπορούν να αναδιορίζονται, αλλά η συνολική θητεία καθενός δεν πρέπει να ξεπερνά τα 10 χρόνια. Τα λοιπά μέλη αναδιορίζονται ελεύθερα.

Όταν ο Πρόεδρος είναι απών ή κωλύεται τον αναπληρούν οι Αντιπρόεδροι κατά τη σειρά τους. Το Δ.Σ. συγκαλείται τουλάχιστον δυο φορές το μήνα από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει έγκυρα παρουσία του Προέδρου και εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως 4 τουλάχιστον μέλη. Μπορεί επίσης να συνεδριάσει παρουσία των νόμιμων αναπληρωτών του Προέδρου, εφόσον ο Πρόεδρος δώσει ειδική για αυτό έγγραφη εντολή στην οποία θα αναφέρονται περιοριστικά και τα θέματα της ημερήσιας διάταξης. Οι αποφάσεις του λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία των παρόντων. Σε περίπτωση ισοψηφίας, υπερισχύει η απόφαση υπέρ της οποίας τάσσεται ο Πρόεδρος ή ο αναπληρωτής του.

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους 2 Αντιπροέδρους

του Δ.Σ. Συγκαλείται από τον Πρόεδρο ή τον πρώτο Αντιπρόεδρο, εφόσον υπάρχει ειδική έγγραφη εντολή του Προέδρου. Συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως τουλάχιστον 2 από τα μέλη της. Οι αποφάσεις της Εκτελεστικής Επιτροπής λαμβάνονται με δύο θετικές ψήφους. Σε περιπτώσεις ισοψηφίας το θέμα παραπέμπεται στο Δ.Σ.

Όπου στη νομοθεσία προβλέπεται έκδοση απόφασης (περιλαμβανομένων και των κανονισμών της Ε.Κ.) νοείται απόφαση του Δ.Σ. αυτής, εκτός και αν η συγκεκριμένη απόφαση έχει εκχωρηθεί στην Εκτελεστική Επιτροπή (Ε.Ε.).

Η Ε.Κ. εκπροσωπείται δικαστικώς και εξωδίκως ενώπιον κάθε αρχής από την Ε.Ε. Επίσης κατόπιν απόφασης της Ε.Ε. μπορεί να εκπροσωπείται και από ανώτατο υπάλληλο πλήρους απασχόλησης της Ε.Κ.

### **2.5.1. Αρμοδιότητες της Ε.Κ.**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, καθότι έχει μια σειρά από αποφασιστικές αρμοδιότητες καθώς και γνωμοδοτικές αρμοδιότητες.

#### **1. Αποφασιστικές Αρμοδιότητες**

Οι κυριότερες αποφασιστικές αρμοδιότητες είναι οι εξής:

- α) Η χορήγηση αδειών σύστασης Χρηματιστηριακών Εταιριών, μετατροπής Α.Ε. σε Χρηματιστηριακές εταιρίες και εγκατάσταση και λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπών Χρηματιστηριακών Εταιριών.
- β) Η χορήγηση αδειας για την ίδρυση Εταιρίας Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

γ) Η χορήγηση αδείας στους διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς για την έκδοση στην Ελλάδα ομολογιών και γενικώς άντλησης κεφαλαίων από την ελληνική αγορά κεφαλαίων.

δ) Έγκριση του διορισμού χρηματιστηριακών εκπροσώπων των ΑΧΕ και χρηματιστών.

ε) Έγκριση εισαγωγής μετοχών Α.Ε. στο Χρηματιστήριο Αθηνών τόσο στην Κύρια όσο και στην Παράλληλη Αγορά.

στ) Η λήψη αποφάσεων για τη διαγραφή κινητών αξιών από το Χρηματιστήριο.

ζ) Ο καθορισμός (με απόφαση) νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και ο προσδιορισμός των όρων και προϋποθέσεων έκδοσης και εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. προς διαπραγμάτευση.

Οι αποφάσεις της Ε.Κ. δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

## 2. Γνωμοδοτικές Αρμοδιότητες

Η Ε.Κ. έχει μια σειρά από γνωμοδοτικές αρμοδιότητες.

Ειδικότερα η Ε.Κ. γνωμοδοτεί:

α) Για την άρση της λειτουργίας μιας Χρηματιστηριακής Εταιρίας.

β) Για το ύψος του ελάχιστου καταβεβλημένου κεφαλαίου μιας Χρηματιστηριακής Εταιρίας.

γ) Για τα δικαιώματα των μελών της Χρηματιστηριακής εταιρίας.

δ) Για τον κανονισμό Εποπτείας του Χρηματιστηρίου, καθώς και για τα βιβλία και στοιχεία που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

ε) Για την αλλαγή του Κανονισμού λειτουργίας του Χρηματιστηρίου.

στ) Για την ίδρυση νέων Χρηματιστηρίων κ.λπ.

Οι αρμοδιότητες της Ε.Κ. ασκούνται από το Διοικητικό Συμβούλιό της, το οποίο μπορεί να παραχωρεί ορισμένες αρμοδιότητες στην Εκτελεστική Επιτροπή.

### **2.5.2. Διάρθρωση των υπηρεσιών της Ε.Κ.**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαρθρώνεται σε Γραφεία, Διευθύνσεις και Τμήματα ως εξής:

#### **A. Γραφεία**

1. Γραφείο Προέδρου
2. Γραφείο Αντιπροέδρου

#### **B. Διευθύνσεις και Τμήματα**

1. Διεύθυνση Νομικής Υπηρεσίας
2. Διεύθυνση Διοικητικής και Οικονομικής Υποστήριξης
  - α. Τμήμα Διοικητικής Υποστήριξης
  - β. Τμήμα Οικονομικής Υποστήριξης
  - γ. Τμήμα Γραμματείας και Δημοσίων Σχέσεων
3. Διεύθυνση Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίου και Εταιριών
  - α. Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίου
  - β. Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου Θεσμικών επενδυτών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιριών και λοιπών Εταιριών.
4. Διεύθυνση Μελετών, Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς και Διεθνών Σχέσεων
  - α. Τμήμα μελετών και Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς
  - β. Τμήμα διεθνών Σχέσεων και Παρακολούθησης Διεθνών Εξελίξεων

### **2.5.3. Αλλαγές στην Ε.Κ. την τελευταία τριετία**

Αναλυτικά τα μέτρα που ανακοίνωσε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και οι αλλαγές που γίνονται κατά τομείς έχουν ως εξής:

## 1. Ενίσχυση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

α) Προσωπικό. 60 νέες θέσεις ελεγκτών, αναλυτών, νομικών, διοικητικών υπαλλήλων.

β) Νομική Υπόσταση

Πρέπει να επανεξεταστεί σε δημόσια συζήτηση η νομική μορφή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με γνώμονα την αυτονομία, τη νομική θωράκιση των οργάνων της και την ισοτιμία της με άλλες ευρωπαϊκές αρχές.

Αύξηση των μελών του Δ.Σ. σε εννέα από επτά και επιλογή του όγδοου μέλους από τρία πρόσωπα που προτείνει η ΕΕΤ και του ένατου μέλους από τρία πρόσωπα που θα προτείνει ο ΣΜΕΧΑ.

γ) Ολοκλήρωση εποπτικών αρμοδιοτήτων

Η εποπτεία του Χ.Α.Α. θα περιέλθει πλήρως στην Ε.Κ. Για κάθε εποπτευόμενο φορέα (Χ.Α.Α., ΧΠΑ, ΚΑΑ) θα καταρτιστούν άμεσα κανονισμοί εποπτείας από την Ε.Κ.

Η Ε.Κ. δύναται να θεσπίζει κανονισμούς συμπεριφοράς εταιριών, μελών Δ.Σ. και μετόχων και να εκδίδει οδηγίες προς το Χ.Α.Α., το Κ.Α.Α. και το Χ.Π.Α. για την εφαρμογή τους. Χορηγείται στην Ε.Κ. αρμοδιότητα να αναθέτει, ύστερα από εισήγηση του Χ.Α.Α. ελέγχους εισηγμένων εταιριών χωρίς προσφυγή στο πρωτοδικείο.

Χορηγούνται, τέλος, στην Ε.Κ. αρμοδιότητες για τη ρύθμιση της χρονικής κατανομής της προσφοράς νέων τίτλων με δημόσια εγγραφή ή από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

δ) Εσωτερική αναδιοργάνωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Προγραμματίζεται η δημιουργία νέων μονάδων σε συνδυασμό και με την αύξηση του προσωπικού.

## 2. Εποπτεία Εισηγμένων Εταιριών

- **Θεσμοθετούνται νέοι τομείς παρέμβασης** που συμπληρώνουν το ισχύον πλαίσιο και θα ενσωματωθούν σε νόμους και κανονιστικές αποφάσεις που θα εκδώσει η Ε.Κ.
- **Θεσμοθέτηση ατομικών ευθυνών** μελών του Δ.Σ. εταιριών ως προς την τήρηση των χρηματιστηριακών κανόνων, την ενημέρωση των μετόχων και την ενημέρωση των εποπτικών αρχών.
- **Θεσμοθέτηση πρόσθετων κανόνων** για την προληπτική αντιμετώπιση κατάχρησης εσωτερικής πληροφόρησης.
- **Θεσμοθέτηση κανόνων** για την παροχή δυνατότητας στις εισηγμένες εταιρίες να παρεμβαίνουν στη ρύθμιση της προσφοράς των μετοχών τους και στην άντληση κεφαλαίων (δυνατότητα έγκρισης νέων εκδόσεων με ευελιξία όσον αφορά το χρόνο υλοποίησής τους).
- **Θεσμοθέτηση πρόσθετων κανόνων** για τη συμπεριφορά των μεγάλων μετόχων
- **Ενίσχυση της δημόσιας πληροφόρησης** που παρέχουν οι εισηγμένες εταιρίες.
- **Επεξεργασία, σε συνεργασία δημοσιογράφων, Λευκής Βίβλου** για τη δεοντολογία της χρηματιστηριακής ειδησεογραφίας.
- **Θεσμοθέτηση ευθυνών** για δημοσίευση ανακριβών ειδήσεων που επιδρούν στην αγορά.
- **Θεσμοθέτηση κανονισμού εξαγορών** εταιριών με δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών.

### 3. Μεταρρυθμίσεις στη Λειτουργία της Αγοράς

Παρέχεται στην Ε.Κ. εξουσιοδότηση νόμου για ορισμό θέσεων πιστοποιημένων στελεχών σε ΑΧΕ, ΕΠΕΥ, ΑΕΔΑΚ, ΕΕΧ και ΕΛΔΕ και



για τον ορισμό διαδικασίας πιστοποίησης σε συνεργασία με τους φορείς αγοράς.

Παράδειγμα: υπεύθυνος λήψης και διαβίβασης εντολών, στέλεχος εκτέλεσης εντολών ΑΧΕ, σύμβουλος επενδύσεων, αναλυτής.

Εισαγωγή των ΑΧΕ στο χρηματιστήριο κατόπιν επεξεργασίας θεσμικού πλαισίου με ειδική έμφαση σε θέματα φερεγγυότητας, διαφάνειας και οργανωτικής συγκρότησης ειδικούς όρους για τη χρήση των κεφαλαίων τους, αυστηρότερους όρους για τη δέσμευση ή τη διαπραγμάτευση ιδίων μετοχών. Επεξεργασία ρυθμίσεων για τη χρηματοδότηση από τις ΑΧΕ των συναλλαγών πελατών τους (margin account).

Η νομική και τεχνική τους υποστήριξη είναι θέματα επεξεργασίας και προτάσεων σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος και τους φορείς της αγοράς.

Επεξεργασία ειδικών ρυθμίσεων συστήματος συναλλαγών, όπως προσδιορισμός τιμής κλεισίματος το τελευταίο δεκάλεπτο, επεξεργασία όρων και προϋποθέσεων για το χειρισμό μεγάλων εντολών και τη λειτουργία ειδικών διαπραγματευτών (market makers).

## **2.6. Ιστορική εξέλιξη του νομικού και κανονιστικού πλαισίου του Χ.Α.Α.**

**1876**

Ιδρύεται το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αποτυπώνεται το πρώτο νομικό πλαίσιο το οποίο στηρίζεται στο γαλλικό εμπορικό κώδικα. Το χρηματιστήριο ξεκίνησε τη λειτουργία του ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας.

**1909**

Τροποποιείται το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Α.Α..

**1918**

**Νόμος 1308.** Το Χ.Α.Α. μετατρέπεται σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου.

**1928**

**Νόμος 3632.** Αποσαφηνίζεται ο ρόλος και οι υπευθυνότητες των χρηματιστών και των εν γένει μεσαζόντων

**1985**

**Προεδρικό Διάταγμα 350/24.5.1985.** Προσδιορίζονται τα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών .

**1988**

**Νόμος 1806.** Εισαγάγεται νέα αντίληψη στη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Ορίζεται το νομικό πλαίσιο της παράλληλης αγοράς και του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών ΚΑΑ. Εκσυγχρονίζεται το Χ.Α.Α. και διευρύνεται το Δ.Σ..

**1989**

**Υπουργική απόφαση 6280/B508.** Προσδιορίζονται οι νομικές και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των μελών του χρηματιστηρίου.

**Υπουργική απόφαση 6281/B.** Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που πρέπει να εμφανίζεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α..

**1990**

**Νόμος 1892.** Ιδρύεται το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) ως πολυμετοχική εταιρία.

**1991**

**Νόμος 1969.** Ιδρύεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εποπτική αρχή και τίθεται το νομικό πλαίσιο των Εταιριών Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Διαπραγμάτευση ομολόγων χωρίς τους δεδουλευμένους τόκους στην καθαρή τιμή τους.

**1992**

**Προεδρικό Διάταγμα 50.** Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που θα πρέπει να περιέχεται στο ενημερωτικό δελτίο των εταιριών, καθώς και τη διαδικασία που θα πρέπει να ακολουθηθεί προκειμένου να εγκριθούν. Αναγνωρίζεται αμοιβαία το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών σε συμμόρφωση προς την κοινοτική οδηγία 88/627.

**Προεδρικό Διάταγμα 51.** 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.

**Προεδρικό Διάταγμα 53.** Πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298.

**1993**

**Νόμος 2166.** Ενισχύθηκε ο ρόλος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

**1994**

**Νόμος 2198.** Εισάγεται η αποϋλοποίηση των εντόκων γραμματίων του δημοσίου.

**1995**

**Νόμος 2324.** Μετατροπή του Χ.Α.Α. από Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου σε Ανώνυμη Εταιρία. Προβλέπονται οι εκτός κύκλου συναλλαγές, ορίζονται οι συνθήκες ιδιωτικής τοποθέτησης μετοχών και

διευρύνεται το φάσμα των δραστηριοτήτων των χρηματιστηριακών εταιριών.

**Νόμος 2328 (Άρθρο 15).** Υποχρέωση όλων των Ανώνυμων Κατασκευαστικών Εταιριών οι οποίες αναλαμβάνουν έργα του δημοσίου αξίας δρχ. 1 δις και άνω να ονομαστικοποιήσουν τις μετοχές τους σε επίπεδο φυσικού προσώπου ως επίσης και οι ανώνυμες εταιρίες συμμετοχών οι οποίες διατηρούν στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές των ως άνω περιγραφόμενων εταιριών.

**1996**

**Νόμος 2396.** Προβλέπονται οι επενδυτικές υπηρεσίες στο τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ενεργοποίηση των διαδικασιών απούλοποίησης των μετοχών.

**Νόμος 2414.** Τροποποιείται το άρθρο 15 του Ν2328 και η υποχρέωση ονομαστικοποίησης, των εισηγμένων κατασκευαστικών εταιριών, μέχρι φυσικού προσώπου δεν ισχύει για τις μετοχές που κατέχονται από Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του Ν1969/1991, Τράπεζες, Ασφαλιστικά Ταμεία, Ασφαλιστικές Εταιρίες, Χρηματιστηριακές Εταιρίες και Εταιρίες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου και μέχρι ποσοστού 5%. Σε κάθε περίπτωση ο περιορισμός του ποσοστού 5% δεν ισχύει για τις τράπεζες εφόσον έχουν περιέλθει στην κυριότητά τους περισσότερες μετοχές, είτε λόγω αναδοχής είτε λόγω αναγκαστικής εκτελέσεως.

**Νόμος 2372.** Ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τη μη συμμόρφωση των εταιριών στην ονομαστικοποίηση των μετοχών τους μέχρι φυσικού προσώπου σε προκαθορισμένο χρόνο. Οι επιπτώσεις διαφοροποιούνται αναλόγως του χρόνου καθυστέρησης.

1997

**Νόμος 2533.** Τίθεται το νομικό πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Ιδρύονται τρεις νέες αγορές, η αγορά παραγωγών, η παράλληλη αγορά των αναδυόμενων αγορών, και η αγορά χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αναδιαρθρώθηκε το Συνεγγυητικό Ταμείο των μελών του Χ.Α.Α. και προβλέφθηκε η πρακτική του δανεισμού μετοχών.

1998

**Νόμος 2651. (Άρθρο 1)** Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο τα απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Απόφαση Δ.Σ. του Χ.Α.Α. Αρ. 13/19-2-98. Διαδικασία προσφοράς προς πώληση πακέτου μετοχών μέσω Χρηματιστηρίου.

1999

**Νόμος 2733.** Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (NEXA) στην οποία εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών που δεν έχουν εισαχθεί στην κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α..

**Νόμος 2744.** Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών, των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών ως επίσης και των χρηματιστηριακών εταιριών για την παροχή πληροφοριών σχετικών με θέματα διαφάνειας.

Απόφαση Δ.Σ. του Χ.Α.Α. της 24-5-99. Απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών κατασκευαστικών εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Νο 13/174/26-10-99. Τροποποίηση διαδικασίας δημόσιας εγγραφής.

Αποφάσεις Δ.Σ. του Χ.Α.Α. Νο 18,19,20,32,33 #18: Μέθοδοι και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών και ρύθμιση τεχνικής φύσεως

θεμάτων για τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ).

**#19:** Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων – εξαγορών, αλλαγής της κύριας δραστηριότητας, απόσχισης κλάδου.

**#20:** Διαδικασίες και δικαιολογητικά εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

**#32,33:** Δημιουργία αγορών ειδικής κατηγορίας «ΥΠΟ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ» και «ΧΑΜΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ».

**2000**

Υπουργικές αποφάσεις 3444/Β.253, 3445/Β.254. Ορίζεται νέο ελάχιστο μέγεθος εταιρίας για την εισαγωγή μετοχών της στην Κύρια και στη Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α..

**Κύρια Αγορά:** Απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον 12.000.000 €.

**Παράλληλη Αγορά:** Απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον δρχ. 3.000.000 €.

### **2.6.1. Ευρωπαϊκή Νομοθεσία**

Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά λειτουργεί σύμφωνα με τις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ήτοι:

- Την Οδηγία 90/211/ΕΟΚ η οποία τροποποιεί την οδηγία 80/390ΕΟΚ, ως προς την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων (προσπέκτους) που εκδίδονται για την εισαγωγή νέων εταιριών στο Χ.Α.Α.. Η Οδηγία ενσωματώθηκε στον Νόμο 1969/1991.

- Την Οδηγία 87/345/ΕΟΚ η οποία τροποποιεί την οδηγία 80/390/ΕΟΚ ως προς την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων (προσπέκτους) που εκδίδονται για την εισαγωγή των εταιριών στο Χ.Α.Α. και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 50/1992.
- Την οδηγία 88/627/ΕΟΚ για πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και η οποία έχει υιοθετηθεί από το Προεδρικό Διάταγμα 51/1992.
- Την Οδηγία 89/592/ΕΟΚ για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 53/1992.
- Την Οδηγία 92/122/ΕΟΚ με την οποία επιτρέπεται στην Ελληνική Δημοκρατία να αναβάλλει την απελευθέρωση ορισμένων κινήσεων κεφαλαίων και η οποία υιοθετήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 96/1993.
- Την Οδηγία 93/6/ΕΟΚ για την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων επιχειρήσεων επενδύσεων και πιστωτικών ιδρυμάτων και η οποία ενσωματώθηκε στο Νόμο 2396/1996.
- Την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και η οποία ενσωματώθηκε στον Νόμο 2396/1996.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### ***Μέλη του Χ.Α.Α. Α.Ε.***

#### **3.1. Γενικά**

Τα μέλη του Χ.Α.Α. διακρίνονται σε:

- Τακτικά μέλη, που είναι οι Α.Χ.Ε. και
- Έκτακτα μέλη, που είναι οι αντικριστές

Πριν το 1995 τακτικά μέλη του Χ.Α.Α. ήταν και οι Χρηματιστές, που αποτελούσαν τον παλαιότερο «μηχανισμό» για τη μεταφορά των εντολών στο Χρηματιστήριο.

Οι Χρηματιστές το 1995 υποχρεώθηκαν με το Ν. 2324/1995 να μετατρέψουν τις επιχειρήσεις τους σε ΑΧΕ εντός έτους από την έναρξη ισχύος του νόμου.

Τα μέλη του Χρηματιστηρίου έχουν την πλήρη ευθύνη για κάθε δήλωση που προέρχεται από τους τερματικούς σταθμούς τους.

#### **3.2. Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Α.Χ.Ε.)**

Η χρηματιστηριακή εταιρία είναι ανώνυμη επενδυτική εταιρία με κύριο σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Η Α.Χ.Ε. μπορεί επίσης να:

- Παρέχει επενδυτικές συμβουλές για επενδύσεις σε χρηματιστηριακά πράγματα.
- Φυλάσσει σαν θεματοφύλακας τίτλους πελατών της
- Διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο πελατών της αποτελούμενο από μετρητά, χρηματιστηριακά πράγματα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων
- Παρέχει οποιαδήποτε κύρια ή παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία



Η Α.Χ.Ε. πρέπει να φυλάσσει τους τίτλους των πελατών της χωριστά από τους τίτλους κυριότητάς τους. Υποχρεούται επίσης να ενημερώνει τουλάχιστον κάθε μήνα τους πελάτες της, εφόσον έχουν γίνει αγοραπωλησίες τίτλων και το Χρηματιστήριο, ανεξάρτητα αν έχουν γίνει πράξεις διαχείρισης, για τις υποχρεώσεις της έναντι των πελατών της και τα περιουσιακά στοιχεία που φυλάσσει ή διαχειρίζεται.

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης Α.Χ.Ε. απαιτείται να κατατεθεί σε Τράπεζα το Μ.Κ. (Ελάχιστο ποσό 200 εκ. δρχ.) της εταιρίας και να της χορηγηθεί άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.) η οποία να απαριθμεί τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες που δικαιούται να παρέχει.

Η Ε.Κ. για τη χορήγηση άδειας συνεκτιμά την οργάνωση και την οργανωτική δομή της εταιρίας, τα τεχνικά και οικονομικά της μέσα, την αξιοπιστία, την πείρα, την επαγγελματική ικανότητα και το ήθος των προσώπων που θα τη διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετόχων που διαθέτουν ειδική συμμετοχή στην εταιρία.

Οι μετοχές της Α.Χ.Ε. είναι ονομαστικές. Η μεταβίβασή τους για οποιαδήποτε αιτία είναι άκυρη χωρίς την άδεια της Ε.Κ. εφόσον με τη μεταβίβαση αποκτώνται μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του 10%, 20%, 33% και 60% του Μ.Κ. Νομικά πρόσωπα εκτός από πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις και Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν καταβεβλημένο Μ.Κ. τουλάχιστο ίσο με το ελάχιστο κεφάλαιο πιστωτικού ιδρύματος δεν μπορούν να αποκτήσουν μετοχές Α.Χ.Ε. που να ξεπερνά το 40% του Μ.Κ. της. Νομικά πρόσωπα που κατείχαν σε Α.Χ.Ε. ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 40% υποχρεώθηκαν να πουλήσουν το υπερβάλλον ποσοστό μέχρι τις 31/12/1995.

Η Α.Χ.Ε. για να τροποποιήσει το σκοπό της ή να διευρύνει τις δραστηριότητές της χρειάζεται τροποποίηση της άδειας λειτουργίας της από την Ε.Κ.

Αν η Α.Χ.Ε. έχει σκοπό να ιδρύσει υποκατάστημα ή άλλης μορφής γραφείο αντιπροσώπευσης στην Ελλάδα πρέπει να γνωστοποιήσει στο Χ.Α.Α. και την Ε.Κ. :

- τη διεύθυνση του υποκαταστήματος
- το πρόσωπο που θα διευθύνει το υποκατάστημα ή το γραφείο αντιπροσώπευσης πρέπει να είναι πτυχιούχος ημεδαπού ΑΕΙ ή ΤΕΙ ή ισότιμης ξένης σχολής και να έχει τα προσόντα του αντικρυστή.
- Το πρόγραμμα των δραστηριοτήτων, το είδος των εργασιών καθώς και την οργανωτική δομή του υποκαταστήματος.

Ο νόμος προβλέπει τρεις τύπους Α.Χ.Ε.

- Εταιρίες με ελάχιστο Μ.Κ. 3.000.000 € οι οποίες μπορούν να πραγματοποιούν συναλλαγές τόσο για δικό τους λογαριασμό, όσο και για λογαριασμό των πελατών του, να παρέχουν παντός είδους επενδυτικές υπηρεσίες και μόνο αυτές να αναλαμβάνουν την κάλυψη νέων εκδόσεων μετοχών, δηλαδή να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης (Underwriting).
- Εταιρίες με ελάχιστο Μ.Κ. 900.000 € δρχ. οι οποίες έχουν δικαίωμα διενέργειας χρηματιστηριακών συναλλαγών για δικό τους λογαριασμό και λογαριασμό των πελατών τους (εντός και εκτός κύκλου). Παρέχουν κάθε είδος επενδυτικής υπηρεσίας εκτός από την αναδοχή τίτλων.
- Εταιρίες με ελάχιστο Μ.Κ. 600.000 €. οι οποίες έχουν δικαίωμα να συνάπτουν χρηματιστηριακές συναλλαγές κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης για λογαριασμό των πελατών τους (εντός κύκλου).

Για τη διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών η Α.Χ.Ε. διορίζει 1-3 εκπροσώπους οι οποίοι ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι.

Σαν χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται με απόφαση της Ε.Κ. :

Όποιος έχει διατελέσει χρηματιστής στο Χ.Α.Α.

- Αυτός που επιτυγχάνει σε ειδικές εξετάσεις και έχει τα απαραίτητα προσόντα
- Υπήκοοι κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που επίσης επιτυγχάνουν στις παραπάνω εξετάσεις.

Μπορούν κοινοτικές επενδυτικές εταιρίες υπό ορισμένες προϋποθέσεις να γίνουν μέλη του Χ.Α.Α. Δεν μπορούν όμως να γίνουν μέλη πιστωτικά ιδρύματα ελληνικά ή ξένα μέχρι 31 Δεκεμβρίου 1999.

### **3.3. Χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι**

Τα προσόντα που πρέπει να έχει κάποιος για να λάβει μέρος στις εξετάσεις είναι:

- Ηλικία τουλάχιστον είκοσι πέντε (25) ετών
- Να είναι πτυχιούχος ΑΕΙ ή ΤΕΙ
- Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις ή να έχει απαλλαγεί από αυτές
- Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα από εκείνα που αποτελούν εμπόδιο διορισμού σε θέση δημοσίου υπαλλήλου
- Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά, με πλήρη απασχόληση, για μια τριετία τουλάχιστον με τα χρηματιστηριακά ή να έχει άδεια κατόπιν εξετάσεων χρηματιστηριακού εκπροσώπου από αρμόδια όργανα της αλλοδαπής και να έχει εργαστεί ως χρηματιστής σε χρηματιστηριακή εταιρία.

Οι εξετάσεις γίνονται από 3μελή Εξεταστική Επιτροπή, που αποτελείται από τον Πρόεδρο ή ένα άλλο μέλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.), τον Πρόεδρο ή Αντιπρόεδρο του Χ.Α.Α. και ένα καθηγητή των ΑΕΙ ειδικό στη Χρηματοοικονομική.

Οι εξετάσεις είναι γραπτές και προφορικές και γίνονται δύο φορές το χρόνο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αν κρίνει σκόπιμο ορίζει και τρίτη εξέταση.

Η εξεταστέα ύλη περιλαμβάνει:

- Οργάνωση και λειτουργία του Χ.Α.Α.
- Νομοθεσία Χρηματιστηρίου και Κεφαλαιαγοράς
- Στοιχεία νομοθεσίας Α.Ε.
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Ανάλυση Ισολογισμών
- Αξιολόγηση χρεογράφων
- Ανάλυση και διαχείριση χρεογράφων

### **3.4. Αντικρυστές**

Κάθε τακτικό μέλος δικαιούται να απασχολεί αντικρυστές, οι οποίοι βοηθούν το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο στη διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών και δικαιούνται να προβαίνουν σε διαβίβαση δηλώσεων βούλησης για κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών, σύμφωνα με τις οδηγίες του χρηματιστηριακού εκπροσώπου.

Η σύμβαση εργασίας μεταξύ τακτικού μέλους και αντικρυστή είναι πάντοτε αορίστου χρόνου. Με απόφαση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε. μπορεί να καθορίζεται:

α) ο ανώτατος αριθμός των αντικρυστών κάθε τακτικού μέλους, οι οποίοι επιτρέπεται να παρίστανται στις δημόσιες συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου,

β) ο ανώτατος αριθμός αντικρυστών που μπορεί να απασχολεί κάθε τακτικό μέλος του Χρηματιστηρίου, που αυτή τη στιγμή είναι 5.

Για να γίνει κανείς αντικρυστής πρέπει:

- Να έχει ηλικία είκοσι ενός τουλάχιστον ετών.
- Να έχει απολυτήριο λυκείου ή άλλο ισότιμο με αυτό.
- Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα διορισμού σε θέση δημοσίου υπαλλήλου.
- Να μην έχει κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης.
- Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις ή να έχει απαλλαγεί από αυτές.
- Να έχει ασχοληθεί με πλήρη απασχόληση για ένα τουλάχιστον έτος με τα χρηματιστηριακά. Η απασχόληση αυτή αποδεικνύεται με βεβαίωση του οικείου ασφαλιστικού φορέα ή της φορολογούσας αρχής και συστατική επιστολή του εργοδότη.

Ο αντικρυστής διορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μετά από αίτηση του τακτικού μέλους του Χρηματιστηρίου. Η απόφαση για το διορισμό του αντικρυστή τοιχοκολλάτε με μέριμνα του Χ.Α.Α. σε εμφανές σημείο της αίθουσας συνεδριάσεων, γνωστοποιείται στα τακτικά μέλη του και δημοσιεύεται στο Δελτίο Τιμών Χρηματιστηρίου.

Το τακτικό μέλος υποχρεούται να γνωστοποιήσει αυθημερόν στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. την με οποιοδήποτε τρόπο λύση της σχέσης του τακτικού μέλους με τον αντικρυστή. Με μέριμνα του Χ.Α.Α η λύσης της σχέσης τοιχοκολλάτε σε εμφανές σημείο της αίθουσας συνεδριάσεων, γνωστοποιείται στα τακτικά μέλη του και δημοσιεύεται στο Δελτίο Τιμών Χρηματιστηρίου.

Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να ανακαλέσει την άδεια διορισμού του αντικρυστή, αν στο πρόσωπό του συντρέχουν προϋποθέσεις που δεν θα

επέτρεπαν το διορισμό του στην θέση αυτή. Η ανάκληση της άδειας διορισμού δημοσιεύεται σύμφωνα με τα παραπάνω.

Αντικρυστές εν ενεργεία μπορούσαν να λάβουν μέρος κατ' εξαίρεση και μια φορά στις πρώτες εξετάσεις για χρηματιστηριακούς εκπροσώπους που διενεργήθηκαν μετά τη δημοσίευση του νόμου 2533/97, χωρίς να έχουν πτυχίο Α.Ε.Ι. ή Τ.Ε.Ι. αρκεί να έχουν ασκήσει τουλάχιστον πέντε έτη το επάγγελμα του αντικρυστή.

### **3.5. Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.)**

Ο Ν. 2396/1996 ο οποίος αφορά τις Ε.Π.Ε.Υ. αποτελεί ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία αντίστοιχης Οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Ο νόμος διαχωρίζει τις επενδυτικές υπηρεσίες σε δύο κατηγορίες:

Κύρια Επενδυτική Υπηρεσία

α) Λήψη και διαβίβαση για λογαριασμό επενδυτών εντολών για συναλλαγές σε κινητές αξίες και μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, τίτλους χρηματαγοράς, παράγωγα προϊόντα όπως futures options, swaps κ.λ.π.

β) Εκτέλεση των παραγγελιών και των εντολών για λογαριασμό τρίτων

γ) Διαπραγμάτευση και αγοραπωλησία τίτλων για ίδιο λογαριασμό.

δ) Διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών στα πλαίσια εντολής τους.

ε) Αναδοχή της έκδοσης του συνόλου των τίτλων που αναφέρθηκαν και της διάθεσής τους.

Παρεπόμενη Επενδυτική Υπηρεσία

α) φύλαξη και διακίνηση ενός ή περισσοτέρων από τους παραπάνω τίτλους

β) ενοικίαση θυρίδων

γ) παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτές για να διενεργούν τις συναλλαγές τους

δ) παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους, τη διαμόρφωση της επιχειρηματικής στρατηγικής τους και κάθε θέμα που σχετίζεται με την επιχειρηματική δραστηριότητά τους. Παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σε περιπτώσεις συγχώνευσης και εξαγοράς επιχειρήσεων

ε) υπηρεσίες συνδεόμενες με την αναδοχή έκδοσης

στ) παροχή επενδυτικών συμβουλών στον τομέα των επενδύσεων

ζ) υπηρεσίες ξένου συναλλάγματος, εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

Κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες σύμφωνα με το νόμο μπορούν να παρέχουν οι μέχρι τότε Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Α.Χ.Ε.), τα πιστωτικά ιδρύματα καθώς και νέες επενδυτικές εταιρίες που ιδρύθηκαν και πρόκειται να ιδρυθούν στο μέλλον. Προβλέπονται τρεις τύποι εταιριών:

1. Ε.Π.Ε.Υ. με ελάχιστο κεφάλαιο 3.000.000 € που μπορούν να παρέχουν παντός είδους επενδυτικές υπηρεσίες για όσες από αυτές είναι και ΑΧΕ. Αν δεν είναι ΑΧΕ δεν μπορούν να εκτελούν εντολές πελατών τους για συναλλαγές.
2. Ε.Π.Ε.Υ. με ελάχιστο κεφάλαιο 600.000 € που παρέχουν όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες, εκτός από την αναδοχή των τίτλων.
3. Ε.Π.Ε.Υ. με ελάχιστο κεφάλαιο 180.000 € με μοναδική αρμοδιότητα, τη λήψη και τη μεταβίβαση εντολών. Αυτές είναι στην ουσία εταιρίες διαμεσολάβησης μεταξύ του επενδυτή και της ΑΧΕ που έχει την ευθύνη για την εκτέλεση της εντολής του πελάτη της. Αντικατέστησαν τους μέχρι τότε «παραγωγούς» που βρίσκονταν

κυρίως στην ελληνική επαρχία και τα διάφορα γραφεία συμβούλων που πλέον πρέπει να έχουν μορφή εταιρίας με συγκεκριμένες υποχρεώσεις και δικαιώματα.

Ενώ οι δύο τύποι Ε.Π.Ε.Υ. παίρνουν άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η Ε.Π.Ε.Υ. των 60 εκατ. δρχ. υποχρεούται μόνο να γνωστοποιήσει την ίδρυσή της στην Ε.Κ.

Όλες οι Ε.Π.Ε.Υ. ελέγχονται από την Ε.Κ. ως προς την φερεγγυότητα, τη ρευστότητα, την επάρκεια κεφαλαίου και την τήρηση του Κώδικα Δεοντολογίας, ώστε να προστατεύονται οι επενδυτές.

Ειδικότερα απαγορεύεται στις Α.Χ.Ε. και Ε.Π.Ε.Υ. η χρήση κεφαλαίων και τίτλων πελατών τους για ίδιο λογαριασμό και για την κάλυψη ανοικτών θέσεων άλλων πελατών τους. Υποχρεούνται να παίρνουν κάθε ενδεικνυόμενο μέτρο και να φροντίζουν κατά την άσκησή των δραστηριοτήτων τους να προστατεύονται τα συμφέροντα των πελατών τους και να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Όλες οι Ε.Π.Ε.Υ. καθώς και όλες οι Α.Χ.Ε. υποχρεούνται να ενημερώνουν την Ε.Κ. εβδομαδιαία σχετικά με τα διαθέσιμα, τους τίτλους του ιδίου χαρτοφυλακίου και του χαρτοφυλακίου των πελατών τα οποία έχουν στην κατοχή τους.

Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν συσταθεί σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο ή που έχουν εγκατασταθεί νόμιμα στην Ελλάδα μπορούν να υποβάλλουν αίτηση στο Χ.Α.Α. για να γίνουν μέλη του. Η απόκτηση της ιδιότητας του μέλους είναι προϋπόθεση ώστε η Ε.Π.Ε.Υ. να κάνει συναλλαγές στο Χ.Α.Α.

Τυπικές προϋποθέσεις για να γίνει η Ε.Π.Ε.Υ. μέλος του Χ.Α.Α. είναι:

α) Το δικαίωμα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που χορηγείται από την Ε.Κ. ή την Τράπεζα της Ελλάδος, αν είναι Ελληνική ή από



αντίστοιχη υπηρεσία κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αν προέρχεται από χώρα εκτός Ε.Ε. το δικαίωμα χορηγείται με άδεια της Ε.Κ.

### **3.6. Συνεγγυητικό**

Το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών μετονομάστηκε με το Ν. 2533/97 σε Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών και προσαρμόστηκε στις διατάξεις της Ευρωπαϊκής Κοινότητας για την καλύτερη προστασία του επενδυτικού κοινού. Για τις σχέσεις του με την αλλοδαπή χρησιμοποιείται η επωνυμία “The Athens Stock Exchange Members Guarantee Fund”.

Αποτελεί Ν.Π.Ι.Δ. με έδρα την Αθήνα. Έχει αόριστη διάρκεια και η λύση του αποφασίζεται από τη Γενική Συνέλευσή του και αφού εγκριθεί από την Ε.Κ. Σκοπός του Συνεγγυητικού είναι η καταβολή αποζημιώσεων σε εντολείς και σε αντισυμβαλλόμενα μέλη, όταν διαπιστωθεί οριστική ή μη ανατρέψιμη αδυναμία Ε.Π.Ε.Υ. να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

Η συμμετοχή των μελών του Χ.Α.Α. στο Συνεγγυητικό και κάθε άλλης Ε.Π.Ε.Υ. (από 1998) είναι υποχρεωτική και αποτελεί προϋπόθεση για να παρέχουν καλυπτόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Εξαιρούνται οι Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή σε τρίτη χώρα, εφόσον καλύπτονται από συστήματα εγγύησης των συναλλαγών. Η Ε.Κ. θα εκτιμά κατά περίπτωση αν το αλλοδαπό σύστημα παρέχει κάλυψη τουλάχιστον ισοδύναμη με το Συνεγγυητικό.

Αν η Ε.Π.Ε.Υ. δεν τηρεί τις υποχρεώσεις της προς το Συνεγγυητικό θα άρετε η κάλυψη παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και θα δημοσιεύεται στον ημερήσιο πολιτικό και οικονομικό τύπο ή σε άλλα μέσα, ώστε να το πληροφορούνται οι ενδιαφερόμενοι.

Το ελάχιστο ποσό της εισφοράς μέλους του Συνεγγυητικού είναι 270.000 € και μπορεί να αναπροσαρμοστεί με απόφαση της Ε.Κ. Το Συνεγγυητικό μπορεί να ορίζει πρόσθετες εισφορές στις Ε.Π.Ε.Υ., όταν διαπιστώνεται ανεπάρκεια κεφαλαίου για την κάλυψη υποχρεώσεών του.

Αναγκαία προϋπόθεση για την παροχή αποζημίωσης από το Συνεγγυητικό είναι διαζευκτικά ένα από τα παρακάτω:

- Η γνωστοποίηση από την Ανώνυμη Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων (ΑΕΠΟΘ) ότι το μέλος δεν έχει εκπληρώσει εμπρόθεσμα υποχρεώσεις παράδοσης κινητών αξιών ή μετρητών για την εκκαθάριση χρηματιστηριακής συναλλαγής.
- Υποβολή δήλωσης από την Ε.Π.Ε.Υ. αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της.
- Υποβολή αίτησης αποζημίωσης προς το Συνεγγυητικό από τον εντολέα (επενδυτή).
- Έκδοση οριστικής απόφασης πτώχευσης Ε.Π.Ε.Υ.

Το Συνεγγυητικό διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) όπου μετέχει και ο Πρόεδρος του Χ.Α.Α.. Το Δ.Σ. του Συνεγγυητικού είναι αρμόδιο για τη διαχείριση, την εκπροσώπησή του, την είσπραξη των πόρων του και τη λήψη αποφάσεων που το αφορούν. Η λήψη των αποφάσεων που αφορούν δικαιώματα αποζημίωσης των επενδυτών και αποτίμησης των απαιτήσεών τους ανατίθεται σε πενταμελή επιτροπή αποζημιώσεως που διορίζεται από το Δ.Σ. για 3 έτη.

### **3.7. Επικουρικό Κεφάλαιο**

Πρόσθετη εξασφάλιση, για ομαλή λειτουργία των συναλλαγών αποτελεί το Επικουρικό Κεφάλαιο Εκκαθάρισης Χ.Α.Α. (Κεφάλαιο) το οποίο συστάθηκε τον Απρίλιο του 1997.

Το Κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο αλλά σύνολο περιουσίας. Σκοπό έχει την άμεση κάλυψη οφειλών προς μέλη του Χ.Α.Α., εντολείς χρηματιστηριακών συναλλαγών, όταν δεν γίνεται εμπρόθεσμη εκκαθάριση συναλλαγών επειδή δεν παραδόθηκαν οι οφειλόμενοι τίτλοι ή τα μετρητά.

Διαχειριστής και θεματοφύλακας του Κεφαλαίου ορίστηκε το Χ.Α.Α. Τυχόν μεταβολή στο πρόσωπο του διαχειριστή ή του θεματοφύλακα, η λύση του Κεφαλαίου, καθώς και κάθε θέμα διανομής των περιουσιακών στοιχείων του αποφασίζεται από την Ε.Κ.

Το αρχικό κεφάλαιο του Κεφαλαίου σχηματίστηκε με:

α) Έκτακτη εισφορά του Χ.Α.Α. σε ποσοστό δύο τοις χιλίοις (2‰) επί της συνολικής αξίας των συναλλαγών στο Χ.Α.Α. των ετών 1995 και 1996.

β) Με έκτακτη εισφορά των μελών του Χ.Α.Α. σε ποσοστό ένα δεκάκις τοις χιλίοις (0,0001‰) επί της συνολικής αξίας των συναλλαγών κάθε μέλους κατά τα έτη 1995 και 1996.

Η Ανώνυμη Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων ή όποια άλλη υπηρεσία αναλάβει στο μέλλον την εκκαθάριση και διακανονισμό των χρηματιστηριακών συναλλαγών έχει υποχρέωση να πληροφορεί καθημερινά το Χ.Α.Α. για το ύψος των συναλλαγών που δεν εκκαθαρίστηκαν εμπρόθεσμα.

Το Χ.Α.Α ενεργοποιεί το Κεφάλαιο σε περίπτωση που κατά την κρίση του οι εκκρεμείς συναλλαγές δημιουργούν σημαντικά εμπόδια στην ομαλή λειτουργία της εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Το ανώτατο ποσό που μπορεί να εκταμιεύσει δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% των διαθέσιμων του Κεφαλαίου, εκτός αν δοθεί άδεια από την Ε.Κ.

Το Χ.Α.Α. ταυτόχρονα με την απόφαση ενεργοποίησης του Κεφαλαίου, διαλέγει ένα ή περισσότερα μέλη του για να τακτοποιήσουν για λογαριασμό του τις εκκρεμείς υποχρεώσεις του υπερήμερου μέλους. Ειδικότερα:

α) Αν το υπερήμερο μέλος δεν έχει καταβάλει το ποσό της χρηματιστηριακής συναλλαγής, καταβάλλεται το ποσό και παραλαμβάνονται οι κινητές αξίες που περιέχονται στην περιουσία του Κεφαλαίου.

β) Αν δεν έχουν παραδοθεί οι τίτλοι από το υπερήμερο μέλος, το μέλος που παίρνει τη σχετική εντολή από το Χ.Α.Α. αποκτά ομοειδείς και ισάριθμους τίτλους με χρηματιστηριακή συναλλαγή, τους οποίους παραδίδει για εκκαθάριση. Τα χρήματα που εισπράττει περιέχονται στο Κεφάλαιο.

γ) Οι παραγγελίες (επενδυτές) του υπερήμερου μέλους έχουν απαίτηση αποζημίωσης από το μέλος, αν σε περίπτωση πώλησης του έχουν παραδώσει τις κινητές αξίες ή σε περίπτωση αγοράς πληρώσει τα χρήματα αγοράς των αξιών.

δ) Αν οι κινητές αξίες βρίσκονται στην κατοχή ή υπό τον έλεγχο του υπερήμερου μέλους, παραδίδονται αυτοδίκαια στην κυριότητα του Κεφαλαίου.

Αν το υπερήμερο μέλος δεν πληρώσει το πού εντός 3 ημερών ολόκληρη την οφειλή του στο Κεφάλαιο που δημιουργήθηκε από τα παραπάνω, θεωρείται ότι βρίσκεται σε οριστική αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Στην περίπτωση που συμμετέχει στο Συνεγγυητικό και έχει υπόλοιπο οφειλής προς το Κεφάλαιο και βρίσκεται σε οριστική

και μη ανατρέψιμη αδυναμία, το Συνεγγυητικό πληρώνει το υπόλοιπο της οφειλής του στο Κεφάλαιο.

### **3.8. Κυρώσεις – Ποινές των μελών του Χ.Α.Α. και των Ε.Π.Ε.Υ.**

Η Ε.Κ. μετά από εισήγηση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να αποφασίζει α) την προσωρινή, μέχρι ένα μήνα, αναστολή του δικαιώματος συμμετοχής μέλους σε συναλλαγές του Χ.Α.Α. ή β) τη διαγραφή Ε.Π.Ε.Υ. από μέλος του Χ.Α.Α. εάν κρίνει ότι:

- Δεν πληρούνται πλέον οι προϋποθέσεις απόκτησης της ιδιότητας του μέλους
- Δεν διαθέτει τα απαραίτητα για τη λειτουργία του τεχνικά και οικονομικά μέσα
- Το μέλος υπόπεσε σε σοβαρά παραπτώματα ως προς την τήρηση των νομοθετικών ή κανονιστικών διατάξεων περί Κεφαλαιαγοράς.

#### **Σύμφωνα με τις ποινικές διατάξεις τα μέλη του Χ.Α.Α.:**

α) Τιμωρούνται με φυλάκιση και χρηματική ποινή μέχρι 1.500.000 € όταν χρησιμοποιούν παραπλανητικά ή απατηλά μέσα ή μεθόδους, με σκοπό τον προσπορισμό περιουσιακού οφέλους για τους ίδιους ή για τρίτους. Σαν παραπλανητικό μέσο ή μέθοδος θεωρείται η πρόκληση ή ματαίωση χρηματιστηριακής συναλλαγής για συγκεκριμένη κινητή αξία ή με οποιοδήποτε τρόπο επίδραση επί της συναλλαγής.

β) Τιμωρούνται με φυλάκιση μέχρι 3 ετών και με χρηματική ποινή ή με μία από τις δύο. Όταν δεν τηρούν τα επιβαλλόμενα βιβλία και στοιχεία, ενεργούν για λογαριασμό τους αμέσως ή εμμέσως χρηματιστηριακές συναλλαγές, αντιπροσωπεύουν Α.Ε. της οποίας οι μετοχές είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α. Α.Ε., ασκούν άλλη εμπορία εκτός

του χρηματιστή ή αντικρυστή και ανακοινώνουν το όνομα του εντολέα στον αντισυμβαλλόμενο χρηματιστή, χωρίς την άδεια του τελευταίου.

γ) Τιμωρούνται με φυλάκιση και χρηματική ποινή μέχρι 300.000 € χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι και τα μέλη του Δ.Σ. των Α.Χ.Ε. οι οποίοι εν γνώσει τους υποβάλλουν ψευδή και ανακριβή στοιχεία στην Ε.Κ. ή παραλείπουν την υποβολή στοιχείων ή παρεμποδίζουν με οποιονδήποτε τρόπο τη διενέργεια ελέγχου από την Ε.Κ.

Σε Ε.Π.Ε.Υ. οι οποίες δεν είναι μέλη του Χ.Α.Α. και παραβιάζουν της διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας ή θέτουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των επενδυτών η Ε.Κ. επιβάλλει πρόστιμο από 30.000 € έως και 300.000 € ανάλογα με το είδος της Ε.Π.Ε.Υ..

### **3.9. Συνδρομητές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.**

Συνδρομητές είναι όσοι έχουν δικαίωμα απλής εισόδου στο Χ.Α.Α. Α.Ε. κατά τις ώρες των συνεδριάσεων. Πριν από την εγκατάσταση του Αυτόματου Συστήματος Συναλλαγών με ηλεκτρονικούς υπολογιστές, οι συνδρομητές συγκεντρώνονταν σε ειδικό χώρο στην αίθουσα συναλλαγών, ενώ τώρα παρακολουθούν τις συνεδριάσεις από τον εξώστη.

Οι Συνδρομητές εγκρίνονται από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. Α.Ε. και την Ε.Κ. μετά από την αίτησή τους, που υπογράφουν δύο τακτικά μέλη. Έχουν δελτίο εισόδου και πληρώνουν μηνιαία συνδρομή. Δεν επιτρέπεται να συνάπτουν απευθείας συναλλαγές με άλλους συνδρομητές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ***Εισαγωγή Εταιριών – Μετόχων στο Χ.Α.Α.***

#### **4.1. Γενικά**

Είναι αναγκαίο οι παραγωγικοί τομείς μιας ελεύθερης Οικονομίας να απορροφούν την αποταμίευση και αυτό ασφαλώς γίνεται μέσω θεσμών, οι οποίοι τη διοχετεύουν προς τις επιχειρήσεις.

Η αγορά διοχετεύει με τρεις τρόπους την αποταμίευση προς τις παραγωγικές μονάδες.

1. Μέσω του μακροχρόνιου δανεισμού.
2. Μέσω της πρωτογενούς αγοράς κεφαλαίων/Κεφαλαιαγορά.
3. Μέσω της δευτερογενούς αγοράς κεφαλαίων.

Είναι βέβαιο ότι όταν συζητάμε για τροφοδότηση παραγωγικών μονάδων με Κεφάλαια, εκείνο που έχει βαρύνουσα και αποφασιστική σημασία, είναι το κόστος αυτού του Κεφαλαίου. Κατά συνέπεια αυτός ο παράγοντας θα είναι καθοριστικός κατά την εκλογή του τρόπου απόκτησης κεφαλαίου για την περαιτέρω παραγωγική διαδικασία.

Έτσι λοιπόν, οι επιχειρήσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά προγράμματά τους και τις φιλοδοξίες τους, ξεκινούν τις διαδικασίες εξεύρεσης κεφαλαίων. Οι επιλογές τους είναι:

- Να δανειστούν κεφάλαια από τραπεζικά ιδρύματα
- Να συνεισφέρουν νέα κεφάλαια οι ιδιοκτήτες / μέτοχοι,
- Να διαθέσουν από τα αποθεματικά τους κεφάλαια (αν υπάρχει αυτή η δυνατότητα),
- Να εισαχθούν στην αγορά του χρηματιστηρίου.

Εφόσον πληροί τις νομικές και οικονομικές προϋποθέσεις μπορεί η επιχείρηση να ξεκινήσει τη διαδικασία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο για άντληση κεφαλαίων.

Τα νέα αυτά κεφάλαια είναι υγιή για τις παραγωγικές μονάδες γιατί βασικά είναι απαλλαγμένα από το άγχος της επιστροφής τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα έναν ορθότερο προγραμματισμό, γεγονός που ίσως είναι το πιο σημαντικό στοιχείο για τη λειτουργία μιας παραγωγικής μονάδας. Ένα άλλο στοιχείο που δίνει την έννοια του υγιούς χρήματος, που προέρχεται από την Κεφαλαιαγορά, είναι η απαλλαγή του από τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα οποία αποτελούν τροχοπέδη για κάθε οικονομική δραστηριότητα, επειδή η ευκολία στη λήψη δανείων και η αλόγιστη χρήση τους, δρουν καταλυτικά και αντιοικονομικά στην πορεία κάθε παραγωγικής μονάδας.

Όταν οι επιχειρήσεις χρειάζονται κεφάλαια για επένδυση σε παραγωγικά μέσα, πωλούν μετοχές στο ευρύτερο κοινό, σε καθέναν δηλαδή από αυτούς που θέλουν να γίνουν αντίστοιχα ιδιοκτήτες ή δανειστές. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για κεφαλαιαγορά ή πρωτογενή αγορά, δηλαδή για αγορά από την οποία αντλούνται αόριστης ή μακροπρόθεσμης διάρκειας επιχειρηματικά κεφάλαια, πάνω από 8-10 έτη. Για να μπορέσει να αντλήσει κεφάλαια μια εταιρία από την κεφαλαιαγορά θα πρέπει να πληροί τους όρους και τις προϋποθέσεις της εισαγωγής στην κύρια ή την παράλληλη (ανάλογα του επιχειρησιακού μεγέθους), χρηματιστηριακή αγορά.

#### **4.2. Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο**

Η διοίκηση της εταιρίας που έχει αποφασίσει την εισαγωγή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, έχει κατά πάσα πιθανότητα εξετάσει και αξιολογήσει τα εξής πλεονεκτήματα:



- Η εταιρία και τα προϊόντα της θα γίνουν περισσότερο γνωστά στο ευρύτερο κοινό.
- Η αξία των αξιόγραφων της εταιρίας θα καθορίζεται από αντικειμενικούς παράγοντες.
- Τα αξιόγραφα της εταιρίας, μετοχές και ομολογίες, θα είναι περισσότερο εμπορεύσιμα.
- Διευκολύνεται η άντληση κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό (όπως τονίστηκε και παραπάνω).
- Διευκολύνεται η προσέλκυση δυναμικών στελεχών στην εταιρία.

#### **4.3. Διαδικασία εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο**

Για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο απαιτούνται να λάβουν χώρα οι παρακάτω κινήσεις (Διάγραμμα 6):

1. Απόφαση της Συνέλευσης για την εισαγωγή και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, (η αύξηση δεν είναι απαραίτητη σύμφωνα με τον τελευταίο νόμο περί εισαγωγών).
2. Απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου για τον καθορισμό των λεπτομερειών εισαγωγής. Η απόφαση συνήθως περιλαμβάνει:
  - Τον αριθμό και το είδος των νέων μετοχών (κοινές, προνομιούχες)
  - Το κεφάλαιο που αναμένεται να αντληθεί.
  - Τιμή διάθεσης των νέων μετοχών.
  - Τον προσδιορισμό των κεφαλαίων.
3. Ορισμός αναδόχου. Οι ανάδοχοι συμβουλεύουν την εταιρία για τη σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου και για θέματα τακτικής και πολιτικής ως προς την έκδοση των μετοχών.
4. Σύνταξη του ενημερωτικού φυλλαδίου.

5. Αίτηση της εταιρίας για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο συνοδευόμενη από τα απαραίτητα δικαιολογητικά.
6. Έγκριση του ενημερωτικού φυλλαδίου από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου.
7. Υποβολή του ενημερωτικού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία εγκρίνει την έκδοση των νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή.
8. Καθορισμός από το Χρηματιστήριο της χρονικής περιόδου κατά την οποία θα γίνει η δημόσια εγγραφή.
9. Παράδοση στο Χρηματιστήριο καταστάσεων με τα ονόματα των νέων μετόχων για να διαπιστωθεί η κάλυψη της έκδοσης και η απαιτούμενη διασπορά.

Οι όροι και οι προϋποθέσεις εισαγωγής\* συνίστανται κυρίως:

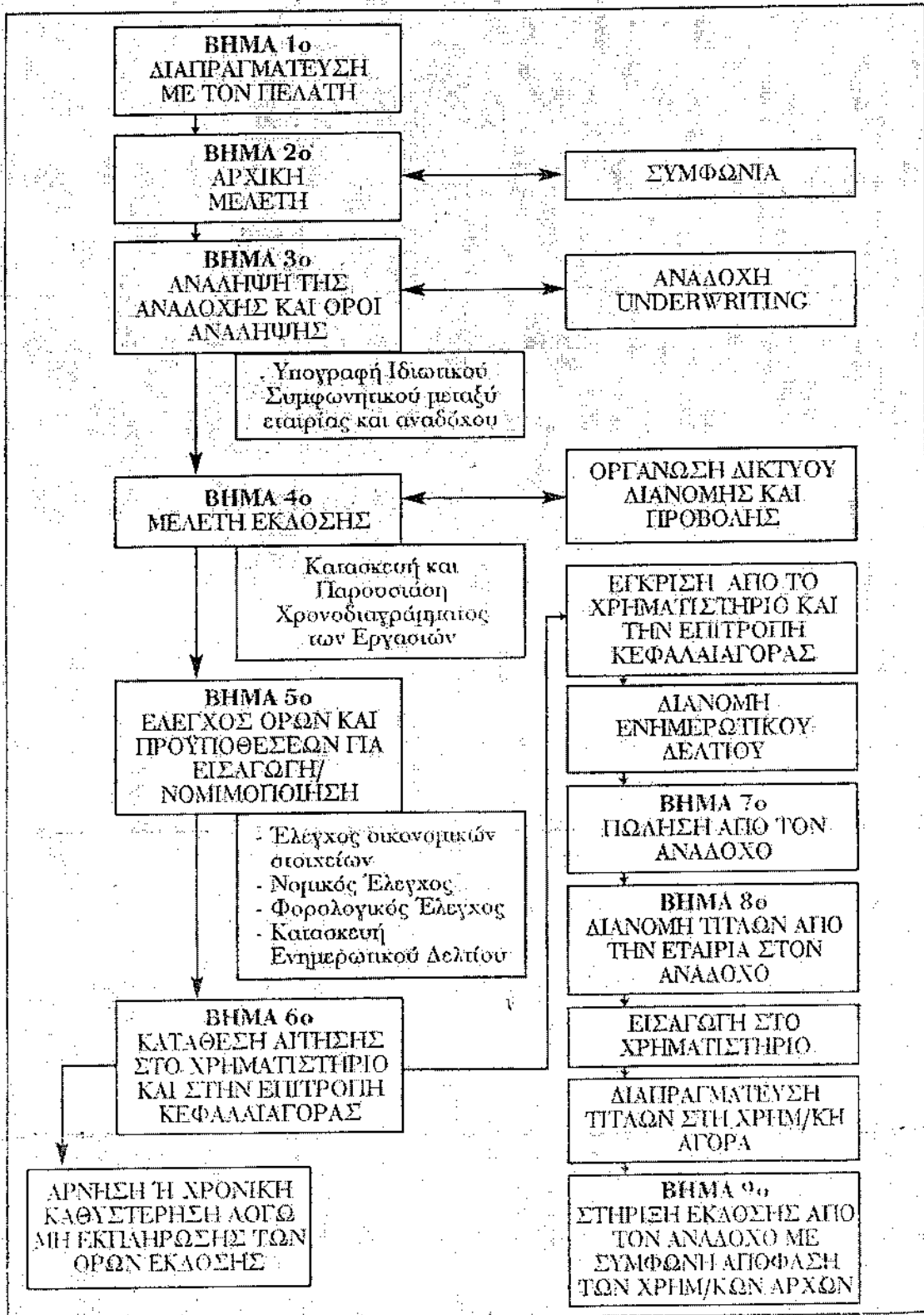
- Στο ελάχιστο μέγεθος ιδίων κεφαλαίων
- Στην επιχειρηματική διάρθρωση
- Στη διάθεση μετοχών ίση με το 25% των συνολικών μετοχών
- Στην ικανοποιητική διασπορά μετοχών
- Στις φορολογικές και νομικές διαδικασίες
- Στο ενημερωτικό δελτίο (αντικειμενικό και διαφανές).

---

\* Προκειμένου να εισαχθεί μια εταιρία στη χρηματιστηριακή αγορά, υπόκειται αρχικά σε μια διαδικασία ελέγχου και αξιολόγησης, και στη συνέχεια στη μελέτη του χρονοδιαγράμματος για την εισαγωγή. Για λεπτομέρειες βλέπε: Εφημερίδα της Κυβερνήσεως Αρ. Φύλλου 248/3 Νοεμβρίου 1998, Νόμος Υπ' αριθμ. 2651.

## Διάγραμμα 6

### ΒΗΜΑΤΑ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ



Παρακάτω γίνεται λεπτομερέστερη περιγραφή των προϋποθέσεων που θα πρέπει να πληροί μια εταιρία για εισαγωγή στον χρηματιστηριακό χώρο, όπως:

#### **4.4. Όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής**

##### **4.4.1. Ελάχιστο μέγεθος της Εταιρίας**

Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 3.000.000 € για την εισαγωγή της στην Παράλληλη Αγορά, και τουλάχιστον 12.000.000 € για την εισαγωγή της στην Κύρια (μεγάλη) Αγορά του Χρηματιστηρίου. Οι προϋποθέσεις αυτές δεν ισχύουν για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες. Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ύστερα από εισήγηση του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται.

##### **4.4.2. Διάρκεια και κεφαλαιακή διάρθρωση της Εταιρίας**

Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρία, για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α. και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδυτών και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής. Υπό τις προϋποθέσεις

αυτές η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται, ιδίως στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- α) Εφόσον ποσοστό άνω του ενενήντα τοις εκατό (90%) του ενεργητικού της εταιρίας έχει επενδυθεί σε μετοχές μιας ή περισσότερων εταιριών, μία τουλάχιστον από τις οποίες είναι θυγατρική της.
- β) Εφόσον η αιτούσα εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση, διάσπαση ή απόσχιση κλάδου (υπό προϋποθέσεις).

#### **4.4.3. Διασπορά μετοχών**

Το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης από το διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου για την εισαγωγή, πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό, εντός της ελληνικής επικράτειας ή της επικράτειας άλλου ή άλλων Κρατών – Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής, είναι κατανομημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Θεωρείται, επίσης, επαρκής η διασπορά, όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της έκτασης διασποράς του στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται και με μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%), η ομαλή λειτουργία της αγοράς. Για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό, απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε δύο χιλιάδες (2.000) τουλάχιστον πρόσωπα σε κάθε περίπτωση. Στα πρόσωπα του προηγούμενου εδαφίου δεν περιλαμβάνονται εκείνα που κατέχουν

ποσοστό μεγαλύτερο του δύο τοις εκατό (2%) του αριθμού των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α..

Αν δεν επιτευχθεί επαρκής διασπορά μέσω του Χρηματιστηρίου, η διαπραγμάτευση των μετοχών αίρεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου του Χ.Α.Α..

Σε περίπτωση αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας, το διοικητικό συμβούλιο του Χ.Α.Α. μπορεί να κρίνει αν η διασπορά στο κοινό των μετοχών είναι επαρκής σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί και όχι μόνο ως προς την συμπληρωματική σειρά.

#### **4.4.4. Τιμή διάθεσης μετοχών**

Ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής διάθεσης των μετοχών, που διατίθεται με δημόσια εγγραφή, αποτελεί υποχρεωτικά περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. Η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε προ της έναρξης της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το πέρας αυτής, εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building). Εάν η τιμή καθορίζεται προ της έναρξης της δημόσιας εγγραφής, αυτή είτε αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο είτε αναγγέλλεται, το αργότερο την προτεραιία της έναρξης της δημόσιας εγγραφής. Εφόσον κατά την δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται η διαδικασία βιβλίου προσφορών, ο ανάδοχος, το αργότερο την προτεραιία της έναρξης της δημόσιας εγγραφής, ανακοινώνει ένα εύρος τιμών της μετοχής. Η τελική τιμή καθορίζεται από τον ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. της ημέρας

εκείνης. Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους επενδυτές, που δεν συμμετείχαν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών, μπορεί να είναι η κατώτερη του ανακοινωθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερη αυτής, δεν μπορεί όμως, να υπερβαίνει την ανακοινωθείσα από τον ανάδοχο τελική τιμή, για τους συμμετάσχοντες στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Καθορίζεται το ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη. Το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να είναι ανώτερο του δεκαπέντε τοις εκατό (15%).

#### **4.4.5. Σταθεροποίηση τιμής εισηγμένων μετοχών**

Μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχών στο Χρηματιστήριο, ο κύριος ανάδοχος μπορεί να διενεργεί χρηματιστηριακές πράξεις με σκοπό τη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών αυτών, εφόσον έχει δηλώσει ρητώς στο ενημερωτικό δελτίο ότι ενδέχεται να διενεργήσει πράξεις για τη σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών. Η δυνατότητα αυτή παρέχεται για τρεις (3) μήνες από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών.

#### 4.4.6. Συνοπτικά στοιχεία έκδοσης

##### Πίνακας 11

Τα συνοπτικά στοιχεία έκδοσης που θα πρέπει να παραθέτει η επιχείρηση προς ενημέρωση των επενδυτών\*

Εκδότρια Εταιρία	NTT A.E.
• Σύνολο Μετοχών πριν από την Έκδοση (κοινές μετοχές)	<u>3.000.000</u>
• Έκδοση Νέων Μετοχών (κοινές ανώνυμες)	
- Με δημόσια εγγραφή	450.000
• Σύνολο Έκδοσης	<u>450.000</u>
• Σύνολο Μετοχών μετά την Εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (κοινές ανώνυμες)**	<u>3.450.000</u>
• Ονομαστική Αξία Μετοχής (€)	<u>0,30€</u>
• Τιμή Διάθεσης Μετοχής (€)	<u>3,70€</u>
• Τιμή Διάθεσης Μετοχής προς:	
- Λογιστική Αξία Μετοχής (P/BV)	9,9
- Κέρδη ανά μετοχή (P/E) Προ φόρων και αμοιβών Δ.Σ.	17,6
- Αναμορφωμένα προ φόρων και αμοιβών Δ.Σ.	19,1
- Μετά από φόρους χρήσης, αμοιβές Δ.Σ. και φόρους φορολογικού ελέγχου	30,5
- Αναμενόμενα μετά από φ. χρήσης, αμοιβές Δ.Σ. και φ. φορολογικού ελέγχου	35,2
• Σύνολο Εσόδων Έκδοσης με Δημόσια Εγγραφή (δρχ.)	<u>562.500.000</u>
Μονάδα Διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α.	<u>Τίτλος 10 μετοχών</u>
Σύμβουλος Έκδοσης	<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ/Α.Χ.Ε.</u>
Κύριος Ανάδοχος	<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ/Α.Χ.Ε.</u>
Λοιποί Ανάδοχοι Έκδοσης	<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ/Α.Χ.Ε.</u>
Οι Νέοι Μέτοχοι Δικαιούνται Μέρισμα από τα Κέρδη Χρήσης	<u>ΝΑΙ Ή ΟΧΙ</u>

\* Ο Πίνακας 11 θα πρέπει να υπάρχει σε κάθε Ενημερωτικό Δελτίο, το οποίο σχεδιάζεται από την επιχείρηση, τον σύμβουλο έκδοσης και τον κύριο ανάδοχο και εγκρίνεται από τις Χρηματιστηριακές Αρχές και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

\*\* Η επιχείρηση NTT A.E. έχει μόνο μια κατηγορία μετοχών, τις κοινές ανώνυμες.



Μαζί με τον πίνακα 11 θα πρέπει να παρατίθεται και ένα ολοκληρωμένο σχέδιο αξιοποίησης των αντλούμενων κεφαλαίων από την επιχείρηση. Το σχέδιο αυτό αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο και ελέγχεται από τις χρηματιστηριακές αρχές.

Η κατανομή των μετοχών στους ενδιαφερόμενους επενδυτές θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με την ισχύουσα απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Φ.Ε.Κ. 833/β/9.11.1994), τηρουμένων, σε κάθε περίπτωση, των ισχυουσών διατάξεων περί διασποράς των μετοχών:

- Ποσοστό 30% των μετοχών της δημόσιας εγγραφής (135.000 μετοχές), θα διατεθεί για την ικανοποίηση των εγγραφών των θεσμικών επενδυτών, όπως αυτοί ορίζονται από την παραπάνω απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Ποσοστό 70% των μετοχών της δημόσιας εγγραφής (315.000 μετοχές), θα διατεθεί για την ικανοποίηση των εγγραφών των φυσικών και νομικών προσώπων εκτός των θεσμικών επενδυτών.

Κατά την κατανομή των μετοχών ανά κατηγορία επενδυτών δίνεται προτεραιότητα σε όλες τις αιτήσεις για το τμήμα που αφορά, για μεν την πρώτη κατηγορία επενδυτών (θεσμικοί) μέχρι 3%, για δε τη δεύτερη κατηγορία επενδυτών (μη θεσμικοί) μέχρι και το 0,5% της συνολικής αξίας της έκδοσης με δημόσια εγγραφή, σύμφωνα με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Εάν, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας κατανομής των μετοχών, προκύψει αδιάθετο υπόλοιπο μετοχών σε μια από τις δυο κατηγορίες επενδυτών, και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία με ανικανοποίητη ζήτηση, κατανεμημένες σύμφωνα με τα προηγούμενα. Στην περίπτωση αυτή παύουν να ισχύουν τα όρια του 70% και του 30%.

Σε περίπτωση που δεν καλυφθεί πλήρως ο αριθμός των μετοχών της έκδοσης που προσφέρονται με δημόσια εγγραφή, οι Ανάδοχοι υποχρεούνται να αγοράσουν τις αδιάθετες μετοχές στην τιμή έκδοσης.

Στη συνέχεια γίνεται η διαδικασία της κατανομής των νέων μετοχών και υπολογίζεται πόσες φορές καλύφθηκε η εισαγωγή, δηλαδή πόσα κεφάλαια ζητήθηκαν από τους επενδυτές και πόσα προσφέρθηκαν. Ανάλογα της προσφοράς και της ζήτησης γίνεται και η κατανομή των μετοχών στους θεσμικούς και μη επενδυτές, τηρώντας πάντοτε τα ποσοστά διανομής (30% και 70%) ανά κατηγορία.

Η παράδοση τίτλων των μετοχών και η επιστροφή των χρημάτων, γίνεται από τα καταστήματα των αναδόχων στα οποία είχε υποβληθεί η αίτηση εγγραφής.

Τέλος, με την έκδοση άυλων μετοχών η μεταβίβαση των μετοχών πραγματοποιείται μέσω λογιστικής εγγραφής καθώς οι επενδυτές, αντί για τίτλους, κατέχουν λογαριασμούς αξιόγραφων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### **Χρηματιστηριακές συναλλαγές - Το σύστημα διαπραγμάτευσης του Χ.Α.Α. - Χρηματιστηριακές εντολές**

#### **5.1. Αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών**

Όταν μιλούμε για κινητές αξίες εννοούμε τους τίτλους που εκδίδουν οι εταιρίες, οι Τράπεζες, το Κράτος και οι Δημόσιοι Οργανισμοί και οι οποίοι παρέχουν στους κατόχους τους ορισμένα δικαιώματα. Κινητές αξίες είναι οι μετοχές, οι ομολογίες, οι επιταγές, τα γραμμάτια, οι συναλλαγματικές, οι χρυσές λίρες, τα χαρτονομίσματα.

Αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι οι κινητές αξίες που ονομάζονται Χρηματιστηριακά Πράγματα και έχουν εισαχθεί μετά από κάποια διαδικασία στο Χρηματιστήριο. Ειδικότερα χρηματιστηριακά πράγματα είναι:

- Οι μετοχές και ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιριών
- Οι μετοχές και ομολογίες αλλοδαπών ανωνύμων εταιριών με ορισμένες προϋποθέσεις
- Τα ανώνυμα δημόσια χρεόγραφα ελληνικά και ξένα, δηλαδή ομολογίες και έντοκα γραμμάτια
- Τα ανώνυμα ελληνικά χρεόγραφα Δήμων, Κοινοτήτων και κάθε άλλου Ν.Π.Δ.Δ., δηλαδή ομολογίες και ομόλογα.
- Τα ελληνικά πιστοποιητικά
- Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα, ο χρυσός και ο άργυρος εφόσον το επιτρέπει ο νόμος. Στην χώρα μας οι συναλλαγές αυτές έχουν ανατεθεί αποκλειστικά στην Τράπεζα της Ελλάδος, για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

Οι επιχειρηματίες λοιπόν ή καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, που όμως είαι συνήθως βραχυπρόθεσμος και ακριβός (τόκοι, διάφορες εγγυήσεις που ζητούν οι τράπεζες) ή στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο Χρηματιστήριο Αξιών με τη διάθεση τίτλων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνουν όπως λέγεται πρωτογενή χρηματοδότηση. Τα κεφάλαια αντλούνται απ' ευθείας από τους επενδυτές, ώστε το χρήμα που πλεονάζει να εξυπηρετεί παραγωγικούς σκοπούς. Επίσης η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χ.Α. της δίνει κύρος και την κάνει γνωστή στο ευρύ κοινό.

Εκτός από τις επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του Χρηματιστηρίου, το Κράτος, οι Δημόσιοι Οργανισμοί και οι Τράπεζες εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια.

Το Χ.Α. δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στους αποταμιευτές να τοποθετήσουν τις οικονομίες τους σε μετοχές και ομολογίες που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Είναι μια επενδυτική επιλογή με τεράστια πλεονεκτήματα και συντριπτική υπεροχή στις αποδόσεις, έναντι των καταθέσεων σε Τράπεζες, επενδύσεων σε γη, ακίνητα ή συνάλλαγμα.

Στο Χ.Α. η προσφορά και η ζήτηση τίτλων γίνεται καθημερινά και με συνθήκες πλήρους δημοσιότητας. Αν δεν υπήρχε το Χ.Α. θα ήταν δύσκολο να συναντηθούν οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων και να οριστούν οι τιμές στις οποίες θα γίνονταν οι συναλλαγές. Στο Χ.Α. οι τιμές των συναλλαγών διαμορφώνονται από την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων και δημοσιεύονται για να γίνονται σε όλους γνωστές. Έμπειροι επαγγελματίες, που είναι τα μέλη του Χ.Α. διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, γεγονός που συμβάλλει στην ταχύτητα της διεκπεραίωσής τους.

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι αν δεν υπήρχαν τα Χρηματιστήρια Αξιών θα έπρεπε να εφευρευθούν.

## **5.2. Τα είδη των χρηματιστηριακών συναλλαγών**

Υπάρχουν διάφορα είδη χρηματιστηριακών συναλλαγών όπως οι συναλλαγές προθεσμίας, οι συναλλαγές μεταφοράς, συναλλαγές κ.α. Οι μόνες χρηματιστηριακές συναλλαγές ή πράξεις όμως που επιτρέπονται να συνάπτονται στο Χ.Α.Α. προς το παρόν είναι τοις μετρητοίς.

### **α) Συναλλαγές τοις μετρητοίς**

Όταν συνάπτονται συναλλαγές τοις μετρητοίς η παράδοση ή η παραλαβή των τίτλων και αντίστοιχα η είσπραξη ή η πληρωμή της αξίας τους πρέπει να γίνεται μέσα στις δύο επόμενες εργάσιμες ημέρες.

Εάν ο πελάτης δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του μέσα σε αυτό το διάστημα, το μέλος του Χ.Α.Α. έχει δικαίωμα να κάνει αναγκαστική εκκαθάριση της συναλλαγής, δηλαδή να πωλήσει ή να αγοράσει τα χρεόγραφα, για τα οποία του δόθηκε εντολή στο Χρηματιστήριο. Όταν προκύψει κάποια ζημιά την απαιτεί από τον πελάτη του.

Συνήθως το μέλος του Χ.Α.Α. όταν του δίνεται η εντολή αγοράς τίτλων, ζητά το απαραίτητο ποσό για την αγορά ήμέρος αυτού, σαν προκαταβολή, για να καλυφθεί η περίπτωση που ο επενδυτής αρνηθεί να τους παραλάβει. Επίσης, όταν του δίνεται εντολή πώλησης τίτλων, μπορεί να απαιτήσει την παράδοση των τίτλων ή κάποια χρήματα σαν εγγύηση. Και στις δύο περιπτώσεις ο πελάτης ζητά ειδική απόδειξη του χρηματιστηρίου από το μέλος.

Η διαφορά των συναλλαγών τοις μετρητοίς από τις άλλες είναι ότι απαιτείται άμεση και πραγματική παράδοση των τίτλων και του χρήματος.

## **β) Συναλλαγές προθεσμίας**

Η εκκαθάριση των συναλλαγών προθεσμίας γίνεται σε ορισμένες ημέρες π.χ. κάθε δεκαπενθήμερο οπότε ο πωλητής υποχρεώνεται να παραδώσει τους τίτλους και ο αγοραστής να καταβάλλει τα χρήματα. Δηλαδή η σύμβαση πραγματοποιείται μετά από κάποιο χρονικό διάστημα από τη σύναψή της. Τέτοιες συναλλαγές εξυπηρετούν και τους αγοραστές και τους πωλητές χρεογράφων και δίνουν ευκαιρίες για κερδοσκοπία.

## **γ) Συναλλαγές επί δικαιωμάτων «Options»**

Είναι προθεσμιακές συναλλαγές που αναφέρονται όχι στους ίδιους τους τίτλους αλλά στο δικαίωμα (option) να αγοραστούν ή να πουληθούν μέχρι κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία ή στη συγκεκριμένη ημερομηνία.

Ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς (call option) ή πώλησης (put option) πληρώνοντας ένα χρηματικό ποσό, αποκτά την ευχέρεια να πραγματοποιήσει ή όχι τη συμφωνημένη συναλλαγή.

Ο πωλητής του δικαιώματος είναι υποχρεωμένος να παραδώσει τους τίτλους ή το αντίτιμο τους ανάλογα με την απόφαση του αγοραστή.

## **5.3. Το πλαίσιο των χρηματιστηριακών συναλλαγών**

Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές διεξάγονται μέσω οθόνης και τηλεφώνου και αυτό απαιτεί συγκεκριμένες διαδικασίες διασφάλισης και αναγνώρισης των υποχρεώσεων και των δικαιωμάτων των δύο μερών που προβαίνουν σε συναλλαγές. Η νομοθεσία και οι χρηματιστηριακοί κανόνες που έχουν αναπτυχθεί ορίζουν επακριβώς τον τρόπο συνεργασίας, εκτέλεσης των εντολών και διασφάλισης των συναλλαγών. Ορίζουν έτσι τις προϋποθέσεις για να κάνει συναλλαγή (άνοιγμα λογαριασμού στα προηγούμενα ΧΑ, κατάθεση έναντι της συναλλαγής

στο Χ.Α.Α., κ.λπ.), το είδος της συναλλαγής (με χρήματα του πελάτη ή με χρηματοδότηση από την ΑΧΕ (margin), τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εντολής (π.χ. αγορά έναντι πώλησης άλλης αξίας ή ορισμός της έκτασης της τιμής εντός της οποίας θα γίνει η πράξη), τον συγκεκριμένο χειρισμό εκτέλεσης (π.χ. στο άνοιγμα, στο κλείσιμο, στο καλύτερο κ.λπ.), τη λύση των διαφωνιών, τη χρησιμοποίηση από την ΑΧΕ ως ενέχυρο των αξιών του λογαριασμού του πελάτη, για δάνειο από την τράπεζα κ.λπ.

### **5.3.1. Διεξαγωγή των συναλλαγών**

Αμέσως μετά την αποδοχή από τον πελάτη των όρων για τη διαδικασία των συναλλαγών και το άνοιγμα του λογαριασμού ο πελάτης μπορεί να εκτελεί αγοραπωλησίες μέσω της χρηματιστηριακής εταιρίας. Εντολές που δίνονται σε ώρες που η αγορά είναι κλειστή καταχωρούνται συνήθως σε έντυπο αγοράς ή πώλησης, στο οποίο παρέχονται οι πληροφορίες που χρειάζονται. Ο υπάλληλος που τις λαμβάνει γράφει το ονοματεπώνυμο και τον κωδικό του λογαριασμού του πελάτη, το όνομα ή το σύμβολο της αξίας στον σχετικό χώρο του εντύπου, αν πρόκειται για αγορά ή για πώληση, για πράξη margin και τυχόν άλλα χαρακτηριστικά. Αν επίσης, δεν είναι γνωστός ο τρόπος με τον οποίο συναλλάσσεται, τα σχετικά με την παραλαβή ή παράδοση των τίτλων (ταχυδρόμηση από /στον πελάτη, παράδοση από/στην τράπεζά του, φύλαξη από την ΑΧΕ κ.λπ.), την είσπραξη ή εξόφληση των χρημάτων (κατάθεση από τον πελάτη της αξίας αγοράς στο λογαριασμό του στην ΑΧΕ, ανάληψη από τον λογαριασμό του κ.λπ.). Σε περίπτωση που η εντολή δοθεί τηλεφωνικά την ώρα της συνεδρίασης μπορεί να πληκτρολογηθεί απευθείας ή να συμπληρωθεί το προηγούμενο έντυπο για πληκτρολόγηση τη στιγμή που μπορεί να εκτελεστεί.

### **5.3.2. Το κόστος των συναλλαγών**

Η απελευθέρωση των προμηθειών είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη του ανταγωνισμού και την πτώση των προμηθειών για τις πράξεις εντός κύκλου σε επίπεδο κάτω του 0,5% (με ακραίες διακυμάνσεις 0,1% - 1,5%).

### **5.3.3. Οι συναλλαγές σε πακέτα**

Για συναλλαγές εντός κύκλου ύψους 300.000 € και πάνω, είναι δυνατή η εκτέλεση πράξης εκτός της διαδικασίας, αλλά μέσω ΑΣΗΣ, αν το ζητήσουν δύο μέλη, με υποχρέωση μόνο γραπτής ενημέρωσης της Επιτροπής Συναλλαγών του Χρηματιστηρίου, (εφόσον το ένα μέλος ενεργεί για πελάτη ή ίδιο λογαριασμό και το άλλο για λογαριασμό το πολύ μέχρι τριών οποιονδήποτε προσώπων). Στις συναλλαγές σε πακέτα οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν των τρεχουσών τιμών ή η τιμή να συμφωνείται ελεύθερα, υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Προϋπόθεση για συναλλαγή σε πακέτο είναι να μην υπάρχει ισόποση εντολή σε ίδια τιμή. Συγκεκριμένα, ο νόμος ορίζει ότι χρηματιστηριακές συμβάσεις εκτός κύκλου, συνάπτονται μόνο αν η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία υποβάλλει στο χρηματιστήριο κατάλογο των αξιών όπου θα αναφέρονται οι εκτός κύκλου συμβάσεις. Η εταιρεία θα πρέπει επίσης να συντάξει και ένα κατάλογο όπου θα αναφέρονται οι τιμές αγοράς / πώλησης των εν λόγω αξιών, καθώς και το ανώτατο / κατώτατο όριο της ποσότητας αξιών που υποχρεούται η χρηματιστηριακή εταιρεία να καλύπτει κατά εντολέα.

Χρηματιστηριακές συμβάσεις με συμψηφιστική εγγραφή μπορούν να διενεργούνται εκτός κύκλου, μόνο εφόσον αφορούν την πώληση ονομαστικών μετοχών ανώνυμης εταιρείας και εφόσον το πρόσωπο που τις αποκτά συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας. Η



εντολή θα πρέπει να είναι γραπτή και να αναφέρει την τιμή που έχουν συμφωνήσει τα συναλλασσόμενα μέρη.

Η τιμή της υπό κατάρτιση συναλλαγής δεν μπορεί να αποκλίνει από την τιμή τελευταίας πράξης κατά το χρόνο υποβολής των έγγραφων δηλώσεων από τα Μέλη. Ως τιμή τελευταίας πράξης νοείται η αναγραφόμενη στο ΑΣΗΣ τιμή συναλλαγής που έχει πραγματοποιηθεί σε ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης. Κατά τον χρόνο υποβολής της έγγραφης δήλωσης των μελών δε θα πρέπει να υπάρχει στο αυτόματο σύστημα (ΑΣΗΣ) είτε προσφορά είτε ζήτηση μετοχών ικανή να καταστήσει δυνατή την εκτέλεση εν όλων μιας εκ των προς ταύτιση εντολών.

#### **5.3.4. Εγγύηση χρηματιστηριακών συναλλαγών**

Τις υποχρεώσεις των μελών του Χ.Α.Α. που προκύπτουν από τις συναπτόμενες συναλλαγές εγγυάται, σε πρώτη φάση, η ατομική μερίδα του κάθε μέλους που είναι κατατεθειμένη στο «Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας Χρηματιστηριακών Συναλλαγών».

Εάν η ατομική μερίδα δεν επαρκεί για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του μέλους, τότε μπορεί να ληφθεί ποσό μέχρι 20% από την υπόλοιπη περιουσία του Συνεγγυητικού. Εάν η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων από χρηματιστηριακές συναλλαγές αφορά περισσότερα μέλη, τότε το Συνεγγυητικό είναι υπεύθυνο μέχρι ποσοστού 80% της περιουσίας του.

Εξάλλου, την εγγύηση για τις τιμές των συναπτομένων στον κύκλο χρηματιστηριακών συναλλαγών εξασφαλίζει το εποπτεύων Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μέσω της Διεύθυνσης Εποπτείας Χρηματιστηρίων Αξιών, η οποία βεβαιώνει τις καθημερινές αγοραίες τιμές και εποπτεύει τη σύνταξη του ημερήσιου δελτίου τιμών του Χρηματιστηρίου.

#### **5.4. Η προσυνεδριακή περίοδος**

Είναι ο χρόνος κατά τον οποίο προσδιορίζεται η τιμή ανοίγματος των μετοχών και διαρκεί περίπου μισή ώρα προ της κύριας συνεδρίασης. Κατά το χρόνο αυτό, ο οποίος ονομάζεται προκαταρκτικός χρόνος ή προσυνεδριακή περίοδος (Pre-opening, οι εντολές που εισάγονται στο σύστημα ενδείκνυται να είναι σε ορισμένη τιμή. Εάν δεν εισαχθούν εντολές σε ορισμένη τιμή, το σύστημα δεν μπορεί να προσδιορίσει την τιμή ανοίγματος και να πραγματοποιηθούν συναλλαγές στην τιμή αυτή.

Όλες οι εντολές που δίνονται στις χρηματιστηριακές εταιρίες πριν από τις 10:45 π.μ. μπορούν να εισαχθούν στο σύστημα, προκειμένου να μετέχουν στον προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος της αγοράς. Αφού οι εντολές εισαχθούν στο σύστημα, υπολογίζεται στην προκαθορισμένη ώρα ανοίγματος της αγοράς η τιμή που μεγιστοποιεί τον όγκο συναλλαγών, με βάση τις εντολές που έχουν εισαχθεί στο σύστημα. Αυτή είναι η τιμή ανοίγματος της αγοράς για τον συγκεκριμένο τίτλο.

#### **5.5. Το σύστημα διαπραγμάτευσης του Χ.Α.Α.**

Η διαπραγμάτευση των μετοχών διενεργείται μέσω του μηχανογραφημένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ), το οποίο βρίσκεται σε πλήρη λειτουργία από το τέλος του 1992. Η ελάχιστη μονάδα διαπραγμάτευσης ποικίλλει μεταξύ 1,5,10 ή 25 μετοχές. Το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου έχει ορίσει τις ώρες συνεδριάσεων καθημερινά μεταξύ 10:45 π.μ. – 1:30 μ.μ. Η αγορά ανοίγει στις 10.15 π.μ. προκειμένου να προσδιοριστεί η τιμή ανοίγματος των μετοχών, εντολές όμως εκτελούνται μετά τις 10.45 π.μ. Κατά την περίοδο προσδιορισμού της τιμής ανοίγματος των μετοχών, το ΑΣΗΣ δέχεται μόνο εντολές σε ορισμένη τιμή (limit orders) και ανοιχτές εντολές στην τιμή ανοίγματος (market orders), αλλά μόνο οι πρώτες συμμετέχουν στον

προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος της ημέρας. Σε περίπτωση που δεν υπάρχουν εντολές σε ορισμένη τιμή για μια μετοχή, η τιμή ανοίγματος αυτής θα είναι ίση με την τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την προηγούμενη μέρα.

Η τιμή ανοίγματος μιας μετοχής είναι εκείνη που μεγιστοποιεί τον όγκο των συναλλαγών, με βάση τις εντολές που είχαν εισαχθεί στο σύστημα κατά τον προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος. Όταν δύο εντολές αναφέρονται σε τιμές που επιφέρουν την ίδια μέγιστη αξία συναλλαγών σε μια μετοχή, επιλέγεται η εντολή εκείνη με τιμή πλησιέστερη στην τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας. Αν η διαφορά των δύο τιμών από την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης μέρας είναι η ίδια, το ΑΣΗΣ θα επιλέξει την υψηλότερη τιμή από τις δύο.

Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. οι εντολές αντιστοιχίζονται κατά τιμή (η τιμή αγοράς με την υψηλότερη τιμή αντιστοιχίζεται στην τιμή πώλησης με τη χαμηλότερη τιμή), και κατά χρονική προτεραιότητα.

Το ΑΣΗΣ είναι ικανό να δεχθεί 25.000 ως 30.000 εντολές ανά ώρα και στηρίζεται στην παράλληλη λειτουργία δύο μονάδων επεξεργασίας, προκειμένου να διασφαλίζεται η απρόσκοπτη λειτουργία του συστήματος, ακόμη και αν μια μονάδα εμφανίσει μηχανικό πρόβλημα.

Μετά το άνοιγμα της αγοράς το ΑΣΗΣ δέχεται τις εξής εντολές:

- Εντολές για τεμάχια μικρότερα της μονάδας διαπραγμάτευσης σε ορισμένη τιμή ή σε τιμή χωρίς όριο (odd lot orders).
- Εντολές στην τιμή αγοράς χωρίς όριο (market orders): στην περίπτωση όπου ο αντισυμβαλλόμενος δεν μπορεί να καλύψει όλα τα τεμάχια της εντολής, η εντολή θα εκτελεστεί εν μέρει και το υπόλοιπο της θα παραμείνει στο σύστημα ως εντολή με τιμή την τιμή της τελευταίας συναλλαγής αυτής της εντολής.

- Εντολές σε ορισμένη τιμή (limit orders): εισάγονται στο σύστημα με κάποιο όριο στην τιμή τους, το οποίο δεν πρέπει να υπερβεί κανένας από τους συμβαλλόμενους. Σε περίπτωση μερικής εκτέλεσής τους, το ανεκτέλεστο μέρος της εντολής παραμένει στο σύστημα.

## **5.6. Οι Χρηματιστηριακές εντολές**

Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν ένα πλήθος χρηματιστηριακών εντολών μέσα από τις οποίες, είτε όταν αγοράζουν είτε όταν πωλούν, ελπίζουν να αυξήσουν ή εξασφαλίσουν κέρδη και να αποφύγουν ή περιορίσουν ζημιές.

Όταν ο επενδυτής δίνει εντολή στο χρηματιστηριακό γραφείο για πράξη μετρητοίς ή margin θα πρέπει να ορίσει απαραίτητα:

- Το είδος της συναλλαγής, δηλαδή αγορά ή πώληση,
- Την αξία, δηλαδή μετοχή ποιας εταιρίας,
- Την τιμή (τρέχουσα τιμή της αγοράς, συγκεκριμένη ή εντός ορίων),
- Την ποσότητα (τον αριθμό των μετοχών),
- Τη χρονική διάρκεια ισχύος, δηλαδή αν πρόκειται για εντολή μιας μέρας ή μιας εβδομάδας.

### **5.6.1. Τα είδη των εντολών**

Υπάρχουν αρκετά είδη εντολών που σχετίζονται κυρίως με κερδοσκοπικούς χειρισμούς.

Χρήση εντολών αγοράς και πώλησης. Οι εντολές αγοράς χρησιμοποιούνται από τον πελάτη σε τρεις κύρια περιπτώσεις, όπως:

- Όταν αναμένει μελλοντική αύξηση στην τιμή της συγκεκριμένης αξίας,

- Όταν έχει προβεί σε πώληση short και θέλει να πραγματοποιήσει το κέρδος,
- Όταν έχει προβεί σε πώληση short, που δυστυχώς κατέληξε σε ζημιές και θέλει να την κλείσει.

Οι εντολές πώλησης χρησιμοποιούνται κύρια στις παρακάτω περιπτώσεις:

- Όταν θέλει να υλοποιήσει τα κέρδη από μακροπρόθεσμη επένδυση,
- Όταν αναμένει έναρξη πτωτικής πορείας τιμής μετοχής μακροπρόθεσμης επένδυσης,
- Όταν αναμένει συνέχιση της πτωτικής πορείας τιμής μετοχής μακροπρόθεσμης επένδυσης, για να σταματήσει τις ζημιές,
- Όταν αναμένει καλύτερη επίδοση επενδυμένων κεφαλαίων μακροπρόθεσμης επένδυσης σ' άλλη μετοχή ή σ' άλλη αξία ή χρήση,
- Όταν αποβλέπει πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς και θέλει την πρόβλεψη αυτή να τη χρησιμοποιήσει κερδοσκοπικά, οπότε δανείζεται αξίες για να τις πωλήσει (short πώληση).

Τρέχουσα τιμή. Σχετικά ως προς την τιμή οι εντολές μπορεί να διακριθούν:

- Σε εντολή αγοράς ή πώλησης στην υπάρχουσα τιμή αγοράς, είναι γνωστή ως «τρέχουσα» τιμή αγοράς (market order),
- Σε εντολή η οποία ορίζει συγκεκριμένη έκταση τιμής, γνωστή ως τιμή εντός ορίου (limit order).

Επίσης χρησιμοποιούνται και οι όροι limit up και limit down.

- Ο όρος limit up ορίζει την ανώτατη τιμή (8% πάνω από το κλείσιμο της προηγούμενης ημέρας).

- Ο όρος limit down ορίζει την κατώτατη τιμή (8% κάτω από το κλείσιμο της προηγούμενης ημέρας).

Η εντολή «στην τρέχουσα τιμή» δεν ορίζει συγκεκριμένη τιμή στην οποία η μετοχή μπορεί να αγορασθεί ή πωληθεί. Δίνεται από τηλέφωνα κατά τη συνεδρίαση και θα πρέπει να εκτελεσθεί στην καλύτερη δυνατή τιμή. Στην πράξη ο πελάτης όταν δίνει την εντολή ρωτά ποια είναι η τιμή της συγκεκριμένης αξίας και αναμένει να γίνει η συναλλαγή στην τιμή που άκουσε ή σε καλύτερη.

### **Τι σημαίνει η εντολή στο «Καλύτερο»**

Πολλές φορές επίσης, δίνεται η εντολή «στο καλύτερο», που σημαίνει στην περίπτωση εντολής αγοράς στην τρέχουσα ή στη χαμηλότερη δυνατή, και στην περίπτωση εντολής πώλησης στην τρέχουσα ή στην υψηλότερη δυνατή. Πρόβλημα φυσικά υπάρχει όταν η τιμή, κατά την πληκτρολόγηση, μεταβληθεί σε κατεύθυνση που βλάπτει τα συμφέροντα του πελάτη, γιατί το χρηματιστηριακό γραφείο «δεν πρόλαβε την αγορά» (missing the market).

Περιορισμένες εντολές / Limit Orders. Σύμφωνα με αυτές τις εντολές ορίζεται ένα συγκεκριμένο όριο στο οποίο οι μετοχές θα αγοραστούν ή πωληθούν. Συνήθως η τεχνική αυτή εφαρμόζεται σε μετοχές που κινούνται ή παίζουν εντός ορισμένων ορίων.

### **5.6.2. Το μέγεθος των εντολών**

Το μέγεθος της εντολής αναφέρεται στην αξία ή στην ποσότητα των τίτλων της αγοραπωλησίας. Στις μετοχές βασική μονάδα διαπραγμάτευσης είναι οι 10, σε αρκετές όμως περιπτώσεις η μονάδα είναι άλλη και συνήθως οι 25 μετοχές. Η εντολή προς τον χρηματιστή μπορεί να αφορά οποιονδήποτε αριθμό μετοχών, αρκεί να είναι πολλαπλάσιος της μονάδας διαπραγμάτευσης. Αν τυχόν αριθμός μετοχών

δεν συμπληρώνει τη μονάδα διαπραγμάτευσης, περίπτωση η οποία αφήνει υπόλοιπο («ρετάλι»), το ΑΣΗΣ διαχωρίζει αυτόν τον αριθμό εκτός μονάδας και τον εκτελεί χωριστά. «Ρετάλι» θεωρείται κάθε αριθμός μικρότερος της μονάδας διαπραγμάτευσης. Όταν δηλαδή μονάδα διαπραγμάτευσης είναι οι 10 μετοχές, κάθε αριθμός 1-24 είναι ρετάλι όταν μονάδα διαπραγμάτευσης είναι το 25. Στα ρετάλια η τιμή που επιτυγχάνεται είναι μικρότερη αυτής που επιτυγχάνεται στη μονάδα διαπραγμάτευσης.

### **5.6.3. Η διάρκεια των εντολών**

Οι εντολές που δίνονται στις ΑΧΕ μπορεί να ορίζουν τη χρονική διάρκεια ισχύος. Οι εντολές στις οποίες ορίζεται διάρκεια μπορεί να είναι:

- Εντολές μιας Ημέρας, λήγουν δηλαδή με το κλείσιμο του χρηματιστηρίου. Η εντολή αγοράς στην τρέχουσα τιμή είναι ημερήσια. Μπορεί, εφόσον ο χρηματιστής δεχτεί, η εντολή να ισχύσει μέχρι ορισμένη ώρα.
- Εντολές ανοιχτής διάρκειας, οι οποίες ισχύουν μέχρις ακύρωσης (ή εφόσον έχουν εκτελεστεί). Οι εντολές που ισχύουν για μεγάλο χρονικό διάστημα έχουν ως αιτία την προσπάθεια των πελατών να εκμεταλλευτούν τις μεταβολές στις τιμές των χρηματιστηριακών αξιών, που προέρχονται είτε από μεταβολές των οικονομικών συνθηκών είτε από ενδεχόμενες ή μεμονωμένες μεταβολές συγκεκριμένων αξιών ή και από απροσδόκητα γεγονότα.

Στις εντολές διάρκειας είναι εύκολο να δημιουργηθούν παρεξηγήσεις μεταξύ ΑΧΕ και πελάτη, αν τυχόν ξεχαστεί η ακύρωσή της από έναν από τους δύο, σε περίπτωση που αργότερα εκτελεστεί η εντολή. Στα περισσότερα χρηματιστήρια σήμερα επιβάλλεται υποχρεωτικά η

επιβεβαίωση της ισχύος ή μη των ανοιχτών εντολών σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, διαφορετικά παύουν να ισχύουν (η επιβεβαίωση γίνεται και μεταξύ χρηματιστών και πελατών και μεταξύ χρηματιστών και specialists αν δραστηριοποιούνται τέτοιοι στην αγορά ).

#### **5.6.4. Η εκτέλεση των εντολών**

Είναι γνωστό ότι η συνεδρίαση διεξάγεται σε δύο φάσεις:

- Στην πρώτη φάση, την προσυνεδριακή, εισάγονται στο σύστημα εντολές.
- Στην δεύτερη φάση, της κύριας συνεδρίασης, στην οποία γίνεται το ταίριασμα των εντολών κατά σειρά προτεραιότητας, και αρχίζει μισή ώρα αργότερα.

Με την ορισμένη πληκτρολόγηση εμφανίζεται στην οθόνη η σελίδα εισαγωγής της εντολής με τα στοιχεία που πρέπει να πληκτρολογηθούν για να την αποδεχτεί το σύστημα. Πληκτρολογούνται στη συνέχεια τα δεδομένα της εντολής και είναι έτοιμη για εισαγωγή στο σύστημα για αυτόματη εκτέλεση.

Όταν ο χειριστής κρίνει ότι η εντολή του πελάτη μπορεί να εκτελεστεί και την εγκρίνει σαν καλύτερη (συμβουλευόμενος την προηγούμενη σελίδα στην οποία αναγράφονται οι καλύτερες τιμές αγοράς και πώλησης και οι αντίστοιχες ποσότητες), προβαίνει στην κατάλληλη πληκτρολόγηση και εισάγει την εντολή στο σύστημα. Το ίδιο κάνουν και οι άλλοι χειριστές των χρηματιστηριακών εταιριών. Κάθε νέα εντολή ταιριάζετε αυτόματα με αντίθετες εντολές, που είναι ήδη καταχωρημένες στον πίνακα, ανά τιμή και πολλαπλάσιο αριθμό της μονάδας διαπραγμάτευσης. Σε μερική ικανοποίηση της εντολής, εκτελούνται στη συνέχεια, εφόσον μπορεί να ταιριαστούν, κατά σειρά μεγέθους τιμής. Σε περίπτωση ισόποσων τιμών εκτελούνται οι εντολές που χρονολογικά



προηγούνται μέχρις ότου ικανοποιηθεί αυτή ή εξαντληθούν οι αντίθετες εντολές.

Σημειώνουμε ότι οι εντολές ταιριάζονται κατά τρόπο ώστε η εντολή αγοράς με την υψηλότερη τιμή να συνάπτει πράξη με την εντολή πώλησης της χαμηλότερης τιμής.

Μετά την συνεδρίαση αντιγράφονται οι συναλλαγές από το ηλεκτρονικό σύστημα σε δισκέτα, από την οποία η χρηματιστηριακή εταιρία εκτυπώνει τα πινακίδια για τους πελάτες της και την κατάσταση των πράξεων με το όνομα της αντισυμβαλλόμενης ΑΧΕ, για την εταιρία που κάνει την εκκαθάριση μεταξύ των μελών (ΑΕΑΤ).

#### **5.6.5. Ακύρωση εντολής**

Ο επενδυτής μπορεί, αν αλλάξει γνώμη, να ακυρώσει την εντολή έστω και αν έχει δοθεί στο σύστημα, με την προϋπόθεση ότι αυτή δεν έχει εκτελεστεί. Άλλη πιθανότητα είναι ο χειριστής του Η/Υ να μην προλάβει να εκτελέσει ολόκληρη την εντολή. Επιτρέπεται η μερική εκτέλεση της εντολής αρκεί να είναι οι συναλλαγές πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης. Οι εντολές για αγοραπωλησία δίνονται στη μονάδα διαπραγμάτευσης, που είναι οι 10 μετοχές ή αριθμός πολλαπλάσιος αυτού, με ορισμένες εξαιρέσεις. Ο χρηματιστής θα πρέπει να εκτελεί τις εντολές του πελάτη, προσπαθώντας να πετύχει την καλύτερη τιμή κατά την στιγμή της εκτέλεσης. Αυτό σημαίνει ότι στην μεν πώληση καλύτερη τιμή είναι η τιμή εντολής η μεγαλύτερη αυτής, στη δε αγορά η τιμή εντολής που δόθηκε ή μικρότερη.

#### **5.6.6. Κριτήρια κατάταξης εντολών**

Οι ανεκτέλεστες εντολές κατατάσσονται σε ξεχωριστή σειρά μεταξύ αγορών και πωλήσεων με κριτήριο κατάταξης την τιμή τους. Για εντολές που έχουν την ίδια τιμή η κατάταξη γίνεται με βάση με το χρόνο

εισαγωγής τους, δηλαδή προηγούνται οι εντολές που εισήχθησαν στο σύστημα ενωρίτερα.

Στο κεντρικό βιβλίο κύριων εντολών είναι καταχωρισμένες σε κατάταξη όλες οι υφιστάμενες (ανεκτέλεστες) εντολές που αφορούν αριθμό τεμαχίων ο οποίος είναι ακέραιο πολλαπλάσιο της ελάχιστης μονάδας διαπραγμάτευσης. Στο σύστημα συναλλαγών διαμορφώνεται καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου πραγματοποίησης της συνεδρίασης δευτερεύον βιβλίο υπολοίπων (ρετάλια, odd lot), όπου εμφανίζονται σε κάθε χρονική στιγμή οι ανεκτέλεστες εντολές που αφορούν αριθμό τεμαχίων (όγκο μετοχών για συναλλαγή), ο οποίος είναι μικρότερος της ελάχιστης μονάδας διαπραγμάτευσης. Οι εντολές αυτές κατατάσσονται σε ξεχωριστή σειρά μεταξύ αγορών και πωλήσεων με τα ίδια κριτήρια κατάταξης.

Για κάθε νεοεισαγόμενη εντολή το σύστημα ελέγχει αυτόματα αν ο αριθμός των τεμαχίων που αφορά η εντολή είναι ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης της συγκεκριμένης μετοχής. Σε περίπτωση που ο αριθμός τεμαχίων της εντολής είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα διαπραγμάτευσης της συγκεκριμένης μετοχής, αλλά δεν είναι ακέραιο πολλαπλάσιό της, η εντολή χωρίζεται από το σύστημα σε δύο νεοεισαγόμενες εντολές, εκ των οποίων η μία θα έχει αριθμό τεμαχίων ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης της συγκεκριμένης μετοχής.

#### **5.6.7. Εντολές στο άνοιγμα ή στο κλείσιμο**

Τέτοιες εντολές, όπως η εκτέλεση της εντολής στο άνοιγμα ή στο κλείσιμο ή όταν εξυπηρετούν ειδικές ανάγκες, π.χ. επιθυμείται η απόκτηση συγκεκριμένου αριθμού μετοχών, 5.000 μετοχές ή τίποτα,

όταν τίθενται ειδικοί στόχοι, σε περίπτωση δηλαδή που θέλουν να μειώσουν το μουαγιέ (μέση τιμή) συγκεκριμένης μετοχής.

Η εντολή για αγοραπωλησία μετοχής στο άνοιγμα σημαίνει ότι η συναλλαγή πρέπει να γίνει στην τιμή στην οποία σημειώθηκε πράξη για πρώτη φορά στη συνεδρίαση αυτής της ημέρας ή στην τιμή στην οποία σημειώθηκε προσφορά. Προφανώς αυτός που τη χρησιμοποιεί πιστεύει ότι η μετοχή θα κινηθεί προς την κατεύθυνση που υποδεικνύει η τιμή ανοίγματος, σε σχέση με την προηγούμενη και ανάλογα δίνει εντολή αγοράς ή πώλησης.

Η Εντολή στο κλείσιμο όταν χρησιμοποιείται ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών, δεν έχει και τόση σημασία όταν το χρηματιστήριο απαγορεύει την παραποίηση των τιμών. Πρώτον, γιατί η πράξη θα γίνει στην τρέχουσα τιμή και μόνο όταν εξαντληθούν όλες οι εντολές, ενώ οι επόμενες θα γίνουν στην πλησιέστερη τιμή και όχι σε οποιαδήποτε που μπορεί να πληκτρολογηθεί για να ανατρέψει την επικρατούσα τιμή. Συνηθίζεται όμως ακριβώς προ του κλεισίματος, οι τιμές μέσω εντολών αγοράς και με δαπάνη μερικών εκατομμυρίων να ανεβαίνουν κατακόρυφα, χωρίς να ακολουθείται η τήρηση της διαδοχικής μεταβολής των τιμών. Για παράδειγμα, σε τιμή πίνακα 1.000 η επόμενη επιτρεπτή πληκτρολόγηση είναι 1.005, όμως πληκτρολογείται 1.050 με μεγάλη πιθανότητα να γίνει και κλείσιμο. Οι μετοχές που αλλάζουν στο κλείσιμο είναι αυτές που επηρεάζουν τον δείκτη και αυτές στις οποίες βρίσκεται σε εξέλιξη «παιχνίδι» όταν για ορισμένους υπάρχει ειδικό ενδιαφέρον.

### **5.7. Πως υπολογίζεται η τιμή ανοίγματος μιας μετοχής**

Κάθε τιμή εμφανιζόμενη σε υφιστάμενες (ανεκτέλεστες) εντολές θεωρείται από το σύστημα υποψήφια τιμή ανοίγματος. Για κάθε υποψήφια τιμή ανοίγματος υπολογίζεται από το σύστημα:

α) το άθροισμα των προσφερόμενων τεμαχίων, των υφιστάμενων εντολών πώλησης με τιμή μικρότερη ή ίση από την συγκεκριμένη υποψήφια τιμή,

β) το άθροισμα των ζητούμενων τεμαχίων των υφιστάμενων εντολών αγορά που έχουν μεγαλύτερη ή ίση τιμή από τη συγκεκριμένη υποψήφια τιμή και

γ) ο υποψήφιος όγκος συναλλαγής που αντιστοιχεί στο μικρότερο από τα αντίστοιχα αθροίσματα α και β.

Ως τιμή ανοίγματος επιλέγεται εκ των υποψηφίων τιμών ανοίγματος αυτή με τον μεγαλύτερο υποψήφιο όγκο συναλλαγής.

Για τον προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος μιας μετοχής που διαπραγματεύεται στο σύστημα πρέπει να εισαχθούν σε αυτό μια τουλάχιστον εντολή αγοράς ή πώλησης σε ορισμένη τιμή.

Κατά τον προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος:

α) Οι ανοιχτές εντολές (χωρίς όριο τιμής) εκτελούνται κατά προτεραιότητα έναντι εκείνων που δόθηκαν σε ορισμένη τιμή.

β) Οι ανοιχτές εντολές που έμειναν εξ ολοκλήρου ανεκτέλεστες, ακυρώνονται και επανεισάγονται στο σύστημα εφόσον ισχύουν.

γ) Οι ανοιχτές εντολές που εκτελέστηκαν εν μέρει, παραμένουν στο σύστημα ως εντολές σε ορισμένη τιμή, που είναι η τιμή ανοίγματος.

### **5.8. Ο τρόπος υπολογισμού της τιμής κλεισίματος των μετοχών**

Ο τρόπος υπολογισμού της τιμής κλεισίματος των μετοχών αποτελεί βασικό παράγοντα χειραγώγησης των τιμών. Η τιμή κλεισίματος θα πρέπει να ορίζεται ακολουθώντας συγκεκριμένες διαδικασίες με βάση τα εξής:

- Την τελευταία πράξη,

- Τον μέσο όρο ενός αριθμού από τις τελευταίες πράξεις,
- Τον μέσο ενός ποσοστού πράξεων που διενεργήθηκαν κατά την διάρκεια της συνεδρίασης,
- Τον μέσο όρο πράξεων μιας συγκεκριμένης περιόδου της κανονικής συνεδρίασης.

Επίσης ενώ μέχρι στιγμής στο ΟΑΣΗΣ υπάρχουν τρία επίπεδα – διαβαθμίσεις χρηστών – που σχετίζονται με το ύψος των πράξεων τα επίπεδα αυτά θα αυξηθούν σε πέντε, αναλόγως του ύψους και της σοβαρότητας των πράξεων αυτών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>**

### ***Κύρια αγορά του Χ.Α.Α.***

#### ***6.1. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α.***

##### **1. Ελάχιστο μέγεθος εταιρίας**

- Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 12.000.000 €.

Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισηγμένες.

Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ύστερα από εισήγηση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται.

##### **2. Διάρκεια και κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας**

- Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως Ανώνυμη Εταιρία, για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α. και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

- Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις οι καταστάσεις αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

##### **3. Εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο**

Με απόφαση της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει, ύστερα από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., την εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδυτών και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι αυτό σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α.

Υπό τις προϋποθέσεις αυτές η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται, ιδίως στις ακόλουθες περιπτώσεις:

α) Εφόσον ποσοστό άνω του 90% του ενεργητικού της εταιρίας είναι επενδεδυμένο σε μετοχές μιας ή περισσοτέρων εταιριών, μία τουλάχιστον από τις οποίες είναι θυγατρική της και πληροί τα προϋποθέσεις τις τριετούς διάρκειας και της ικανοποιητικής περιουσιακής διάρθρωσης με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

β) Εφόσον η αιτούσα εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση, διάσπαση ή απόσχιση κλάδου και τουλάχιστον μία από τις εταιρίες που συγχωνεύθηκαν ή η εταιρία που διασπάσθηκε ή η εταιρία από την οποία έγινε η απόσχιση κλάδου πληρούσε τις παραπάνω προϋποθέσεις κατά το χρόνο της συγχώνευσης, διάσπασης ή απόσχισης κλάδου.

#### **4. Φορολογικός έλεγχος**

Η εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κατά το χρόνο της υποβολής της αίτησης εισαγωγής της.

Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.

Αν η εταιρεία δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.

### **5. Εισαγωγή μετοχών με δημόσια εγγραφή και παράλληλη διάθεση μετοχών χωρίς δημόσια εγγραφή σε περιορισμένο κύκλο προσώπων**

Σε περίπτωση εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. με δημόσια εγγραφή, μέρος των εκδιδόμενων νέων ή των υφιστάμενων μετοχών μπορεί να μη διατίθεται με δημόσια εγγραφή υπό τις εξής προϋποθέσεις:

- Η τιμή διάθεσης των μετοχών που δε διατίθενται με δημόσια εγγραφή, εξαιρουμένων αυτών που διατίθενται σε εργαζόμενους της εκδότριας εταιρίας, δε θα είναι κατώτερη της τιμής στην οποία διατίθενται οι μετοχές με δημόσια εγγραφή.
- Η ανάληψη των μετοχών, αν πρόκειται για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, που δεν διατίθενται με δημόσια εγγραφή, η καταβολή του ποσού της αύξησης και η πιστοποίηση της καταβολής του πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής.

Στην περίπτωση αυτή η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει υποβάλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. κατάλογο προσώπων που ανέλαβαν τις μετοχές που δε διατέθηκαν σε δημόσια εγγραφή και κατέβαλαν την αξία τους. Ο κατάλογος αυτός πρέπει να περιέχει το ονοματεπώνυμο, τη διεύθυνση κατοικίας, τον αριθμό αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου, τον αριθμό των μετοχών που αποκτήθηκαν και την καταβληθείσα αξία τους.

- Προκειμένου για την εισαγωγή μετοχών εταιριών με συνολική κεφαλαιοποίηση – βάσει της τιμής διάθεσης των μετοχών στη δημόσια εγγραφή - που δεν υπερβαίνει τα 240.000.000 €, οι μετοχές που δε διατίθενται σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το ποσοστό 5% των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.



Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφασή της να επιτρέπει τη διάθεση χωρίς δημόσια εγγραφή αριθμού μετοχών που υπερβαίνει το ποσοστό αυτό και σε εταιρίες με συνολική κεφαλαιοποίηση μικρότερη των 240.000.000 € και ιδίως αν πρόκειται για διάθεση μετοχών εταιρίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με βάση την τιμή διάθεσης των μετοχών στη δημόσια εγγραφή ή για διάθεση μετοχών σε αγορές του εξωτερικού.

Η εκδότρια εταιρία που εισάγει για πρώτη φορά μετοχές της στο Χρηματιστήριο επιτρέπεται να διαθέτει σε δημόσια εγγραφή προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές μόνο, εάν και πριν από τη δημόσια εγγραφή είχε εκδώσει τέτοιες μετοχές.

Η αναλογία των κοινών μετοχών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή προς τις προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή, δεν επιτρέπεται να είναι σε βάρος των κοινών μετοχών ως προς την αναλογία τους προς τις προνομιούχες μετοχές της εταιρίας πριν από την ημερομηνία έναρξης της δημόσιας εγγραφής.

#### **6. Διασπορά μετοχών**

α) Το αργότερο κατά το χρόνο λήψεως της απόφασης από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου για την εισαγωγή, πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό εντός της Ελληνικής Επικράτειας ή της επικράτειας άλλου ή άλλων Κρατών – Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές, που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Θεωρείται επίσης επαρκής η διασπορά, όταν λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό διασφαλίζεται και με

μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι μικρότερο του 5%, η ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό, απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α., σε 2000 τουλάχιστον πρόσωπα σε κάθε περίπτωση.

Στα πρόσωπα αυτά δεν περιλαμβάνονται εκείνα που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του αριθμού των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α.

Η εταιρία υποχρεούται να υποβάλλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση των μετόχων ή των προσώπων στα οποία κατανέμονται οι μετοχές κατά τη δημόσια εγγραφή, στην οποία αναγράφονται το ονοματεπώνυμο, η διεύθυνση κατοικίας, ο αριθμός αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου και ο αριθμός των μετοχών που κατέχει κάθε μέτοχος ή που αποκτά κάθε επενδυτής που συμμετείχε στη δημόσια εγγραφή.

β) Κατ' εξαίρεση επιτρέπεται η εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο πριν την επίτευξη επαρκούς διασποράς, αν το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. έχει την πεποίθηση βάσει των στοιχείων που προσκομίζουν ο ανάδοχος και η εκδότρια εταιρία καθώς και οι μέτοχοί της προκειμένου περί διαθέσεως υφισταμένων μετοχών και των δεσμεύσεων που τα πρόσωπα αυτά αναλαμβάνουν, από κοινού ή καθένα χωριστά, έναντι των χρηματιστηριακών αρχών και του επενδυτικού κοινού, ότι η διασπορά αυτή πρόκειται να επιτευχθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα μέσω του Χρηματιστηρίου.

Η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου λαμβάνεται, ιδίως, αν πρόκειται από τα στοιχεία που υποβάλλονται, ότι ο αριθμός των επενδυτών οι οποίοι επιθυμούν να

επενδύσουν σε μετοχές της εταιρίας, με ή και χωρίς δημόσια εγγραφή, και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της που πρόκειται να κατανεμηθεί βάσει των στοιχείων αυτών στο ευρύ επενδυτικό κοινό ικανοποιούν τους όρους και τις προϋποθέσεις περί επαρκούς διασποράς, που τίθενται στην περίπτωση α.

Προκειμένου περί εισαγωγής μετοχών που δεν προέρχονται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, η μεταβίβασή τους από τον πωλητή στους επενδυτές διενεργείται με χρηματιστηριακή συναλλαγή κατά τη διαδικασία που ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Αν δεν επιτευχθεί επαρκής διασπορά μέσω του Χρηματιστηρίου, η διαπραγμάτευση των μετοχών αίρεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

Στην περίπτωση αυτή ο ανάδοχος και η εκδότρια εταιρία, καθώς και οι πωλητές, αν πρόκειται περί διαθέσεως υφισταμένων μετοχών, ευθύνονται εξ ολοκλήρου έναντι των επενδυτών που έχουν αποκτήσει ή αναλάβει τίτλους της εκδότριας εταιρίας, ενόψει της εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο, για κάθε θετική ζημιά που οι επενδυτές υπέστησαν συνεπεία της μη επίτευξης επαρκούς διασποράς.

γ) Σε περίπτωση αιτήσεως εισαγωγής στο Χ.Α.Α. συμπληρωματικής σειράς μετοχών της ίδιας κατηγορίας το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να κρίνει αν η διασπορά στο κοινό των μετοχών είναι επαρκής σε σχέση με το σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί και όχι μόνο ως προς τη συμπληρωματική σειρά.

δ) Αν οι μετοχές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών ενός ή περισσότερων Κρατών μη Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί κατά παρέκκλιση των όσων ανωτέρω ορίζονται να επιτρέψει την εισαγωγή, όταν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής κατά την κρίση του, διασπορά στο κοινό στα Τρίτα Κράτη, όπου είναι εισηγμένες.

## **7. Εισαγωγή μετοχών της αυτής κατηγορίας**

Η αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α.Α. πρέπει σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί.

Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών στο Χ.Α.Α.

## **8. Ενημερωτικό δελτίο**

Η εταιρία πρέπει σε ικανοποιητικό χρονικό διάστημα πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό να δημοσιεύσει «Ενημερωτικό Δελτίο» (Prospectus) σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/85 και το «Πρότυπο Ενημερωτικό Δελτίο» που εγκρίθηκε το Νοέμβριο 1996 από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το περιεχόμενο του «Ενημερωτικού Δελτίου» πρέπει να εγκριθεί από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

Το Ενημερωτικό Δελτίο υπογράφεται από τον εκδότη των κινητών αξιών και τον ανάδοχο έκδοσης.

Εάν υπάρχουν περισσότεροι του ενός ανάδοχοι, αρκεί η υπογραφή του από τον οριζόμενο ως κύριο ανάδοχο.

Το Ενημερωτικό Δελτίο, στην περίπτωση εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. χωρίς δημόσια εγγραφή, υπογράφεται από την εκδότρια εταιρία και από το Πιστωτικό Ίδρυμα ή Ε.Π.Ε.Υ. και μπορεί να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου σύμφωνα με το Ν. 2396/1996.

Το Πιστωτικό Ίδρυμα ή η Ε.Π.Ε.Υ. που υπογράφουν το Ενημερωτικό Δελτίο, ορίζουν την τιμή εισαγωγής των μετοχών, η οποία αναγγέλλεται το αργότερο μέχρι την προηγούμενη της έναρξης της διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.Α. και ευθύνονται εξολοκλήρου με την εκδότρια εταιρία έναντι αυτών που απέκτησαν μετοχές της εταιρίας κατά τον πρώτο μήνα από την έναρξη διαπραγμάτευσής τους.

## **9. Διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή**

α) Η διάθεση με δημόσια εγγραφή νέων ή υφιστάμενων μετοχών πραγματοποιείται μόνο μέσω πιστωτικών ιδρυμάτων ή επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου.

Ο ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και αγοράζει τις μετοχές, που ενδεχομένως δε θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής αυτών στο Χρηματιστήριο.

β) Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας ύστερα από εισήγηση της Τράπεζας της Ελλάδος και του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καταρτίζεται Κανονισμός Αναδόχων, με τον οποίο ρυθμίζονται θέματα που αφορούν τις υποχρεώσεις και την εν γένει συμπεριφορά των εταιριών που παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής, έκδοσης και διάθεσης του συνόλου ή μέρους τίτλων καθώς και υπηρεσίες συνδεόμενες με την αναδοχή έκδοσης και διάθεσης.

## **10. Τιμή διάθεσης μετοχών**

Ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής διάθεσης των μετοχών, που διατίθενται με δημόσια εγγραφή, αποτελεί υποχρεωτικά περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.

Η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε προ της έναρξης της δημόσιας εγγραφής είτε μετά το πέρας αυτής, εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building).

Εάν η τιμή καθορίζεται προ της έναρξης της δημόσιας εγγραφής, αυτή είτε αναγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο είτε αναγγέλλεται το αργότερο την προηγούμενη μέρα της έναρξης της δημόσιας εγγραφής.

Εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών, ο ανάδοχος ανακοινώνει ένα εύρος τιμών της μετοχής, το αργότερο την προηγούμενη ημέρα της έναρξης της δημόσιας εγγραφής.

Η τελική τιμή καθορίζεται από τον ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. της ημέρας εκείνης.

Η τιμή διάθεσης μετοχών στους επενδυτές, που δε συμμετείχαν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών, αναγγέλλεται σύμφωνα με τα οριζόμενα παραπάνω και μπορεί να είναι η κατώτερη του ανακοινωθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερης αυτής, δε μπορεί όμως να υπερβαίνει την ανακοινωθείσα από τον ανάδοχο τελική τιμή για τους συμμετασχόντες στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, καθορίζεται το ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη. Το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να είναι ανώτερο του 15%.

### **11. Σταθεροποίηση τιμής εισηγμένων μετοχών**

α) Μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχών στο Χ.Α.Α. ο κύριος ανάδοχος μπορεί να διενεργεί χρηματιστηριακές πράξεις με σκοπό τη σταθεροποίηση της Χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών αυτών, εφόσον έχει δηλώσει ρητώς στο ενημερωτικό δελτίο ότι ενδέχεται να διενεργήσει πράξεις για τη σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών.

Η δυνατότητα αυτή παρέχεται για τρεις (3) μήνες από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών.

β) Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου εφαρμόζονται αναλόγως και σε περίπτωση διενέργειας δημόσιας εγγραφής μετοχών εταιριών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. ή ύστερα από άδεια της Επιτροπής

Κεφαλαιαγοράς σε περιπτώσεις διάθεσης στο επενδυτικό κοινό σημαντικού ποσοστού μετοχών.

γ) Ο κύριος ανάδοχος μπορεί επίσης να διενεργεί πράξεις σταθεροποίησης της τιμής των μετοχών ή τίτλων παραστατικών μετοχών σε χρηματιστηριακές αγορές αλλοδαπής, εφόσον πρόκειται για μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

## **6.2. Απαιτούμενα δικαιολογητικά για την εισαγωγή μετοχών**

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. προκειμένου να αποφασίσει για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών ανωνύμων εταιριών στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. λαμβάνει υπόψη και τα ακόλουθα στοιχεία τα οποία πρέπει να υποβάλλονται από την ενδιαφερόμενη εταιρία:

1. Αίτηση του Δ.Σ. της εταιρίας που θα συνοδεύεται από τα πρακτικά της Γενικής Συνέλευσης στην οποία αποφασίστηκε η εισαγωγή των μετοχών στο Χ.Α.Α..
2. Επιστολή του κυρίου αναδόχου όπου θα κάνει γνωστό στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. ότι αναλαμβάνει το ρόλο του κυρίου αναδόχου της έκδοσης και ότι έχει υπογραφεί η σχετική συμφωνία αναδοχής. Επίσης στην επιστολή του ο κύριος ανάδοχος θα κάνει μια αρχική εκτίμηση των εσόδων έκδοσης από τη δημόσια εγγραφή της εταιρίας.
3. Κωδικοποιημένο καταστατικό της εταιρίας, καθώς και τα φύλλα Εφημερίδας της Κυβερνήσεως στα οποία δημοσιεύθηκε το αρχικό καταστατικό και οι τροποποιήσεις του κατά την τελευταία τριετία.
4. Οικονομικές καταστάσεις των τριών τελευταίων χρήσεων της εταιρίας και τυχόν ενοποιημένες καταστάσεις, ελεγμένες από

Ορκωτό Ελεγκτή που συνοδεύονται από τα προσαρτήματα, καθώς και από τις εκθέσεις διαχείρισης του Δ.Σ. της εταιρίας .

5. Κατάσταση με τα ονόματα των μελών του Δ.Σ. της εταιρίας καθώς των κυριότερων μετόχων της κατά τα τελευταία 3 έτη.
6. Κατάσταση που να εμφανίζει την εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου και τους λόγους μεταβολής του από την ίδρυση της εταιρίας μέχρι και την ημέρα υποβολής της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α. καθώς και τον αριθμό των μετοχών (χωριστά για τις κοινές και προνομιούχες) που διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας.
7. Πίνακας δαπανών προσωπικού ανά έτος και κατηγορία απασχόλησης κατά την τελευταία τριετία. Ειδική αναφορά στις αμοιβές που έλαβαν τα μέλη του Δ.Σ. της εταιρίας για την ιδιότητά τους αυτή, αλλά και τυχόν άλλες υπηρεσίες τους και οι αμοιβές τους σε περίπτωση υπαλληλικής σχέσης με την εταιρία σε χρήμα ή σε είδος, καθώς και οποιαδήποτε συναλλαγή μεταξύ των μελών του Δ.Σ. της εταιρίας άνω των 30.000 €.
8. Αντίγραφο των εκθέσεων του φορολογικού ελέγχου για τις τρεις τελευταίες χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αιτήσεως εισαγωγής στο Χ.Α.Α. έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.
9. Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να δηλώσει τις τυχόν συμμετοχές των μελών του, των κυρίων μετόχων της εταιρίας (ποσοστό συμμετοχής ίσο ή μεγαλύτερο του 10%) και της ίδιας



της εταιρίας σε άλλες εταιρίες, την ύπαρξη ειδικού συμφωνητικού συνεργασίας, τη μορφή και τα ποσοστά συμμετοχής και τις τυχόν διεταιρικές συναλλαγές της εταιρίας. Επίσης, η εταιρία έχει υποχρέωση να καταθέτει ισολογισμούς των δύο τελευταίων χρήσεων των επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει εφόσον η λογιστική αξία της συμμετοχής αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το 10% των κεφαλαίων ή μετέχει με 10% τουλάχιστον στα καθαρά αποτελέσματα της εκδότριας εταιρίας.

10. Νομικός, λογιστικός και οικονομικός έλεγχος από νομικό και Ορκωτό ελεγκτή που δεν συνδέονται με τον εκδότη των κινητών αξιών.
11. Επιστολή (ή επιστολές) από τον (ή τους) ελεγκτές των δύο τελευταίων χρήσεων με την οποία θα ενημερώνεται το Δ.Σ. του Χ.Α.Α..
  - α) αν η εκδότρια εταιρία διαθέτει αξιόπιστο σύστημα εσωτερικού ελέγχου
  - β) εάν υπήρξαν διαφωνίες μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας και του ελεγκτή ή των ελεγκτών.
12. Επιστολή με την οποία η εκδότρια εταιρία θα γνωρίζει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. την οικονομική εφορία και το ΑΦΜ των μελών του Δ.Σ. της εταιρίας και των συντακτών του ενημερωτικού δελτίου.
13. Επιστολή με την οποία τα μέλη του Δ.Σ. της εκδότριας εταιρίας θα δηλώνουν ενυπόγραφα ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. Επιπρόσθετα στην επιστολή θα δηλώνεται ο αντίκλητος της εταιρίας.
14. Για τις βιομηχανικές εταιρίες κυρωμένα αντίγραφα των δελτίων βιομηχανικής κίνησης και δραστηριότητας του Ν. 858/1979 των

δύο τελευταίων χρήσεων, με τα στοιχεία που ορίζονται κάθε φορά από το αρμόδιο Υπουργείο.

15. Δεκατρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου της έκδοσης (επισυνάπτονται τα προσαρτήματα, ο νομικός, ο λογιστικός και οικονομικός έλεγχος).

16. Επίσης η εταιρία ενημερώνει το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. εάν έχει υποβάλει μέχρι σήμερα παρόμοια αίτηση σε Χρηματιστήριο Αξιών άλλου κράτους και αν πρόκειται να υποβάλλει στο προσεχές μέλλον. Εκτός από τα παραπάνω στοιχεία το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να ζητήσει και κάθε άλλη διευκρίνιση ή συμπληρωματική πληροφορία. Όταν για μια και την αυτή κινητή αξία ταυτόχρονα ή σε παραπλήσια χρονικά διαστήματα υποβάλλονται αιτήσεις εισαγωγής εκτός του Χ.Α.Α. και σε άλλο ή άλλα Χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. επικοινωνεί με τις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών – μελών προκειμένου να ληφθούν τα απαραίτητα μέτρα για να επιταχυνθεί η διαδικασία και να απλουστευτούν οι διατυπώσεις που απαιτούνται για την εισαγωγή κινητής αξίας.

### **6.3. Διαδικασία εισαγωγής μετοχών στην Κ.Α. του Χ.Α.Α**

Εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής των εταιριών και των μετοχών τους στο Χ.Α.Α. το Δ.Σ. αποφασίζει μέσα σε 6 μήνες για την εισαγωγή ή όχι της εταιρίας για διαπραγμάτευση. Αν μέσα στο χρονικό αυτό διάστημα ζητηθούν συμπληρωματικές πληροφορίες ο χρόνος για τη λήψη της σχετικής απόφασης από το Δ.Σ. θα υπολογίζεται με αρχή την ημερομηνία υποβολής των συμπληρωματικών στοιχείων.

Η απόφαση εισαγωγής λαμβάνεται με πλειοψηφία 3/5 του συνόλου των μελών του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και ισχύει για ένα τρίμηνο. Το θέμα

επανεξετάζεται αν η εισαγωγή δεν πραγματοποιηθεί μέσα στο διάστημα αυτό.

Παρά ταύτα το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να απορρίπτει αίτηση εισαγωγής κινητών αξιών, αν κατά τη γνώμη του, η κατάσταση του εκδότη είναι τέτοια ώστε η εισαγωγή τους να είναι αντίθετη προς τα συμφέροντα των επενδυτών. Επίσης το Δ.Σ. μπορεί να εξαρτά την εισαγωγή κινητών αξιών στο χρηματιστήριο από οποιοδήποτε άλλο ειδικό όρο κρίνει αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών. Τέλος το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου μπορεί να αρνηθεί την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. κινητών αξιών που έχουν ήδη εισαχθεί σε Χρηματιστήριο άλλου ή άλλων Κρατών – Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όταν ο εκδότης δεν τηρεί τις υποχρεώσεις του στο Χρηματιστήριο αυτού του Κράτους – μέλους. Σε περίπτωση απόρριψης χωρεί δικαίωμα προσφυγής στο Συμβούλιο Επικρατείας.

Μέσα σε έξι μήνες από την αίτηση εισαγωγής μιας κινητής αξίας το Δ.Σ. υποχρεούται να κοινοποιήσει την απόφασή του στον αιτούντα εκτός αν εντός των έξι μηνών ζητήσει συμπληρωματικές πληροφορίες, οπότε η απόφαση κοινοποιείται εντός των επόμενων έξι μηνών από την παροχή συμπληρωματικών πληροφοριών από τον αιτούντα.

Αν η απόφαση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου δεν εκδοθεί εντός των παραπάνω προθεσμιών, θεωρείται σιωπηρή απόφαση απόρριψης της αίτησης εισαγωγής.

Ανάδοχοι εκδόσεων μπορούν να αναλάβουν μόνο Τράπεζες και Ε.Π.Ε.Υ. με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 3.000.000 €. Αυτοί μπορούν να αναλάβουν και συμβουλευτικό ρόλο σε νέες εκδόσεις. Η διάρκεια των δημόσιων εγγραφών έχει καθοριστεί από την Ε.Κ. σε 4 ημέρες για την Κύρια Αγορά και 3 για την Παράλληλη Αγορά. Το ελάχιστο ύψος κεφαλαίου που διατίθεται με δημόσια εγγραφή είναι 1.200.000 €.

Σε περίπτωση που εκδίδονται με δημόσια εγγραφή κοινές και προνομιούχες μετοχές, οι ανάδοχοι της έκδοσης δέχονται αιτήσεις χωριστά για τις κοινές και προνομιούχες μετοχές.

#### **6.4. Ξένες εταιρίες στο Χ.Α.Α.**

##### **6.4.1. Εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

Ισχύουν γι αυτές όλες οι προϋποθέσεις που ισχύουν για τις ελληνικές επιχειρήσεις και το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. συνεργάζεται με τις αρμόδιες αρχές των Κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης προκειμένου να επισπευσθεί η διαδικασία εισαγωγής των μετοχών που είναι ήδη εισαγμένες στα κράτη αυτά.

Το Π.Δ. 50/92 απαλλάσσει την εκδότρια εταιρία από την υποχρέωση δημοσίευσης Ενημερωτικού Δελτίου, εφόσον οι μετοχές στις οποίες αναφέρεται έχουν εισαχθεί σε Χρηματιστήριο άλλου κράτους μέλους της Ε.Ε. κατά τους έξι τελευταίους μήνες πριν από την ημερομηνία αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α..

Ακόμη απαλλάσσονται από την υποχρέωση δημοσίευσης Ενημερωτικού Δελτίου οι εταιρίες υποβάλλουν ταυτόχρονα ή με διαφορά το πολύ τριών μηνών αίτηση εισαγωγής σε άλλο κράτος μέλος της Ε.Ε. Και στις δύο περιπτώσεις απαλλαγής απαιτείται η μετάφραση του Δελτίου στα ελληνικά, ενώ το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να ζητήσει συμπληρωματικές πληροφορίες σχετικά με τη φορολογική μεταχείριση των εισοδημάτων που προκύπτουν από τις εκδιδόμενες μετοχές, την πληρωμή των μερισμάτων καθώς και τον τρόπο δημοσίευσης των πληροφοριών προς το επενδυτικό κοινό.

Οι τίτλοι μετοχών εισάγονται στο Χ.Α.Α. αν ο εκδότης αυτών πληροί τις προϋποθέσεις που αναφέρονται παραπάνω και αν η έκδοση των παραστατικών αυτών είναι σύμφωνη με την ισχύουσα νομοθεσία. Παρά

ταύτα το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να απορρίπτει αίτηση εισαγωγής μετοχών, αν κατά τη γνώμη του η κατάσταση του εκδότη είναι τέτοια ώστε η εισαγωγή τους να είναι αντίθετη προς τα συμφέροντα των επενδυτών. Επίσης το Δ.Σ. μπορεί να εξαρτά την εισαγωγή μετοχών στο Χ.Α.Α. από οποιοδήποτε άλλο ειδικό όρο κρίνει αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να αρνηθεί την εισαγωγή μετοχών ήδη εισαγμένων σε κάποιο άλλο κράτος μέλος, εφόσον ο εκδότης τους δεν είναι συνεπής προς τις υποχρεώσεις του στο κράτος αυτό. Κατά των αποφάσεων άρνησης εισαγωγής μετοχών στο χρηματιστήριο χωρεί αίτηση ακύρωσης αυτών στο Συμβούλιο Επικρατείας.

Μέσα σε έξι μήνες από την αίτηση εισαγωγής μετοχών το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. έχει την υποχρέωση να κοινοποιήσει την απόφασή του στον αιτούντα. Αν η απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. δεν εκδοθεί μέσα σε έξι μήνες, θεωρείται σιωπηρή απόφαση απόρριψης της αίτησης εισαγωγής, η οποία υπόκειται σε αίτηση ακύρωσης ενώπιον του Συμβουλίου Επικρατείας.

Η εμφάνιση των μετοχών μιας εταιρίας με έδρα κράτος μέλος της Ε.Ε. για την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. απαιτείται να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν σ' αυτό το κράτος μέλος. Αν διαφέρουν από τις ισχύουσες στην Ελλάδα διατάξεις, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. το γνωστοποιεί στο ελληνικό επενδυτικό κοινό.

#### **6.4.2. Εταιρίες τρίτων χωρών**

Οι μετοχές εταιριών που βρίσκονται σε κράτη εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν μπορούν να εισαχθούν στο Χ.Α.Α. αν δεν είναι ήδη εισαγμένες στο Χρηματιστήριο της χώρας όπου επιδεικνύουν τη

μεγαλύτερη διασπορά και συναλλακτική κίνηση ή στο κράτος όπου βρίσκεται η καταστατική έδρα του εκδότη τους.

Ο εκδότης μετοχών ήδη εισαγμένων σε κράτη εκτός Ε.Ε. πρέπει να εξασφαλίσει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών, και όσον αφορά την εμφάνιση των μετοχών θα πρέπει αυτή να δίνει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα.

### **6.5. Προϋποθέσεις εισαγωγής ομολογιών**

Για να εισαχθούν ομολογίες που εκδίδονται από εταιρία απαιτούνται τα ακόλουθα:

1. Η νομική κατάσταση του εκδότη πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους που αναφέρονται στον τρόπο ίδρυσης και λειτουργίας του.
2. Η νομική κατάσταση των ομολογιών της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς που υπάρχουν και πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.
3. Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τουλάχιστον τρεις διαδοχικούς ισολογισμούς, οι οποίοι φέρουν πιστοποιητικά ελέγχου Ορκωτών Ελεγκτών.
4. Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων 6.000.000 € με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Επίσης πρέπει να πληρεί τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών που αναφέρονται στη διάρκεια λειτουργίας της και στην περιουσιακή διάρθρωσή της.
5. Το ύψος του εκδιδόμενου δανείου μαζί με τυχόν ανεξόφλητα δάνεια κατά το χρόνο έκδοσης του δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνουν το μισό των ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας εταιρίας. Εξαιρούνται τα ομολογιακά δάνεια τα οποία εγγυάται Τράπεζα

κράτους – μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) ή Κράτος – μέλος της Ε.Ε..

6. Σε περίπτωση έκδοσης ομολογιών με δημόσια εγγραφή, η εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών για την κάλυψη της έκδοσης. Η διάταξη αυτή δεν εφαρμόζεται σε περίπτωση συνεχούς έκδοσης ομολογιών, όταν η ημερομηνία λήξης της περιόδου εγγραφών για την κάλυψη της έκδοσης δεν είναι καθορισμένη.
7. Η αίτηση εισαγωγής των ομολογιών ενός ομολογιακού δανείου πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες της αυτής έκδοσης και δεν είναι δυνατή η εισαγωγή μέρους αυτής.
8. Επίσης μπορούν να εισαχθούν στο Χ.Α.Α. οι μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες και τα παραστατικά δικαιώματα για απόκτηση ομολογιών (warrants) μόνον αν οι μετοχές στις οποίες αναφέρονται έχουν προηγουμένως εισαχθεί ή εισάγονται ταυτόχρονα στο Χ.Α.Α.

Για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. ομολογιών που έχουν εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο, τα ΝΠΔΔ, τους Δήμους και Κοινότητες, Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης αυτών ή από Διεθνείς Οργανισμούς Δημοσίου χαρακτήρα, με έδρα κράτος – μέλος της Ε.Ε. απαιτείται:

1. Οι ομολογίες να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.
2. Η αίτηση για την εισαγωγή τους να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες της αυτής έκδοσης.
3. Αν προέρχονται από κράτος – μέλος της Ε.Ε. η έκδοσή τους να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν στο κράτος – μέλος. Επίσης αν εμφάνισή της δεν είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που

ισχύουν στην Ελλάδα, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. το γνωστοποιεί στο επενδυτικό κοινό.

Όσον αφορά την εμφάνιση ομολογιών που έχουν εκδοθεί από τρίτα κράτη (εκτός Ε.Ε.) ή από οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης αυτών ή από Διεθνείς Οργανισμούς που έχουν έδρα τρίτο κράτος (εκτός Ε.Ε.) πρέπει να παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα.

### **6.6. Διαδικασία εισαγωγής ομολογιών και απαιτούμενα δικαιολογητικά**

Η διαδικασία εισαγωγής ομολογιών εταιρίας στο Χ.Α.Α. είναι η ίδια με αυτήν που απαιτείται για την εισαγωγή μετοχών, όταν πρόκειται για δημόσια εγγραφή.

Ομολογίες όμως εισάγονται και με κάλυψή τους από ιδιωτική τοποθέτηση, οπότε δεν απαιτείται έγκριση της Ε.Κ. και η διαδικασία εισαγωγής επιταχύνεται.

Η κάλυψη του ομολογιακού δανείου με ιδιωτική τοποθέτηση γίνεται συνήθως από Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων δηλαδή από θεσμικούς επενδυτές.

Αυτό είναι και ένα από τα πλεονεκτήματα εισόδου του δανείου στο Χ.Α.Α. διότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν θα μπορούσαν, βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας, να το καλύψουν εξ ολοκλήρου, αν δεν ήταν εισαγμένο.

Για την εισαγωγή ομολογιών και ομολόγων που εκδίδονται από φορείς του Ελληνικού Δημοσίου η διαδικασία που ακολουθείται είναι απλή και απαιτείται μόνον ενημερωτική επιστολή προς το Χρηματιστήριο.

Τα απαιτούμενα δικαιολογητικά, που υποβάλλονται για την εισαγωγή ομολογιών εταιρίας στο Χ.Α.Α. είναι τα ίδια με αυτά που απαιτούνται για



την εισαγωγή μετοχών, εκτός εάν η εν λόγω εταιρία είναι ήδη εισαγμένη, οπότε δεν υποβάλλει πλήρη φάκελο με τα οικονομικά της στοιχεία, απλώς τον συμπληρώνει με ότι αφορά το ομολογιακό της δάνειο.

### **6.7. Υποχρεώσεις εταιριών των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α.**

Οι υποχρεώσεις των εταιριών προς το Χ.Α.Α. είναι οι ακόλουθες:

1. Να ανακοινώνουν στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. το σχέδιο τροποποίησης της συστατικής πράξης ή του καταστατικού της εταιρίας το αργότερο μέχρι την ημερομηνία σύγκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, κατά την οποία θα συζητηθεί η τροποποίηση αυτή.
2. Να ζητήσουν την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο των νέων εκδόσεων μετοχών της αυτής κατηγορίας με εκείνες που είναι εισαγμένες, σε περίπτωση της αυτής κατηγορίας με εκείνες που είναι εισαγμένες, σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου και κάλυψης αυτού με δημόσια εγγραφή.
3. Οι εταιρίες που προχωρούν σε αύξηση κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών πρέπει εντός δύο (2) μηνών από την ημέρας σύγκλησης της Γενικής Συνέλευσης να διανείμουν τις νέες μετοχές τους. Στις ανώνυμες μετοχές η αποκοπή της σχετικής μερισματοαπόδειξης πραγματοποιείται με την έναρξη διανομής των δωρεάν μετοχών, πλην των περιπτώσεων σύνθετων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.
4. Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με καταβολή μετρητών οι εταιρίες πρέπει να διανείμουν τις νέες μετοχές εντός δύο (2) μηνών από την λήξη της περιόδου των εγγραφών.

5. Υποχρεούνται να δημοσιεύουν στην ελληνική γλώσσα εξαμηνιαία οικονομική κατάσταση (που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τη δραστηριότητα και τα αποτελέσματά τους) για κάθε εξάμηνο κάθε οικονομικής χρήσης. Για το δεύτερο εξάμηνο δικαιούνται να υποβάλλουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Οι καταστάσεις δημοσιεύονται εντός 2 μηνών από τη λήξη της περιόδου στην οποία αναφέρονται σε μία ή περισσότερες εφημερίδες εθνικής και μεγάλης κυκλοφορίας, εκτός από τις εκθέσεις των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου που δημοσιεύονται μέσα σε ένα μήνα. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας ή απρόβλεπτων γεγονότων που αιτιολογούνται δεόντως, η Ε.Κ. ύστερα από αίτηση της ενδιαφερόμενης εταιρίας, μπορεί να παρατείνει την προθεσμία δημοσίευσης το πολύ ένα μήνα. Εταιρίες που έχουν υποχρέωση να καταρτίζουν ενοποιημένες καταστάσεις, θα καταρτίζουν τις παραπάνω καταστάσεις τόσο σε ενοποιημένη όσο και μη ενοποιημένη βάση. Εξαιρείται των παραπάνω υποχρεώσεων η Τράπεζα της Ελλάδος. Αρχίζοντας από το τρίμηνο που έληξε στις 30/9/1997 καταρτίζονται οικονομικές καταστάσεις για το πρώτο και τρίτο τρίμηνο κάθε οικονομικής χρήσης.
6. Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι σύμφωνες με το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και να περιέχουν υποχρεωτικά τις πληροφορίες που το σχέδιο αυτό προβλέπει και οι οποίες ελέγχονται από Ορκωτό Ελεγκτή. Ο τελευταίος σε περίπτωση που δεν τηρούνται τα ανωτέρω δίνει τα στοιχεία που δεν συμφωνούν με τον τύπο του Λογιστικού Σχεδίου και τις πληροφορίες που παραλείπονται. Δημοσιεύονται ο Ισολογισμός, ο Λογαριασμός «Αποτελέσματα Χρήσεως», Πίνακας Διαθέσεως Αποτελεσμάτων και το Πιστοποιητικό Ορκωτού Ελεγκτή.

Δέκα ημέρες πριν από την τακτική Γενική Συνέλευση κάθε μέτοχος μπορεί να πάρει από την εταιρία τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καθώς και τις σχετικές εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτών. Οι εταιρίες πρέπει να δίνουν στο κοινό λεπτομερείς συμπληρωματικές πληροφορίες, αν οι καταστάσεις αυτές δεν είναι σύμφωνες με τις διατάξεις των οδηγιών του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης και δεν δίνουν πιστή εικόνα της περιουσιακής και οικονομικής τους κατάστασης και των οικονομικών τους αποτελεσμάτων.

7. Οι εταιρίες πρέπει να αποστέλλουν στο Χ.Α.Α. ικανοποιητικό αριθμό Ισολογισμών, με τις εκθέσεις του Δ.Σ. της εταιρίας.
8. Να γνωστοποιούν το συντομότερο δυνατό στο κοινό τα νέα σημαντικά γεγονότα που αφορούν την εταιρία και τη δραστηριότητά της, τα οποία δεν είναι προσιτά στο κοινό και τα οποία λόγω των επιπτώσεών τους στην οικονομική και περιουσιακή κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεων της εταιρίας, μπορούν να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να απαλλάσσει την εταιρία από την υποχρέωσή της αυτή, αν η ανακοίνωση ορισμένων πληροφοριών είναι δυνατό να προξενήσει ζημιά στα νόμιμα συμφέροντα της εταιρίας.
9. Κάθε φορά που ένα πρόσωπο αποκτά ή εκχωρεί, για οποιαδήποτε νομική αιτία μετοχές εισαγμένες στο Χ.Α.Α. και λόγω αυτής της απόκτησης ή εκχώρησης το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει, φθάνει ή υπερβαίνει το 10%, 20%, 1/3, 50%, 2/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας αυτής ή κατέρχεται κάτω από τα όρια αυτά, υποχρεούται να ενημερώνει την εταιρία και το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. σχετικά με το ποσοστό δικαιωμάτων

ψήφου καθώς και με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει. Η γνωστοποίηση γίνεται από το πρόσωπο που απέκτησε ή εκχώρησε τη συμμετοχή μέσα σε προθεσμία πέντε (5) ημερολογιακών ημερών.

Οι εταιρίες οφείλουν να ενημερώνουν το κοινό μόλις λάβουν γνώση των παραπάνω μεταβολών που επήλθαν ως προς τη διάρθρωση των συμμετοχών στο κεφάλαιό τους σε σχέση με τα αντίστοιχα στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί παλαιότερα.

Εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες εκτός από το Χ.Α.Α. και σε ένα ή περισσότερα Χρηματιστήρια Αξιών που λειτουργούν σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε. υποχρεούνται να δημοσιεύουν τις πληροφορίες μέσα σε εννέα (9) ημερολογιακές ημέρες και στα κράτη μέλη ανάλογα με τους όρους δημοσίευσης σ' αυτά. Η ενημέρωση του κοινού για την απόκτηση ή εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής επιτυγχάνεται με τη δημοσίευση των πληροφοριών αυτών στην ελληνική γλώσσα σε μια εφημερίδα εθνικής κυκλοφορίας, σε μια οικονομική εφημερίδα και στο Δελτίο του Χ.Α.Α.. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να επιτρέψει τη μη δημοσίευση τους αν κρίνει ότι η κοινολόγησή τους είναι αντίθετη προς το δημόσιο συμφέρον ή μπορεί να προκαλέσει σοβαρή ζημιά στις σχετικές εταιρίες, υπό τον όρο ότι η μη δημοσίευσή τους δεν παραπλανά το κοινό σχετικά με τα γεγονότα και τις περιστάσεις που είναι ουσιώδη για την εκτίμηση των μετοχών.

Οι κύριο μέτοχοι των νεοεισαγομένων εταιριών δηλώνουν ρητά στο Ενημερωτικό Δελτίο ότι αναλαμβάνουν τις ακόλουθες δεσμεύσεις:

1. Κατά τη διάρκεια των 12 πρώτων μηνών από την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχής στο Χ.Α.Α., κάθε μέτοχος που κατέχει περισσότερο από δέκα τοις εκατό (10%) των δικαιωμάτων ψήφου της

εκδότριας εταιρίες οφείλει να ενημερώνει το Χ.Α.Α. και την εταιρία για κάθε μεταβολή του δικαιώματος ψήφου ίση ή μεγαλύτερη από το 1,5% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου. Η ενημέρωση γίνεται το αργότερο μία ώρα πριν από την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. που ακολουθεί αμέσως μετά την τελευταία συναλλαγή που προκάλεσε τη μεταβολή.

2. Εξασφάλιση της ισοδυναμίας των πληροφοριών, που παρέχονται στην αγορά του Χ.Α.Α., από εταιρίες που είναι εισαγμένες και σε άλλα Χρηματιστήρια Αξιών που εδρεύουν ή λειτουργούν σε άλλα κράτη, εφόσον οι πληροφορίες αυτές μπορεί να έχουν σημασία για την εκτίμηση των μετοχών.

3. Γνωστοποίηση στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για την ίδρυση θυγατρικών επιχειρήσεων ή για την απόκτηση συμμετοχής σε άλλες – είτε ήδη υπάρχουσες είτε νεοϊδρυόμενες – εταιρίες, αμέσως μόλις ληφθεί η σχετική απόφαση.

4. Άμεση ενημέρωση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για κάθε απόφαση του Δ.Σ. της εταιρίας σχετικά με το προσεχές πρόγραμμα επενδύσεων καθώς και τη μερισματική πολιτική της εταιρίας.

5. Κοινοποίηση στο Χ.Α.Α. των αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων.

6. Έγγραφη ενημέρωση του Χ.Α.Α. α) για κάθε μεταβολή του Καταστατικού της εταιρίας και των μελών του Δ.Σ. της β) για την ημερομηνία και τον τόπο σύγκλησης των Γενικών Συνελεύσεων γ) για την ημερομηνία και τον τόπο πληρωμής του μερίσματος ή τυχόν προμερίσματος.

7. Στις ανώνυμες μετοχές η αποκοπή της σχετικής μερισματοπόδειξης πρέπει απαραίτητα να συνοδεύεται με τη διανομή μερίσματος.

8. Οι νεοεισαγόμενες εταιρίες που έχουν ανώνυμες μετοχές υποβάλλουν στο Χ.Α.Α. άκυρο αντίτυπο των οριστικών τίτλων της εταιρίας με τις απαραίτητες υπογραφές και σφραγίδες, όπως έχουν τεθεί στους τίτλους που κυκλοφορούν. Επίσης υποβάλλεται κατάσταση με την αρίθμηση των μετοχών και την κατανομή σε τίτλους απλούς ή πολλαπλούς.

9. Εταιρίες που έχουν την καταστατική τους έδρα εκτός Αθηνών πρέπει να γνωστοποιούν στο Χ.Α.Α. και τον Κυβερνητικό Επόπτη τον πληρεξούσιο και τον εξουσιοδοτημένο αντιπρόσωπό τους στην Αθήνα.

10. Εταιρίες υπό αναστολή για να επανεισαχθούν προς διαπραγμάτευση πρέπει να υποβάλλουν προς έγκριση στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. πλήρες Ενημερωτικό Δελτίο ή ισοδύναμο σημείωμα στο οποίο να εμφανίζεται η διασπορά των μετοχών η κύρια δραστηριότητά τους και οι λόγοι που δικαιολογούν τη βιωσιμότητα και τις προοπτικές αυτών.

Αν είναι ήδη εισαγμένες εταιρίες που αυξάνουν το κεφάλαιό τους με απορρόφηση, είτε εξαγοράς άλλης εταιρίας πρέπει να υποβάλλουν προς έγκριση Ενημερωτικό Δελτίο ή ισοδύναμο σημείωμα.

Επίσης σε περίπτωση απόσχισης κλάδου ή αλλαγής κύριας δραστηριότητας υποβάλλεται προς έγκριση Ενημερωτικό Δελτίο ή ισοδύναμο σημείωμα.

Οι υποχρεώσεις των εταιριών προς τους μετόχους είναι:

1. Εξασφάλιση ίσης μεταχείρισης
2. Παροχή όλων των αναγκαίων διευκολύνσεων και πληροφοριών για την άσκηση των δικαιωμάτων τους. Πρέπει οι εταιρίες να τους πληροφορούν για τη σύγκλιση των Γενικών Συνελεύσεων, να καθιστούν δυνατή την άσκηση του δικαιώματος ψήφου και να ανακοινώνουν τη διανομή και την πληρωμή των μερισμάτων. Ακόμη να τους πληροφορούν για πράξεις έκδοσης, διανομής,

εγγραφής, παραίτησης και μετατροπής των μετοχών. Αν η εταιρία δεν παρέχει η ίδια υπηρεσία στους μετόχους της για την πληρωμή μερισμάτων, την άσκηση δικαιωμάτων συμμετοχής σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ή άλλων οικονομικών δικαιωμάτων τους, οφείλει να ορίσει ένα χρηματοδοτικό οργανισμό σαν εντολοδόχο για το σκοπό αυτό.

3. Γνωστοποίηση κάθε τροποποίησης στα δικαιώματα που συνδέονται με τις διάφορες κατηγορίες μετοχών της εταιρίας καθώς και κάθε μεταβολής στη διάρθρωση των σημαντικών συμμετοχών στο κεφάλαιό της.

### **6.8. Υποχρεώσεις των εκδοτών ομολογιών**

Όταν λέμε εκδότες δανείων εννοούμε το Ελληνικό Δημόσιο, τα Ν.Π.Δ.Δ., τους Δήμους και Κοινότητες, άλλο Κράτος, Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης, Διεθνείς Οργανισμούς δημοσίου χαρακτήρος και εταιρίες που είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α.

Όλοι αυτοί έχουν υποχρέωση:

α) Να εξασφαλίζουν ίση μεταχείριση στους ομολογιούχους του ίδιου ομολογιακού δανείου ως προς όλα τα δικαιώματά τους, που συνδέονται με ομολογίες που κατέχουν και να δίνουν όλες τις αναγκαίες πληροφορίες και διευκολύνσεις για την άσκηση των δικαιωμάτων τους.

β) Να εξασφαλίζουν οι ίδιοι οι εκδότες ή να ορίζουν ένα Πιστωτικό Ίδρυμα (σαν εντολοδόχο), όπου οι ομολογιούχοι θα μπορούν να ασκούν τα οικονομικά τους δικαιώματα. Επίσης οφείλουν να δημοσιεύουν ανακοινώσεις σχετικά με την πληρωμή των τόκων, την εξόφληση ομολογιών, την συνέλευση των ομολογιούχων κ.λπ.

γ) Να εξασφαλίζουν την ισοδυναμία πληροφοριών στην αγορά του Χ.Α.Α., αν οι ομολογίες ενός δανείου είναι εισαγμένες και σε άλλα Χρηματιστήρια κρατών-μελών της Ε.Ε. ή τρίτων χωρών.

Αν ο εκδότης των ομολογιών είναι εταιρία έχει και τις παρακάτω υποχρεώσεις εκτός από τις προηγούμενες:

1. Να ανακοινώνει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. οποιαδήποτε τροποποίηση του καταστατικού της εταιρίας, που έχει επίπτωση στα δικαιώματα των ομολογιούχων της.

2. Να πληροφορεί το κοινό για κάθε τροποποίηση των δικαιωμάτων του, όταν αλλάζουν τα επιτόκια ή οι όροι έκδοσης του ομολογιακού δανείου ή τυχόν εκδίδονται νέες ομολογίες και τις υπάρχουσες εγγυήσεις.

3. Να γνωστοποιεί στο κοινό το συντομότερο δυνατό τις τελευταίες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και την τελευταία έκθεση διαχείρισης.

4. Αν η εταιρία καταρτίζει μαζί με τους μη ενοποιημένους λογαριασμούς και ενοποιημένους τους θέτει στη διάθεση του κοινού. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να επιτρέψει στην εταιρία να θέτει στη διάθεση του κοινού είτε μόνο τους ενοποιημένους είτε μόνο τους μη ενοποιημένους, αν οι λογαριασμοί που δεν θα τεθούν στη διάθεση του κοινού δεν περιέχουν σημαντικές συμπληρωματικές πληροφορίες.

5. Να γνωστοποιεί το συντομότερο δυνατό στο κοινό σημαντικά γεγονότα που αφορούν την εταιρία και τη δραστηριότητά της, που δεν είναι προσιτά στο κοινό και τα οποία δύναται να επηρεάσουν τη δυνατότητά της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να απαλλάσσει την εταιρία ύστερα από αίτησή της από την υποχρέωση αυτή, αν η ανακοίνωση ορισμένων πληροφοριών μπορεί να βλάψει τα νόμιμα συμφέροντα της εταιρίας.

6. Όταν η εισαγωγή αναφέρεται σε μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες ή παραστατικά προς κτήση ομολογιών, η εταιρία πληροφορεί



αμέσως το κοινό για κάθε τροποποίηση των δικαιωμάτων των διαφόρων κατηγοριών μετόχων στις οποίες αναφέρονται αυτές οι ομολογίες.

7. Η γνωστοποίηση των παραπάνω πληροφοριών επιτυγχάνεται με τη δημοσίευσή τους στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α.. Επίσης δημοσιεύεται σχετική ανακοίνωση σε μία ή περισσότερες πολιτικές εφημερίδες ευρείας κυκλοφορίας και σε μια οικονομική εφημερίδα ευρείας κυκλοφορίας που εκδίδονται στην Αθήνα και ορίζονται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ.

Γενικά ο εκδότης κινητών αξιών (μετοχών και ομολογιών) εισαγμένων στο Χ.Α.Α. πρέπει να παρέχει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. κάθε πληροφορία που αυτό κρίνει απαραίτητη για την προστασία των επενδυτών ή την καλή λειτουργία της αγοράς. Εφόσον υπάρχει ανάγκη προστασίας των επενδυτών ή για την καλή λειτουργία της αγοράς το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να απαιτεί από τον εκδότη να δημοσιεύσει ορισμένες πληροφορίες με τη μορφή και μέσα στην προθεσμία που αυτό κρίνει κατάλληλες. Αν ο εκδότης δεν συμμορφώνεται, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί μετά από ακρόασή του, να προβεί το ίδιο στη δημοσίευση αυτών των πληροφοριών.

### **6.9. Οικονομικές υποχρεώσεις εισαγμένων εταιριών**

Η εταιρία ή ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλλει στο Χ.Α.Α. τα ακόλουθα ποσά:

#### **α) Για μετοχές**

Το εφ' άπαξ ποσό δικαιώματος εισαγωγής είναι ποσοστό 0,4% επί της αξίας έκδοσης, με ελάχιστη καταβολή 6.000 €. Για την εισαγωγή μετοχών που προέρχονται από αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών το ποσοστό είναι 0,1% επί της αξίας έκδοσης. Τα δικαιώματα διαπραγμάτευσης ανά τρίμηνο υπολογίζονται με ποσοστά κυμαινόμενα

από 0,010% - 0,0015% επί της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας των εισαγμένων τίτλων, με βάση είτε την τιμή εισαγωγής (κατά την εισαγωγή μιας εταιρίας), είτε τη μέση τιμή των τίτλων της εταιρίας κατά τον τελευταίο μήνα του προηγούμενου τριμήνου.

Αναλυτικότερα:

- Ποσοστό 0,010% εφ' όσον η αξία των εισαγμένων τίτλων δεν ξεπερνά το ποσό του 3.000.000.000 €.
- Ποσοστό 0,008% για το ποσό από 3.000.000 € έως 9.000.000 €.
- Ποσοστό 0,006% για το ποσό από 9.000.000 € έως 15.000.000 €.
- Ποσοστό 0,004% για το ποσό από 15.000.000 € έως 30.000.000 €.
- Ποσοστό 0,003% για το ποσό από 30.000.000 € έως 60.000.000 €.
- Ποσοστό 0,0025% για το ποσό από 60.000.000 € έως 150.000.000 €.
- Ποσοστό 0,0018% για το ποσό από 150.000.000 € έως 300.000.000 €.
- Ποσοστό 0,0015% για το ποσό άνω των 300.000.000 €.

Το κατώτερο ποσό της τριμηνιαίας συνδρομής ορίζεται σε 760 €. Επί της συνδρομής του τριμήνου, υπολογίζεται τέλος χαρτοσήμου και κράτηση για τον ΟΓΑ ποσοστού 2,4%.

Η αξία των εισαγμένων τίτλων βάσει της οποίας υπολογίζονται τα παρακάτω ποσοστά είναι το γινόμενο του αριθμού των εισαγμένων μετοχών ή ομολογιών κάθε εταιρίας επί τη μέση τιμή του τελευταίου μήνα του προηγούμενου τριμήνου.

Για τον καθορισμό της συνδρομής του πρώτου τριμήνου των νεοεισαγομένων τίτλων τα παρακάτω ποσά υπολογίζονται επί της τιμής της εισαγωγής.

Ως μέση τιμή των διαφόρων αξιών, για τον υπολογισμό των τριμηνιαίων συνδρομών, λαμβάνεται η τιμή που υπολογίζει το Χ.Α.Α. βάσει των ημερησίων τιμών κλεισίματος κάθε αξίας.

Επίσης η εταιρία καταβάλλει εισφορά υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ίση με το 0,2% επί της τιμής εισαγωγής των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο.

### **β) Για ομολογίες**

Η εισαγωγή πρώτης έκδοσης ομολογιακών δανείων ανωνύμων εταιριών επιβαρύνεται με 1500 € και 600 € για κάθε επόμενη έκδοση. Τα αναλυτικά δικαιώματα διαπραγμάτευσης ομολογιών υπολογίζονται με τα ίδια ποσοστά που ισχύουν και για τις μετοχές, για το εναπομείναν δάνειο.

Για τα τραπεζικά ομόλογα που εκδίδονται σε σειρές, καταβάλλονται 300 € για κάθε έκδοση.

Οι ομολογίες δανείων του Ελληνικού Δημοσίου και των Ν.Π.Δ.Δ. απαλλάσσονται από το δικαίωμα εγγραφής και κάθε συνδρομής.

### **6.10. Εισαγωγή εταιριών συμμετοχής**

Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. στις 8/9/94 καθόρισε τα εξής κριτήρια για τον χαρακτηρισμό μιας εισαγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας ως Εταιρίας συμμετοχής (Holding Company). Εταιρίες συμμετοχών θεωρούνται εκείνες που δεν έχουν παραγωγική δραστηριότητα, αλλά η κύρια δραστηριότητά τους είναι η κατοχή και διαχείριση άλλων επιχειρήσεων. Αυτές οι επιχειρήσεις κατά συνέπεια δεν θα πρέπει να έχουν κύκλο εργασιών και κατ' επέκταση μικτά κέρδη.

Επίσης θα πρέπει στον Ισολογισμό να εμφανίζουν υψηλό ποσοστό συμμετοχών, σε σύγκριση με το σύνολο του ενεργητικού τους. Συνεπώς βασικό κριτήριο για τον χαρακτηρισμό μιας εταιρίας σαν holding είναι η ύπαρξη ή όχι κύκλου εργασιών.

Με το σκεπτικό αυτό κρίθηκαν ως εταιρίες συμμετοχών η Α.Ε. Μεταφορών Εμπορίου και Τουρισμού (ΑΕΜΕΤ), η ΒΙΟΧΑΛΚΟ, η COSMOS Ανώνυμη Βιομηχανική, η GLOBE ΑΕ, ο ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ,

η Γ.Α. ΚΕΡΑΝΗΣ Α.Β.Ε.Ν.Ε., η ΚΛΩΝΑΤΕΞ Α.Β.Ε.Ν.Τ.Τ.Ε. και η Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ Α.Α.Ο.Β. και Ε.Ε., οι οποίες από 12/9/94 αποτελούν ξεχωριστή κατηγορία.

Παράλληλα το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. αποφάσισε τα εξής:

1. Εταιρίες συμμετοχών μπορούν να θεωρούνται και εκείνες οι οποίες διαθέτουν παραγωγική δραστηριότητα η οποία όμως δεν ξεπερνά σε ποσοστό το 20% της δραστηριότητας που προκύπτει από την διαχείριση άλλων επιχειρήσεων.
2. Οι εταιρίες συμμετοχών θα πρέπει να δημοσιεύουν κάθε 30/6 και 31/12 λογιστικές καταστάσεις των εταιριών στις οποίες συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του 20%. Οι παραπάνω εταιρίες θα πρέπει να ελέγχονται από Ορκωτούς Ελεγκτές.
3. Κάθε αλλαγή του ποσοστού συμμετοχής με πακέτα μεγαλύτερα του 5% θα πρέπει να γνωστοποιείται στο Χ.Α.Α. και στο επενδυτικό κοινό.
4. Σε περίπτωση εισαγωγής θυγατρικών εταιριών εταιρίας συμμετοχής στο Χ.Α.Α., οι προϋποθέσεις θα είναι αυστηρότερες και θα ελέγχονται αναλυτικά οι επιπτώσεις από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α..
5. Η ίδρυση νέων εταιριών συμμετοχικού ενδιαφέροντος ή η εξαγορά υφιστάμενων, άνω του ποσοστού 20% από την εταιρία holding θα πρέπει να γνωστοποιείται στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και να αναφέρονται συνοπτικά οικονομικά στοιχεία της εξαγοραζόμενης, ποσοστό εξαγοραζόμενων μετοχών τιμή εξαγορά και ποσοστό συμμετοχής στην κερδοφορία της holding.
6. Ανάλογα εάν η εμπορική ή η βιομηχανική δραστηριότητα ξεπερνά σε ποσοστό το 51%, τότε η holding θα ονομάζεται βιομηχανική ή εμπορική.

7. Οι δραστηριότητες των θυγατρικών εταιριών μπορεί να είναι διάφορες, εφόσον υφίστανται πριν από την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α.. Διαφορετική δραστηριότητα ή μεταβολή του σκοπού που μπορεί να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στη δραστηριότητα και την κερδοφορία μπορεί να υπάρξει μετά, εφόσον περιλαμβάνεται στους σκοπούς της holding κατά την εισαγωγή της στο Χ.Α.Α.. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να ζητείται η έγκριση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α..
8. Οι οικονομικές καταστάσεις της holding λογίζονται με βάση τους ενοποιημένους λογαριασμούς και λογιστικές καταστάσεις.
9. Στο ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής ή αύξησης κεφαλαίου θα γίνεται παρουσίαση όλων των θυγατρικών εταιριών, καθώς και ανάλυση οικονομικών στοιχείων και προβλέψεων. Επίσης και των θυγατρικών εταιριών των θυγατρικών.
10. Η ανάλυση του λογαριασμού συμμετοχών, όπως αναφέρεται στο προσάρτημα, θα πρέπει να γνωστοποιείται τουλάχιστον κάθε τρίμηνο στο Χ.Α.Α. και να δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο.

Επίσης κάθε πρόσωπο που αποκτά ή εκχωρεί σε μια εταιρία εισαγμένη στο Χ.Α.Α. και λόγω της απόκτησης ή εκχώρησης το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου ή του Μ.Κ. που κατέχει ή ελέγχει έμμεσα, φθάνει ή υπερβαίνει τα όρια των 10%, 20%, 1/3, 50% και 2/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου ή του Μ.Κ. ή κατέρχεται τα όρια αυτά, οφείλει να ενημερώνει την εταιρία και το Χ.Α.Α. εντός πέντε ημερολογιακών ημερών.

### **6.11. Διαδικασία εξαγορών – συγχωνεύσεων**

Η επίσημη προσφορά εξαγοράς ή η πρόταση συγχώνευσης που αφορά εταιρίες, μια τουλάχιστον από τις οποίες είναι εισαγμένη σε

Χρηματιστήριο αποτελεί χρηματιστηριακή συναλλαγή, το αποτέλεσμα της οποίας εξαρτάται από την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Οι μετοχές εξακολουθούν να διαπραγματεύονται όσο διαρκεί η προσφορά εξαγοράς ή η πρόταση συγχώνευσης.

Κατά τη διάρκεια της επίσημης προσφοράς εξαγοράς καμία από τις συμμετέχουσες εταιρίες δεν επιτρέπεται να αποκαλύπτει εμπιστευτικές πληροφορίες σε ορισμένους μόνο μετόχους. Αν υπάρχουν φόβοι διαρροής εμπιστευτικών πληροφοριών ή υπόνοιες ότι εμπιστευτικές πληροφορίες έχουν ήδη διαρρεύσει σχετικά με την εξαγορά ή συγχώνευση των εταιριών, δεν αποκλείεται η προσωρινή αναστολή διαπραγμάτευσης στις μετοχές της εισαγμένης εταιρίας. Η αναστολή της διαπραγμάτευσης πρέπει να διαρκέσει το συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα.

Ακόμη όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη πρέπει να καταβάλλουν κάθε προσπάθεια για την αποφυγή δημιουργίας εσφαλμένων εντυπώσεων στην αγορά. Προς το σκοπό αυτό το Χρηματιστήριο οφείλει να εξετάζει όλες τις δημοσιεύσεις που γίνονται κατά τη διάρκεια μιας επίσημης προσφοράς εξαγοράς. Σε περίπτωση απότομης αύξησης της τιμής μιας εισαγμένης μετοχής στο Χρηματιστήριο, μπορεί να απαιτήσει από την εταιρία να δικαιολογήσει τη διακύμανση αυτή και να διαψεύσει πιθανή πρόταση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Το Χρηματιστήριο οφείλει να ενημερώνει το επενδυτικό κοινό καθ' όλη τη διάρκεια της επίσημης προσφοράς εξαγοράς σχετικά με τις συναλλαγές που έγιναν σε μετοχές των ενδιαφερομένων εταιριών.

Σε περίπτωση διασυνοριακών εξαγορών ή συγχωνεύσεων εταιριών ή όταν η εξαγοραζόμενη εταιρία είναι εισαγμένη σε Χρηματιστήρια άλλων κρατών, οφείλουν να συνεργάζονται οι αρμόδιες αρχές των εν λόγω

κρατών για την ακριβή και συνεπή εφαρμογή των προδιαγραφμένων κανόνων.

Όποιος επιθυμεί να αγοράσει μετοχές μιας εισαγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας με σκοπό την εξαγορά της, θα πρέπει προηγουμένως να ενημερώσει το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. υποβάλλοντας ένα προκαταρκτικό φυλλάδιο με τις ακόλουθες πληροφορίες:

- Την επωνυμία της εταιρίας η οποία αποτελεί αντικείμενο εξαγοράς
- Την επωνυμία, τον τόπο διαμονής και την επιχειρησιακή δραστηριότητα του υποψηφίου αγοραστή
- Τα ονόματα των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τη σύνταξη του προκαταρκτικού φυλλαδίου
- Τις κατηγορίες των μετοχών για τις οποίες γίνεται η προσφορά
- Το μέγιστο ή ελάχιστο ποσό ή ποσότητα των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ο υποψήφιος αγοραστής
- Τυχόν αιρέσεις υπό τις οποίες γίνεται η προσφορά εξαγοράς
- Τα ποσοστά συμμετοχής στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση τα οποία κατέχει άμεσα ο αγοραστής ή έμμεσα μέσω άλλων προσώπων και επιχειρήσεων, καθώς και τις τιμές απόκτησης αυτών των συμμετοχών.
- Την προσφερόμενη τιμή αγοράς ανά μετοχή
- Τον τρόπο καταβολής
- Επιβεβαίωση Τράπεζας που λειτουργεί στην Ελλάδα ή σε άλλη χώρα της Ευρωπαϊκής ένωσης ότι ο αγοραστής διαθέτει τα μέσα καταβολής για το σύνολο των προς απόκτηση μετοχών
- Την Τράπεζα ή το μέλος του Χρηματιστηρίου μέσω του οποίου θα καταβληθεί το τίμημα των εξαγοραζόμενων μετοχών
- Τους όρους ανάκλησης της προσφοράς εξαγοράς

- Την ημερομηνία έναρξης και λήξης της περιόδου κατά την οποία ισχύει η προσφορά
- Την περιγραφή των διαδικασιών που θα ακολουθηθούν, αν η προσφορά γίνει αποδεκτή
- Τις προθέσεις του αγοραστή όσον αφορά στη μελλοντική πορεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Όταν η επίσημη προσφορά εξαγοράς γίνεται με μετρητά το προκαταρκτικό έγγραφο πρέπει επίσης να περιλαμβάνει διαβεβαίωση από την Τράπεζα του αγοραστή σχετικά με την φερεγγυότητα και την επάρκεια των κεφαλαίων του για την κάλυψη της προσφοράς.

Το Χ.Α.Α. έχει δικαίωμα να ζητήσει συμπληρωματικές πληροφορίες, οι οποίες θα πρέπει να παρασχεθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Η τελική απόφαση για την αποδοχή ή όχι της επίσημης προσφοράς εξαγοράς πρέπει να εκδοθεί μέσα σε 10 ημέρες από την υποβολή της αίτησης. Όταν το προκαταρκτικό φυλλάδιο εγκριθεί πρέπει να δημοσιευθεί τουλάχιστον σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα ευρείας κυκλοφορίας και σε μια οικονομική εφημερίδα. Μετά τη δημοσίευση αρχίζει η περίοδος αποδοχής που διαρκεί 30-45 ημέρες.

Η επίσημη προσφορά εξαγοράς ανακαλείται οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη λήξη της περιόδου αποδοχής της εάν υπάρχουν ανταγωνιστικές προσφορές, αν δεν πληρούνται οι όροι της προσφοράς ή αν συντρέχει οποιοσδήποτε άλλος λόγος από αυτούς που αναφέρονται στο προκαταρκτικό φυλλάδιο. Η ανάκληση της προσφοράς δημοσιεύεται σε μια τουλάχιστον ημερήσια πολιτική και σε μια οικονομική εφημερίδα ευρείας κυκλοφορίας. Τροποποίηση της προσφοράς μπορεί να γίνει μέχρι και 7 ημέρες πριν από τη λήξη της περιόδου αποδοχής, μετά από γνωστοποίηση στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και δημοσίευση στον Τύπο.



Οι προτιθέμενοι να κάνουν ανταγωνιστική προσφορά πρέπει να το πράξουν μέχρι και την έναρξη του τελευταίου 10ημέρου της ισχύος της αρχικής δημόσιας προσφοράς. Η ανταγωνιστική προσφορά ισχύει μέχρι τη λήξη της αρχικής προσφοράς. Για τις ανταγωνιστικές προσφορές ισχύουν οι παραπάνω διατάξεις. Σε περίπτωση ανταγωνιστικών προσφορών, όσες δεν έχουν ανακληθεί παρατείνονται αυτόματα μέχρι την ημερομηνία λήξης της αρχικής προσφοράς ή παράτασης αυτής. Το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. έχει δικαίωμα να παρατείνει την περίοδο αποδοχής της προσφοράς μόνο μια φορά και για διάστημα μέχρι 15 ημέρες.

Το αποτέλεσμα της επίσημης προσφοράς εξαγοράς γνωστοποιείται με ανακοίνωση στον Τύπο 48 ώρες μετά τη λήξη της προθεσμίας αποδοχής. Μετά την ανακοίνωση το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. οφείλει να αποτρέψει κάθε ενέργεια της εξαγοραζόμενης επιχείρησης που αποβλέπει στην εξουδετέρωση της προσφοράς, εκτός αν φέρει έγκριση της ΓΣ των μετόχων της εταιρίας.

Όταν η προσφορά εξαγοράς γίνεται για Τράπεζα, πρέπει η αίτηση εξαγοράς να εγκριθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος πριν από την ημερομηνία λήξης της προσφοράς. Το προκαταρκτικό φυλλάδιο πρέπει να αναφέρει αν έχει ενημερωθεί η Τράπεζα της Ελλάδος για την εξαγορά.

### **6.12. Ποινές – κυρώσεις – πρόστιμα εταιριών**

Σε περίπτωση που ο εκδότης κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών, ελλ. Πιστοποιητικών) δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που πηγάζουν από την εισαγωγή των τίτλων του Χ.Α.Α., το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., μπορεί να γνωστοποιεί αυτό στο κοινό και να επιβάλλει άλλα μέτρα ή κυρώσεις που προβλέπονται για την περίπτωση αυτή. Οι προβλεπόμενες ποινές και κυρώσεις έχουν ως εξής:

1. Στις εισαγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες που δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους όσον αφορά στην κατάρτιση, δημοσίευση ή και το περιεχόμενο των εκθέσεων, μπορεί να επιβληθεί πρόστιμο μέχρι 150.000 € από τον ΥΠΕΘΟ, ύστερα από εισήγηση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και με σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
2. Με φυλάκιση και χρηματική ποινή μέχρι 300.000 € τιμωρείται όποιος εν γνώσει του διασπείρει ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες δια του τύπου ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν την τιμή μιας ή περισσοτέρων εισαγμένων κινητών αξιών. Η ποινική δίωξη στην περίπτωση αυτή ασκείται ύστερα από έγκληση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
3. Πρόστιμο μέχρι 300.000 € επιβάλλεται από το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα μέλη του Δ.Σ. εισαγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών, στους αναδόχους εκδόσεων, καθώς και στους χρηματοοικονομικούς συμβούλους επιχειρήσεων που δημοσιεύουν, με οποιονδήποτε τρόπο, ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες, οι οποίες μπορεί να προκαλέσουν ζημιά στους επενδυτές.
4. Τα παραπάνω ποσά (περιπτώσεις 2 και 3) μπορεί να αναπροσαρμόζονται με αποφάσεις των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Δικαιοσύνης, ύστερα από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Ε.Κ..
5. Η Ε.Κ. επιβάλλει χρηματικά πρόστιμα στα πρόσωπα που παραβιάζουν τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από το Π.Δ. 51/1992.

Το πρόστιμο κυμαίνεται από 1 έως 300.000 €. Μπορεί επίσης η Ε.Κ. να επιβάλλει με απόφασή της κατά του παραβιάζοντος τις υποχρεώσεις τους από το Π.Δ. 51/1992.

- Τριετή, το ανώτατο, αναστολή των δικαιωμάτων ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις της εταιρίας.
- Πενταετή, το ανώτατο, απομάκρυνση από το Δ.Σ. της εταιρίας ή από τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου.
- Απαγόρευση εκλογής ή διορισμού στις θέσεις αυτές.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>**

### ***Παράλληλη αγορά στο Χ.Α.Α.***

#### ***7.1. Τι είναι η παράλληλη αγορά***

Η Παράλληλη Αγορά είναι χρηματιστηριακή αγορά όπου οι συναλλαγές γίνονται σε αξίες που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου.

Δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις μεσαίου ή μικρού μεγέθους που έχουν προοπτικές και δυναμισμό, να αντλήσουν τα αναγκαία κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων από το επενδυτικό κοινό.

Δεν υπάρχουν διαφορές ως προς τον τρόπο λειτουργίας της από την Κύρια Αγορά, τον τρόπο διαπραγμάτευσης των τίτλων, την αίθουσα συναλλαγών. Οι διατάξεις αφορούν την Κύρια Αγορά, καθώς και οι φορολογικές διατάξεις, είναι οι ίδιες και για την Παράλληλη Αγορά.

Η μοναδική διαφορά από την Κύρια Αγορά είναι ότι εκεί εισάγονται επιχειρήσεις μικρού ή μεσαίου μεγέθους, που δεν διαθέτουν τα κεφάλαια και αποτελεί ουσιαστικά τον προθάλαμο για την εισαγωγή επιχειρήσεων στην Κύρια Αγορά (Κ.Α.) του Χ.Α.Α.. Στην Ελλάδα επιτρέπεται η λειτουργία Παράλληλης Αγοράς από το 1988.

#### ***7.2. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.***

Προκειμένου μια Ανώνυμη Εταιρία να εισαγάγει προς διαπραγμάτευση τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

## **1. Ύψος μετοχικού κεφαλαίου**

Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρίας πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε 3.000.000 € (από 1.500.000 € που ίσχυε μέχρι 31-1-2000) για την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας ύστερα από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται.

## **2. Δημοσίευση Οικονομικών Καταστάσεων**

Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρία, για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς επίσης και οι καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει ύστερα από γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών την εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας και των επενδυτών και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι αυτό σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Υπό τις προϋποθέσεις αυτές η ανωτέρω παρέκκλιση επιτρέπεται

ιδίως στην περίπτωση που η αιτούσα εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση και τουλάχιστον μία από τις εταιρίες που συγχωνεύθηκαν πληρούσε τις προϋποθέσεις των παραπάνω εδαφίων κατά το χρόνο της συγχώνευσης.

### **3. Φορολογικός έλεγχος**

Η εκδότρια εταιρία που υποβάλλει αίτηση προκειμένου να εισαγάγει για πρώτη φορά μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αιτήσεως έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου του προηγούμενου εδαφίου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση. Η αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία (Δ.Ο.Υ.) υποχρεούται να προβεί σε φορολογικό έλεγχο και να κοινοποιήσει στην εταιρία και τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις τα σχετικά φύλλα ελέγχου εντός τριμήνου από την υποβολή σε αυτήν της σχετικής αιτήσεως της εταιρίας. Η προθεσμία αυτή μπορεί να παραταθεί για άλλους τρεις (3) μήνες με ειδικώς αιτιολογημένη απόφαση του προϊσταμένου της Δ.Ο.Υ. και του αρμοδίου επιθεωρητή Δ.Ο.Υ., η οποία απόφαση κοινοποιείται στην εταιρία εντός τριμήνου από της αιτήσεως, για εξαιρετικούς λόγους που αφορούν το μέγεθος της επιχειρήσεως ή την έκταση των απαιτούμενων ελεγκτικών επαληθεύσεων. Αν η εταιρία, που κατά τα προηγούμενα εδάφια πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά, δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.

#### **4. Απόφαση Δ.Σ για εισαγωγή μετοχών στην παράλληλη αγορά**

Η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας στην Παράλληλη Αγορά λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου των μελών του.

#### **5. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή**

Η εταιρία της οποίας οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή σε Χρηματιστήριο άλλου Κράτους – Μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και υποβάλλει αίτηση εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά δεσμεύεται εγγράφως ότι θα διαθέσει σε δημόσια εγγραφή μετοχές που προέρχονται μόνο από αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και αντιπροσωπεύουν σε ονομαστική αξία το 15% τουλάχιστον του ποσού που προκύπτει από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και του τυχόν ποσού της αυξήσεως που δε διατίθενται σε δημόσια εγγραφή.

Όταν επί αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας, προκειμένου να εισαχθούν οι μετοχές για πρώτη φορά στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μέρος των εκδιδομένων νέων μετοχών δε διατίθεται με δημόσια εγγραφή, πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

αα) οι μετοχές του δε διατίθενται σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν ποσοστό πέντε τοις εκατό (5%) των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

ββ) Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να είναι ανώτερη της τιμής διάθεσης των νέων μετοχών που δε διατίθενται σε δημόσια εγγραφή. Η διάταξη του προηγούμενου εδαφίου ισχύει και στην περίπτωση που κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν από τη λήψη από το αρμόδιο όργανο της εταιρίας της απόφασης για την

αύξηση του κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή είχε προηγηθεί αύξηση του κεφαλαίου της εταιρίας με εισφορά μετρητών.

γγ) Η ανάληψη των μετοχών που δε διατίθενται με δημόσια εγγραφή, η καταβολή του ποσού της αυξήσεως και η πιστοποίηση της καταβολής πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής.

δδ) Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει υποβάλλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατάλογο προσώπων που ανέλαβαν τις μετοχές που δεν διατέθηκαν σε δημόσια εγγραφή και κατέβαλαν την αξία τους. Ο κατάλογος αυτός πρέπει να περιέχει το ονοματεπώνυμο, τη διεύθυνση κατοικίας, τον αριθμό αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου, τον αριθμό των μετοχών που αποκτήθηκαν και την καταβληθείσα αξία τους.

Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 4 του Ν. 876/1979 (ΦΕΚ 48 Α) η εκδότρια εταιρία, που εισάγει για πρώτη φορά τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, επιτρέπεται να διαθέσει σε δημόσια εγγραφή προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές μόνον εάν έχει εκδώσει τέτοιες μετοχές ένα τουλάχιστον έτος πριν από τη δημόσια εγγραφή. Η αναλογία των κοινών μετοχών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή προς τις προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου μετοχές που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να είναι σε βάρος των κοινών μετοχών ως προς την αναλογία τους προς τις προνομιούχες μετοχές της εταιρίας πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής.

Οι διατάξεις της παρούσης παραγράφου 5 έχουν εφαρμογή και για μετοχές που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο αξιών ενός ή περισσότερων τρίτων κρατών, ενώ δεν εφαρμόζονται προκειμένου:



- i. Περί εισαγωγής στην Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μετοχών εταιρίας που οι μετοχές της είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών άλλων Κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- ii. Περί συστάσεως εταιρίας δια συγχωνεύσεως εταιριών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών .
- iii. Περί απορροφήσεως εταιρίας, της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες, από εταιρία που οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

#### **6. Διασπορά μετοχών**

Η διασπορά των μετοχών της εταιρίας στο ευρύ κοινό αποδεικνύεται με κατάσταση που υποβάλλει η εταιρία στο Χρηματιστήριο. Υπάρχει επαρκής διασπορά, όταν οι μετοχές της Εταιρίας βρίσκονται στα χέρια τουλάχιστον 300 φυσικών ή νομικών προσώπων.

#### **7. Η έκδοση μετοχών με δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται μέσω τραπεζών ή ΕΠΕΥ**

Η δια δημόσιας εγγραφής έκδοση μετοχών με σκοπό την εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών πραγματοποιείται μόνο μέσω τραπεζών ή επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες Αναδόχου σε δημόσια εγγραφή σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2396/1996, οι οποίες εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του διατιθεμένου από την αύξηση δια δημόσιας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρίας. Οι Ανάδοχοι ευθύνονται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3α του Π.Δ. 350/1985, όπως ισχύει.

#### **8. Ενημερωτικό Δελτίο**

Η εταιρία πρέπει να δημοσιεύσει πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής Ενημερωτικό Δελτίο, το περιεχόμενο του οποίου πρέπει να

είναι σύμφωνο με τις διατάξεις του Π.Δ. 648/1985, όπως ισχύει. Η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίζεται από τον Ανάδοχο της έκδοσης και είτε αναγράφεται στο Ενημερωτικό δελτίο είτε αναγγέλλεται κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 21 του Π.Δ. 348/1985, τρεις τουλάχιστον εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής και γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής.

Εταιρίες, που πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής τους στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δύνανται να εισαχθούν στην Παράλληλη Αγορά, εφόσον οι ίδιες οι εταιρίες το επιθυμούν.

#### **9. Οι μετοχές που πρόκειται να εισαχθούν στην Παράλληλη Αγορά πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες**

Οι μετοχές που αποτελούν το αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αφορά όλες τις μετοχές της αυτής κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας των κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Δεν γίνονται δεκτές μετοχές σε προσωρινούς τίτλους εκτός αν το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κρίνει ότι ο εκδότης τους παρέχει εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

#### **10. Μετάταξη μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά**

Η μετάταξη των μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών γίνεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ύστερα από αίτηση της εκδότριας εταιρίας, εφόσον εκτός των προϋποθέσεων και όρων

εισαγωγής των μετοχών στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πληρούνται οι εξής πρόσθετες προϋποθέσεις:

i ) Η εταιρία πρέπει να έχει παραμείνει στην παράλληλη αγορά τουλάχιστον για δύο (2) έτη από την εισαγωγή της.

ii) Η εταιρία πρέπει να έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν με δημόσια εγγραφή σύμφωνα με τα δημοσιευθέντα στο Ενημερωτικό Δελτίο.

iii) Η εταιρία πρέπει να μην έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης των μετοχών της στην Παράλληλη Αγορά.

**11. Εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά μετοχών εταιρίας με έδρα κράτος – μέλος της Ε.Ε.**

Στην περίπτωση εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μετοχών εταιρίας με έδρα ένα κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για την εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών η εμφάνιση των μετοχών αυτών πρέπει να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν σ' αυτό το Κράτος – μέλος. Αν αυτές διαφέρουν από τις ισχύουσες στην Ελλάδα διατάξεις, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου πρέπει να το γνωστοποιεί στο Ελληνικό επενδυτικό κοινό.

Σχετικά με την εμφάνιση των μετοχών εταιρίας με έδρα τρίτο κράτος εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης θα πρέπει αυτή να δίνει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα

Απαραίτητη προϋπόθεση, πέραν των ανωτέρων, για να εισαχθούν οι μετοχές μιας εταιρίας με έδρα τρίτο κράτος εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι η προηγούμενη εισαγωγή τους στην Κύρια ή Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών του Κράτους στο οποίο έχει την έδρα της η

εταιρία ή του Κράτους που οι μετοχές της έχουν τη μεγαλύτερη διασπορά και συναλλακτική κίνηση.

### **7.3. Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών ομολογιών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α.**

Για την εισαγωγή ομολογιών, που εκδίδονται από εταιρίες, απαιτούνται τα ακόλουθα προκειμένου να εισαχθούν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών:

#### **1. Νομική κατάσταση εκδότριας εταιρίας**

Η νομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς που ισχύουν, όσον αφορά την ίδρυσή της και την λειτουργία της. Επίσης η νομική κατάσταση των ομολογιών της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και κανονισμούς που υπάρχουν. Οι ομολογίες πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

#### **2. Ύψος ιδίων κεφαλαίων**

Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρίας πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε ένα δισεκατομμύριο δραχμές για την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής στο Χ.Α.Α.. Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ύστερα από εισήγηση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται.

Επίσης η εταιρία θα πρέπει να πληρεί τις παραπάνω προϋποθέσεις που αναφέρονται στη διάρκεια της λειτουργίας της, την περιουσιακή της διάρθρωση και στις φορολογικές της υποχρεώσεις.

Σε περίπτωση εκδόσεως ομολογιών με δημόσια εγγραφή η εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών για την κάλυψη της εκδόσεως. Η διάταξη αυτή δεν

εφαρμόζεται σε περίπτωση συνεχούς εκδόσεως ομολογιών, όταν η ημερομηνία λήξεως της περιόδου εγγραφών για την κάλυψη της εκδόσεως δεν είναι καθορισμένη.

### **3. Ύψος εκδιδόμενου ομολογιακού δανείου**

Το ύψος του εκδιδόμενου ομολογιακού δανείου μαζί με τα ανεξόφλητα υπόλοιπα τυχόν προηγούμενων δανείων, κατά το χρόνο εκδόσεως του νέου δανείου, δεν πρέπει να υπερβαίνουν το ήμισυ της λογιστικής καθαρά θέσεως της εταιρίας.

Το ελάχιστο ύψος ομολογιακού δανείου που απαιτείται προκειμένου να είναι δυνατή η εισαγωγή των ομολογιών της εκδόσεως στο Χρηματιστήριο Πρέπει να ανέρχεται στο ποσό των πενήντα εκατομμυρίων δραχμών. Το ελάχιστο αυτό ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

Η αίτηση εισαγωγής των ομολογιών ενός ομολογιακού δανείου πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες της αυτής εκδόσεως και δεν είναι δυνατή η εισαγωγή μέρους αυτής.

### **4. Εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά ομολογιών εταιριών με έδρα σε άλλο Κράτος Μέλος της Ε.Ε.**

Για την εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ομολογιών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε άλλο Κράτος Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, απαιτείται η εμφάνιση αυτών να είναι σύμφωνη με τις ισχύουσες διατάξεις σ' αυτό το Κράτος Μέλος.

Όταν η εμφάνιση των ομολογιών αυτών δεν είναι σύμφωνη με τις ισχύουσες διατάξεις στην Ελλάδα, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών γνωστοποιεί αυτό στο κοινό. Πάντως, η εμφάνιση των ομολογιών που έχουν εκδοθεί στην Ελλάδα ή σ' ένα μόνο Κράτος Μέλος πρέπει να ανταποκρίνεται στις διατάξεις που ισχύουν στην Ελλάδα ή σ' αυτό το Κράτος Μέλος.

Η εμφάνιση των ομολογιών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε τρίτο κράτος των οποίων ζητείται η εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών απαιτείται να παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών. Επίσης, μπορούν να εισαχθούν στην Παράλληλη Αγορά οι μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες και τα παραστατικά δικαιώματος για απόκτηση ομολογιών (warrants) μόνο αν οι μετοχές ή οι ομολογίες, στις οποίες αναφέρονται, έχουν προηγουμένως εισαχθεί ή εισάγονται ταυτόχρονα στην Κύρια ή στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ορίζονται τα δικαιολογητικά και στοιχεία που πρέπει να υποβάλει στο Χρηματιστήριο η αιτούσα εταιρία για την εισαγωγή των τίτλων της στην Παράλληλη Αγορά. Με την ίδια απόφαση ορίζονται οι υποχρεώσεις των εταιριών αυτών για ενημέρωση του Χρηματιστηρίου και του επενδυτικού κοινού.

#### **5. Μετάταξη ομολογιών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά**

Η μετάταξη των ομολογιών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών γίνεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ύστερα από αίτηση της εκδότριας εταιρίας, εφόσον, εκτός των προϋποθέσεων και των όρων εισαγωγής των ομολογιών στην Κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις:

α) η εταιρία πρέπει να έχει παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά τουλάχιστον για δύο έτη από την εισαγωγή της.

β) η εταιρία πρέπει να έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν με δημόσια εγγραφή σύμφωνα με τα δημοσιευθέντα στο Ενημερωτικό Δελτίο.

γ) η εταιρία πρέπει να μην έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης των ομολογιών της στην Παράλληλη Αγορά.

#### **7.4. Γενικές ρυθμίσεις για την εισαγωγή μετοχών και ομολογιών εταιριών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α.**

1. Οι τίτλοι μετοχών και ομολογιών εισάγονται στην Παράλληλη Αγορά, αν ο εκδότης αυτών πληρεί τις προϋποθέσεις που αναφέρονται παραπάνω και αν η έκδοση των τίτλων αυτών είναι σύμφωνη με την ισχύουσα νομοθεσία. Παρά ταύτα το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δύναται να απορρίπτει αίτηση εισαγωγής κινητών αξιών, αν κατά τη γνώμη του η κατάσταση του εκδότη είναι τέτοια ώστε η εισαγωγή τους να είναι αντίθετη προς τα συμφέροντα των επενδυτών. Επίσης το Δ.Σ. μπορεί να εξαρτά την εισαγωγή κινητών αξιών στην Παράλληλη Αγορά από οποιονδήποτε άλλο ειδικό όρο κρίνει αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών. Τέλος το διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου μπορεί να αρνηθεί την εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κινητών αξιών που έχουν ήδη εισαχθεί σε Παράλληλη Αγορά αλλού ή άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όταν ο εκδότης δεν τηρεί τις υποχρεώσεις του στο Χρηματιστήριο αυτού του Κράτους Μέλους.

Ενός έξι μηνών από της αιτήσεως εισαγωγής μιας κινητής αξίας το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. υποχρεούται να κοινοποιήσει την απόφασή του στον αιτούντα εκτός αν εντός των έξι μηνών ζητήσει συμπληρωματικές πληροφορίες οπότε η απόφαση κοινοποιείται εντός των επόμενων έξι μηνών από της παροχής των συμπληρωματικών πληροφοριών από τον αιτούντα.

Αν η απόφαση του Δ.Σ. του χρηματιστηρίου δεν εκδοθεί εντός των παραπάνω προθεσμιών, θεωρείται σιωπηρή απόφαση απορρίψεως της αιτήσεως εισαγωγής, η οποία υπόκειται σε αίτηση ακυρώσεως ενώπιον του Συμβουλίου Επικρατείας.

2. Οι εισηγμένες στην Παράλληλη Χρηματιστηριακή Αγορά εταιρίες υποχρεούνται να δημοσιεύουν λογιστικές καταστάσεις σε ατομική και ενοποιημένη βάση σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο Π.Δ. 350/1985, όπως ισχύει.

### **7.5. Οικονομικές υποχρεώσεις**

Μετά την απόφαση εισαγωγής η εταιρία ή ο εκδότης υποχρεούται να καταβάλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τα ακόλουθα ποσά:

1. Το εφάπαξ ποσό που καταβάλλεται ως δικαίωμα εγγραφής κατά την εισαγωγή τίτλων στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθορίζεται ως εξής:

α) Ποσοστό 0,08% για αξία εισαγομένων τίτλων του ποσού των 1.500.000 €.

β) Ποσοστό 0,04% για το ποσό από 1.500.000 € – 3.000.000.000 €.

γ) Ποσοστό 0,02% για το ποσό από 3.000.000.000 € και άνω.

δ) Το κατώτατο όριο του εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής ορίζεται σε 1.500 € για την εισαγωγή τίτλων στην Παράλληλη Αγορά

ε) Η αξία των προς εισαγωγή τίτλων προκύπτει ως το γινόμενο του αριθμού των εισαγόμενων τίτλων επί την τιμή εισαγωγής.

Σε περίπτωση εισαγωγής μετοχών που προέρχονται από αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, το εφάπαξ ποσό δικαιώματος ορίζεται σε ποσοστό 0,1% επί της αξίας έκδοσης.

2. Δικαιώματα διαπραγμάτευσης ανά τρίμηνο τα οποία καθορίζονται ως εξής:



α) Ποσοστό 0,075% όταν η αξία του συνόλου των τίτλων που έχουν εισαχθεί, όπως υπολογίζεται παραπάνω, δεν είναι μεγαλύτερη των δρχ. 600.000 €.

β) Ποσοστό 0,060% για το από 600.000 € μέχρι 1.500.000 € ποσό.

γ) Ποσοστό 0,035% για το από 1.500.000 € μέχρι 3.000.000 € ποσό.

δ) Ποσοστό 0,025% για το άνω των δραχμών 3.000.000.000 € ποσό.

Το κατώτερο ποσό της τριμηνιαίας συνδρομής ορίζεται στο ποσό των 90 €.

Η αξία των εισηγμένων τίτλων βάσει της οποίας υπολογίζονται τα ανωτέρω ποσά προκύπτει ως γινόμενο του αριθμού των εισηγμένων μετοχών ή ομολογιών κ'θαε εταιρίας επί τη μέση τιμή του τελευταίου μήνα του προηγούμενου τριμήνου. Σε περίπτωση που έχει γίνει αποκοπή δικαιωμάτων και οι νέες μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μέχρι τον τελευταίο μήνα του προηγούμενου τριμήνου τότε για τον υπολογισμό της αξίας των εισηγμένων τίτλων θα λαμβάνεται υπόψη η μέση τιμή και ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών του μήνα πριν από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος.

#### **7.6. Τόπος και χρόνος των δημόσιων συνεδριάσεων της παράλληλης αγοράς**

Τόπος των δημοσίων συνεδριάσεων της Παράλληλη Αγορά είναι η αίθουσα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι ημέρες αυτές, οι ώρες καθώς και η διάρκεια των συνεδριάσεων αυτών ορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

### **7.7. Μονάδα διαπραγμάτευσης**

Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ορίζεται η μονάδα διαπραγμάτευσης των τίτλων που εισάγονται στην Παράλληλη Αγορά. Αυτή μπορεί να είναι οι 10 ή οι 25 μετοχές ή ομολογίες ανάλογα με την τιμή εισαγωγής αυτών στην Παράλληλη Αγορά.

### **7.8. Λόγοι αναστολής**

Οι λόγοι αναστολής της διαπραγμάτευσης των μετοχών εταιρίας από την Παράλληλη Αγορά είναι οι ίδιοι που ισχύουν κάθε φορά για την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών από την Κύρια Χρηματιστηριακή Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η απόφαση για την αναστολή λαμβάνεται από τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

### **7.9. Λόγοι διαγραφής**

Οι λόγοι διαγραφής των μετοχών εταιρίας από την Παράλληλη Αγορά είναι οι ίδιοι που ισχύουν κάθε φορά για τη διαγραφή μετοχών από την Κύρια Χρηματιστηριακή Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η απόφαση για τη διαγραφή λαμβάνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αυτεπαγγέλτως ή μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου.

### **7.10. Παράλληλη Αγορά αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών**

Ίδρυση Παράλληλης Αγοράς αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών

Συνιστάται δεύτερη Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου που θα ονομάζεται Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (Ε.ΑΓ.Α.Κ.) (Ν. 2533/1997).

Λειτουργία της Ε.ΑΓ.Α.Κ.

α) Η λειτουργία της Ε.ΑΓ.Α.Κ. θα υποστηρίζεται από το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης σύμφωνα με τους όρους και τις διαδικασίες που θα καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής οικονομίας, η οποία θα εκδίδεται ύστερα από γνώμη των Διοικητικών Συμβουλίων του Χ.Α.Α. και του Χ.Κ.Θ.

β) Αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Ε.ΑΓ.Α.Κ. θα είναι:

- τα ελληνικά πιστοποιητικά (αρθ. 59 του Ν. 2396/1996)
- τα μερίδια Επενδυτικών Κεφαλαίων Αναδυόμενων Αγορών (αρθ. 35/Ν. 2533/1997)
- μετοχές των Εταιριών Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου Αναδυόμενων Αγορών (αρθ. 52/Ν.2533/1997).

γ) Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της, μετά από γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α., μπορεί να προσθέσει και άλλες κατηγορίες αξιών από τις παραπάνω, οι οποίες θα επιτρέπεται να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Ε.ΑΓ.Α.Κ.

δ) Οι διατάξεις που διέπουν τη λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς διέπουν και την λειτουργία της Ε.ΑΓ.Α.Κ..

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup>

### Μέθοδοι επιλογής μετοχών

#### 8.1. Τρόποι επιλογής μετοχών

Οι μέθοδοι που μέχρι τώρα επινοήθηκαν και χρησιμοποιούνται διεθνώς για την ανάλυση των τιμών των μετοχών είναι βασικά τρεις:

- Η Θεμελιακή Ανάλυση (Fundamental Analysis)
- Η Τεχνική Ανάλυση (Technical Analysis)
- Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Theory).

Εκτός από τις παραπάνω μεθόδους, υπάρχει και μια όχι τόσο επιστημονική αλλά πολύ διαδεδομένη, όχι μόνο στο ΧΑΑ, αλλά και σε διεθνή μεγάλα Χρηματιστήρια. Η επιλογή μετοχών, η οποία στηρίζεται στις διαδόσεις και φήμες που κυκλοφορούν στην αγορά.

Η μέθοδος αυτή δεν ασχολείται με αριθμούς, αλλά με τη μελλοντική πρόβλεψη της συμπεριφοράς της πλειοψηφίας των επενδυτών. Δεν ενδιαφέρεται αν μια μετοχή είναι πράγματι καλή, αλλά αν υπάρχουν επενδυτές πρόθυμοι να την αγοράσουν.

Ο επενδυτής, που εφαρμόζει αυτή τη μέθοδο, αγοράζει μια μετοχή, όταν σύμφωνα με τις διαδόσεις πιστεύει ότι στο μέλλον η πλειοψηφία των επενδυτών θα θελήσει να την αποκτήσει, πληρώνοντας μάλιστα υψηλότερη τιμή από αυτή που πλήρωσε ο ίδιος.

Πουλά δε τη μετοχή, όταν προβλέπει ότι δεν θα έχει ζήτηση από την πλειοψηφία των επενδυτών, σε υψηλότερη τιμή απ' ότι θα την πουλήσουν οι άλλοι μελλοντικά.

Ένας τέτοιος επενδυτής δε χάνει το χρόνο του με το να εξετάζει πραγματικές αξίες ή να αναλύει μελλοντικά κέρδη και τάσεις της αγοράς, γιατί πιστεύει ότι τα αποτελέσματα είναι αμφίβολα και η διαδικασία

κοπιαστική. Προτιμά να μελετά τη συμπεριφορά των άλλων επενδυτών για να επιτυγχάνει κέρδη.

Η ψυχολογία του επενδυτή είναι αλήθεια πως επηρεάζει σημαντικά τη διαμόρφωση των τιμών των μετόχων. Γι' αυτό η μέθοδος αυτή έχει αποτελέσματα ακόμη και σε καλά οργανωμένα χρηματιστήρια. Πολύ περισσότερο στο ΧΑΑ όπου οι επενδυτές παρασύρονται ευκολότερα από δήθεν εμπιστευτικές πληροφορίες, λόγω έλλειψης πείρας και σωστής πληροφόρησης.

### **8.1.2. Θεμελιακή ανάλυση (Fundamental Analysis)**

Είναι η μέθοδος των παραδοσιακών οικονομολόγων, που όπως λέει και η ονομασία της εξετάζει τα βασικά, τα θεμελιακά στοιχεία μιας Α.Ε. όπως προκύπτουν από τις οικονομικές της καταστάσεις (Ισολογισμό, Αποτελέσματα Χρήσεως, Πίνακα Διαθέσεως Κερδών κ.λ.π.).

Εξετάζει την εξέλιξη μιας μετοχής, αλλά μέσα από τη μελλοντική πορεία της Α.Ε. στην οποία ανήκει ακόμη και μέσα από την πορεία ολόκληρου του κλάδου στον οποίο ανήκει η Α.Ε.

Η θεμελιακή ανάλυση βασίζεται στην υπόθεση ότι η μετοχή αντανακλά την οικονομική κατάσταση της Α.Ε. όπου ανήκει. Αν η Α.Ε. προβλέπεται να έχει καλή πορεία και η μετοχή της θα έχει μεγαλύτερη ζήτηση στο Χρηματιστήριο λόγω προσδοκίας π.χ. υψηλών μερισμάτων από τους επενδυτές.

Ανάλογα με το πού επικεντρώνεται το ενδιαφέρον του θεμελιακού αναλυτή, έχουμε διάφορες τεχνικές θεμελιακής ανάλυσης.

1. Την τεχνική της πραγματικής αξίας της μετοχής. Κύριος σκοπός του αναλυτή είναι να εκτιμήσει, βάσει των οικονομικών δεδομένων της επιχείρησης, τα μελλοντικά της στοιχεία. Τα μελλοντικά στοιχεία

υπολογίζονται σε τρέχουσες τιμές και σαν σύνολο δίνουν την πραγματική αξία της μετοχής.

Αυτή η πραγματική αξία συγκρίνεται με τη χρηματιστηριακή και ανάλογα αποφασίζει ο επενδυτής. Αν η πραγματική αξία της μετοχής είναι μικρότερη από τη χρηματιστηριακή θα πουλήσει, αν είναι μεγαλύτερη θα αγοράσει. Αν πάλι είναι ίδια μπορεί να μην κάνει τίποτα ή να μετακινηθεί σε άλλη μετοχή με μεγαλύτερη πραγματική αξία.

2. Την τεχνική που στηρίζεται στα κέρδη και στα διανεμόμενα μερίσματα. Βάσει των κερδών και των πωλήσεων του παρελθόντος εκτιμούνται τα μελλοντικά κέρδη της Α.Ε. Ο επενδυτής συγκρίνει τις δικές του εκτιμήσεις με τις εκτιμήσεις της αγοράς για τη συγκεκριμένη Α.Ε. και αγοράζει μετοχές της, όταν βρίσκει ότι η αγορά έχει υποτιμήσει τις δυνατότητές της, ή πουλά όταν η αγορά υπερεκτιμά τα αναμενόμενα κέρδη της.

Οι εκτιμήσεις της αγοράς ενσωματώνονται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Δηλαδή η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αντιπροσωπεύει τη γνώμη της αγοράς για την εταιρία και για τα τωρινά και τα μελλοντικά δεδομένα της.

### **8.1.3. Κριτική της θεμελιακής ανάλυσης**

Ο θεμελιακός αναλυτής αντιμετωπίζει ορισμένα προβλήματα στην προσπάθειά του να καταλήξει σε μια τιμή της μετοχής μέσα από τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη μιας επιχείρησης και του κλάδου στον οποίο ανήκει.

α. Χρειάζεται εκτός από το μεγάλο όγκο πληροφοριών, που πολλές φορές δεν διατίθενται εύκολα ή δεν υπάρχουν καν, πολύ χρόνο για να τις επεξεργαστεί. Ένας μέσος επενδυτής αποκλείεται να μπορέσει να επεξεργαστεί όλα αυτά τα στοιχεία, γιατί χρειάζονται ειδικές γνώσεις. Αν

πάλι καταφύγει σε ένα επαγγελματία, η αμοιβή που θα πληρώσει θα είναι δυσανάλογη με τον επιτυγχανόμενο σκοπό.

β. Η ανάλυση μέσω των αριθμοδεικτών των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα, γιατί άλλα ποσά παρουσιάζονται με τρέχουσες τιμές και άλλα με τιμές κτήσης.

γ. Ο θεμελιακός αναλυτής πρέπει να προβλέψει για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα την πορεία της επιχείρησης τα μελλοντικά της κέρδη, τα μερίσματα που θα διανείμει. Υπάρχουν όμως παράγοντες εξωεπιχειρησιακοί και ενδοεπιχειρησιακοί που επηρεάζουν διαφορετικά τέτοια μεγέθη, όπως η φορολογική πολιτική του κράτους, η μερισματική πολιτική της εταιρίας που είναι αδύνατον να προβλεφθούν με ακρίβεια.

δ. Έστω ότι κατορθώνει να ξεπεράσει τις παραπάνω δυσκολίες, αντιμετωπίζει στη συνέχεια το πρόβλημα να μετατρέψει τα μελλοντικά ποσά σε τρέχουσα τιμή της μετοχής, για να την συγκρίνει με τη χρηματιστηριακή. Για να το επιτύχει αυτό χρειάζεται τη μέθοδο της προεξόφλησης και να διαλέξει ένα προεξοφλητικό επιτόκιο. Η επιλογή ενός επιτοκίου αντί ενός άλλου δίνει τελείως διαφορετικές τιμές, έστω κι αν διαφέρουν κατά μισή ποσοστιαία μονάδα. Τα επιτόκια δε είναι δύσκολο να προβλεφθούν, γιατί επηρεάζονται από την πολιτική μιας χώρας, το μέγεθος του πληθωρισμού και άλλους εξωεπιχειρησιακούς παράγοντες.

Οι επικριτές της θεμελιακής ανάλυσης, κυρίως οι οπαδοί της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών, λένουν ότι ο θεμελιακός αναλυτής δεν μπορεί να εξηγήσει πώς η τιμή μιας μετοχής μπορεί να ανεβαίνει, ενώ η επιχείρηση όπου ανήκει δεν πηγαίνει καλή ή η εξέλιξη του κλάδου δεν είναι ικανοποιητική ή και το αντίθετο.

Η θεμελιακή ανάλυση λοιπόν δεν προσφέρει τίποτα στον επενδυτή; Όχι βέβαια, γιατί τον βοηθά να γνωρίσει μια επιχείρηση, να τη συγκρίνει

με άλλες του κλάδου της και να καταλήξει σε κάποια εκτίμηση της αξίας της μετοχής της. Έτσι ξεχωρίζει από το πλήθος των μετοχών, που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, ποιες προσφέρουν καλύτερες προοπτικές για κέρδη.

#### **8.1.4. Τεχνική Ανάλυση**

Η τεχνική ανάλυση είναι μελέτη της δράσης μιας αγοράς κυρίως με τη χρησιμοποίηση διαγραμμάτων, που έχουν σκοπό να προβλέψουν τις τιμές των μετοχών. Όταν λέμε δράση μιας αγοράς εννοούμε τις τιμές, τον όγκο των συναλλαγών και τον αριθμό των ανοικτών συμβολαίων στο τέλος κάθε μέρας των προθεσμιακών συναλλαγών.

Πατέρας της τεχνικής μεθόδου είναι ο Charles Dow, ο οποίος με μια σειρά άρθρων στην Wall Street Journal στην τριετία 1900-1902, την εισήγαγε στη χρηματιστηριακή πρακτική.

Ξεκινάει την υπόθεση ότι οι αποτελεσματικές πληροφορίες για μια μετοχή δεν φτάνουν στο μέσο επενδυτή παρά όταν οι λίγοι, που τις ξέρουν, τις χρησιμοποίησαν ήδη. Δηλαδή στην τιμή της μετοχής αντανακλώνται όλοι οι ψυχολογικοί, οικονομικοί, πολιτικοί κι άλλοι παράγοντες που την επηρέασαν. Έτσι ο μέσος επενδυτής έχει στα χέρια του το αποτέλεσμα της πληροφορίας και όχι την ίδια την πληροφορία. Του απομένει λοιπόν να μελετήσει την ανοδική ή πτωτική κίνηση των τιμών που προέκυψε από τη χρήση της πληροφορίας και τη διαπραγμάτευσή της στο Χρηματιστήριο και να καθορίσει τη δική του στάση στο Χρηματιστήριο.

Δεύτερη αρχή στην οποία βασίζεται είναι ότι οι χρηματιστηριακές αγορές ακολουθούν μέσα στο χρόνο ανοδικές ή καθοδικές τάσεις (trends), που διαμορφώνονται από τις εναλλαγές στη συμπεριφορά των επενδυτών. Η συμπεριφορά των επενδυτών διαμορφώνεται κάτω από την



επίδραση πολιτικών, ψυχολογικών ή συναισθηματικών παραγόντων. Η τεχνική ανάλυση σκοπό έχει να εντοπίσει χρονικά έγκαιρα την εναλλαγή ή την αναστροφή της τάσης.

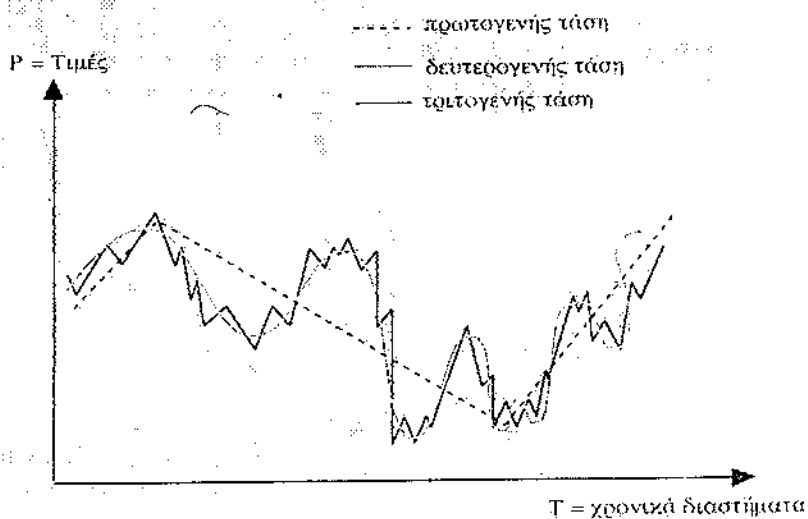
Τρίτη αρχή είναι ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται. Η ανθρώπινη φύση και συμπεριφορά διέπεται από κάποιους κανόνες ή σταθερές που κάνουν τον επενδυτή να αντιδρά με παρόμοιο τρόπο σε παρόμοιες καταστάσεις. Οι τεχνικοί αναλυτές πιστεύουν ότι οι επενδυτές θα συνεχίσουν στο μέλλον να έχουν την ίδια συμπεριφορά με το παρελθόν και να κάνουν τα ίδια λάθη.

Παρακλάδια της τεχνικής ανάλυσης είναι η γραφική μέθοδος, για πολύ βραχυχρόνιες προβλέψεις, των R. Edwards και J. Magee και η μέθοδος των φίλτρων με κύριο εκφραστή της τον S. Alexander.

Σύγχρονοι εκφραστές της τεχνικής μεθόδου είναι οι λεγόμενοι χαρτίστες που ασχολούνται με την καθημερινή παρακολούθηση των τιμών και το σχεδιασμό κάθε είδους διαγραμμάτων και χαρτών. Μεγάλη ώθηση έδωσε στην μέθοδο αυτή και η χρήση των ηλεκτρονικών υπολογιστών.

#### **8.1.4.1. Μέθοδοι και διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης**

Ο Charles Dow, μετά από μακροχρόνιες παρατηρήσεις που έκανε πάνω στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης και με τη βοήθεια του δείκτη που κατασκεύασε ο ίδιος ανακάλυψε τρεις διαφορετικές τάσεις ανοδικές ή πτωτικές.



### Διάγραμμα Θεωρία Dow

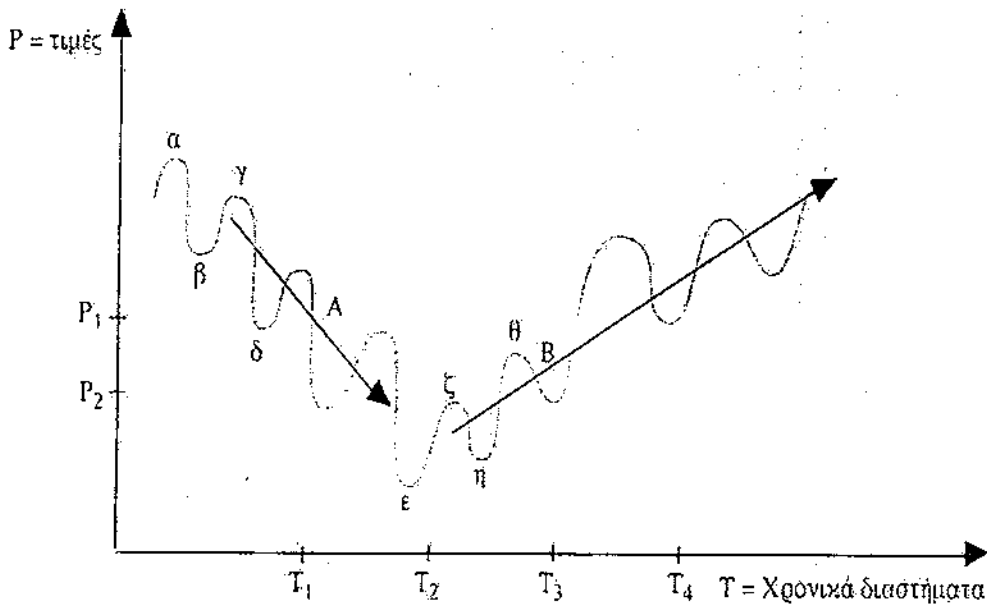
- Την πρωτογενή τάση των οποία ονόμασε παλίρροια και είναι η ανοδική ή πτωτική εξέλιξη των τιμών που διαρκεί μερικά χρόνια με ακανόνιστο τρόπο.
- Τη δευτερογενή τάση ή κύματα που είναι οι ανοδικές ή πτωτικές κινήσεις οι οποίες διαρκούν μερικούς μήνες και διαμορφώνονται γύρω από την πρωτογενή τάση και
- Την τρίτογενή τάση (ή σκαμπανεβάσματα) που είναι οι βραχυχρόνιες άτακτες κινήσεις των τιμών, οι οποίες δεν διαρκούν παρά μόνο μερικές μέρες ή εβδομάδες και διαμορφώνονται γύρω από την δευτερογενή τάση εξέλιξης.

Βασικός σκοπός της θεωρίας του Dow είναι η έγκυρη ανακάλυψη της πρωτογενούς τάσης, οπότε σε περίπτωση ανόδου των τιμών ο επενδυτής αγοράζει μετοχές, ενώ σε περίπτωση πτωτικής εξέλιξης πουλά μετοχές.

Το σπουδαιότερο είναι, εκτός από το να διαπιστώνεται έγκαιρα η πρωτογενής τάση, να διαπιστώνονται εξ ίσου έγκαιρα οι αναστροφές της τάσης, δηλαδή τα σημεία όπου τελειώνει μια ανοδική τάση και αρχίζει μια πτωτική ή και αντίστροφα.

Στα διαγράμματα έχει καθιερωθεί να σημειώνονται στον οριζόντιο άξονα ο χρόνος, ίσων πάντα διαστημάτων (ημέρες, εβδομάδες, δεκαπενθήμερα, κλ.π.) και στον κάθετο άξονα η τιμή των μετοχών ή του δείκτη.

Το διάγραμμα που ακολουθεί, το οποίο βοηθά την κατανόηση της θεωρίας Dow, παρουσιάζει την πορεία ενός δείκτη τιμών.



*Θεωρία Dow*

### 8.1.5. Κριτική της τεχνικής ανάλυσης

Η Τεχνική ανάλυση, όπως κάθε μέθοδος ή θεωρία, έχει τις αδυναμίες της γι' αυτό δέχτηκε και δέχεται αρκετές κριτικές. Παρακάτω παρατίθενται οι βασικότερες από αυτές:

α) Η τεχνική ανάλυση είναι παρελθοντολογία, δηλαδή για να προβλέψει τις μελλοντικές κινήσεις των τιμών στηρίζεται σ' εκείνες του παρελθόντος.

Βέβαια οι τεχνικοί αναλυτές αντικρούουν αυτήν την κριτική, λέγοντας ότι δεν υπάρχει μέθοδος πρόβλεψης που να μη στηρίζεται στα στοιχεία του παρελθόντος.

β) Η ερμηνεία των διαγραμμάτων είναι υποκειμενική και δεν μπορεί να εκφραστεί μαθηματικά σε ποσά, έτσι αφήνει περιθώρια σε λάθος προβλέψεις. Επίσης τα διαγράμματα και η ερμηνεία τους κυκλοφορούν ευρέως, με αποτέλεσμα μεγάλος αριθμός επενδυτών να επηρεάζεται από αυτά και να δρα ομοιόμορφα, ώστε να δημιουργούνται κύματα αγορών και πωλήσεων. Αν όλοι μαζί αγοράζουν ή όλοι μαζί πουλούν τίτλους, δεν θα υπάρχουν συναλλαγές.

Οι τεχνικοί αναλυτές αντικρούουν λέγοντας ότι αν, το επενδυτικό κοινό αποδέχεται τα συμπεράσματα της τεχνικής ανάλυσης, τότε η τεχνική ανάλυση είναι χρήσιμη.

γ) Οι τεχνικοί αναλυτές συστήνουν μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική (αγορά ή πώληση) μόλις δημιουργηθεί μια τάση πτωτική ή ανοδική στη μετοχή. Όμως τα σημαντικότερα κέρδη πραγματοποιούνται στις αρχές των τάσεων και ο επενδυτής χάνει την ευκαιρία περιμένοντας να ολοκληρωθεί η τάση.

Έπειτα επειδή κάθε φορά που δημιουργείται μια καινούργια τάση, οι τεχνικοί αναλυτές συστήνουν αγορές ή πωλήσεις, αυτό σημαίνει συχνές αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή. Οι συχνές αλλαγές μεταφράζονται σε περισσότερα έξοδα και χρόνο απασχόλησης.

Οι κυριότεροι επικριτές της τεχνικής ανάλυσης είναι οι οπαδοί της θεωρίας της τυχαίας μεταβολής των τιμών οι οποίοι διατείνονται ότι οι τιμές δεν έχουν σχέση μ' αυτές του παρελθόντος, αντίθετα με τους τεχνικούς αναλυτές, οι οποίοι πιστεύουν ότι κάτω από τις ίδιες συνθήκες η ιστορία επαναλαμβάνεται. Το παράξενο είναι ότι και οι δύο ομάδες ξεκινούν από την παραδοχή ότι οτιδήποτε επηρεάζει την αγορά αποτυπώνεται σ' αυτή δηλαδή η αγορά είναι αποτελεσματική.

### 8.1.6. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, σε μια αποτελεσματική αγορά, όλες οι πληροφορίες που αφορούν μια μετοχή αντικατοπτρίζονται στην τρέχουσα τιμή της. Συνεπώς η καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής αξίας μιας μετοχής δίνεται από την τρέχουσα τιμή της.

Η θεωρία αυτή αντιλαμβάνεται την αγορά σαν ένα αποτελεσματικό μηχανισμό. Μόλις γίνει γνωστή μια πληροφορία π.χ. που αφορά την πραγματική τιμή της μετοχής, η αγορά θα αντιδράσει και η τιμή της μετοχής θα έρθει στο επίπεδο της πραγματικής της αξίας.

Γενικά σε μια αποτελεσματική αγορά ο επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει τις πληροφορίες που αφορούν μια μετοχή, για να επιτύχει επί πλέον κέρδη, γιατί όλες οι πληροφορίες έχουν ήδη ληφθεί υπόψη και έχουν ενσωματωθεί στην τιμή της. Εφόσον οι τιμές των μετοχών είναι σωστά διαμορφωμένες ήδη, δεν υπάρχουν για τον επενδυτή ευκαιρίες για κέρδη.

Ορισμένοι οπαδοί της θεωρίας αυτής χωρίζουν τους επενδυτές σε δυο κατηγορίες. Αυτούς που είναι η πλειονότητα και οι οποίοι θεωρούν την αγορά αποτελεσματική, γιατί όλες οι διαθέσιμες σ' αυτούς πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στην τιμή της μετοχής. Σε μια δεύτερη κατηγορία που είναι οι επαγγελματίες χρηματιστές, αναλυτές, στελέχη επιχειρήσεων και οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που ακόμη δεν έχουν αποτυπωθεί στην τιμή της μετοχής και για τους οποίους η αγορά είναι μη αποτελεσματική.

Γενικά όταν ένας επενδυτής επιτυγχάνει συστηματικά επί πλέον κέρδη, συμπεραίνεται ότι γνωρίζει πληροφορίες που δεν αντικατοπτρίζονται στην τιμή μιας μετοχής. Χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές για να αγοράσει ή να πουλήσει τη μετοχή και είναι αυτός ο οποίος πρώτος

διαμορφώνει ένα καινούργιο επίπεδο ισορροπίας στην τιμή της, είτε προς τα άνω είτε προς τα κάτω, αποκομίζοντας και κέρδος από τη συναλλαγή.

Ανάλογα με το είδος των πληροφοριών που ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής, η αποτελεσματικότητα της αγοράς προσδιορίζεται κατά τρεις τρόπους.

**α) Αποτελεσματικότητα ήπιας μορφής (Weak form efficiency) και η Θεωρία της τυχαίας μεταβολής των τιμών (Random Walk Theory).**

Η αγορά είναι ήπιας μορφής αποτελεσματική όταν όλες οι πληροφορίες που αφορούν τις μεταβολές των τιμών της μετοχής στο παρελθόν έχουν ενσωματωθεί στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Ούτε οι θεμελιακοί αναλυτές και πολύ περισσότερο οι τεχνικοί αναλυτές, οι οποίοι στηρίζονται στα δεδομένα του παρελθόντος, μπορούν να βοηθήσουν τον επενδυτή να επιτύχει επί πλέον κέρδος.

Η θεωρία της τυχαίας μεταβολής των τιμών οφείλει το όνομά της στον Adam Smith, ο οποίος το 1969 έγραψε το βιβλίο «Το παιχνίδι του Χρήματος» και τη φράση που συνοψίζει το περιεχόμενό της «Οι τιμές δεν έχουν μνήμη και το σήμερα δεν έχει καμιά σχέση με το αύριο».

Η θεωρία πιστεύει ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών μεταξύ δύο περιόδων είναι στατιστικά ανεξάρτητες και ακολουθούν αυτό που οι στατιστικοί ονομάζουν τυχαία μεταβολή (random walk). Η ανάλυση των σημερινών ή των παρελθόντων τιμών δε βοηθά στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών των μετοχών, διότι η σχέση μεταξύ τους είναι τυχαία. Καλύτερα κάποιος να στρίψει ένα νόμισμα για να αποφασίσει αν θα πουλήσει ή θα αγοράσει, παρά να ξοδεύει το χρόνο του αναλύοντας τις κινήσεις των μετοχών στο παρελθόν.

**β) Αποτελεσματικότητα μέτριας μορφής (Semi-strong form efficiency).**

Η αγορά είναι μέτρια αποτελεσματική, όταν όλες οι δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες ενσωματώνονται στην τιμή μιας μετοχής. Αν πράγματι η αγορά είναι μέτρια αποτελεσματική, κανείς δεν μπορεί να πετύχει επί πλέον κέρδη μελετώντας κάποια από τα στοιχεία που συνήθως δημοσιεύονται, όπως ο όγκος των συναλλαγών, οι διακυμάνσεις των τιμών, τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης κ.λπ.

**γ) Αποτελεσματικότητα ισχυρής μορφής (Strong form efficiency).**

Η αγορά είναι ισχυρής μορφής αποτελεσματική, εάν όλες οι πληροφορίες, ακόμη και αυτές που δεν δημοσιεύονται, αντανακλώνται στην τιμή της μετοχής. Ακόμη και όσοι διαθέτουν εσωτερικές πληροφορίες τους είναι άχρηστες, διότι στην ισχυρής μορφής αποτελεσματική αγορά έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής.

Σε μια αποτελεσματική αγορά ούτε οι τεχνικοί ούτε οι θεμελιακοί αναλυτές δεν μπορούν να βρουν ευκαιρίες. Οι υποδείξεις τους για αγορά ή πώληση μετοχών δεν έχουν καμιά οικονομική αξία και το μόνο που απομένει στους οικονομικούς αναλυτές είναι να βοηθήσουν τους επενδυτές να σχηματίσουν ένα άριστο χαρτοφυλάκιο, με βάση τη σχέση κίνδυνος – απόδοση και να το προσαρμόσουν στις ανάγκες τους.

#### **8.1.7. Κριτική της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών**

Όπως κάθε θεωρία και αυτή των αποτελεσματικών αγορών στηρίχτηκε σε ορισμένες προϋποθέσεις:

α) ότι όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες δυνατότητες πληροφόρησης.

β) ότι απαγορεύεται η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών.

γ) ότι κανείς επενδυτής δε διαθέτει ένα τόσο μεγάλο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ώστε να επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την αγορά.

Οι εμπειρικές μελέτες, οι οποίες έγιναν για να θεμελιώσουν την επιστημονική αυτή άποψη, οδήγησαν στην αμφισβήτηση της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας. Δηλαδή άτομα με πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες μπορούν να επιτύχουν έκτακτα κέρδη, αξιοποιώντας αυτές τις πληροφορίες. Οι άλλες δύο μορφές αποτελεσματικότητας έγιναν αποδεκτές.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι μελέτες που επαλήθευσαν τις αποτελεσματικές αγορές ήπιας και μέτριας μορφής έγιναν σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ, όπου ο όγκος των συναλλαγών και ο αριθμός των μετοχών είναι μεγάλος. Σε τέτοια Χρηματιστήρια οι μεταβολές των τιμών ακολουθούν τους νόμους των μεγάλων αριθμών, κάτι που δεν συμβαίνει με το ελληνικό Χρηματιστήριο. Οι εμπειρικές μελέτες έγιναν στη δεκαετία του '70. Από τη δεκαετία όμως του 80 εμφανίστηκαν οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές, έτσι μεγάλο μέρος των συναλλαγών επηρεάζεται από μικρό αριθμό επενδυτών. Συνεπώς η μία από τις προϋποθέσεις της θεωρίας δεν πληρείται πια.

Όσο για το ΧΑΑ επειδή καμιά μελέτη δεν έχει γίνει που να επαληθεύει κάποια μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς, είναι θέμα υποκειμενικό του κάθε αναλυτή να δεχτεί ή να απορρίψει τη θεωρία.

Πρέπει να διευκρινίσουμε ότι οι εμπνευστές της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών προέρχονται από τον πανεπιστημιακό κυρίως χώρο. Ενώ οι θεμελιακοί και οι τεχνικοί αναλυτές, των οποίων η θεωρία αμφισβητεί τις ικανότητες πρόβλεψης ευκαιριών, είναι άνθρωποι της πράξης και στην πλειοψηφία τους επαγγελματίες χρηματιστηριακοί αναλυτές. Ανταπαντούν λοιπόν ότι οι στατιστικοί έλεγχοι δεν μπορούν να ερμηνεύουν το πολύπλοκο φαινόμενο του σχηματισμού των τιμών των μετοχών. Ποιοι έχουν δίκιο;



Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι η θεμελιακή ανάλυση είναι χρήσιμη για μακρόχρονες προβλέψεις, η τεχνική ανάλυση για βραχυπρόθεσμες προβλέψεις στις κινήσεις των μετοχών ή της αγοράς και η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών για να θυμίζει στον επενδυτή να μην ενθουσιάζεται ούτε να απογοητεύεται υπερβολικά από τα συμπεράσματα των δύο πρώτων.

## **8.2. Βασικοί δείκτες επιλογής μετοχών**

Υπάρχουν πολλοί τρόποι για να επιλέξει κάποιος μια μετοχή στην οποία θα επενδύσει τα χρήματά του. Η πείρα παίζει πάντα καθοριστικό ρόλο στην επιλογή της σωστής επένδυσης τη σωστή στιγμή. Ποτέ κανείς δεν μπορεί να υποστηρίξει ότι είναι αλάνθαστος στις επενδύσεις του στο χρηματιστήριο.

Θεμελιακό ρόλο σε κάθε αγορά μιας μετοχής παίζει πάνω από όλα η σωστή πληροφόρηση για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων. Επειδή όμως η πληροφόρηση δεν είναι πάντα εφικτή άμεσα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, υπάρχουν δύο βασικοί δείκτες που απεικονίζουν με αξιόπιστη πληρότητα, τόσο την πορεία της εταιρίας όσο και τις προοπτικές της μετοχής της.

Το P/E είναι το κλάσμα που προκύπτει από τη διαίρεση της τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή:

$\text{P/E: } \frac{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ}}{\text{ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}}$
--

Μετά από το δείκτη η διοίκηση παρακολουθεί τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές αξιολογούν την επιχείρηση, πώς δηλαδή αυτοί βλέπουν τις προοπτικές ιδιαίτερα ως προς τα μελλοντικά κέρδη. Είναι γνωστό ότι οι επενδυτές εκφράζουν τη γνώμη τους για την ποιότητα των

χρηματιστηριακών επιχειρήσεων και κατ' επέκταση για τη διοίκηση, με βάση το ποσό που δέχονται να πληρώσουν για κάθε δραχμή κερδών, που αναφέρονται στη δημοσιευόμενη οικονομική κατάσταση, τη σχέση δηλαδή τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, τον γνωστό πολλαπλασιαστή κερδών.

Ενδέχεται ο υπολογισμός του δείκτη να βασίζεται σε αποτελέσματα παρελθουσών χρήσεων και να είναι τεχνητά χαμηλός, ή ακόμα να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα λόγω των τεκμηριωμένων υψηλών προσδοκιών που έχει η αγορά από αυτή τη μετοχή. Είναι γεγονός πάντως ότι μια πολύ υψηλή σχέση χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, προβληματίζει τον υποψήφιο αγοραστή, αν δεν έχει γίνει τίποτα άλλο γνωστό στην αγορά που να δικαιολογεί προσδοκίες αυξημένων κερδών.

Σε γενικές γραμμές ένα χαμηλό P/E μπορεί να είναι αποτέλεσμα υψηλής βεβαιότητας για τα μελλοντικά κέρδη. Είναι επιβεβαιωμένο επίσης, ότι μια κερδοσκοπική μετοχή μπορεί να έχει είτε υψηλό είτε χαμηλό δείκτη και ότι μετοχές με υψηλά υποσχόμενα κέρδη έχουν υψηλές τιμές.

Η σχέση τιμής της μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή δείχνει και πόσες φορές είναι μεγαλύτερη η τιμή της μετοχής από τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης μιας εταιρίας τα οποία αναλογούν σε κάθε μετοχή.

Θεωρητικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών τόσο ακριβότερη είναι η μετοχή, και αντιθέτως όσο μικρότερος τόσο φθηνότερη είναι η μετοχή. Επιπλέον, ένας χαμηλός δείκτης ενδέχεται να απεικονίζει τις χαμηλές προσδοκίες που έχει η αγορά από τη συγκεκριμένη μετοχή, λόγω δυσάρεστων εξελίξεων που έχουν γίνει γνωστές για τη δραστηριότητα της επιχείρησης.

### 8.2.1. Ο δείκτης P/E

Έστω ότι η εταιρία Α έχει συνολικά 1.000.000 μετοχές και στη χρήση έτους χ είχε κέρδη 100.000.000 δραχμές. Εάν διαιρέσουμε τα 300.000 € με το σύνολο των μετοχών, βρίσκουμε ότι σε καθεμιά μετοχή αντιστοιχεί κέρδος 0,30 €.

Αυτό το στοιχείο αποτελεί τον παρονομαστή του κλάσματος του P/E. Εάν τώρα η τιμή της μετοχής αυτής στο χρηματιστήριο είναι 4 €, τότε ο δείκτης της μετοχής είναι 13,5 και η μετοχή θεωρείται ακόμη σχετικά φθηνή. Εάν τώρα σε περιόδους όπως αυτή που διανύουμε η τιμή της μετοχής φθάσει τα 16 € λόγω έντονα ανοδικών τάσεων, τότε αυτόματα το P/E διαμορφώνεται στο 55 γεγονός που σημαίνει ότι η μετοχή είναι εξαιρετικά ακριβή και μάλλον θα πρέπει να την ρευστοποιήσουμε.

Παρόλα αυτά εάν στην επόμενη χρήση η ίδια εταιρεία αυξήσει τα κέρδη της στα 1.137,90 € τότε η μετοχή στα 16 € έχει P/E 13,75, οπότε θεωρείται πάλι φθηνή ώστε να αγοράσουμε επιπλέον μετοχές. Το παραπάνω παράδειγμα είναι ενδεικτικό για τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιείται ο δείκτης P/E στην επιλογή μιας μετοχής. Σπανίως κάποιος έχασε αγοράζοντας μετοχές με δείκτη κάτω του 20 και πουλώντας μετοχές με δείκτη άνω του 30.

### 8.2.2 Δείκτης P/BV τιμή προς λογιστική αξία

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τη σχέση της τιμής προς τη λογιστική αξίας της μετοχής, δηλαδή:

$\frac{\text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ}}{\text{ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ}}$
---

Η λογιστική αξία της μετοχής είναι το αποτέλεσμα που προκύπτει από τη διαίρεση της συνολικής λογιστικής αξίας της εταιρίας με τον αριθμό των μετοχών της. Προσδιορίζεται εύκολα από τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό της εταιρίας. Σημειώνεται ότι στην περίπτωση της λογιστικής αξίας η σχέση μπορεί να διαστρεβλωθεί όταν αναγνωρίζεται υπεραξία η οποία κεφαλαιοποιείται ή μετοχοποιείται.

Ο λόγος του δείκτη μας δείχνει πόσες φορές η τιμή της κοινής μετοχής είναι μεγαλύτερη από τη λογιστική αξία. Θεωρείται ικανοποιητικός όταν είναι μικρότερος του 3 ( $P/BV < 3$ ).

Έστω ότι η εταιρία Α έχει λογιστική αξία 1.467,35 €, τότε η λογιστική αξία της μετοχής της, στην τιμή των 3.95 €, είναι 1.47 € ( $1.467,35 \text{ €} / 1.000.000 \text{ μετ.}$ ) και συνεπώς ο δείκτης θα είναι 2,7 φορές.

Εάν πάλι η μετοχή κινηθεί προς τα 16.15 €, τότε ο δείκτης διαμορφώνεται στο 11. Στην επόμενη χρήση η εταιρία προβαίνει σε μια σημαντική επένδυση, αγοράζοντας ένα μηχάνημα αξίας 880.410,86 € (με αύξηση του μετοχικού ή αποθεματικού κεφαλαίου). Αυτόματα η λογιστική αξία της μετοχής ανεβαίνει στα 2,35 € ανά μετοχή ( $2.347,762 \text{ €} / 1.000.000 \text{ μετ.}$ ), και στην τιμή των 16,15 € ο δείκτης P/BV μειώνεται στο 6,8.

Ο δείκτης αυτός προσπαθεί να απεικονίσει το κατά πόσο η τιμή μιας μετοχής αντικατοπτρίζει την αξία της εταιρίας.

Όταν ο δείκτης είναι μικρότερος από τη μονάδα, η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη, ενώ αντιθέτως, όταν είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα θεωρείται υπερτιμημένη. Όσο πλησιέστερος προς τη μονάδα είναι ο δείκτης τόσο ελκυστικότερη καθίσταται η αγορά της, διότι η τιμή αντιστοιχεί στην πραγματική αξία της επιχείρησης και η διαμόρφωσή της φαίνεται ότι εξαρτάται από υγιείς παράγοντες.

Από τη σχέση του δείκτη αυτού προς τη μονάδα προκύπτει και το ποσοστό της τυχόν υποτίμησης ή υπερτίμησης της μετοχής. Στην πραγματικότητα, οι έννοιες υποτίμηση και υπερτίμηση αναφέρονται στην εσωτερική αξία της μετοχής, αφού η τιμή της μετοχής καθορίζεται αποκλειστικά από την προσφορά και ζήτηση στο χρηματιστήριο.

### **8.2.3. Πως θα ανακαλύψουμε υποτιμημένες μετοχές με τους δείκτες P/E και P/BV**

Οι δύο δείκτες όταν συγκρίνονται και αναλύονται ταυτόχρονα μπορούν να δώσουν χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετηθούν σωστά στην αγορά.

Οι τέσσερις περιπτώσεις αναγνώρισης μετοχών:

- 1<sup>η</sup> περίπτωση. Όταν η μετοχή έχει χαμηλό P/BV σε σχέση πάντα με τον μέσο όρο του κλάδου στον οποίο ανήκει και χαμηλό P/E έναντι του μέσου όρου του κλάδου της. Τότε, η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη καθώς η τιμή της υπολείπεται των μεγεθών που έχει.
- 2<sup>η</sup> περίπτωση. Όταν η μετοχή έχει υψηλό P/BV και υψηλό P/E πάντα σε σχέση με τους μέσους όρους του κλάδου. Σε αυτή την περίπτωση η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έχει αξιολογήσει καλύτερα τα μεγέθη της εταιρίας από ότι πραγματικά είναι.
- 3<sup>η</sup> περίπτωση. Όταν η μετοχή εμφανίζει υψηλό P/BV και χαμηλό P/E. Τότε η μετοχή της εταιρίας φαίνεται να έχει αρκετά περιθώρια να ανατιμηθεί καθώς μπορεί να διαθέσει λίγα ίδια κεφάλαια και τα υπόλοιπα κεφάλαια πιθανόν να προέρχονται από δανεισμό, ωστόσο πραγματοποιείται πολύ καλή χρήση αυτών των συνολικών κεφαλαίων με αποτέλεσμα να εμφανίζονται αρκετά ικανοποιητικά κέρδη.

- 4<sup>η</sup> περίπτωση. Όταν η μετοχή εμφανίζει χαμηλό P/BV και P/E σε υψηλά επίπεδα. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή δεν έχει μεγάλα περιθώρια ανόδου, καθώς η εταιρία διαθέτει αρκετά ίδια κεφάλαια που μπορεί να είναι σχεδόν αυτοχρηματοδοτούμενα, ωστόσο δεν γίνεται η βέλτιστη χρήση των ιδίων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα να υπάρχει συρρίκνωση των αποτελεσμάτων και ουσιαστική χρηματοοικονομική δυσλειτουργία της εταιρίας.

#### 8.2.4. Μερισματική απόδοση ή απόδοση μετοχής

Απεικονίζει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ μερίσματος και της τιμής της κοινής μετοχής της επιχείρησης. Υπολογίζεται αν διαιρέσει κανείς το μέρισμα ανά μετοχή που έδωσε μια εταιρία δια της τιμής που πωλείται η μετοχή στο χρηματιστήριο.

ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ P/BV: _____ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ
---

Επομένως, δηλώνει την απόδοση που θα πρέπει να πάρουν οι μέτοχοι (αποζημίωση) για το χρόνο που κρατούν τη μετοχή της επιχείρησης. Σημειωτέον ότι οι μέτοχοι αναλαμβάνουν κάποιο ρίσκο κρατώντας τις μετοχές, άρα επιζητούν μια απόδοση ανάλογη τουλάχιστον του ρίσκου αυτού. Η μερισματική απόδοση θεωρείται κανονική στο 7% και ικανοποιητική για κάθε μεγαλύτερη, (πάντα σε σύγκριση με τις αποδόσεις που επικρατούν στην αγορά επενδύσεων). Βέβαια, πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στο μέρισμα χρήσης που χρησιμοποιείτε προς την τιμή κλεισίματος της κοινής μετοχής. Ο δείκτης αυτός δεν παρουσιάζει μεγάλη σημασία αφού συνήθως η τιμή της μετοχής είναι

πολύ διαφορετική από εκείνη της εποχής κατά την οποία έδωσε το μέρισμα.

Συγκεκριμένα, αν τον Απρίλιο του 1999 μια μετοχή πουλιόταν στο χρηματιστήριο 6 € έδωσε μέρισμα 0,90 € από τα κέρδη χρήσης του 1998, η μερισματική απόδοσή της ύψους 15% και εθεωρείτο μία από τις καλύτερες εκείνης της περιόδου.

Ενδέχεται εν τω μεταξύ η εταιρία να μην πήγε και τόσο καλά, τα κέρδη της να μειώθηκαν στο μισό και αυτό να το γνώριζε η αγορά, η οποία πίεσε την τιμή της μετοχής στα 4,5 € που είναι σήμερα. Αν κάποιος θελήσει να μετρήσει σήμερα τη μερισματική απόδοση της εταιρίας με βάση το μέρισμα που έδωσε στην τελευταία χρήση, ενδέχεται να διαπιστώσει ότι φθάνει το 20% και να τη θεωρήσει ευκαιρία. Η πραγματικότητα θα διαπιστωθεί όταν η εταιρία, δημοσιεύοντας τα αποτελέσματά της για τη χρήση του 1999 ανακοινώσει ότι το μέρισμα που θα δώσει για τη χρήση αυτή είναι 0,30 € και έτσι η μερισματική απόδοσή της θα διαμορφωθεί στο 6,7% αν η τιμή της δεν έχει εν τω μεταξύ διαφοροποιηθεί.

Ο δείκτης αυτός δεν στερείται ωστόσο πρακτικής εφαρμογής. Συνήθως κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την επίσημη ανακοίνωση των αποτελεσμάτων μιας μεσολαβεί από την επίσημη ανακοίνωση των αποτελεσμάτων μιας εταιρίας, δηλαδή την δημοσίευση του ισολογισμού της, έως την ημέρα που θα γίνει η αποκοπή δικαιώματος μερίσματος και θα αφαιρεθεί από την τρέχουσα τιμή της μετοχής της το ύψος του μερίσματος, ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης αποκτά πρακτική σημασία και μπορεί να αποτελέσει οδηγό για τοποθετήσεις. Μην ξεχνάμε όμως ότι το ποσό του μερίσματος αφαιρείται από την αγοραία αξία της μετοχής. Δηλαδή δεν μπορείτε να έχετε το κεφάλαιό σας πίσω την επόμενη ακριβώς της αποκοπής του μερίσματος. Θα πρέπει να

περιμένετε ώσπου να προσαρμοστεί σταδιακά η τιμή της μετοχής, όπως συνήθως συμβαίνει στα προ της αποκοπής του μερίσματος επίπεδα.

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η επένδυση σ' αυτή τη μετοχή. Για τους επενδυτές που δεν εμπορεύτηκαν τη συγκεκριμένη μετοχή, η απόδοση του μερίσματος επί τοις % μπορεί να είναι ένα συγκρίσιμο μέγεθος ως προς τα επιτόκια άλλων μορφών επενδύσεων της περιόδου (καταθέσεις, ομόλογα κ.τ.λ.), έτσι ώστε να αξιολογείται συγκριτικά η επιτυχία της επένδυσης στη συγκεκριμένη μετοχή σε σχέση με τις αποδόσεις των εναλλακτικών μορφών επένδυσης κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Συνεπώς όταν η απόδοση πέσει κάτω από την κανονική, για παράδειγμα στο 4%, οι τιμές των μετοχών θεωρούνται υψηλές και γίνονται μόνο πωλήσεις (δεν αποκλείονται φυσικά και επιλεκτικές αγορές), ενώ όταν η απόδοση υπερβεί το κανονικό ύψος, για παράδειγμα στο 10% οι τιμές θεωρούνται χαμηλές και αγοράζονται μετοχές. Η απόσταση επίσης από την κανονική τιμή μπορεί να αποτελέσει κριτήριο για την αναλογία σε ένα χαρτοφυλάκιο μεταξύ ομολογιών και μετοχών. Συγκεκριμένα σε 10% μερισματική απόδοση το χαρτοφυλάκιο θα μπορούσε να αποτελείται εξ ολοκλήρου από μετοχές, ενώ σε 4% απόδοση να αποτελείται μόνο από ομολογίες ή εν μέρει από μετοχές. Τέλος, στο δείκτη μερισματικής απόδοσης δεν απεικονίζεται η δυνατότητα απόδοσης από υπεραξία.

#### **8.2.5. Ταμιακή ροή ανά μετοχή**

Προκύπτει με διαίρεση του αθροίσματος των καθαρών και των δαπανών που δεν απαιτούν εκροή χρημάτων (π.χ. αποσβέσεις) δια των μετοχών τέλους χρήσης ή του σταθμισμένου αριθμού μετοχών αν στη χρήση έγινε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.



TAMIAKH ΡΟΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ:	(κέρδη χρήσης + αποσβέσεις)
	Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

Η ταμιακή ρευστότητα ενημερώνει κυρίως για την πραγματική κερδοφορία αλλά και για την ικανότητα χρηματοδότησης επενδύσεων με ίδια κεφάλαια.

### 8.2.6. Δείκτης τιμής προς ακαθάριστη ταμιακή ροή P/CV

Η ακαθάριστη ταμιακή ροή (CV) είναι τα κέρδη μιας επιχείρησης, που προκύπτουν μετά τις λογιστικές πράξεις που επηρεάζουν τις κινήσεις του ταμείου της. Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη P/CV τόσο πιο ελκυστική κρίνεται η τιμή μιας μετοχής. Συνήθως, η ακαθάριστη ταμιακή ροή μιας εταιρίας προκύπτει από τον τύπο:  $CV = (\text{Κέρδη προ φόρων} - \text{Φόρο εισοδήματος} - \text{Αμοιβές μελών Δ.Σ.} + \text{Αποσβέσεις} + \text{Προβλέψεις}) / \text{Αριθμός Μετοχών}$ .

Με τη χρήση του συγκεκριμένου δείκτη στην ουσία επιβραβεύεται η εταιρία, η οποία πραγματοποιεί σημαντικού ύψους επενδύσεις, πράγμα που δεν συμβαίνει τόσο με τη μέθοδο του δείκτη P/E, όσο και με τη μέθοδο του δείκτη τιμή προς εσωτερική αξία.

Επιπλέον, με τη μέθοδο αυτή δεν τιμωρούνται οι εταιρίες που φορολογούνται με ευνοϊκότερους όρους (για παράδειγμα οι τεχνικές εταιρίες ή οι ναυτιλιακές εταιρίες) ή επιβαρύνονται με χαμηλότερες αμοιβές μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επίσης, ο δείκτης P/CV δεν τιμωρεί τις εταιρίες που έχουν προβεί σε αυξημένες προβλέψεις, ώστε να διαθέτουν αξιόπιστο ισολογισμό.

### 8.2.7. Δείκτης διανομής μερίσματος

Είναι το ύψος των κερδών που πληρώνεται σαν μέρισμα, σε σχέση με το σύνολο αυτών (μέρισμα και αποθεματικά). Στις επιχειρήσεις που έχουν ευκαιρίες επένδυσης, η αύξηση του μερίσματος χρονικά υστερεί της αύξησης των κερδών, αλλά μακροπρόθεσμα τα ακολουθεί, στο πλαίσιο βέβαια των αναγκών για κεφάλαια προς επένδυση.

Μερίσματα πληρωτέα
ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ : _____
ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ
(κέρδη χρήσης ή μέρισμα + αποθεματικά)

Η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία προκύπτει από την εξέλιξη του λόγου διανομής στο παρελθόν χαμηλό δείκτη έχουν οι επιχειρήσεις που κάνουν επενδύσεις, γιατί διατηρούν σημαντικά κέρδη για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους.

### 8.2.8. Δείκτης Χρηματιστηριακής αξίας προς πωλήσεις

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει το λόγο της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης προς την αξία των πωλήσεων της μετοχής σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Για παράδειγμα, έστω ότι η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών μιας επιχείρησης έχει διαμορφωθεί σε 300.000.000 € και η αξία των πωλήσεων για τη συγκεκριμένη μετοχή από την αρχή του έτους φτάνει τα 450.000.000 €. Ο δείκτης της αξίας προς τις πωλήσεις υπολογίζεται σε  $100/150=0,667$ . Όσο μικρότερος από τη μονάδα είναι αυτός ο δείκτης τόσο μεγαλύτερα θεωρούνται τα περιθώρια ανόδου της μετοχής. Ο μικρότερος δείκτης παράγεται από μεγάλη αξία πωλήσεων και μικρή διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας. Αυτό δηλώνει ότι η εμπορευσιμότητα της μετοχής φτάνει σε αξίες που δεν αντιστοιχούν

ακόμη στα περιθώρια μέσα στα οποία μπορεί να ανέβει η χρηματιστηριακή της αξία, η οποία για άλλους λόγους είναι χαμηλή.

### **8.2.9. Συντελεστής μεταβλητικότητας σε σχέση με το χρηματιστηριακό δείκτη**

Ο συντελεστής μεταβλητικότητας ή συντελεστής Βήτα, είναι ένας δείκτης που αποτυπώνει το ρυθμό μεταβολής της τιμής μιας μετοχής σε ένα χρηματιστήριο σε σύγκριση προς τη μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη. Είναι απολογιστικό μέγεθος και εκφράζει συνήθως το ρυθμό μεταβολής της τιμής της μετοχής κατά τη διάρκεια ενός έτους.

Δείχνει την κινητικότητα και τη συμπεριφορά της τιμής σε σύγκριση προς το μέσο όρο της αγοράς.

Εάν για παράδειγμα η τιμή μιας μετοχής μεταβλήθηκε κατά τον παρελθόντα χρόνο κατά 0,63 για κάθε μεταβολή κατά 1% του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη, τότε ο συντελεστής Βήτα της συγκεκριμένης μετοχής είναι 0,63.

Εκτός από τον συντελεστή Βήτα που αναφέρεται στο γενικό χρηματιστηριακό δείκτη, υπάρχει και ο συντελεστής Βήτα που αναφέρεται στον κλαδικό χρηματιστηριακό δείκτη, π.χ. τραπεζικών μετοχών, μετοχών κατασκευαστικών εταιριών κ.λπ. ο οποίος δείχνει τη μεταβλητότητα σε σύγκριση προς τη συμπεριφορά της αγοράς των μετοχών του κλάδου.

### **8.3. Κριτήρια για την επιλογή των μετοχών**

Ο κατάλογος των κριτηρίων που συνήθως χρησιμοποιούνται δεν είναι βεβαίως εξαντλητικός και πλήρης, αφού υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα της παρουσίας μιας εταιρίας στη

Χρηματιστήριο, οι οποίοι ενδέχεται να έχουν κατά πάσα περίπτωση , μεγαλύτερη αξία.

Δεν πρέπει να ξεχνάμε άλλωστε ότι η πλέον σύγχρονη μέθοδος προσέγγισης των τιμών της Σοφοκλέους είναι οι φήμες που κυκλοφορούν γύρω από τις μετοχές ή οι καλές αλλά όχι διαδεδομένες πληροφορίες που είναι ικανές να προσφέρουν πολλά κέρδη, όπως έχει αποδειχθεί.

Σε ένα χρηματιστήριο άλλωστε που αναπτύσσεται με την ταχύτητα της Σοφοκλέους δύσκολα θα συναντήσει κανείς μετοχές με έντονα αρνητικές αποδόσεις, οπότε το κόστος μιας ανυπόστατης φήμης ή μιας λανθασμένης πληροφορίας είναι μικρό. Αν πάντως πράγματι θελήσει κανείς να αξιολογήσει μια μετοχή, θα πρέπει να αναζητήσει διάφορα στοιχεία, μεταξύ των οποίων:

- Ποια είναι η σχέση τιμής προς κέρδη της εταιρίας (P/E) και λογιστική αξία (P/BV) σε σύγκριση με τις άλλες τους κλάδου.
- Που βρίσκεται η τιμή της μετοχής σε σχέση με τα χαμηλότερα ή υψηλότερα ιστορικά επίπεδά της.
- Ποια είναι η πρόσφατη μεταβολή της τιμής της μετοχής και η μακροχρόνια χρηματιστηριακή συμπεριφορά της.
- Ποια είναι η εμπορευσιμότητά της, δηλαδή ο όγκος των συναλλαγών της σε σχέση με άλλες εταιρίες ίδιου μεγέθους.
- Ποια είναι η χρηματιστηριακή πορεία των μετοχών εταιριών με συναφές αντικείμενο δραστηριότητας.
- Ποιες προβλέψεις έχει διατυπώσει επισήμως για την εξέλιξη των μεγεθών της και πόσο έχουν επαληθευθεί οι προηγούμενες προβλέψεις της.

- Ποιες είναι οι προοπτικές του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και ποιοι οι παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία του.
- Τι είδους προϊόντα ή υπηρεσίες πουλάει η εταιρία και τι ποσότητες εξάγει.
- Αν διαθέτει ή όχι δικά της εμπορικά σήματα.
- Ποιος είναι ο ανταγωνισμός στον κλάδο που ανήκει.
- Τι λένε για αυτήν οι ανταγωνιστές της.
- Ποιες είναι οι προδιαγραφές και τα πεπραγμένα της διοίκησής της.
- Ποια είναι τα σχέδια που έχει αναπτύξει και πόσο αξιόπιστη φάνηκε στην υλοποίηση άλλων σχεδίων που είχε εξαγγείλει.

#### **8.4. Οι κύκλοι ανάπτυξης κλάδων**

##### **Χρηματιστηριακές επενδύσεις – ανάλυση**

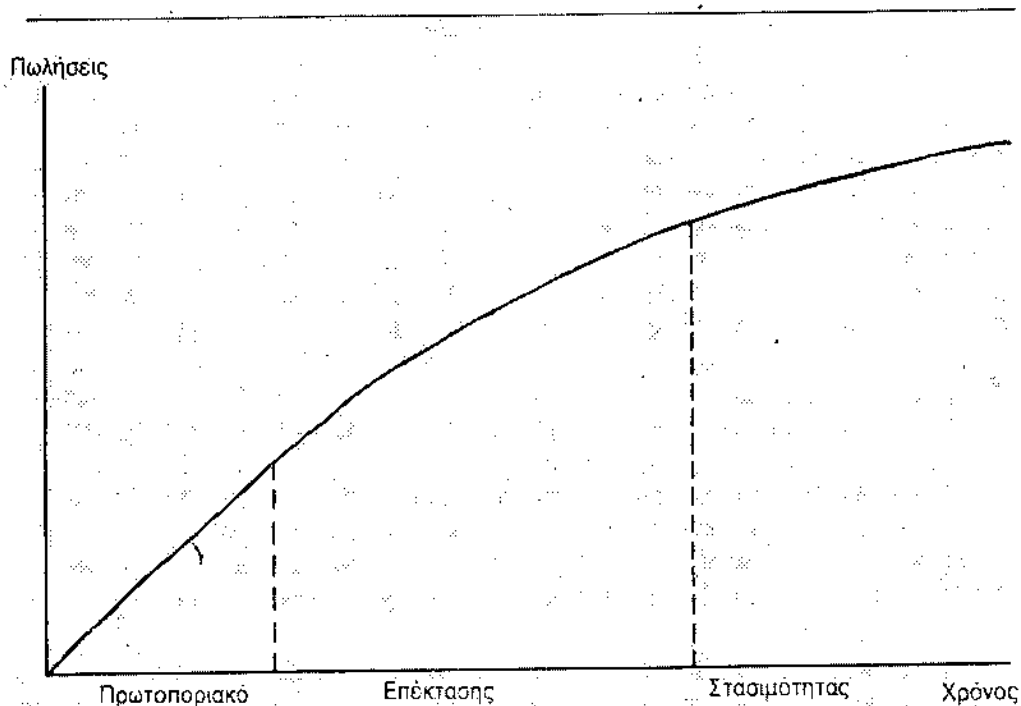
Οι εναλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα επηρεάζουν κατά διαφορετικό τρόπο τους κλάδους και τους τομείς της οικονομίας οι οποίοι την συνιστούν. Με τη σειρά τους η κατάσταση στους κλάδους επηρεάζει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων που ανήκουν σ' αυτόν. Η αναζήτηση των πιο δυναμικών εταιριών, με την έννοια ιδιαίτερα της αύξησης των εσόδων και κερδών (αλλά και των παραγωγικών μέσων) ξεκινάει από τις πωλήσεις. Αυτές ορίζουν την ανταγωνιστική θέση της εταιρίας στον κλάδο αλλά και το σύνολο των εταιριών αυτού διαγράφουν την εξέλιξη του κλάδου. Αυτή μπορεί να διαπιστωθεί είτε μετρώντας τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων στον κλάδο είτε συγκρίνοντάς τον προς αυτόν της οικονομίας. Η σύγκριση γίνεται αφού οι πωλήσεις του κλάδου μετατραπούν σε δείκτη ο οποίος συγκρίνεται με τους δείκτες του ΑΕΠ, του εθνικού εισοδήματος κ.λπ., ανάλογα ποιος κρίνεται πιο κατάλληλος. Η σύγκριση αυτή θα δείξει ποιοι κλάδοι αναπτύσσονται ταχύτερα από

την εθνική οικονομία όπως επίσης και ο προσδιορισμός του ρυθμού αύξησης των κλάδων ενώ η συγκριτική παράθεση αυτών θα δείξει ποιοι είναι αυτοί που αναπτύσσονται πιο γρήγορα από τους άλλους.

Η ανάπτυξη των κλάδων, που δεν διαφέρει και πολύ από αυτή της εταιρίας, διακρίνεται σε τρία στάδια, α) το πρωτοποριακό β) το στάδιο επέκταση και γ) το στάδιο στασιμότητας.

**Πρωτοποριακό Στάδιο.** Ο Αμερικανός καθηγητής Grodinsky συνοπτικά τον περιέγραψε ως εξής. Κάθε κλάδος έχει έναν κύκλο ζωής. Στην πρώτη φάση η ζήτηση αυξάνει ταχύτητα. Ευκαιρίες για μεγάλα κέρδη είναι πολλές. Επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού ρίσκου εισέρχονται στο χώρο. Ο ανταγωνισμός κανονικά, μολονότι όχι πάντοτε, είναι άφθονος. Κατά κανόνα η επιχειρηματική θνησιμότητα είναι υψηλή και οι επιχειρήσεις που επιβιώνουν βάζουν τα θεμέλια για επιτυχία. Το στάδιο αυτό χαρακτηρίζεται από τις τεχνολογικές εφευρέσεις, την αύξηση της παραγωγής και τη ζήτηση. Λόγω των μεγάλων κερδών που σημειώνονται νέες επιχειρήσεις εισέρχονται στον κλάδο και ο ανταγωνισμός αυξάνει, οι τιμές και τα κέρδη πέφτουν. Εξαναγκάζονται έτσι να εξέλθουν του νέου κλάδου πολλές επιχειρήσεις και στο τέλος αυτού παραμένουν οι πιο δυναμικές.

**Στάδιο επέκτασης.** Οι επιχειρήσεις που κατάφεραν να αντιμετωπίσουν τα χρηματοδοτικά θέματα και το σκληρό ανταγωνισμό της πρώτης φάσης του κλάδου συνεχίζουν τη δραστηριότητά τους σε βελτιωμένες συνθήκες. Η ζήτηση για το προϊόν αυξάνει και το σπουδαιότερο στις αρχές την ικανοποιούν οι λίγες εταιρίες που επιβίωσαν, ενώ παράλληλα η ποιότητα βελτιώνεται και οι τιμές πέφτουν.



### Στάδια Ανάπτυξης του κλάδου

Ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε μετοχές τέτοιων εταιριών με υψηλές πιθανότητες να επωφεληθεί της περιόδου δυναμικής ανάπτυξης και επιτύχει σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη, ενώ και η μερισματική απόδοση είναι υψηλή. Έχει δηλαδή η επιχείρηση διαγράψει τη μερισματικής της πολιτική και αυξήσει το ύψος του μερίσματος αφού πλέον δεν αντιμετωπίζει το οξύ πρόβλημα χρηματοδότησης της πρώτης φάσης. Επιπλέον το ρίσκο σ' αυτό το στάδιο είναι πολύ χαμηλό και η πιθανότητα ολικής απώλειας της επένδυσης που παρέμενε υψηλή στο προηγούμενο στάδιο είναι μικρή.

**Στάδιο στασιμότητας.** Η μεταβίβαση στο επόμενο στάδιο της στασιμότητας γίνεται βαθμιαία. Την περίοδο αυτή ο ρυθμός αύξησης χαλαρώνεται, η αγορά δεν επεκτείνεται άλλο, ενώ από μακρού έχει κατακλυσθεί από όμοια προϊόντα με αποτέλεσμα ο ανταγωνισμός να είναι οξύτερος και το κόστος να μην μπορεί να μειωθεί περισσότερο.

Έτσι η αύξηση στις πωλήσεις ίσως και να φτάσει σε ρυθμό χαμηλότερο αυτού της οικονομίας ιδίως της περιόδου της ύφεσης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup>**

### **Κερδοσκοπία – Κερδοσκοπική στρατηγική – Κερδοσκοπικές συναλλαγές**

#### **9.1. Κερδοσκοπία και κερδοσκοπικά κεφάλαια**

Κερδοσκόπος σύμφωνα με τις νομισματικές αρχές είναι ο αρνητικός επενδυτής που ασκεί πιέσεις στις μετοχές, στα νομίσματα και στην αγορά ομολόγων. Αντιθέτως, υποστηρίζουν θετικά και δίνουν αναπτυξιακό ρόλο στον όρο θεσμικός επενδυτής, διάκριση η οποία δεν είναι ουσιαστική παρά μόνο εννοιολογική.

Τα αμοιβαία κεφάλαια όταν αγοράζουν χρεόγραφα ονομάζονται θεσμικοί επενδυτές και όταν πωλούν κερδοσκόποι. Είναι σίγουρο ότι αυτό που έχει αλλάξει σήμερα σε σημαντικό βαθμό είναι η ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων από χώρα σε χώρα, η οποία έδωσε τη δυνατότητα και ταυτόχρονα δημιούργησε και την υποχρέωση – στους θεσμικούς επενδυτές να μετακινούν τα κεφάλαιά τους επιδιώκοντας της μέγιστη απόδοση.

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων έδωσε τη δυνατότητα στους επενδυτές να επενδύουν σε ξένες αγορές και να καρπούνται αποδόσεις μετακινούμενοι ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, ενώ παλαιότερα ήταν αναγκασμένοι να περιορίζονται στις ευκαιρίες που προσέφεραν μόνο οι τοπικές αγορές και κατά συνέπεια οι χρόνοι παραμονής σε κάθε τοποθέτηση ήταν πολύ μεγαλύτεροι. Εξάλλου η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και η αύξηση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων ενέτειναν τον ανταγωνισμό και ανάγκασαν όλα τα αμοιβαία



κεφάλαια να επιταχύνουν τις αλλαγές στα χαρτοφυλάκιά τους προσπαθώντας να επιτύχουν υψηλότερη απόδοση.

Βέβαια παρόλη την κακή φημολογία, οι κερδοσκόποι προσφέρουν και κάτι σημαντικό στην διεθνή οικονομική κοινότητα. Είναι αυτοί που επενδύουν σε μια αγορά όταν οι τιμές είναι χαμηλές, στηρίζοντας τα υποτιμημένα νομίσματα και ενισχύοντας τις εταιρίες που οι μετοχές τους έχουν πιεσθεί.

Παράλληλα, όταν πουλάνε διορθώνουν τις ανωμαλίες της αγοράς, αφού πιέζουν τις υπερτιμημένες μετοχές ή τα υπερτιμημένα νομίσματα.

Τελικώς, ο παρεμβατισμός τους στην αγορά διορθώνει τις ανισορροπίες και προσφέρει ρευστότητα στο οικονομικό σύστημα, ενώ ταυτόχρονα περιορίζει τις μεγάλες διακυμάνσεις προς τα πάνω αλλά και προς τα κάτω στις τιμές των μετοχών και των ομολόγων.

### **9.1.1. Διεθνή κερδοσκοπικά κεφάλαια**

The International funds (διεθνή κεφάλαια): τοποθετούν τα χρήματά τους σε διάφορες αγορές του κόσμου και συνεπώς εφαρμόζουν στρατηγικές τοποθέτησεις κεφαλαίων οι οποίες δεν διαφέρουν σημαντικά από αυτές των απλών επενδυτών. Όπως ακριβώς κάνει και ο απλός, σώφρων επενδυτής, που τοποθετεί ένα κομμάτι του κεφαλαίου του σε καταθέσεις για να έχει άμεση πρόσβαση (άμεση ρευστότητα) στα χρήματά του, κάποιο άλλο δεσμεύει σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου που δίνουν υψηλότερο τόκο και ένα τρίτο σε μετοχές για να πετύχει υψηλές αποδόσεις, έτσι και οι μεγάλοι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι τοποθετούν τα κεφάλαια που διαχειρίζονται σε διάφορες αγορές ανά τον κόσμο, με σκοπό πάντα την επίτευξη όσο το δυνατόν υψηλότερων αποδόσεων στο συντομότερο χρονικό διάστημα.

Τα ίδια μεγάλα κεφάλαια επενδύουν κατά καιρούς κάποιο μικρό κομμάτι στην Ελλάδα, τόσο στην αγορά ομολόγων όσο και στο χρηματιστήριο, ανάλογα με τις ευκαιρίες της αγοράς.

Όταν λοιπόν οι επενδύσεις τους σε μια αγορά δεν αποδώσουν, οι προοπτικές για την αγορά αυτή είναι άσχημες, όπως συνέβη πρόσφατα στην Ρωσία, τότε εφαρμόζεται η στρατηγική άμεσης ρευστοποίησης από τις τοποθετήσεις τους σε άλλες, λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές που έχουν κέρδη, προκειμένου να καλύψουν τις ζημιές τους. Κάτι παρόμοιο συνέβη στην ελληνική αγορά από την οποία τα τελευταία χρόνια είχαν σημαντικά κέρδη.

## **9.2. Το σχέδιο κερδοσκοπικής στρατηγικής**

Πιέσεις δέχονται συχνά τα νομίσματα

- Στα οποία έχουν επενδυθεί κερδοσκοπικά κεφάλαια,
- Στα οποία η ισοτιμία καθορίζεται ελεύθερα από τις διεθνείς αγορές

ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΗΣ ΠΙΕΣΗΣ σχετίζεται:

- Με τα ποσά τα οποία έχουν επενδυθεί στη χώρα,
- Με τα οφέλη που μπορεί να αποκομίσει ο κερδοσκόπος από την επίθεση σε ένα νόμισμα.

ΤΑ ΟΠΛΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΩΝ: Προκειμένου να πιέσουν ένα νόμισμα οι κερδοσκόποι πρέπει να το πουλήσουν, συνεπώς θα πρέπει πρώτα να το έχουν.

### **ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑΣ**

1. Αγοράζουν ένα ποσό και ταυτόχρονα δανείζονται πολύ μεγαλύτερα ποσά από το ίδιο νόμισμα.
2. Η κερδοσκοπική επίθεση ξεκινά με μια αφορμή π.χ.
  - Μια αρνητική εξέλιξη του πληθωρισμού,
  - Μια άκαιρη μείωση των επιτοκίων,

- Ακόμα και με μια πολιτική αφορμή.

1. Τα κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια αρχίζουν να πουλούν τα νόμισμα και να αγοράζουν ένα άλλο (π.χ. δολάρια ή μάρκα).

- Η πώληση του νομίσματος αποσκοπεί στο να συμπαρασύρει και άλλους παίκτες που δραστηριοποιούνται σε αυτό το νόμισμα να κάνουν το ίδιο και έτσι δημιουργείται μια πολύ μεγαλύτερη πίεση σ' αυτό.

### **9.3. Μέτρα για την αποφυγή της κρίσης**

Ο Κρατικός Μηχανισμός και η Κεντρική Τράπεζα προκειμένου να αντιμετωπίσουν την νομισματική κρίση αναλαμβάνουν σχέδιο στήριξης του νομίσματός τους, το οποίο δέχεται κερδοσκοπική επίθεση. Το σχέδιο αντιμετώπισης είναι το εξής:

1. Αγοράζουν αυτά που πουλάνε οι κερδοσκόποι, έτσι, όμως δαπανούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας, τα οποία αποτελούν και το κριτήριο νομισματικής ισχύος της.

2. Αν η επίθεση δεν διακοπεί, οι πωλήσεις των συναλλαγματικών διαθεσίμων σταματούν και η Κεντρική Τράπεζα αυξάνει τα επιτόκια του νομίσματος προκειμένου να αυξήσει την ελκυστικότητά του και να αποτρέψει τις πωλήσεις του, ενώ η αύξηση των επιτοκίων έχει άμεσες συνέπειες στην εγχώρια οικονομία, καθώς:

- το κόστος των επιχειρήσεων αυξάνεται,
- τα κέρδη μειώνονται
- το κόστος των πολιτών που χρωστάνε για στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια αυξάνεται,
- το διαθέσιμο εισόδημα μειώνεται,
- αυξάνεται και το κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους (εφόσον αυξάνονται και τα επιτόκια των ομολόγων).

Η κυβέρνηση υφίσταται ένα ιδιαίτερο αυξημένο πολιτικό κόστος, διότι από την αύξηση των επιτοκίων δημιουργείται έντονη δυσαρέσκεια στο σύνολο της οικονομίας.

Οι δύο άμεσες επιλογές

- Να διορθώσει την πολιτική της εξαγγέλλοντας νέα μέτρα με άμεση εφαρμογή, τα οποία θα ικανοποιήσουν την αγορά και θα σταματήσει η πίεση, οπότε τα επιτόκια θα επανέλθουν στα προηγούμενα επίπεδά τους.
- Να υποτιμήσει το νόμισμα και ταυτόχρονα να λάβει τα ίδια μέτρα.

Υποτίμηση του νομίσματος

Στις περισσότερες περιπτώσεις η κυβέρνηση δεν επιθυμεί την υποτίμηση του νομίσματος επειδή δέχεται μεγάλο πολιτικό κόστος, όπως η διατήρηση σταθερότητας της ισοτιμίας (ένα από τα κριτήρια σύγκλισης για τη συμμετοχή των ευρωπαϊκών χωρών στην οικονομική και νομισματική ένωση).

Εξίσου σημαντικό βεβαίως είναι και το κριτήριο των επιτοκίων, αλλά αφορά μόνο μακροπρόθεσμα επιτόκια, οπότε αυτό δεν επηρεάζεται από τη βραχυπρόθεσμη αύξηση των επιτοκίων λόγω συναλλαγματικής πίεσης).

Στην περίπτωση αυτή η κυβέρνηση είναι υποχρεωμένη να λάβει μέτρα που θα ικανοποιήσουν τους κερδοσκόπους και θα διακόψουν την επίθεση στο νόμισμα. Αυτομάτως η επιλογή της πολιτικής έχει μεταφερθεί από την εθνική κυβέρνηση στο διεθνές κερδοσκοπικό κεφάλαιο.

#### **9.4. Κερδοσκοπικές συναλλαγές**

Η επένδυση σε χρηματιστηριακά χρεόγραφα είναι συνυφασμένη με την κερδοσκοπία και δεν μπορείς να την εκβάλλεις από τη χρηματιστηριακή αγορά. Κατ' αρχήν στην κερδοσκοπία αποβλέπουν

όλες οι πράξεις στο χρηματιστήριο, όπως και κάθε επιχειρηματική, όμως η πραγματική της χροιά δίνεται από το χρηματιστηριακό πελάτη με τους σκοπούς που θέτει, το ρίσκο που αναλαμβάνει αλλά και με το είδος της πράξης που συνάπτει ή ακόμα και με την εκμετάλλευση της δυνατότητας που του παρέχεται να δανείζεται χρεόγραφα ή και κεφάλαια.

Κερδοσκοπικές θεωρούνται οι πράξεις που είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας και διεκπεραιώνονται με δανεισμό χρεογράφων. Αυτές διεξάγονται συνήθως από επαγγελματίες ειδικούς και Arbitagers και είναι γνωστές σαν προθεσμιακές πράξεις ή βραχυπρόθεσμες πωλήσεις (short sales) σ' αντίθεση με τις λοιπές συναλλαγές που θεωρούνται μακροπρόθεσμες (long sales) και στις οποίες δίνεται επενδυτική χροιά.

Οι αγορές επίσης χρηματιστηριακών τίτλων χρηματοδοτούνται και έτσι ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει με βάση τα δικά του κεφάλαια μετοχές διπλάσιας αξίας με το σημερινό περιθώριο που είναι 50%. Ο δανεισμός κεφαλαίων με ενέχυρο χρεόγραφα είναι γνωστός σε μας σα δάνειο επ' ενέχυρω χρεογράφων και η δικαιοπραξία, που αλλού γίνεται μέσω του χρηματιστηριακού γραφείου, σαν margin trading.

Ο πρόσφατος χρηματιστηριακός νόμος επιτρέπει δύο ειδών συναλλαγές, α) πωλήσεις τοις μετρητοίς και β) πωλήσεις με ειδικές συμφωνίες. Στις τελευταίες υπονοούνται κυρίως οι προθεσμιακές συναλλαγές, όμως οι όροι και η διαδικασία σύναψης αφήνονται να οριστούν με υπουργικές αποφάσεις. Πιστεύουμε ότι αυτές θα προσαρμοστούν στους όρους και τις διαδικασίες που ισχύουν στα χρηματιστήρια του εξωτερικού, τα οποία κυρίως αποδέχονται τις αμερικανικές πρακτικές και τις υιοθετούν. Μ' αυτή την προϋπόθεση αναπτύσσουμε στη συνέχεια τη χρηματοδότηση της κτήσης των χρεογράφων για μακροπρόθεσμη επένδυση και στη συνέχεια τις προθεσμιακές πωλήσεις, οι οποίες σε μας ανεστάλησαν στα μέσα της

δεκαετίας του 1970 και όταν στις αρχές τις δεκαετίας του 1980 δεν προσέλκυσαν το ενδιαφέρον του κοινού.

### **9.5. Η χρηματοδότηση των επενδύσεων**

Η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων για να αυξηθεί η απόδοση των διαθέσιμων ίδιων κεφαλαίων δεν είναι μόνο προνόμιο του επιχειρηματικού κόσμου αλλά και των χρηματιστηριακών επενδυτών. Το ποσό των ξένων κεφαλαίων που μπορεί να δανειστεί για να αγοράσει ή πουλήσει χρηματιστηριακά χρεόγραφα, σε σχέση με τα δικά του, είναι γνωστό σαν περιθώριο (Margin). Ορίζεται από τις νομισματικές αρχές και χρηματοδότης είναι το χρηματιστηριακό γραφείο το οποίο ενεχυριάζει τα χρεόγραφα των πελατών του για τη λήψη του δανείου. Αυτά παραμένουν στο χρηματιστή σαν εγγύηση του δανείου που έλαβε για τη χρηματοδότηση των αγορών του. Τα χρηματιστηριακά δάνεια είναι γνωστά σαν call - loans, θεωρούνται ασφαλή και γι αυτό επιβαρύνονται με επιτόκιο χαμηλότερο από το βασικό. Το κόστος ο χρηματιστής το μεταφέρει στους πελάτες του αφού το αυξήσει τουλάχιστον κατά 0,5%. Δανειοδοτούμενος πελάτης κατ' αυτόν τον τρόπο μπορεί να επενδύσει σε διπλάσιο αριθμό μετοχών από ότι θα επένδυε με τα δικά του μόνο χρήματα (με το σημερινό περιθώριο που είναι 50%). Σε μας το δάνειο συμφωνείται μεταξύ χρηματιστηριακού πελάτη και τράπεζας και ανέρχεται στα 50% της αξίας των μετοχών που δίνονται σαν ενέχυρο.

#### **9.5.1. Μακροπρόθεσμη επένδυση**

Οι αγορές μετοχών με δάνειο έναντι της αξίας τους και των χρημάτων (περιθώριο) που ο ίδιος καταθέτει κατά την αγορά καταλήγει στην απόκτηση με 50% περιθώριο, διπλάσιου αριθμού μετοχών. Αυτό

σημαίνει διπλάσια κέρδη αν τυχόν η προσδοκία του αγοραστή για άνοδο των τιμών επαληθευτεί αλλά και διπλάσια ζημιά αν η προσδοκία του διαψευστεί.

### **9.6. Προθεσμιακές πωλήσεις**

Η προθεσμιακή συναλλαγή στη χρηματιστηριακή αγορά διεξάγεται με πώληση χρεογράφων τα οποία ο πωλητής δεν έχει αλλά δανείζεται για να τα παραδώσει. Τέτοια πώληση γίνεται όταν ο ενεργών κερδοσκοπικά προβλέπει πτώση στην τιμή του χρεογράφου. Πιστεύει ότι επίκειται η πτώση της τιμής του στο προσεχές χρονικό διάστημα, το πωλεί σήμερα, δανειζόμενος χρεόγραφα από τον χρηματιστή του για να παραδώσει στον αντισυμβαλλόμενο. Προτίθεται όμως να τα αγοράσει αργότερα όταν η τιμή θα είναι χαμηλότερη για να επιστρέψει τα χρεόγραφα που δανείστηκε. Ενεργών έτσι καρπούται τη διαφορά μεταξύ της υψηλότερης τιμής πώλησης και της χαμηλότερης τιμής αγοράς.

Δεν είναι κερδοσκοπικές όλες οι προθεσμιακές συναλλαγές, ορισμένες δηλαδή δεν γίνονται για να εκμεταλλευτεί κανείς την πτώση στις τιμές αλλά για άλλους σκοπούς όπως φορολογικούς, μη αποξένωσης μετοχών για διάφορες αιτίες και ιδιαίτερα από στελέχη επιχειρήσεων. Αυτά που αναπτύσσονται στη συνέχεια είναι οι συνηθισμένες προθεσμιακές πράξεις που κυριαρχούν στις διεθνείς αγορές που υιοθέτησαν τις αμερικανικές πρακτικές ενώ αυτά που αναπτύσσονται στη σημείωση είναι η πρακτική στο Χρηματιστήριο Αθηνών προτού αυτές απαγορευθούν και προέρχονται από αντίστοιχες γαλλικές πρακτικές.

## **9.7. Είδη προθεσμιακών συναλλαγών**

Οι προθεσμιακές πράξεις ανάλογα με το σκοπό για τον οποίο πραγματοποιούνται διακρίνονται, α) σε κερδοσκοπικές, β) hedging και γ) arbitrage.

### **Κερδοσκοπική.**

Είναι η πιο συνήθης πρακτική που εφαρμόστηκε από την αρχή της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών ακόμα και προτού οργανωθούν. Οι πράξεις αυτές δεν προτιμούνται από το κοινό αλλά χρησιμοποιούνται από επαγγελματίες. Η προθεσμιακή πώληση χρεογράφων δεν έχει επισύρει οξεία κριτική. Σε επιχειρήματα εναντίον της χρήσης της τονίζεται ιδιαίτερα η πτωτική επίδραση στην αγορά όταν δοθεί μεγάλος αριθμός εντολών, ο οποίος αντιπροσωπεύει σημαντικό όγκο συναλλαγών, έχουμε επιτάχυνση της πτώσης, ταχύτερα όταν αυτή συμπέσει με περίοδο περιορισμένης ζήτησης αξιών. Σημειώνουμε ότι οι βραχυπρόθεσμες πωλήσεις όταν εκτελούνται αυξάνουν την προσφορά αυτών των χρεογράφων ενώ αργότερα η κάλυψη (αγορά) αυξάνει τη ζήτηση.

### **Hedging.**

Σε Hedging καταφεύγουν κυρίως διαχειριστές ή κάτοχοι χρεογράφων που θέλουν να αποφύγουν τις ζημιές σε περιουσιακά στοιχεία άλλου. Φοβούμενοι πτώση στις τιμές καταφεύγουν στην πώληση ίδιου χρεογράφου (όχι πάντως έναντι των χρεογράφων που κατέχουν) και το καλύπτουν αργότερα. Εφόσον οι φόβοι επαληθευτούν σημειώνεται αφ' ενός μείωση της αξίας του χρεογράφου που κατέχεται και αφ' ετέρου κέρδος από την προθεσμιακή πώληση, ίδιου ύψους με τη ζημιά που σημειώθηκε στην μακροπρόθεσμη επένδυση και οι επενδυτές που δε θέλουν να αποξενωθούν των χρεογράφων που κατέχουν σε επικείμενη



κατά τη γνώμη τους πτώση ή και όταν για κάποιο λόγο δεν μπορούν να τα παραδώσουν αμέσως.

### **Arbitrage.**

Το Arbitrage διεξάγεται κατά δύο τρόπους, πρώτον, μεταξύ απομακρυσμένων αγορών και δεύτερον μεταξύ ισοδύναμων χρεογράφων. Στην πρώτη περίπτωση το Arbitrage μπορεί να γίνει όταν το ίδιο χρεόγραφο διαπραγματεύεται σε δύο διαφορετικές αγορές του Λονδίνου π.χ. και της Νέας Υόρκης. Όταν κάποια στιγμή αποκλίνουν οι τιμές στις δύο αγορές τότε προβαίνουν σε προθεσμιακή πώληση στην αγορά με την υψηλότερη τιμή και αγοράζουν μετρητοίς στην άλλη με τη χαμηλότερη. Γίνεται προθεσμιακή πώληση για να κερδηθεί χρόνος ώστε να μεταφερθεί το χρεόγραφο που αγοράστηκε μετρητοίς (η πληρωμή και η παράδοση γίνονται ενός 5ημέρου) στην αγορά που έγινε η προθεσμιακή πώληση και παραδοθεί για να κλείσει η αγοραπωλησία. Σήμερα πάντως λόγω εύκολης επικοινωνίας δεν υπάρχουν επικερδείς ευκαιρίες για arbitrage μεταξύ δύο διαφορετικών τόπων.

Ο δεύτερος τρόπος κερδοσκοπίας μέσω arbitrage γίνεται με χρεόγραφα της ίδιας επιχείρησης όπου κάποιο από αυτά θα μετατραπεί σε κοινή μετοχή. Όταν π.χ. η μετατρέψιμη ομολογία είναι υποτιμημένη σε σχέση με την κοινή στην οποία θα μετατραπεί, πωλείται η κοινή μετοχή που είναι υπερτιμημένη και αγοράζεται η ομολογία που είναι υποτιμημένη. Αυτός ο μηχανισμός λειτουργεί και για δικαιώματα, warrants και options στις ευρωπαϊκές και αμερικανικές αγορές που χρησιμοποιούνται σε δέλεαρ κατά τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

### **9.8. Κανόνες προθεσμιακών πωλήσεων**

Εξ' αιτίας του προαναφερθέντος σημείου κριτικής των προθεσμιακών πωλήσεων, της πιθανότητας δηλαδή επηρεασμού των τιμών, η

δυνατότητα εκτέλεσης τέτοιων πράξεων τίθεται υπό περιορισμούς. Για το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ο χρηματιστηριακός κανονισμός ορίζει ότι η προθεσμιακή πώληση δεν μπορεί να γίνει, α) σε τιμή κατώτερη από αυτή που έγινε η τελευταία κανονική πώληση ή β) στην ίδια τιμή εκτός εάν αυτή είναι πάνω από την πιο προηγούμενη διαφορετική τιμή που έγινε και αφορά κανονική (μετρητοίς) συναλλαγή. Οι περιορισμοί αυτοί επιτρέπουν συνήθως μεγάλο αριθμό προθεσμιακών πωλήσεων σε ανοδική αγορά ενώ τις περιορίζουν στην καθοδική, εξασθενίζοντας έτσι τις ανοδικές δυνάμεις και μη ενδυναμώνοντας τις πτωτικές.

### **9.9. Διαδικασία δανεισμού τίτλων**

Όταν γίνεται προθεσμιακή πώληση και αποκτώνται μετοχές για την κάλυψη της αυτές προέρχονται είτε από λογαριασμούς άλλων πελατών που έχουν χρεωστικό υπόλοιπο ή από ίδιο απόθεμα των χρηματιστηριακών γραφείων. Η χρησιμοποίηση μετοχών πελατών σε δανεικών για να δοθούν στους αντισυμβαλλόμενους του χρηματιστηριακού γραφείου που έκανε την πώληση είναι δυνατή γιατί ζητείται τέτοια συγκατάθεση από τον πελάτη που ανοίγει λογαριασμό margin. Αυτό υπογράφει ιδιωτικό συμφωνητικό με το οποίο επιτρέπει στο χρηματιστηριακό γραφείο να χρησιμοποιεί τίτλους μετοχών του λογαριασμού του μέχρι ύψους ίσου με το χρεωστικό υπόλοιπο (την τρέχουσα δηλαδή αξία των χρεογράφων μείον το ύψος του δανείου του).

Ανακύπτει φυσικά το ερώτημα γιατί ο πελάτης δέχεται να υπογράψει τέτοια συμφωνία. Υπογράφει γιατί αποτελεί προϋπόθεση για να δανειστεί ο ίδιος από το χρηματιστηριακό γραφείο και κατά το άνοιγμα του λογαριασμού αποτελεί τυπικό μέρος της συμφωνίας. Αν δεν μπορούν να βρεθούν τίτλοι μετοχών μεταξύ των πελατών το γραφείο αναζητεί τίτλους στα δικά του (ή των ιδιοκτητών) αποθέματα. Δανείζει το

χρηματιστηριακό γραφείο τίτλους γιατί καθιστά δυνατή τη συναλλαγή και εισπράττει την προμήθεια. Αν πάλι το χρηματιστηριακό γραφείο δεν έχει δικούς του τίτλους καταφεύγει σε άλλο χρηματιστηριακό γραφείο το οποίον τους αναζητεί από τις προηγούμενες δύο πηγές που αναφέραμε. Για εξασφάλιση δίνεται στο χρηματιστηριακό γραφείο ποσό δραχμών ίσο με την τρέχουσα αξία των μετοχών. Δανείζει τους τίτλους το δεύτερο γραφείο γιατί με τη σειρά του μπορεί να κάνει το ίδιο για πελάτη του αλλά και γιατί ενδείκνυται να καλλιεργεί καλές αμοιβαίες σχέσεις. Επί πλέον έναντι της αξίας των χρεογράφων λαμβάνει ίσο ποσό χρημάτων τα οποία δεν έχουν κόστος (flat loan) γι' αυτόν. Διευκρινίζουμε ότι τα χρήματα αυτά προέρχονται από την πώληση των μετοχών.

Πολλές φορές οι οικονομικές και οι χρηματιστηριακές συνθήκες που επικρατούν είναι τέτοιες που κάποιο από τα μέρη που συμβάλλονται οφελείται περισσότερο από το άλλο. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο δεν αρκούνται στην αλληλεξυπηρέτηση που προηγουμένως περιγράψαμε. Έτσι σε περίοδο αυστηρής πιστωτικής πολιτικής για την προσέλκυση δανειστών τίτλων μπορεί να προσφέρεται η πληρωμή τόκου επί των χρημάτων που κατατίθενται σαν περιθώριο ασφαλείας ενώ σε περίπτωση που υπάρχει έλλειψη τίτλων ο δανεισμός μπορεί να επιτευχθεί μόνο με πληρωμή κάποιου πριμ τώρα από το δανειζόμενο τους τίτλους. Το πριμ, που είναι διαπραγματεύσιμο, υπολογίζεται με βάση τον αριθμό των μετοχών και των χρηματιστηριακών εργάσιμων ημερών που διαρκεί ο δανεισμός όχι όμως με τη μορφή επιτοκίου αλλά ορισμένου ποσού δραχμών κατά ημέρα.

Και οι δυο κινήσεις (χρεογράφων ή δραχμών) μπορεί να τερματιστούν είτε από το δανειστή είτε από το δανειζόμενο. Ο δανειστής του χρεογράφου θα το κάνει στην περίπτωση που ο πραγματικός ιδιοκτήτης τα πουλήσει ή τα ζητήσει. Σε αυτή την περίπτωση το χρηματιστηριακό

γραφείο θα πρέπει να τα αντικαταστήσει με άλλα χρεόγραφα ή να ζητήσει από τον πελάτη του να τα βρει ο ίδιος. Αν πάντως περάσει η προθεσμία και δεν έχουν παραδοθεί στον δανειστή οι μετοχές, αυτός μπορεί να τις αγοράσει σε οποιαδήποτε τιμή της ημέρας σε βάρος του αθετούντος την υποχρέωση δανειζόμενου. Για την δραχμική εξασφάλιση του δανειστή των χρεογράφων ορίζεται ότι οι δραχμές πρέπει πάντοτε να καλύπτουν το 100% της αξίας τους. Αν τυχόν η τιμή του χρεογράφου ανεβεί ο δανειζόμενος θα πρέπει να καταθέσει τη διαφορά στο δανειστή. Αυτό γίνεται με σημείωμα που στέλνει ο χρηματιστής του δανειστή στο δανειζόμενο. Αν σημειωθεί πτώση ο δανειστής πρέπει να μεταφέρει δραχμές στο λογαριασμό του δανειζόμενου τους τίτλους. Αυτό γίνεται σημείωμα του χρηματιστή του προθεσμιακού πωλητή προς το χρηματιστή του δανειστή για επιστροφή της πλεονάζουσας κατάθεσης. Πάντως και τα δύο τα μέρη μπορούν να τερματίσουν τη σύμβαση αν το άλλο αθετήσει την υποχρέωσή του.

### **9.10. Κερδοσκοπία στο συνάλλαγμα**

Οι κερδοσκόποι είναι ενήμεροι της στενής σχέσης μεταξύ spot και forward market και εκμεταλλεύονται τυχόν διαφορές που παρουσιάζονται μεταξύ αυτών αλλά δεν εξηγούνται εύκολα. Αυτό γιατί είναι δυνατό να αγοράσεις ή πωλήσεις στην προθεσμιακή αγορά χωρίς να χρησιμοποιήσεις ενεργητικά αλλά απλώς να υποσχεθείς ότι θα τηρήσεις στο μέλλον την υποχρέωσή σου. Οι μεσίτες πάντως προτιμούν να εξασφαλίζονται και απαιτούν περιθώριο κατάθεσης έναντι της πράξης που συνάπτεται.

Η προθεσμιακή αγορά είναι κερδοσκοπική και για άλλη αιτία. Οι κεντρικές τράπεζες που ανήκουν στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο υποχρεούνται να υποστηρίξουν το spot rate του νομίσματος τους αλλά

όχι και το forward rate. Εξ αιτίας αυτού η προθεσμιακή τιμή του νομίσματος παρουσιάζει μεγαλύτερες διακυμάνσεις από το spot rate. Πρέπει να σημειωθεί ότι η προθεσμιακή τιμή κατά κάποιο τρόπο αντανακλά τη γνώμη της αγοράς σχετικά με το που θα είναι το spot rate το χρόνο λήξης του προθεσμιακού συμβολαίου.

Οι κερδοσκοπικές πράξεις στην αγορά συναλλάγματος μοιάζουν με τις κερδοσκοπικές πράξεις στην προθεσμιακή αγορά εμπορευμάτων. Αν νομίζει ότι μετά 60 ημέρες το spot rate θα είναι υψηλότερο του σημερινού forward rate αγοράζει πχ. δολάρια στη σημερινή προθεσμιακή τιμή και αναμένει να τα πωλήσει σε υψηλότερη. Αντιθέτως αν νομίζει ότι το spot rate θα είναι χαμηλότερο του σημερινού forward rate πωλεί δολάρια με τη σημερινή τιμή για μελλοντική παράδοση και αναμένει να τα αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή.

Στην πράξη η κερδοσκοπία στα συναλλάγματα δεν είναι τόσο απλή. Η προθεσμιακή τιμή είναι περισσότερο ευαίσθητη από την τιμή τοις μετρητοίς στην οποία οι κεντρικές Τράπεζες επεμβαίνουν. Ο ρόλος όμως της προθεσμιακής αγοράς συναλλάγματος, εντός του διεθνούς συστήματος των εμπορικών συναλλαγών, στην αποτροπή του κινδύνου από συναλλαγματικές διαφορές είναι σημαντικός. Ο επιχειρηματίας πάντως μπορεί να αδιαφορεί για τυχόν μεταβολή των τιμών των υποχρεώσεων του σε συνάλλαγμα εφόσον λειτουργεί η προθεσμιακή αγορά.

### **9.10.1. Επηρεασμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών**

Οι κάτοχοι των ευρωδολλαρίων υπόκεινται σε κίνδυνο ζημιών τόσο από τις μεταβολές στην ισοτιμία του δολαρίου με τα άλλα νομίσματα όσο και από τις μεταβολές με το χρυσό. Αυτό συμβαίνει όταν υπερτιμούνται

τα άλλα νομίσματα (τότε χρειάζεσαι περισσότερα δολάρια για να αγοράσεις τον ίδιο αριθμό νομισμάτων από ότι πριν) και όταν ο χρυσός ανεβαίνει (τότε χρειάζεσαι περισσότερα δολάρια για να αγοράσεις την ίδια ποσότητα χρυσού).

### **9.11. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου**

Αυτή αναφέρεται στις πολιτικές που θα εφαρμόζονται στις αγορές και πωλήσεις, ώστε να προστατεύουν από ζημιές ή να συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση των κερδών. Διαχειριστικά θέματα διαπραγματευόμαστε σε αρκετά κεφάλαια αλλά θα κλείσουμε το παρόν με σταχυολόγηση ορισμένων γνωμικών της χρηματιστηριακής αγοράς που ήσαν πολύ της μόδας στις αρχές του 1900 στα αμερικανικά χρηματιστήρια και περιέχονται στην έκδοση των R. Teweles και Ed. Bradley (5<sup>η</sup> έκδοση J. Wily and Sons, N.Y.).

- Κόψε ζημιές και άσε τα κέρδη να τρέχουν
- Απόφευγε τις πολλές μετακινήσεις από χρεόγραφο σε χρεόγραφο
- Η χρηματιστηριακή αγορά δεν έχει παρελθόν
- Ποτέ μην κερδοσκοπείς για συγκεκριμένη ανάγκη
- Οι γνώμες είναι χωρίς αξία, τα γεγονότα χωρίς τιμή
- Αγόραζε όταν οι άλλοι πουλάνε, πούλα όταν οι άλλοι αγοράζουν
- Βάλε τα μισά σου κέρδη στη θυρίδα
- Ποτέ μην αγοράζεις μια μετοχή μετά από παρατεταμένη πτώση
- Ποτέ μην πουλάς όταν μαθαίνεται επικείμενη απεργία
- Δεν είναι η τιμή που μετράει όταν αγοράζεις μια μετοχή αλλά ο χρόνος που την αγοράζεις
- Όταν δεν ξέρεις τι να κάνεις μην κάνεις τίποτα
- Μάθε να υφίστασαι τη ζημιά όσο το δυνατόν γρηγορότερα

- Μην αγοράζεις ένα αυγό προτού το κάνει η κότα
- Όταν οι τιμές κλείνουν δυνατά μετά από ολοήμερη άνοδο η επόμενη κίνηση είναι γενικά καθοδική
- Η αξία έχει λίγο να κάνει με τις προσωρινές διακυμάνσεις των μετοχών
- Να είσαι ενήμερος γι αυτόν που δεν έχει να χάσει τίποτε
- Το κοινό κάνει πάντοτε λάθος
- Εάν δεν θα αγόραζες μια μετοχή πούλα την
- Η αγορά θα συνεχίσει να διακυμαίνεται
- Ο επενδυτής είναι ένας απογοητευμένος κερδοσκόπος

### **9.12. Efficiency of financial markets**

Οι μετοχικές αξίες είναι από τις πιο κερδοσκοπικές επενδύσεις και κατά συνέπεια όχι πάντοτε οι κατάλληλες για κάθε βάλαντιο. Όμως προτιμούνται περισσότερο από όλα τα χρεόγραφα και αυτό προσελκύει το ενδιαφέρον των μελετητών. Μέρος αυτών εξήγησε τις τιμές των μετοχών μέσω της θεωρίας που είναι γνωστή σαν efficient market. Αυτή λέει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στην αγορά στην οποία μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών και κερδοσκόπων προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Εφόσον λοιπόν οι τιμές έχουν αντανακλάσει όλες τις πληροφορίες δεν μπορούν οι επενδυτές να επιτύχουν επιπρόσθετα κέρδη με ανάλυση ή έρευνα ακόμα και με ταχύτερη ενέργεια. Δικαιολογεί το γεγονός ότι επιτυγχάνονται περισσότερα κέρδη από ορισμένους εξηγώντας ότι αυτά πραγματοποιούνται αφού επέλθουν τα γεγονότα, αφού δηλαδή οι πληροφορίες έχουν φτάσει στο κοινό.

Φυσικά υπάρχουν και αυτοί που δεν αποδέχονται τη θεωρία χωρίς όμως να δίνουν καλύτερη εξήγηση. Αυτό που πραγματικά υπονοεί η θεωρία συνοπτικά είναι ότι όλοι έχουν ελπίδες κέρδους αν μπαίνουν (αγοράζουν) στην αγορά με επιλεγμένα χρεόγραφα όταν προβλέπουν ανοδική πορεία των τιμών και εξέρχονται (πωλούν) όταν προσδοκούν καθοδική πορεία. Αυτή είναι η μόνο πολιτική που μεγιστοποιεί τα κέρδη κατά τους υποστηρικτές τους.

### **9.13. Random walk hypothesis**

Πρόκειται για το μαθηματικό μοντέλο της efficient market theory. Αυτή λέει ότι οι τιμές των μετοχών δεν είναι προβλέψιμες και δεν υπάρχει σχέση των μελλοντικών τιμών με τις σημερινές. Οι πληροφορίες έχουν αντανakλαστεί στις τιμές από την αγορά γιατί μεταδίδονται σε όλους και έτσι έχει προσδιοριστεί η «αληθινή τιμή». Αυτό που κάνει τις τιμές να μεταβάλλονται είναι η διαδικασία προσαρμογής. Καθώς οι πληροφορίες μαθαίνονται και κερδοσκόποι, λέει, η θεωρία, αντιδρούν βίαια στις νέες πληροφορίες και η προσαρμογή καταντάει τυχαία, σε μια αγορά που δεν έχει μνήμη (αυτό σημαίνει ότι κάθε τιμή είναι ανεξάρτητη από την προηγούμενη).

Οι θεωρίες αυτές έχουν τους οπαδούς τους, οι άλλες δύο η βασική και η τεχνική ανάλυση αλληλοσυμπληρώνονται ενώ δέχονται όπως και η Random walk hypothesis ότι οι τιμές μετά από κάποιο επίπεδο κινούνται στην τύχη. Η πράξη δεν επιβεβαιώνει εξ ολοκλήρου καμιά από όλες αυτές, περιοδικά έχουν διαψευσθεί από τις κινήσεις των τιμών, λιγότερο η Random walk hypothesis. Δεν υπάρχει όμως πληρέστερη θεωρία και για αυτό χρησιμοποιούνται από το κεφάλαιό τους στην προοπτική πραγματοποίησης κάποιων κερδών, και επενδυτές με σχετικά μεγάλη ανεκτικότητα (risk taker), οι οποίοι ρισκάρουν πολλές φορές και όλο το



κεφάλαιό τους στην πιθανότητα να το διπλασιάσουν. Οι πρώτοι επενδύουν εξαιρετικά συντηρητικά και σπάνια κάνουν πράξεις, οι δεύτεροι συναλλάσσονται με το χρηματιστή τους μία φορά ανά 3-6 μήνες, ενώ οι τρίτοι συνήθως συναλλάσσονται στη Σοφοκλέους σχεδόν καθημερινά. Είναι αυτονόητο ότι ανάλογα με τον κίνδυνο ανεβαίνει και η πιθανότητα κέρδους του επενδυτή.

#### **9.14. Επένδυση ή κερδοσκοπία; Ένα ερώτημα που απασχολεί τον επενδυτή**

Με την ευκαιρία αυτή καλό θα είναι να διευκρινίσουμε τη διαφορά μεταξύ επένδυσης και κερδοσκοπίας.

Η επένδυση προϋποθέτει τη δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου, με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. Κατά ουσία πρόκειται για μια ορθολογική απόφαση του επενδυτή να επιλέξει την αποταμίευση σε σύγκριση με την κατανάλωση.

Κερδοσκοπία θεωρείται η αγοραπωλησία μετοχών η οποιονδήποτε αξιών με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους που απορρέει αποκλειστικά από τη μεταβολή της τιμής τους.

Παρότι φαινομενικά η επένδυση και η κερδοσκοπία έχουν κοινά χαρακτηριστικά, οι διαφορές τους είναι ποιοτικές και ποσοτικές.

Η διαφοροποίηση αφορά:

- Στο κίνητρο
- Στη χρονική διάρκεια της επενδυτικής απόφασης

Ο επενδυτής:

- Χαρακτηρίζεται από ορθολογική και συνήθως προγραμματισμένη συμπεριφορά,
- Υπολογίζει τις μελλοντικές του ανάγκες,
- Λαμβάνει υπόψη του υποκείμενους περιορισμούς,

- Έχει κατά κανόνα στόχους, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

Ο κερδοσκόπος:

- Επενδύει και σκέφτεται βραχυπρόθεσμα,
- Εστιάζει το ενδιαφέρον του στο γρήγορο και εύκολο κέρδος,
- Χρησιμοποιεί πολλές φορές τακτικές και μεθόδους, οι οποίες θα μπορούσαν να θεωρηθούν αθέμιτες.

Παράδειγμα: για να γίνει κατανοητή η διαφορά ως κάνουμε την απλή υπόθεση, ότι δύο άτομα αγοράζουν την ίδια μετοχή την ίδια χρονική στιγμή. Ο ένας πήρε αυτή την απόφαση σκεπτόμενος ότι πιθανότητα σε δυο χρόνια θα επιτύχει 5% ετήσια μερισματική απόδοση και 30% υπερτίμηση στη διετία, σύνολο δηλαδή ετήσιας απόδοσης 20%. Ο άλλος υπολόγιζε ότι σε ένα μήνα θα κερδίσει 15% επί της τιμής αγοράς. Ο χαρακτηρισμός για καθέναν από αυτούς, αν δηλαδή επιδίδεται σε κερδοσκοπία ή την απόδοση που προσδοκά. Ο πρώτος ελπίζει σε χαμηλότερη απόδοση (20%) έναντι του δεύτερου, ο οποίος προσδοκά υψηλότερη (15% απόδοση κάθε μήνα x 12 μήνες = 180% απόδοση το χρόνο). Επομένως ο δεύτερος επωμίζεται υψηλότερο κίνδυνο αφού στην προσδοκώμενη 180% απόδοση η πιθανότητα για απόκλιση από αυτή είναι μεγάλη. Ο πρώτος προσδοκά μόνο 20% απόδοση και σαφώς με μικρότερο κίνδυνο αφού η πιθανή απόκλιση είναι μικρότερη σε μικρότερη απόδοση.

Εκτός αυτού του κινδύνου που επωμίζονται όσοι επενδύουν, υπάρχει και άλλη διάκριση μεταξύ των δύο πολιτικών επένδυσης ή κερδοσκοπίας. Ο επενδυτής δίνει μεγαλύτερη σημασία στη διατήρηση του κεφαλαίου του γιατί σκέπτεται πρώτα το επενδυόμενο κεφάλαιό του και τη διατήρησή του, και εν συνεχεία τα επερχόμενα κέρδη. Οι ευφυείς

επενδυτές σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας για την πορεία της μετοχικής αγοράς επιλέγουν να χάσουν μέρος των μελλοντικών κερδών παρά να διακινδυνεύσουν το κεφάλαιό τους.

### **9.15. Τι είναι η τακτική μείωσης της μέσης τιμή κτήσης μιας μετοχής (μουαγιέ) και πότε εφαρμόζεται**

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται καθημερινά στη χρηματιστηριακή αγορά από το σύνολο των επενδυτών, προσπαθώντας να μειώσουν τη μέση κτίση μιας μετοχής. Η τακτική μουαγιέ προϋποθέτει συνεχείς αγορές της μετοχής σε χαμηλότερες τιμές. Αυτή η εντολή πρέπει να δίνεται όταν ο πελάτης πιστεύει ότι η αγορά πλησιάζει προς το τέλος της καθοδικής πορείας και όχι απλώς και μόνο για να χαμηλώσει το μουαγιέ του, όπως κάνουν πολλοί στη Σοφοκλέους, όταν σημειώνεται πτώση. Στην τελευταία περίπτωση που η εντολή, για παράδειγμα, σε μια μετοχή που τώρα είναι στα 30€ θα μπορούσε να είναι «αγορά 100 μετοχών στα 26€, 300 στα 23€ και 500 στα 20€». Στην περίπτωση που η μετοχή φτάσει στα 23€ θα έχει 400 μετοχές στη μέση τιμή 23 και όταν φτάσει στα 20€ και εκτελεστεί θα έχει 900 μετοχές με μέση τιμή. Εξυπακούεται ότι ο ίδιος σκοπός θα εξυπηρετείτο αν τυχόν ο πελάτης έδινε διαδοχικές εντολές σε διαφορετικές τιμές μέχρι να φτάσει τις 900 μετοχές και όχι μια όπως είναι η περίπτωση εδώ. Η κλιμακωτή αυτή εντολή θα μπορούσε να εφαρμοστεί και σε πώληση, με τη διαφορά ότι η κλιμάκωση θα γινόταν προς τα επάνω.

Βέβαια, σε αρκετές περιπτώσεις ο επενδυτής δίνει στο χρηματιστή του ή συνεργάτη του τη δυνατότητα ανάπτυξης πρωτοβουλίας και ως προς την τιμή και ως προς τη μετοχή και την ποσότητα. Αυτή η εντολή δίνεται κυρίως από αυτούς που βρίσκονται μακριά από τη χρηματιστηριακή αγορά ή αδυνατούν να επικοινωνούν με το χρηματιστή τους. Δεν

συνιστάται όμως για άλλες αιτίες, γιατί αμφισβητείται αν η απασχόληση του χρηματιστή τού επιτρέπει να εκτελεί τις εντολές όλων των πελατών του και να ενδιαφερθεί συγχρόνως ιδιαίτερα για τον συγκεκριμένο πελάτη. Το πρόβλημα προκύπτει για το χρηματιστή αν η κίνησή του αποδειχθεί μη επικερδής για τον πελάτη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10<sup>ο</sup>

### 10.1. Η πορεία του Χ.Α.Α. από το 1974-1980

Βρισκόμαστε ένα βήμα μετά την κατάρρευση του δικτατορικού καθεστώτος και την εγκαθίδρυση της Δημοκρατίας στη χώρα. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει πολλά προβλήματα. Η πολιτική σταθερότητα θα τη βοηθήσει να κάνει τα πρώτα της βήματα θεωρώντας από την αρχή ότι η Ελλάδα είναι νέα αναπτυσσόμενη χώρα έχοντας μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης σε σχέση με άλλα κράτη.

Αρχίζουν να γίνονται σιγά σιγά κάποιες επενδύσεις στο Χ.Α.Α. και να μπαίνουν καινούργιες εταιρίες. Απαριθμούνται από το 1974 ως το 1980 21 καινούργιες εταιρίες οι οποίες έκαναν την είσοδό τους στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Ο γενικός δείκτης μέχρι τα μέσα αυτής της περιόδου παρουσιάζει ανοδικές τάσεις αρχικά στο 3,4% ως τα μέσα του 1975 και στη συνέχεια 14,7% ως τα τέλη σχεδόν του 1976 όπου το πολίτευμα ευνοεί τις επενδύσεις την ανάπτυξη και οι διαβουλεύσεις του πρωθυπουργού και της κυβέρνησης για την είσοδο της Ελλάδας στην ΕΟΚ έχει θετικές επιδράσεις στην οικονομία.

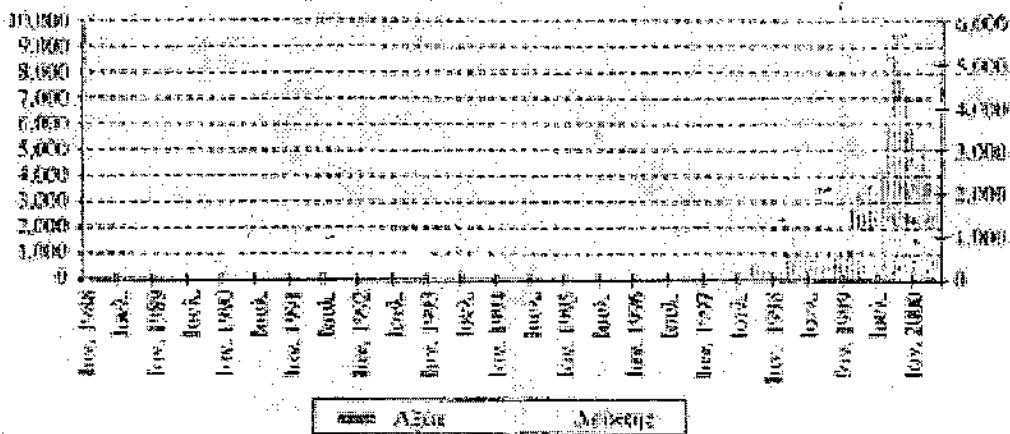
Στα τέλη του 1976 όμως και μέχρι το 1978 ο γενικός δείκτης παρουσιάζεται ασθενικός και κατρακυλά αρχικά στο -8,9% ως τις αρχές του 1977 και στο -26,9% ως τα τέλη του 1978.

Αυτό οφείλεται στο ότι δεν υπάρχει επενδυτικό ενδιαφέρον και η σίγουρη πλέον είσοδος της χώρας στην ΕΟΚ λογοκρίνεται γεγονός καθόλου ευνοϊκό για την οικονομία. Στα τέλη όμως του 1978 και στις αρχές του 1979 η επίσημη πλέον υλοποίηση της ένταξης της χώρας στην ΕΟΚ έχει θετικές συνέπειες και ο γενικός δείκτης αρχίζει να έχει ανοδική πορεία.

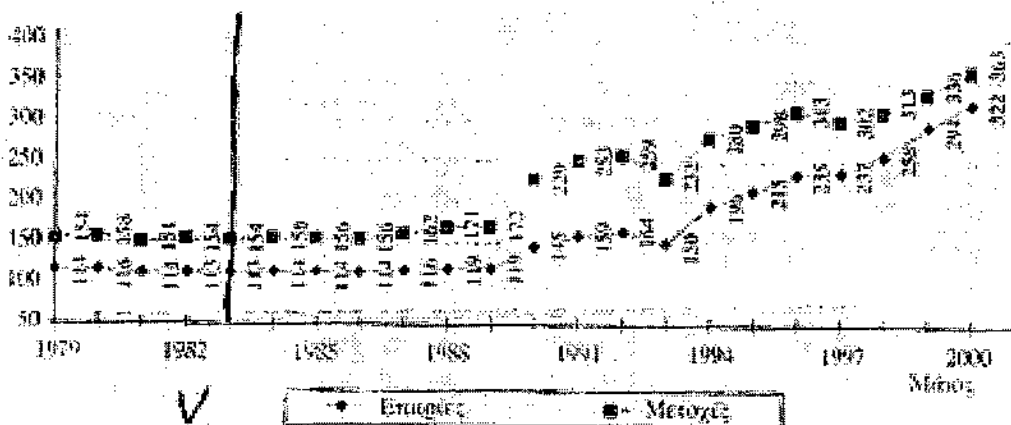
Η περίοδος αυτή είναι περίοδος όπου δρομολογούνται εξελίξεις στην πολιτική ζωή του τόπου καθώς πάμε προς τις εκλογές και η κυβέρνηση έχει χάσει την εμπιστοσύνη του λαού πράγμα που φαίνεται από την πορεία της οικονομίας δείχνοντας εν μέρει την πολιτική της καταμετρούνται 114 εταιρίες και αριθμός των μετοχικών εκδόσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α. είναι 154.

*Αριθμός εταιριών και μετοχικών εκδόσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α.*

(Βάση Δείκτη: 31.12.1980 = 100 Μονάδες)



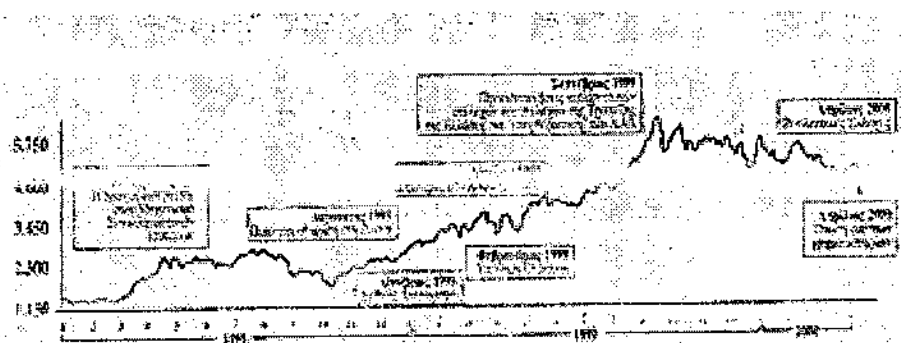
*Εξέλιξη του γενικού δείκτη τιμών και συναλλαγών μετοχών Χ.Α.Α.*



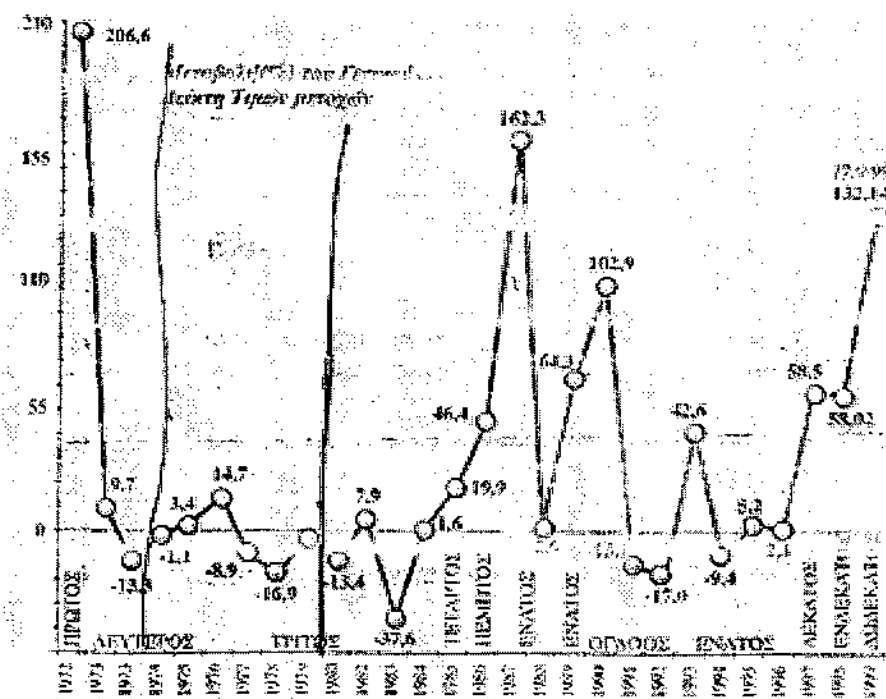
## Νέες εταιρίες στο Χρηματιστήριο από το 1972 έως το 1999



Η πορεία του γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΑ μετά τα τελευταία μεγάλα γεγονότα Ιαν. 1998 – Απρίλιος 2000



Ποσοστιαία (%) μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών στους δώδεκα κυριότερους χρηματιστηριακούς κύκλους 1972-1999



Ιστορικά ρεκόρ ανόδου στις 17/9/1999 και καθόδου στις 24/1/2001 του  
Γ.Δ.Τ. και η εξέλιξη του Γ.Δ.Τ. προ και μετά τα γεγονότα αυτά

ημερ.	τιμή
1985	70,95
1990	950,00
1991	809,71
1992	672,31
1993	958,66
1994	868,91
1995	914,15
1996	933,48
1997	1749,63
1998	2735,55
30/6/1999	4031,64
<b>17/9/1999</b>	<b>6355,04 ιστορικό ρεκόρ ανόδου</b>
30/12/1999	5535,09
31/1/2000	5002,23
28/3/2000	4664,01
17/4/2000	4064,83
30/5/2000	4593,95
30/6/2000	4034,41
12/7/2000	3921,0
30/8/2000	3429,64
19/9/2000	4164,06
20/10/2000	3787,44
28/11/2000	3213,42
29/12/2000	3388,86
<b>24/1/2001</b>	<b>3032,85 ιστορικό ρεκόρ καθόδου</b>
9/2/2001	3169,71
12/2/2001	3195,89
14/3/2001	3063,39

## 10.2. Η πορεία του Χ.Α.Α. από το 1980 - 1983

Βρισκόμαστε σε μια φάση όπου δρομολογούνται εξελίξεις, οι εκλογές πλησιάζουν.

Υπάρχουν πολλά προβλήματα στην ελληνική οικονομία ελλείμματα, πληθωρισμός, στασιμότητα των επενδύσεων.



Θεωρείται πλέον ως έτος βάσης. 1980 με 100 μονάδες από το 1981-1983 ο γενικός δείκτης υποχωρεί από τις 86.59 στις 58.26 μονάδες.

Στην παρούσα φάση 154 μετοχικές εκδόσεις καταμετρούνται στο ΧΑΑ και 113 εταιρίες. Η επενδυτική δραστηριότητα είναι περιορισμένη παρόλα αυτά ο γενικός δείκτης δείχνει ότι η κατάσταση παραμένει σταθερή έστω και αν το δημόσιο έλλειμμα, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια αυξάνουν.

### **10.3. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1983-1986**

Στην περίοδο αυτή τα ελλείμματα του δημοσίου τομέα αυξήθηκαν, ο πληθωρισμός ανέβηκε κατακόρυφα και σαν συνέπεια αυξήθηκαν τα επιτόκια.

Η αύξηση μισθών και ημερομισθίων επιβάρυνε το κόστος παραγωγής των προϊόντων και η παραγωγικότητα των επιχειρήσεων συνεχώς μειωνόταν. Η κακή πορεία των επιχειρήσεων και η έλλειψη επενδύσεων προκάλεσε διαρροή κεφαλαίων στο εξωτερικό.

Οι επενδυτές στράφηκαν στα ομόλογα και στις επενδύσεις σε συνάλλαγμα. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Μετοχών έφτασε στα χαμηλότερα επίπεδα που είχε στη δεκαετία του '80. Το 1983 έκλεισε στις 58,26 μονάδες.

Οι χαμηλές αποδόσεις των μετοχών είχαν ως συνέπεια την αδιαφορία όχι μόνο των μικροεπενδυτών για μετοχές αλλά και των θεσμικών επενδυτών.

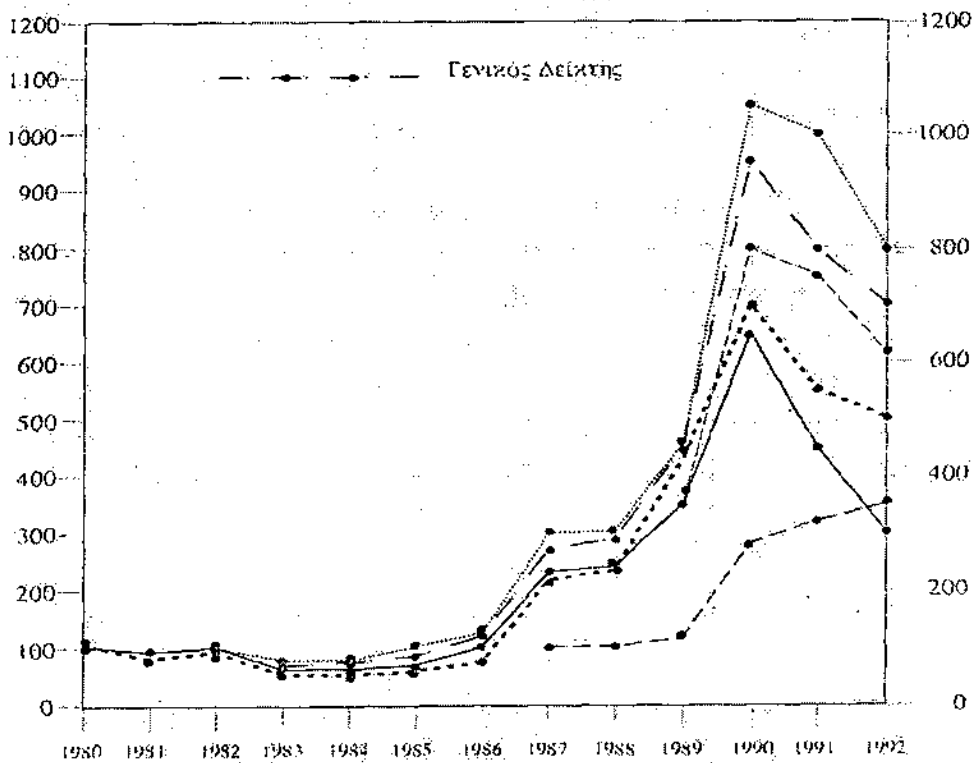
Η αξία των συναλλαγών μειώθηκε επίσης σημαντικά και το 1983 – 1984 δεν ξεπέρασαν τα 2,5 δις δρχ. 7.500.000 € και το 1985 έφτασε μόνο στα 3 δις δρχ. 9.000.000 €.

Το έτος 1986 άρχισαν να αλλάζουν οι συνθήκες στην οικονομία. Υποτιμήθηκε η δραχμή και έτσι βελτιώθηκαν οι εξαγωγές των ελληνικών

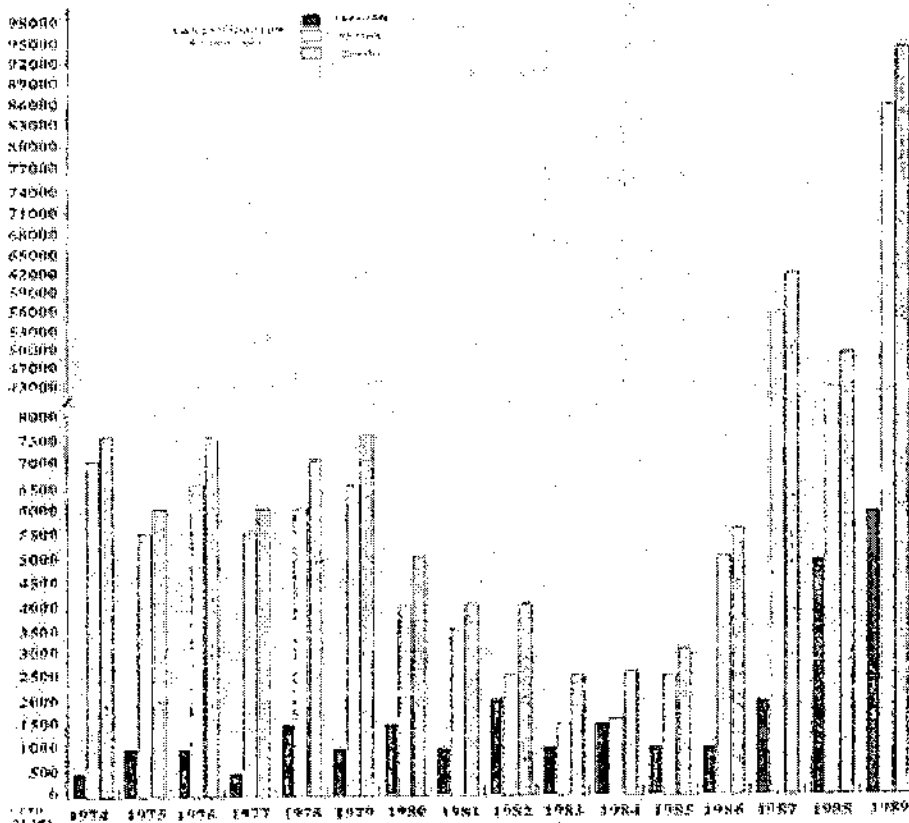
επιχειρήσεων. Περιορίστηκαν οι μισθοί και τα ημερομίσθια, πράγμα που βοήθησε τις ελληνικές επιχειρήσεις και επίσης περιορίστηκαν τα δημόσια ελλείμματα.

Το ενδιαφέρον των επενδυτών άρχισε να αυξάνεται, καθώς άρχισαν να αυξάνονται και τα κέρδη των επιχειρήσεων. Το 1986 ο Γενικός Δείκτης Τιμών Μετοχών έκλεισε στις 103,86 μονάδες και αξία των συναλλαγών στα 5,5 δις δρχ 16.500.000 €.

Επίσης σημαντικός παράγοντας ώθησης του ΧΑΑ ήταν μια σειρά από Προεδρικά Διατάγματα, που όρισαν τους όρους και τις προϋποθέσεις εισαγωγής ομολογιών και μετοχών (ΠΔ 350/85), την υποχρεωτική έκδοση ενημερωτικού δελτίου σε περίπτωση αύξησης του Μ.Κ. (ΠΔ 348/85), τον καθορισμό των οικονομικών στοιχείων, που είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις (ΠΔ 360/85).



*Δείκτες τιμών μετοχών με βάση τις τιμές κλεισίματος*



*Εξέλιξη αξίας συναλλαγών*

#### **10.4. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1987-1990**

Το 1987 θα λέγαμε ότι το ΧΑΑ άρχισε να αφυπνίζεται. Το σταθεροποιητικό πρόγραμμα της κυβέρνησης άρχισε να αποδίδει. Εμφανίστηκαν και ξένοι επενδυτές στο ΧΑΑ οι οποίοι μπορούσαν να αγοράζουν μετοχές με δραχμοποίηση συναλλάγματος και να επανεξάγουν τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη, που εισέπρατταν από τυχόν ρευστοποίηση.

Οι Έλληνες επενδυτές επίσης στράφηκαν σε χρηματιστηριακούς τίτλους, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός δεν ευνοούσε τις τραπεζικές καταθέσεις και η αγορά ακινήτων έμενε στάσιμη.

Από το Μάρτιο του 1987 ο Γενικός Δείκτης Τιμών είχε μια σταθερή ανοδική πορεία μέχρι τις 18 Οκτωβρίου 1987. Τη Δευτέρα 19 και Τρίτη 20 Οκτωβρίου 1987, που ονομάστηκαν Μαύρη Δευτέρα και Τρομερή Τρίτη, στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης συνέβη ένα αναπάντεχο «κραχ» που συμπαρέσυρε και τα άλλα διεθνή Χρηματιστήρια.

Το ΧΑΑ με εντολή της διοίκησής του, για να αποφευχθεί ο πανικός, έκλεισε για μια εβδομάδα. Το κακό όμως είχε γίνει. Η πτώση των τιμών συνεχίστηκε μέχρι το τέλος του 1987. Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στις 272,47 μονάδες και η αξία των συναλλαγών έφτασε στα 61,6 δις δρχ 181.000.000 €.

Το 1988 ήταν μια χρονιά πολιτικών εξελίξεων. Η ασθένεια του πρωθυπουργού, οι προεκλογικές παροχές, όπου εγκαταλείφθηκε κάθε προσπάθεια μείωσης των ελλειμμάτων του δημοσίου τομέα, επηρέασαν και το ΧΑΑ. Ήταν χρονιά σταθερότητας στο επίπεδο των τιμών. Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στις 279,65 μονάδες, ενώ οι συναλλαγές μειώθηκαν στα 49 δις δρχ. 144.000.000€ κατά 21% από το 1987.

Το 1988 ψηφίστηκε ο Νόμος 1806 που θέσπισε ριζικές μεταβολές, οι οποίες αφορούσαν τη δομή και λειτουργία του ΧΑΑ και πρόβλεπε εισαγωγή ναυτιλιακών εταιριών σ' αυτό. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε την ίδρυση των δύο πρώτων Χρηματιστηριακών Εταιριών (της Εθνικής και της Πίστεως) και μιας πρώτης εταιρίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων μετά από 15 χρόνια (της Interstrust της Interamerican).

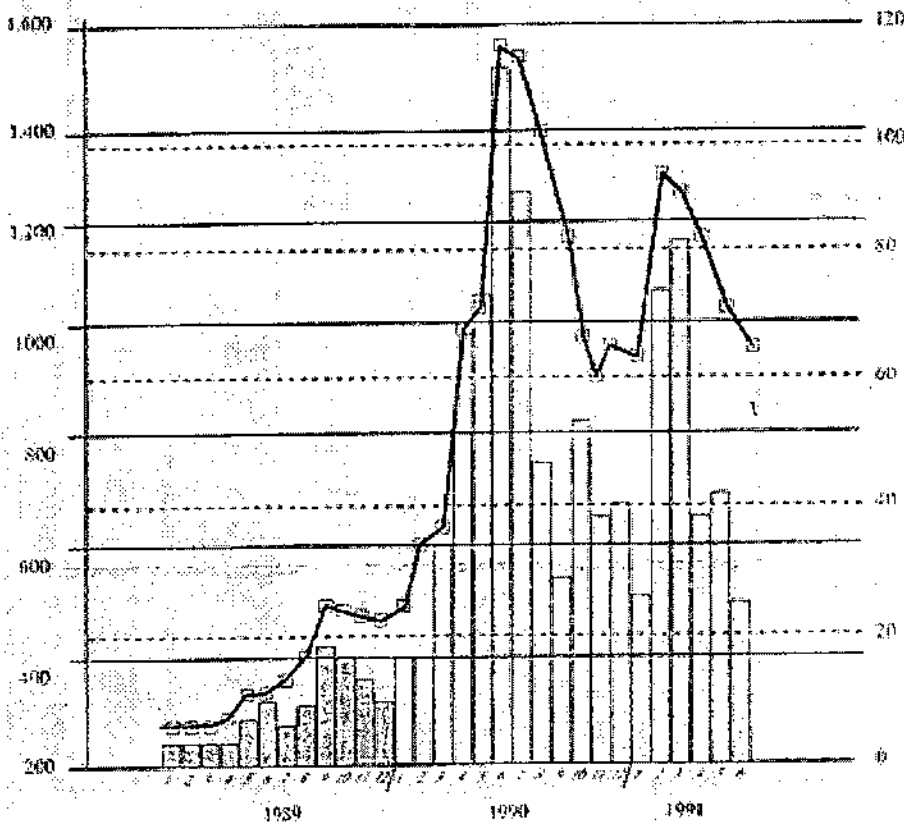
Το 1989 το ΧΑΑ ήταν έτοιμο να απογειωθεί. Αν προσέξει κανείς το διάγραμμα ο όγκος των συναλλαγών ξεκινά από χαμηλά (τον Ιανουάριο είναι 1,844 δις δρχ. 5.411.000€) και το Σεπτέμβριο φθάνει τα 19,12 δις δρχ. 56.111.000 €

Ήταν μια καλή χρονιά η οποία έκλεισε στις 459, 43 μονάδες και οι συναλλαγές ήταν στα 94,5 δις. 277.329.000€. Το παράξενο είναι πως από

οικονομικής άποψης κατά το 1989, η Ελλάδα αντιμετώπιζε τα ίδια προβλήματα με τον προηγούμενο χρόνο. Εκτός αυτού ήταν και χρονιά προεκλογικής εκστρατείας, δηλαδή περίοδος πολιτικής αβεβαιότητας.

Το 1990 θα μείνει στην ιστορία του ΧΑΑ. Πολλές νέες και δυναμικές εταιρίες εισήχθησαν τη χρονιά αυτή. Έτσι από 119 έφθασαν τις 140 στην Κύρια Αγορά και άλλες 5 στην Παράλληλη Αγορά. Η αξία των συνολικών συναλλαγών έφτασε τα 667,4 δις δρχ. 1.958.000.000 € στα οποία να προστεθούν και τα 1,7 δις 4.989.000.000€ της Παράλληλης Αγοράς, που πρώτη φορά λειτούργησε, φτάνουμε στα 669,1 δις δρχ. 1.963.000.000€. Έμοιαζε με μεταδοτικό πυρετό που έχει κτυπήσει τους πάντες. Όλη η Ελλάδα «έπαιζε» στο Χρηματιστήριο.

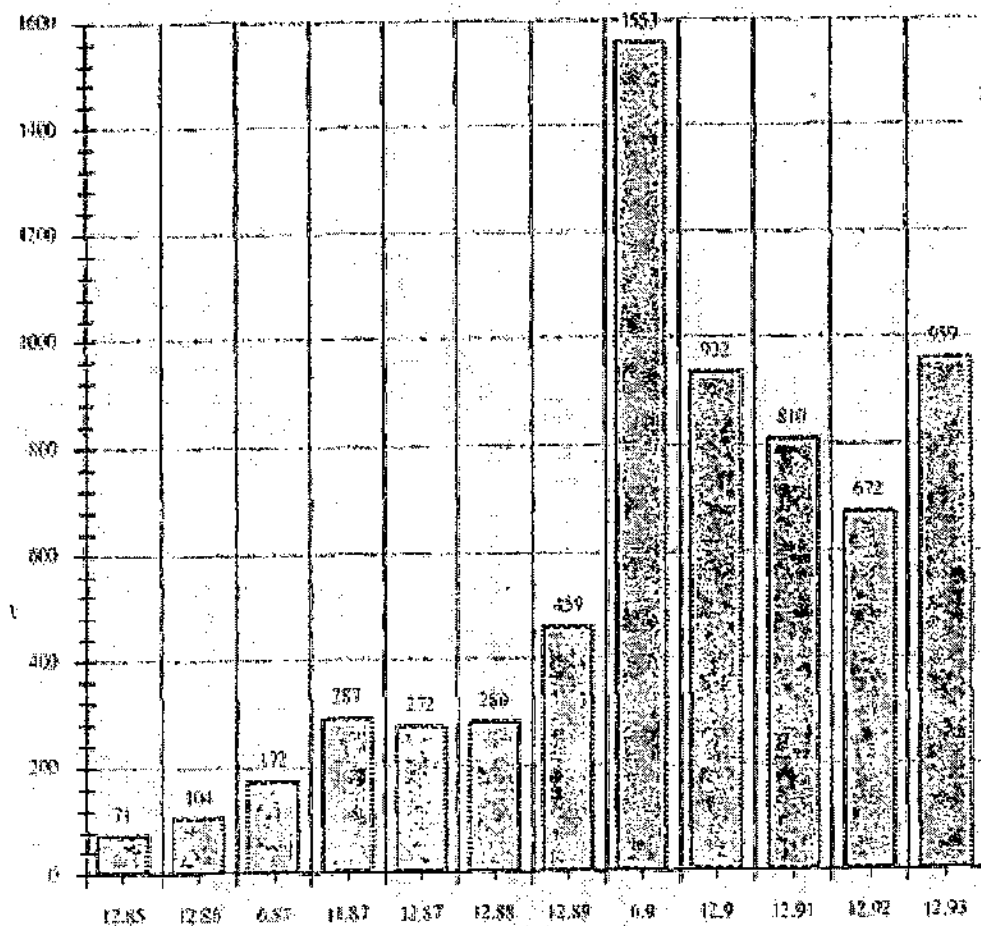
Μαζί με τους Έλληνες επέστρεψαν στο ΧΑΑ και οι ξένο επενδυτές που είχαν συνέλθει από την διεθνή κρίση του 1987 και έβρισκαν μεγαλύτερα περιθώρια κερδών σ' αυτό.



### Όγκος συναλλαγών μετοχών

Πρέπει να σημειώσουμε ότι τον Απρίλιο του 1990 εκλέχτηκε νέα κυβέρνηση. Η πολιτική αβεβαιότητα, που επικρατούσε, πήρε τέλος και οι Έλληνες και ξένοι επενδυτές έδειχνα μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στις μελλοντικές εξελίξεις της χώρας. Τον Ιούνιο του 1990 σημειώθηκε ο υψηλότερος όγκος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε μέχρι τότε και ήταν πάνω από 109 δις δραχ. 320.000.000 €.

Ήδη όμως είχε αρχίσει να παρουσιάζεται μια κόπωση. Ο δείκτης παρέμεινε υψηλός, όλο σχεδόν το χρόνο, κοντά στις 1000 μονάδες και έκλεισε στις 932, ενώ τον Ιούνιο έφτασε τις 1553 μονάδες. Σίγουρα δεν υπήρχε τέτοιο προηγούμενο στην μέχρι τότε ιστορία του ΧΑΑ.



Γενικός Δείκτης Τιμών Μετοχών

Το 1990 έκλεισε αφήνοντας το ΧΑΑ σφριγηλό, δυναμικό αλλά και την κρίση του Κόλπου εν εξελίξει. Τον Αύγουστο του 1990 τα Ιρακινά στρατεύματα είχαν εισβάλλει στο Κουβέιτ, προκαλώντας διεθνή κρίση.

### **10.5. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1991-1993**

Στις 15 Ιανουαρίου του 1991 άρχισαν πολεμικές επιχειρήσεις στον Περσικό Κόλπο. Παρ' όλες τις προσδοκίες στο ΧΑΑ ο μηνιαίος όγκος συναλλαγών έπεφτε συνεχώς, ακολουθούμενος από τον Γενικό Δείκτη Τιμών που στο τέλος του έτους έκλεισε στις 810 μονάδες. Τα μακροοικονομικά μεγέθη δεν παρουσίασαν ικανοποιητική εξέλιξη και ο πληθωρισμός δεν ελεγχόταν. Υπήρχαν όμως και προσπάθειες να ανακάμψει η οικονομία, όπως η μείωση των επιτοκίων των έντοκων γραμματίων κατά 0,5% και οι ανακοινώσεις για το σχέδιο αναμόρφωσης της φορολογίας, που δημιουργούσαν κάποιο θετικό κλίμα.

Παρά τους προβληματισμούς για το μέλλον του ΧΑΑ αποφασίστηκε η συγκρότηση νέων Α/Κ που δεν ήταν σταθερού εισοδήματος. Άρχισε η διαδικασία μηχανοργάνωσης του ΧΑΑ, η οποία θα εξασφάλιζε πλήρη διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Στο τέλος του Σεπτεμβρίου ψηφίστηκε ο Ν1969/91 ο οποίος αφορούσε τα Α/Κ, τις Ε.Ε.Χ. και περιείχε νέες διατάξεις για τον εκσυγχρονισμό και την εξυγίανση της αγοράς.

Κατά τη διάρκεια του χρόνου στην Κύρια και την Παράλληλη Αγορά εισήχθησαν 17 νέες εταιρίες και συνολικά αντλήθηκαν από αυτές κεφάλαια ύψους 54,3 δις δρχ. 159.354.000 €. Τα αντληθέντα κεφάλαια από αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων, εταιριών των οποίων οι μετοχές ήδη εισαγμένες στο ΧΑΑ έφτασαν περίπου τα 97 δις δρχ. 284.666.000 €. Οι εκδόσεις ομολογιακών δανείων επιχειρήσεων κατά το 1991 ήταν 121,8 δρχ. 354.446.000€. Σ' αυτά περιλαμβάνεται και η έκδοση του

μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου της Εθνικής Τράπεζας αξίας 119 δις δρχ. 349,229.000 €.

Κλίμα υποτονικότητας επικράτησε στο ΧΑΑ κατά το 1992. Η οικονομική αβεβαιότητα στις περισσότερες χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. και η αργή ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας επέδρασαν αρνητικά στη χρηματιστηριακή αγορά. Το αποτέλεσμα ήταν το ΧΑΑ να παρουσιάσει μια σημαντική πτώση τιμών για δεύτερο χρόνο, μετά από την εντυπωσιακή άνοδο τιμών στο 1990, όταν η χρηματιστηριακή αγορά ήταν δεύτερη σε απόδοση παγκοσμίως.

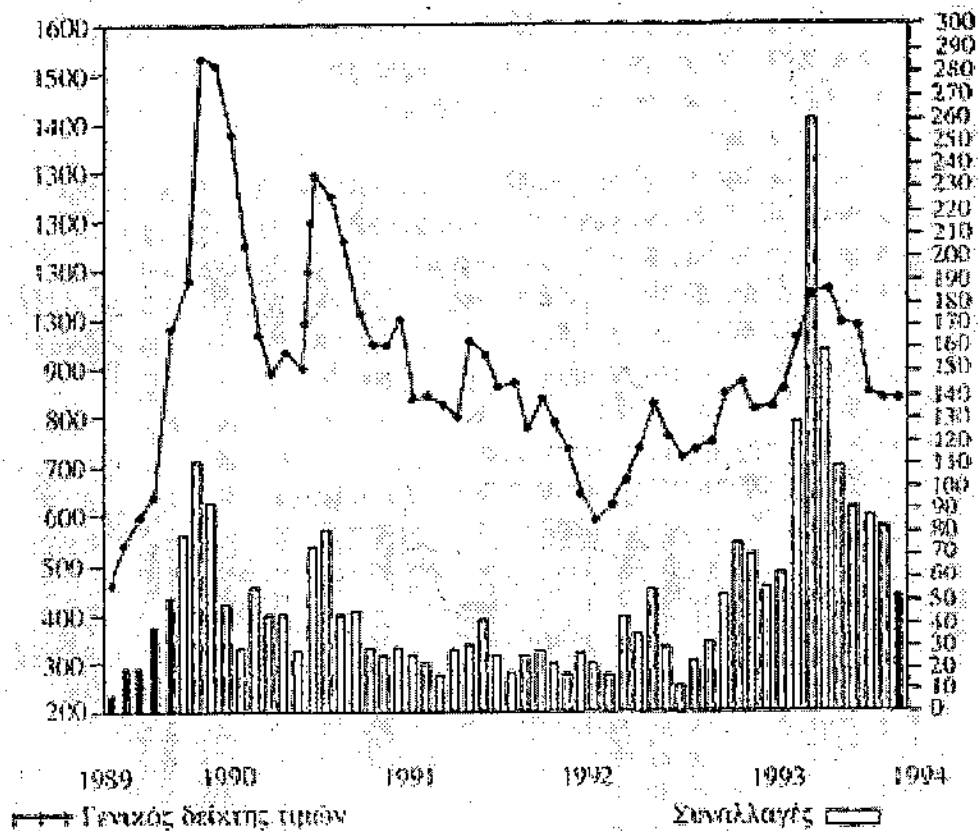
Το θετικό κλίμα των πρώτων δύο μηνών του 1992, που ήταν αποτέλεσμα της υψηλής κερδοφορίας των εισαγμένων επιχειρήσεων και της επικείμενης φορολογικής μεταρρύθμισης, δεν συνεχίστηκε. Το ΧΑΑ παρουσίασε πτώση των τιμών του έως το τέλος του έτους.

Το Νοέμβριο ο Γενικός Δείκτης Τιμών έφτασε στις 600 μονάδες, που ήταν το χαμηλότερο επίπεδο τιμών από το Φεβρουάριο του 1990. Τους δύο τελευταίους μήνες οι τιμές των μετοχών ανέκαμψαν και ο Δείκτης έφτασε στις 672,31 μονάδες, σημειώνοντας πτώση 17% σε ετήσια βάση.

Η συνολική πτώση έφερε τις τιμές πολλών μετοχών σε πολύ ελκυστικά επίπεδα (για αγορά) και σε μερικές περιπτώσεις κάτω από την λογιστική τους αξία.

Οι προσδοκίες για μείωση των επιτοκίων διαψεύστηκαν. Λόγω των υψηλών πραγματικών επιτοκίων στις ξένες αγορές, η κυβέρνηση αναγκάστηκε να αυξήσει τα επιτόκια τίτλων σταθερού εισοδήματος μέχρι το 23%. Επίσης αρνητικό πολιτικό κλίμα επικράτησε, λόγω του προβλήματος με τα Σκόπια και του πολέμου στην πρώην Γιουγκοσλαβία.





*Γενικός Δείκτης Τιμών Μετοχών και Συναλλαγές μετοχών (σε δις δρχ.)*

Πολλές επιχειρήσεις αναγκάστηκαν, λόγω του υψηλού κόστους δανεισμού, να αναβάλλουν τα επενδυτικά τους προγράμματα. Οι επενδυτές παρά το ελκυστικό επίπεδο τιμών πολλών μετοχών, στράφηκαν στις υψηλές αποδόσεις βραχυπρόθεσμων μορφών επένδυσης και τίτλων σταθερού εισοδήματος. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών, που το 1991 δεν ξεπερνούσε τα 2 δις δρχ. 6.000.000€ μειώθηκε το 1992 σε 1,3 δις δρχ. 3,825.000€ και 'ο όγκος των συναλλαγών για όλο το έτος μειώθηκε στα 332 δις δρχ. 974,321.000€.

Πολλές επιχειρήσεις, που προγραμματίζαν να αντλήσουν ίδια κεφάλαια από τη χρηματιστηριακή αγορά, αναγκάστηκαν να αναβάλλουν τα σχέδιά τους για είσοδο στο Χρημαστήριο και την αύξηση του μετοχικούς τους κεφαλαίου. Έτσι το 1992 μόνο δύο εταιρίες εισήγαγαν τις μετοχές τους στο ΧΑΑ αντλώντας 414 εκατ. δρχ. 1.215.000€ έναντι

των 54,3 δις 159.354.000€ του 1991. Οι ήδη εισαγμένες εταιρίες άντλησαν 30,8 δις δρχ. 90,389.000€ έναντι των 96 δις 282,731.000€ του 1991.

Παρά το γεγονός ότι το 1992 το ΧΑΑ δεν ήταν ιδιαίτερα δραστήριο, από άποψη τιμών και όγκου συναλλαγών, από πλευράς εκσυγχρονισμού η χρονιά αυτή αποτέλεσε πραγματικό σταθμό. Εγκαταστάθηκε στις 17/8/92 το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Α.Σ.Η.Σ.) και ήδη όλες οι εισηγμένες μετοχές διαπραγματεύονται μέσω αυτού. Η εγκατάσταση του Α.Σ.Η.Σ. αναμενόταν να οδηγήσει σε αύξηση του όγκου συναλλαγών προσελκύνοντας περισσότερους Έλληνες και ξένους επενδυτές.

Επίσης κατά την διάρκεια του 1992 συνεχίστηκε η προσπάθεια εναρμόνισης της Ελληνικής νομοθεσίας με τις οδηγίες της ΕΟΚ. Ψηφίστηκαν Προεδρικά Διατάγματα που θέσπισαν «την αμοιβαία αναγνώριση των ενημερωτικών δελτίων», «τον καθορισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας ενημερωτικού δελτίου», «της δημοσίευσης πληροφοριών κατά την απόκτηση και κατά την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εισαγμένες εταιρίες» και τις «εμπιστευτικές πληροφορίες».

Το 1993 το ΧΑΑ σημείωσε σημαντική ανάκαμψη, μετά από 2 χρόνια πτωτικής πορείας, με αποτέλεσμα ο Γενικός Δείκτης να κλείσει στις 958,66 μονάδες σημειώνοντας αύξηση της τάξης του 42,6% για όλο το έτος.

Η χρηματιστηριακή αξία στο τέλος του έτους ήταν 3.117 δις δρχ 9,147.000€ σημαντικά υψηλότερη από την αντίστοιχη χρηματιστηριακή αξία του 1992 που ήταν 2.044,3 δις δρχ. 6.000.000€ .

Ο όγκος των συναλλαγών σχεδόν διπλασιάστηκε κατά τη διάρκεια του 1993 και ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών ανήλθε σε 2,5 δις

δρχ. 7.500.000€. Η αυξημένη δραστηριότητα της χρηματιστηριακής αγοράς επηρέασε και το επίπεδο των αντληθέντων κεφαλαίων που ανήλθαν σε 101 δις δρχ. 303.000.000€ περίπου τριπλάσια από τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια του 1992.

Ειδικότερα το δεύτερο εξάμηνο του 1993 υπήρξε εντονότατο το ενδιαφέρον των εταιριών να εισαχθούν στο ΧΑΑ. Συνολικά κατά το 1993 εισήχθησαν 10 νέες εταιρίες.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έδειξαν οι Έλληνες και ξένοι επενδυτές για τη δημόσια εγγραφή της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζάχαρης που ιδιωτικοποιήθηκε μέσω του ΧΑΑ, με δημόσια προσφορά του 37% του μετοχικού της κεφαλαίου και άντληση κεφαλαίων συνολικού ύψους δρχ. 7,1 δις, 20.008.000€ που έγινε τον Ιούνιο του 1993.

Το ΠΔ 14/1.2.93 έδωσε τη δυνατότητα στις εισαγμένες εταιρίες να αποκτούν δικές τους μετοχές, μέσω Χρηματιστηρίου, μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους, με σκοπό την στήριξη της τιμής της μετοχής. Επίσης ψηφίστηκε νέο φορολογικό πολυνομοσχέδιο (Αύγουστος 1993) το οποίο εκτός των άλλων, έφερε θεαματικές αλλαγές στην λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

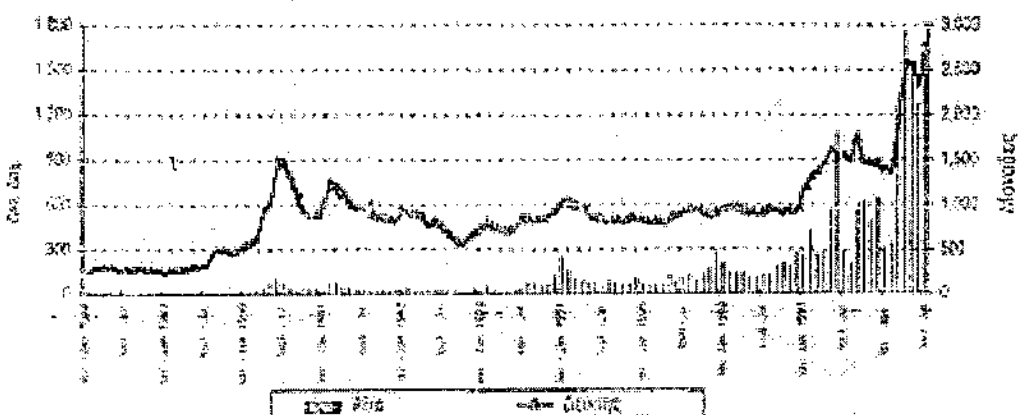
### **10.6. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1994-1998**

Το 1994 ήταν το έτος μεταρρυθμίσεων για το ΧΑΑ. Αξίζει να σημειωθεί ότι το Μάρτιο του 1994 κατοχυρώθηκε η απούλοποίηση των τίτλων σταθερού εισοδήματος (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια) η οποία επηρέασε θετικά την ελληνική κεφαλαιαγορά. Ο μεγάλος αριθμός αιτήσεων εισαγωγής νέων εταιριών και διάφορες θεσμικές αλλαγές, δεν μπόρεσαν όμως να επηρεάσουν θετικά την πορεία του Γενικού Δείκτη, ο οποίος έκλεισε στις 868 μονάδες περίπου.

Αντίθετα η χρηματιστηριακή αξία των εισαγμένων εταιριών έφτασε τα 3.628 δις δρχ. 10.647.000€, δηλαδή κατά 16% υψηλότερη από αυτή του 1993. Επίσης διπλασιάστηκε ο όγκος των συναλλαγών, φτάνοντας τα 5,06 δις δρχ. 14,850.000€ σε σχέση με τα 2,5 δις δρχ. του 1993.

Από τις 46 νέες εταιρίες που εισήχθησαν για διαπραγμάτευση αντλήθηκαν 98,72 εκατ.δρχ. 290.000€ δηλαδή κατά 375% περισσότερα από τα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 1993.

Το 1995 επεκράτησε αισιοδοξία για την ελληνική οικονομία και για την πορεία των περισσότερων οικονομικών μεγεθών. Αυτό είχε σαν αντίκτυπο την ανάκαμψη του Γενικού Δείκτη μετά τον Απρίλιο. Τον Ιούλιο του 1995 δημοσιεύτηκε ο νέος νόμος για το Χρηματιστήριο, ο οποίος έφερε σημαντικές θεσμικές αλλαγές όπως την απελευθέρωση των χρηματιστηριακών προμηθειών, την μετατροπή του ΧΑΑ, σε Α.Ε. , τη δυνατότητα διενέργειας προθεσμιακών και εκτός κύκλου συναλλαγών και συναλλαγών μέσω του Α.Σ.Η.Σ. από τα γραφεία των χρηματιστηριακών εταιριών.



Γενικός Δείκτης Τιμών και Συναλλαγών Μετοχών ΧΑΑ (σε δις δρχ)

Επίσης καταρτίστηκε νομοσχέδιο για την απούλοποίηση των εισαγμένων μετοχών ώστε να ενισχυθεί η διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών και να προσαρμοστεί το ελληνικό Χρηματιστήριο στις συνθήκες των σύγχρονων κεφαλαιαγορών.

Ωστόσο η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών δεν πραγματοποίησε τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού να ξεπεράσει ο Γενικός Δείκτης Τιμών τις 1000 μονάδες μέσα στο 1995. Ίσως έφταιζαν και οι καθυστερήσεις στα μεγάλα έργα, η πολιτική αρρυθμία και η αποτυχημένη μετοχοποίηση του ΟΤΕ που δεν έγιναν ουσιαστικές επενδύσεις, ούτε από πλευράς Ελλήνων, ούτε από ξένους θεσμικούς επενδυτές.

Το 1996 μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια χρονιά επεισοδιακή και «άσχημη» παρόλο που ο Γενικός Δείκτης το Φεβρουάριο ξεπέρασε το όριο των 1000 μονάδων και το Δεκέμβριο κατέληξε στις 933 μονάδες. Για την υπόλοιπη Ευρώπη το 1996 αποτελεί από τις καλύτερες χρηματιστηριακές χρονιές των τελευταίων ετών. Δυστυχώς για το ελληνικό Χρηματιστήριο θα τη θυμόμαστε για το «σκάνδαλο» της Χρηματιστηριακής εταιρίας ΔΕΛΤΑ, η οποία πτώχευσε. Μέσα από αυτό ανακαλύφθηκαν αδυναμίες του εποπτικού ελέγχου και δυσλειτουργία της Α.Ε. Αποθετηρίων, γνωστά βέβαια στην αγορά από καιρό. Στις αρχές του Νοεμβρίου το ΧΑΑ παρέμεινε κλειστό 3 μέρες, μέχρι να βρεθεί λύση πώς θα καλυφθεί το «άνοιγμα» της ΔΕΛΤΑ. Αποτέλεσμα η εμπιστοσύνη των Ελλήνων επενδυτών να πέσει στο μηδέν και η ελληνική κεφαλαιαγορά να εκτεθεί διεθνώς.

Το 1997 τα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας βελτιώθηκαν και έγιναν σημαντικές θεσμικές αλλαγές για να εκσυγχρονιστεί η ελληνική κεφαλαιαγορά. Δημιουργήθηκαν τρεις νέες αγορές αυτή των Παραγώγων, η αγορά τίτλων σταθερού εισοδήματος και η παράλληλη

αγορά των Αναδυόμενων Αγορών. Επίσης αναμορφώθηκε η σύνθεση του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου και θεσπίστηκε το Επικουρικό Κεφάλαιο για την κάλυψη των χρηματιστηριακών συναλλαγών, κάτι που κρίθηκε απαραίτητο μετά τα γεγονότα του Νοεμβρίου του 1996.

Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στο τέλος της χρονιάς τις 1480 μονάδες σημειώνοντας άνοδο κατά 58% σε σύγκριση με το τέλος του 1996 και η αξία των συναλλαγών ξεπέρασε τα 5,8 τρις δρχ. 170,021.000€. Πρέπει βέβαια να σημειώσουμε ότι το Σεπτέμβριο του 1997, όταν ανακοινώθηκε ότι η χώρα θα αναλάβει την οργάνωση της Ολυμπιάδας του 2004, ο Γενικός Δείκτης είχε ξεπεράσει τις 1700 μονάδες. Η κρίση όμως στις ασιατικές αγορές στα τέλη Οκτωβρίου επηρέασε αρνητικά και το ελληνικό Χρηματιστήριο.

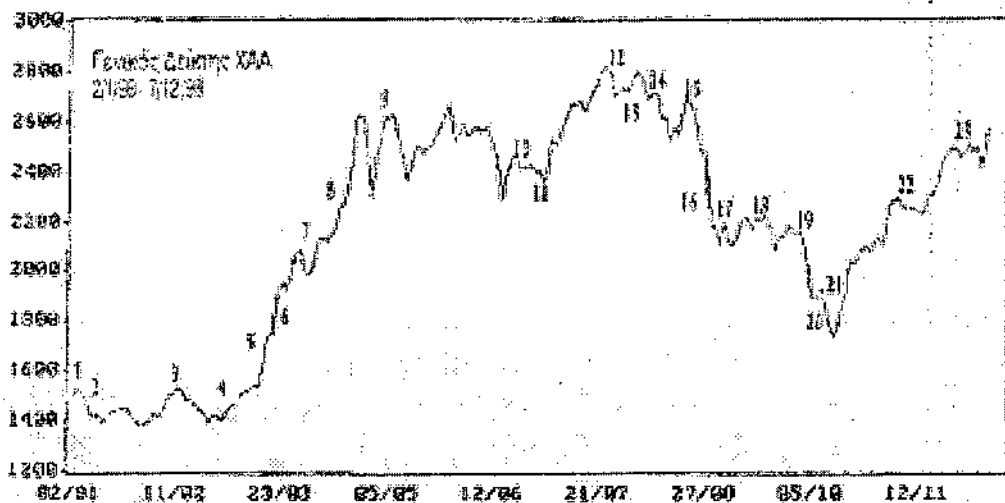
### **Το έτος 1998**

Τη στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές η χρονιά δεν έχει ακόμη τελειώσει αλλά ένα είναι σίγουρο, πως φεύγοντας θα μας έχει διδάξει πολλά για τη χρηματιστηριακή αγορά. Θα μπορούσα άνετα να τη χαρακτηρίσω χρονιά του Χρηματιστηρίου για την Ελλάδα. Το ενδιαφέρον για τις χρηματιστηριακές επενδύσεις ήταν μεγάλο, όχι πάντα με τα καλύτερα αποτελέσματα. Από την άλλη θα την χαρακτήριζα χρονιά των «υπερβολών».

Ο Γενικός Δείκτης τον Ιούλιο έφτασε τις 2825 μονάδες, ύψος ρεκόρ για τα ελληνικά δεδομένα και έπεσε τον Οκτώβριο τις 1800 μονάδες μετά από μια διεθνή κρίση στις κεφαλαιαγορές.

Οι απότομες αυτές διακυμάνσεις οφείλονταν κατά κύριο λόγο στις αθρόες εισφορές ξένων επενδυτικών κεφαλαίων στη χώρα μας, μετά την υποτίμηση της ελληνικής δραχμής το Μάρτιο και την υπόσχεση της ένταξής μας στην ΟΝΕ. Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές όμως κάποια στιγμή

ρευστοποίησαν τα κέρδη τους και απεχώρησαν σε αναζήτηση μεγαλύτερων κερδών σε κάποια άλλη αγορά.



Από την άλλη πλευρά η κυβέρνηση, που χρόνια αδιαφορούσε ή καταπολεμούσε το Χρηματιστήριο (αν θυμηθούμε τις διαφημίσεις για τα κρατικά ομόλογα και γραμμάτια), πίστεψε ότι μέσω αυτού θα λύσει τα δημοσιονομικά προβλήματα του κράτους. Δυστυχώς απέτυχε να πουλήσει στην Ιονική Τράπεζα σε τιμή 300% πιο πάνω από την χρηματιστηριακή της αξία.

Ευτυχώς η αγορά ανέκαμψε τον Οκτώβριο και Νοέμβριο, επηρεασμένη και από την επιτυχή διάθεση του τρίτου πακέτου των μετοχών του ΟΤΕ (10%) και ο πληθωρισμός έπεσε στο 4,8%. Οι εισαγμένες εταιρίες έφτασαν τις 251 και τα αντληθέντα κεφάλαια τα 330 δις δρχ. 968,451.000€.

Ίσως ένας τρόπος για να αμυνθούμε από αυτές τις κρίσεις είναι να σταματήσει το Ελληνικό Δημόσιο να ανεβάζει τα επιτόκια, ώστε να αντλεί κεφάλαια για τις πληρωμές των υποχρεώσεών του. Αυτόματα θα πάνε τα κρατικά ομόλογα να προσελκύουν ευκαιριακά και προσωρινά το ξένο κεφάλαιο.

Όσο για το 1999, που προβλέπεται μια καλή χρονιά για το Χρηματιστήριο, ο σκιτσογράφος της παρακάτω γελοιογραφίας έχει μια «σίγουρη» συμβουλή για τους επενδυτές.



### 10.7. Η πορεία του ΧΑΑ από το 1999-2004

Το έτος 1999 η πορεία της οικονομίας είναι ιδιαίτερα θετική. Αναμένουμε την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ, την είσοδο του Ευρώ και την απόσυρση της δραχμής.

Ο Γενικός Δείκτης έχει ανοδική πορεία καθώς η χώρα οδηγείται και πάλι προς εκλογές. Η κυβέρνηση συνεχίζει την συγκλητική πολιτική της. Στις 11 Σεπτεμβρίου του 2000 τρομοκράτες χτυπούν τους δίδυμους πύργους ακολουθεί ανασφάλεια και νευρικότητα σε όλες της χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου.



Ο Γενικός Δείκτης πέφτει κατακόρυφα. Τον Οκτώβριο του 2001 οι Η.Π.Α. επιτίθενται στο Αφγανιστάν. Ο πόλεμος δημιουργεί ανασφάλεια η πορεία των διεθνών χρηματαγορών είναι καθοδική και του ΧΑΑ.

Τα έργα των Ολυμπιακών Αγώνων βρίσκονται σε εξέλιξη, φήμες διαδίδουν ότι τα έργα δεν πραγματοποιούνται με ικανοποιητικούς ρυθμούς.

Οι επενδυτές απομακρύνονται από την αγορά και το μέχρι στιγμής κλίμα σε συνδυασμό με τις διαπλοκές, την διαφθορά και την πολιτική σύγκλησης δεν ευνοεί καθόλου το ΧΑΑ και τις επενδύσεις.

Το 2002 υπό την σκιά της τρομοκρατίας και του διεθνούς αναβρασμού η αγορά εξακολουθεί να έχει πτωτικές τάσεις. Το ευρώ και η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ δίνουν ελπίδες για αύξηση των επενδύσεων. Τα επιτόκια παραμένουν σε σταθερό επίπεδο. Ο πληθωρισμός είναι χαμηλός, η πτώση του Γενικού Δείκτη όμως εξακολουθεί να υπάρχει.

Το κλίμα γίνεται ακόμη πιο αρνητικό με το βλέμμα στις Η.Π.Α. και το Ιράκ όπου όλα δείχνουν ότι θα υπάρχει σύγκρουση. Οι Διεθνείς χρηματαγορές οδηγούνται σε κρίση μαζί τους και το ΧΑΑ. Το Μάρτιο του 2003 έχουμε εισβολή στο Ιράκ η πορείας της Σοφοκλέους την περίοδο 31.3-12.5 δικαιώνει μέχρι στιγμής τους θιασώτες της τεχνικής ανάλυσης.

Ο γενικός δείκτης από τις 1450 ενισχύθηκε χωρίς ουσιαστική διόρθωση, περί τις 350 μονάδες, προσεγγίζοντας τις 1800. Στη συγκεκριμένη περιοχή, με βάση την πορεία της αγοράς τους τελευταίους έξι μήνες, έχει διαμορφωθεί μεσοπρόθεσμη «αντίσταση».

Από τις 1800 μονάδες ακολούθησε διόρθωση, που σε ποσοστό δεν υπερέβη το ... ανεκτό όριο του 33% γεγονός που ενίσχυσε την πεποίθηση των τεχνικών αναλυτών ότι η αγορά κινείται σε μεγάλο βαθμό τεχνικά.

Οι ίδιοι παράγοντες σημειώνουν πως εάν δεν επιβαρυνθεί θεαματικά το κλίμα στα διεθνή χρηματιστήρια, είναι εφικτή η συντήρηση της τάσης στη Σοφοκλέους. Με την προϋπόθεση ότι η διαμορφωμένη ανοδική φορά δεν θα χάσει την δυναμική της, ο επόμενος στόχος – «στοίχημα» - που τίθεται για την αγορά είναι υπέρβαση των 1800 μονάδων.

Η μετεκλογική πορεία της Σοφοκλέους ακύρωσε τις αισιόδοξες προβλέψεις των χρηματιστών και πρόσθεσε νέα μέλη στις «στρατιές των εγκλωβισμένων» του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Όσοι είχαν ποντάρει σε άνοδο της αγοράς, διαψεύστηκαν και για ακόμη μία φορά... συνωστίστηκαν στην έξοδο.

Η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών κινήθηκε πτωτικά με τις απώλειες να ξεπερνούν ακόμη και το 40%. Ο Γενικός δείκτης και ο 20άρης έχουν χάσει από 7,5%, ενώ ο 40άρης της μεσαίας κεφαλαιοποίησης υποχώρησε κατά 11% και ο 80άρης της μικρής κατά 16%.

Χτες η αγορά μετρίασε τις αρνητικές εντυπώσεις. Η αντίδρασή της την έφερε εκ νέου πάνω από τις 2.300 μονάδες, αλλά πολύ μακριά ακόμη από το υψηλό έτους των 2.551. Από τις πρώτες κιόλας συνεδριάσεις μετά την 7<sup>η</sup> Μαρτίου και την εκλογή της νέας κυβέρνησης έγινε αντιληπτό ότι η Σοφοκλέους δεν... τραβούσε καθώς τη μικρή άνοδο της Δευτέρας ακολούθησαν δύο πτωτικές συνεδριάσεις.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε στη συνέχεια και σημαντικό αν όχι καθοριστικό ρόλο έπαιξαν οι ακόλουθοι παράγοντες:

- Το πολύνεκρο τρομοκρατικό χτύπημα στη Μαδρίτη έφερε και πάλι τον εφιάλη της αβεβαιότητας πάνω από τις αγορές. Οι δείκτες στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και τη Wall Street προέρχονταν από σημαντική άνοδο και «άγγιζαν» ισχυρά σημεία

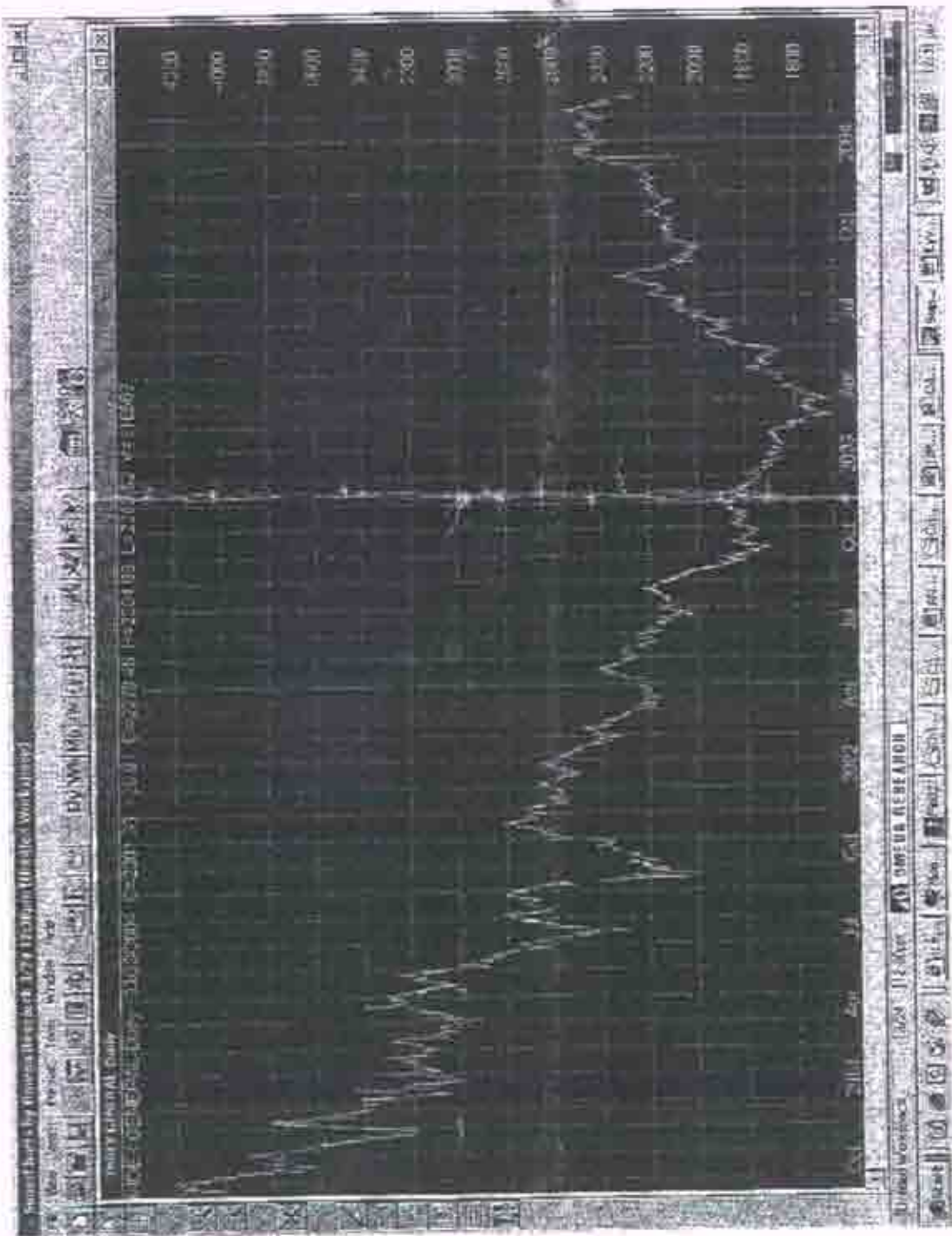
αντίστασης. Οι επενδυτές βρήκαν αφορμή για πωλήσεις και η διόρθωση ήταν αναπόφευκτη.

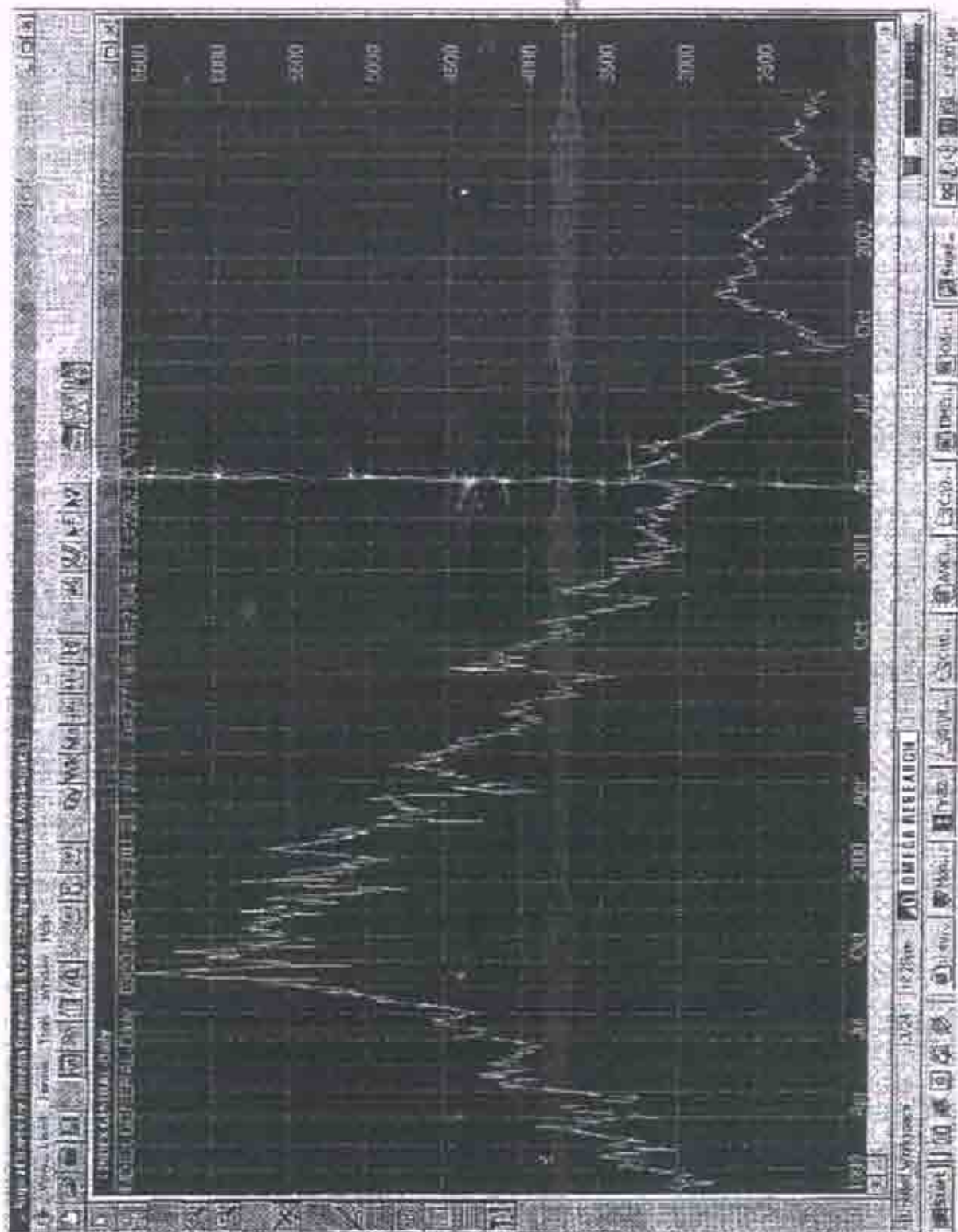
- Πριν οι διαχειριστές συνέλθουν από το πρώτο σοκ ήλθε η δολοφονία του ηγέτη της Χαμάς, σείχη Αχμέντ Γιασίν, από τον Ισραηλινό στρατό, για να προκαλέσει νέα αναταραχή καθώς αναζωπύρωσε την ένταση στη Μέση Ανατολή.
- Τη στιγμή που εξωγενείς παράγοντες επηρέαζαν αρνητικά τη Σοφοκλέους στο εσωτερικό δεν υπήρχαν μηχανισμοί «αντίστασης».

Όπως σημειώνουν χρηματιστηριακοί παράγοντες, η αναβλητικότητα της κυβέρνησης να επιλέξει τους επικεφαλής οργανισμών και τραπεζών έπαιξε σημαντικό ρόλο στο να εμφανιστεί εξαιρετικά αδύναμη η εγχώρια αγορά.

Ένα απλό αλλά πειστικό παράδειγμα αποτελεί η στάση των θεσμικών επενδυτών οι οποίοι προχώρησαν σε αθρόες πωλήσεις το τελευταίο 15θήμερο.

Υψηλόβαθμα στελέχη αμοιβαίων κεφαλαίων και επενδυτικών εταιριών ρευστοποιούσαν χωρίς καμία επιφύλαξη ή αναστολή καθώς γνώριζαν ότι σε λίγες ημέρες θα αντικατασταθούν.





## **10.8. Βασικοί παράγοντες επηρεασμού της ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων και επομένως την πορεία του ΧΑΑ**

Οι βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και επομένως και την πορεία του Χρηματιστηρίου είναι οι εξής:

### **1. Γενικοί παράγοντες**

- Η γενική οικονομική κατάσταση της χώρας
- Το ύψος του πληθωρισμού
- Η εξέλιξη του πραγματικού εισοδήματος των ατόμων
- Η φορολογική μεταχείριση των χρηματιστηριακών τίτλων
- Η οργάνωση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου
- Το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων
- Η Πληροφόρηση και η χρηματιστηριακή παιδεία του επενδυτικού κοινού
- Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων
- Η πολιτική κατάσταση της χώρας
- Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες
- Η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού

### **2. Παράγοντες που αφορούν την Εταιρία**

3. Παράγοντες που αφορούν τον κλάδο/υπόκλαδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία

Παρακάτω θα αναπτύξουμε πολύ συνοπτικά τους παραπάνω παράγοντες.

## Γενικοί Παράγοντες

### 1. Γενική Οικονομική Κατάσταση της χώρας

Η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και την πορεία του χρηματιστηρίου.

Επίσης εάν κρίνεται από το ευρύ επενδυτικό κοινό σαν ικανοποιητική η γενική οικονομική κατάσταση της χώρας και με προοπτικές περαιτέρω βελτίωσής της, δηλαδή, εάν το κοινό είναι αισιόδοξο, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων αυξάνεται.

Το αντίθετο θα συμβεί, εάν είναι ικανοποιητική η οικονομική κατάσταση της χώρας και το επενδυτικό κοινό δεν προσδοκά ότι θα βελτιωθεί στο άμεσο μέλλον, δηλαδή εάν επικρατεί απαισιοδοξία μεταξύ του επενδυτικού κοινού.

### 2. Το ύψος του πληθωρισμού

Το ύψος του πληθωρισμού μπορεί να επηρεάσει θετικά ή αρνητικά τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Εάν οι ζητούντες μετοχές γνωρίζουν ότι οι επιχειρήσεις ενσωματώνουν αμέσως τον πληθωρισμό στο κόστος παραγωγής τους, τότε θα αναμένουν ότι οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο θα αυξηθούν για αυτό και αυξάνουν τη ζήτησή τους.

Είναι γνωστό ότι ο πληθωρισμός αναδιανέμει το εισόδημα από τους μισθούς στα κέρδη, γι αυτό και σε περιόδους πληθωρισμού εκτός και αν η ζήτηση μειωθεί πολύ δραστικά, τα κέρδη των επιχειρήσεων αυξάνονται καθώς και τα μερίσματά τους, με αποτέλεσμα να γίνονται οι μετοχές ελκυστικότερος τρόπος τοποθέτησης κεφαλαίων από το κοινό.

### **3. Η εξέλιξη του πραγματικού εισοδήματος των ατόμων**

Όταν αυξάνεται το πραγματικό εισόδημα και η ροπή για αποταμίευση των νοικοκυριών, αυξάνεται και η από μέρους τους ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Το αντίθετο συμβαίνει, όταν μειώνεται το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών.

### **4. Η φορολογική μεταχείριση των χρηματιστηριακών τίτλων**

Εάν το κράτος παρέχει διάφορες φορολογικές απαλλαγές στους κατόχους των χρηματιστηριακών τίτλων, τότε αυξάνεται η ζήτηση των τίτλων αυτών. Αντίθετα εάν ευνοούνται από τη φορολογική πολιτική οι καταθέσεις στις τράπεζες και στα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων από μέρους του κοινού μειώνεται.

### **5. Η οργάνωση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου**

Όσο καλύτερη είναι η οργάνωση και λειτουργία ενός Χρηματιστηρίου και εμπνέει εμπιστοσύνη στο κοινό για τις συναλλαγές που γίνονται, τόσο το μη επενδυτικό κοινό στρέφεται στον τρόπο αυτό αξιοποίησης των κεφαλαίων του.

### **6. Το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων**

Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων εξαρτάται και από το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων που υπάρχουν (τράπεζες, ταμειωτήρια κλπ.). Εάν τα προηγούμενα χρόνια η απόδοση μιας μετοχής, δηλαδή το άθροισμα της μεταβολής της αγοραίας τιμής της και του μερίσματος που δίνει είναι υψηλότερη από τον τόκο που μπορεί να εισπράξει κανείς αποταμιεύοντας τα χρήματά του για το ίδιο χρονικό



διάστημα σε τράπεζες ή άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τότε η ζήτηση μετοχών αυξάνεται.

Αντίθετα, εάν η απόδοση του χρηματιστηριακού τίτλου που κρατείται για δεδομένο χρονικό διάστημα, είναι μικρότερη του τόκου των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα μπορούσε να εισπράξει ο καταθέτης, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων, τότε το κοινό θα στραφεί στις τράπεζες και η ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων θα μειωθεί και αντιστρόφως.

Βέβαια η τοποθέτηση κεφαλαίων σε χρηματιστηριακούς τίτλους συνοδεύεται από ένα ύψος κινδύνων που δεν έχουν οι τοποθετήσεις κεφαλαίων (καταθέσεις) στις τράπεζες. Ο αγοραστής χρηματιστηριακών τίτλων έχει τον κίνδυνο να χάσει, εάν η τιμή του τίτλου μειωθεί σε σχέση με την τιμή αγοράς του. Ο καταθέτης όμως στις τράπεζες και τους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς δε διατρέχει τέτοιο κίνδυνο, παρά μόνο εάν το επιτόκιο που δίνει η τράπεζα και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είναι μικρότερο από το επίπεδο του πληθωρισμού.

## **7. Πληροφόρηση και χρηματιστηριακή παιδεία του επενδυτικού κοινού**

Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων εξαρτάται και από τη γνώση, εμπειρία και πληροφόρηση του κοινού σχετικά με τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και τους χρηματιστηριακούς τίτλους καθώς και τις εναλλακτικές (δηλαδή έναντι του τραπεζικού συστήματος) ευκαιρίες αξιοποίησης των κεφαλαίων που έχουν.

Όσο καλύτερα είναι πληροφορημένο το επενδυτικό κοινό και όσο περισσότερες γνώσεις και εμπειρία έχει με τα χρηματιστήρια και αντικείμενα, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να προτιμήσει να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

## **8. Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων**

Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων μπορεί να προκαλέσουν μεταβιβάσεις (εισροές, εκροές) κεφαλαίων από χώρα σε χώρα και συνεπώς μπορεί να επηρεάσουν τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

## **9. Η πολιτική κατάσταση της χώρας**

Η πολιτική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την οικονομία της χώρας και συνεπώς τη χρηματιστηριακή αγορά και τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

## **10. Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες**

Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες και διαταραχές μπορούν να κλονίζουν την εμπιστοσύνη του κοινού στην αγορά χρηματιστηριακών τίτλων με δυσμενή αποτελέσματα για την εξέλιξη της τιμής των τίτλων αυτών.

Όπως επίσης μπορούν να ευνοήσουν την αγορά των χρηματιστηριακών τίτλων ενθαρρύνοντας τη ζήτησή τους.

## **11. Η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού**

Η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αγορά και τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Η ανοδική και καθοδική ψυχολογία του κοινού επηρεάζουν προς την ίδια κατεύθυνση ανοδικά ή καθοδικά την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και συνεπώς και της ζήτησης χρηματιστηριακών τίτλων.

## **Παράγοντες που αφορούν την εταιρία**

### **1. Οικονομικές συνθήκες και προοπτικές της επιχείρησης**

Η ζήτηση μιας συγκεκριμένης μετοχής εξαρτάται και από τις οικονομικές συνθήκες και τις προοπτικές της επιχείρησης που έχει

εκδώσει τις μετοχές. Αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και οι προοπτικές εξέλιξής της θεωρούνται ικανοποιητικές από το εκπαιδευτικό κοινό, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνει.

Το αντίθετο συμβαίνει, εάν το κοινό πληροφορηθεί για την κακή οικονομική κατάσταση και τις μη ευοίωνες προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης.

## **2. Ύψος του μερίσματος που διανέμει η επιχείρηση στους μετόχους της**

Εάν η επιχείρηση χορηγεί τα τελευταία χρόνια ένα ικανοποιητικό και σχετικά αυξανόμενο μέρισμα στους μετόχους της, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνεται, αφού η απόδοση των τίτλων της (εφόσον αφορά το στοιχείο του μερίσματος) αυξάνεται και εδραιώνεται η εμπιστοσύνη του κοινού για την καλή πορεία της επιχείρησης.

Αντίθετα εάν τα προηγούμενα χρόνια η επιχείρηση δεν έδινε μέρισμα ή έδινε μικρό μέρισμα ή και με συχνές αυξομειώσεις στο ύψος τους, χωρίς σοβαρό επενδυτικό λόγο, τότε η απόδοση της μετοχής μειώνεται και κλονίζεται η εμπιστοσύνη του κοινού για την καλή λειτουργία και τις προοπτικές εξέλιξης της επιχείρησης.

Βέβαια πολλοί επενδυτές και κυρίως οι λεγόμενοι κερδοσκόποι δεν αγοράζουν χρηματιστηριακούς τίτλους αποσκοπώντας στην ετήσια απόδοσή τους (δηλαδή μέρισμα ή τοκομερίδιο ομολογίας) αλλά στην εκμετάλλευση της μεταβολής των τιμών αυτών.

Με άλλα λόγια, κυρίως οι συντηρητικοί μικρο-επενδυτές είναι αυτοί που υπολογίζουν σοβαρά την ετήσια απόδοση (εκτός της μεταβολής της τιμής) του τίτλου που κατέχουν, ενώ οι άλλοι αγοράζουν τίτλους με την προσδοκία να τους πουλήσουν, όταν η τιμή τους αυξηθεί.

Σημειώνουμε εδώ ότι το ύψος του διανεμομένου μερίσματος δεν πρέπει να είναι κριτήριο επιλογής των μετοχών μιας εταιρίας σε

περίπτωση που η εταιρία διανέμει σχετικά υψηλά μερίσματα λόγω του ότι δεν έχει δυναμικά αναπτυξιακά επενδυτικά προγράμματα για υλοποίηση.

Αντιστρόφως, εταιρίες με δυναμικά επενδυτικά προγράμματα και καλές προοπτικές μπορεί να διανέμουν σχετικά χαμηλά μερίσματα διότι τα αδιανέμητα κέρδη της μπορεί να τα επανεπενδύσει σε επενδυτικά προγράμματα.

Παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

Γενικά

Οι παράγοντες που επηρεάζουν και απεικονίζονται στην τιμή της μετοχής είναι παρά πολλοί και συνήθως ομαδοποιούνται στις εξής βασικές κατηγορίες:

α) Παράγοντες που αφορούν την εταιρία

β) Παράγοντες που αφορούν τον Κλάδο και ιδιαίτερα τον Υποκλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρία

γ) Παράγοντες οικονομικοί, νομισματικοί

δ) Παράγοντες πολιτικοί, ψυχολογικοί και γενικότερα οι προσδοκίες

ε) Διεθνείς παράγοντες

Οι βασικότεροι παράγοντες σε κάθε μια από τις παραπάνω κατηγορίες είναι οι εξής:

**Παράγοντες που αφορούν την εταιρία**

α) Ρυθμός αύξησης των «κερδών ανά μετοχή» κατ' έτος τουλάχιστον για τα τελευταία πέντε χρόνια.

β) Ρυθμός αύξησης των «κερδών ανά μετοχή» για το πιο πρόσφατο τρίμηνο ή εξάμηνο.

γ) Ποιότητα διοίκησης (management) και του ανθρώπινου δυναμικού καθώς και της οργανωτικής δομής της εταιρίας.

δ) Εισαγωγή νέων καινοτομιών και σύγχρονης τεχνολογίας και τεχνογνωσίας καθώς και παραγωγή νέων προϊόντων.

ε) Δυναμικό Μάρκετινγκ.

στ) Εργασιακές σχέσεις.

ζ) Μερισματική πολιτική κλπ.

Παράγοντες που αφορούν τον Κλάδο/Υπόκλαδο

α) Η κατάσταση και οι προοπτικές του Κλάδου / Υπόκλαδου .

β) Η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής του Κλάδου / Υποκλάδου.

γ) Η κατάσταση και η πορεία των δύο ή τριών «ηγέτιδων» εταιριών του Κλάδου / Υποκλάδου.

Αν παρατηρήσουμε ότι οι «ηγέτιδες» μετοχές του Κλάδου / Υποκλάδου έπειτα από ανοδική πορεία παρουσιάζουν μια κάθοδο, τότε πρέπει να αναμένουμε «επίδραση διάχυσης» (Spillover effects) και στην μετοχή της συγκεκριμένης εταιρίας.

δ) Οι ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν στον Κλάδο / Υποκλάδο.

**Οικονομικοί και νομισματικοί παράγοντες**

α) Οικονομική κατάσταση της χώρας (ΑΕΠ κλπ).

β) Επίπεδο πληθωρισμού.

γ) Φορολογική πολιτική επί των εισοδημάτων από χρηματιστηριακούς τίτλους.

δ) Επίπεδο του διατραπεζικού προεξοφλητικού επιτοκίου της Τράπεζας της Ελλάδος και γενικότερα το επίπεδο των τρεχόντων επιτοκίων της χρηματαγοράς.

ε) Το επίπεδο ρευστότητας της αγοράς και ρυθμός αύξησης της προσφοράς (ποσότητας) χρήματος υπό την ευρεία έννοια (M3).

Το χρήμα υπό την ευρύτερη έννοια (M3) περιλαμβάνει:

- Το σύνολο των χαρτονομισμάτων και κερμάτων (νομισματική κυκλοφορία) που βρίσκονται στα χέρια του κοινού.
- Το σύνολο των καταθέσεων όψεως των ιδιωτών στις Τράπεζες.
- Τις καταθέσεις (εκτός των καταθέσεων όψεως) που διατηρούνται στις τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς (ταμειυτήρια κ.λ.π.) που χρησιμοποιούνται για την πραγματοποίηση συναλλαγών (δηλαδή οι τρεχούμενοι λογαριασμοί με την έννοια που έχουν στην Ελλάδα καθώς και οι καταθέσεις Ταμειυτηρίου).
- Οι καταθέσεις προθεσμίας των ιδιωτών στις διάφορες τράπεζες και πιστωτικούς οργανισμούς.
- Ομόλογα, Repos.
- Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας των Δημοσίων Επιχειρήσεων).

στ) Διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και νομισμάτων.

Πολιτικοί, ψυχολογικοί παράγοντες και προσδοκίες

α) Η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει αρνητικά την οικονομία μιας χώρας καθώς και την χρηματιστηριακή αγορά.

β) Οι ψυχολογικοί παράγοντες και οι προσδοκίες επίσης επηρεάζουν σημαντικά την χρηματιστηριακή αγορά.

Η ανοδική και καθοδική ψυχολογία της αγοράς επηρεάζουν προς την ίδια κατεύθυνση ανοδικά ή καθοδικά την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

### **Διεθνείς παράγοντες**

Διεθνή γεγονότα όπως συρράξεις, πόλεμοι, ανεργία, πετρελαϊκή κρίση, οικονομική κατάσταση των ισχυρότερων οικονομικά χωρών, π.χ. των Η.Π.Α., Γερμανίας κλπ.

Όλοι οι πιο πάνω παράγοντες, ο καθένας σε μεγαλύτερη ή μικρότερη έκταση, επηρεάζουν την τιμή της μετοχής και θα λέγαμε οι παράγοντες

αυτοί ενσωματώνονται και προεξοφλούνται στην τιμή της μετοχής. Δηλαδή η αγορά «συλλαμβάνει», αναλύει και ζυγίζει όλους τους ανωτέρω παράγοντες και τελικά προσδιορίζει την τιμή της μετοχής.

### **Σταδιακή ενσωμάτωση των διαφόρων παραγόντων στην τιμή της μετοχής**

Οι παραπάνω παράγοντες δεν ενσωματώνονται και προεξοφλούνται «αυτόματα» στην τιμή της μετοχής από την αγορά, αλλά «σταδιακά».

Δηλαδή η αγορά δεν αντιδρά «ακαριαία» στις μεταβολές όλων των παραπάνω παραγόντων και συνεπώς η τιμή της μετοχής δεν μεταβάλλεται «ακαριαία» αλλά «σταδιακά».

#### **Συγκεκριμένα:**

Έστω μια κατασκευαστική εταιρία ξαφνικά κερδίζει κάποιο διεθνή διαγωνισμό και αναλαμβάνει την κατασκευή ενός μεγάλου έργου (π.χ. την κατασκευή ενός διεθνούς αεροδρομίου, ή μετρό ή φράγματος ή τη ζεύξη δύο ακτών κ.λ.π.).

Στην περίπτωση αυτή η είδηση της ανάληψης κατασκευής ενός μεγάλου έργου δε θα αυξήσει «απότομα» την τιμή της μετοχής της συγκεκριμένης εταιρίας αλλά «σταδιακά» για τους εξής λόγους:

Στην αρχή θα αγοράσουν μετοχές της εταιρίας, εκείνοι που έχουν άμεση «εσωτερική» πληροφόρηση, δηλαδή τα στελέχη της ίδιας της εταιρίας (insiders).

Αυτό θα δώσει μια «πρώτη» ώθηση της τιμής της μετοχής προς τα πάνω.

Στη συνέχεια θα αγοράσουν μετοχές της εταιρίας αυτής οι «κερδοσκόποι» που παρακολουθούν από κοντά «καραδοκούν» για τέτοιου είδους ειδήσεις (smart money).

Αυτό θα δώσει επίσης μια δεύτερη ώθηση της τιμής της μετοχής προς τα πάνω.

Τέλος, θα αγοράσουν, σε υψηλότερη βέβαια τιμή (τρίτη ώθηση της τιμής προς τα πάνω), οι μικροεπενδυτές, που ακολουθούν τους άλλους, δηλαδή την τάση της αγοράς (trend followers). Οι μικροεπενδυτές δεν έχουν ούτε το χρόνο, αλλά ούτε και την πρόσβαση για να μαθαίνουν και να αξιολογούν τις ειδήσεις τόσο γρήγορα, όσο και οι μεγάλοι ή επαγγελματίες επενδυτές.

Υπάρχει και μια άλλη κατηγορία επενδυτών εκείνοι που λόγω δυσπιστίας δεν δίνουν μεγάλη σημασία στην είδηση ανάθεσης κατασκευής ενός μεγάλου δημοσίου έργου και δεν αγοράζουν μετοχές της εταιρίας αυτής.

Όταν οι ειδήσεις επαληθευτούν, πιθανόν ορισμένοι από τους δύσπιστους επενδυτές (laggard) να αγοράσουν, τη μετοχή, όμως με σημαντική καθυστέρηση και πολλές φορές μοιραία καθυστέρηση, καθότι η τιμή της μετοχής έχει αυξηθεί σημαντικά και πιθανό να πλησιάζει την κορυφή της, οπότε αναμένεται η καθοδική πορεία της.

Με βάση τις παραπάνω κατηγορίες επενδυτών διακρίνουμε τις εξής βασικές φάσεις της τάσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

α) Την πρώτη φάση, τη φάση της «συσσώρευσης» όπου αγοράζουν οι καλύτεροι πληροφορημένοι και επαγγελματίες επενδυτές, δηλαδή τα στελέχη της ίδιας της εταιρίας (insider) και οι «κερδοσκόποι» επαγγελματίες επενδυτές (smart money).

β) Στη δεύτερη φάση, τη «φάση διανομής», όπου οι τιμές έχουν ανέβει σημαντικά, καθώς εισέρχονται στην αγορά «μιμητές» που ακολουθούν την τάση (trend followers).

Στη φάση αυτή «διανέμουν» εκείνοι που είχαν συσσωρευτεί κατά το πρώτο στάδιο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11<sup>ο</sup>

### Συμπεράσματα προτάσεις – προοπτικές για το μέλλον

#### 11.1. Τα προβλήματα που πρέπει να ξεπεράσει η Σοφοκλέους πριν από την νέα άνοδο

Σημαντική ανάκαμψη παρατηρήθηκε στις τιμές των μετοχών στη Σοφοκλέους η οποία όμως δεν ήταν καθόλου αντίστοιχη της κατάρρευσης τόσο στη μικρή όσο και στη μεσαία κεφαλαιοποίηση.



Ο δείκτης βελτίωσε τις επιδόσεις του λόγω συνδυασμένης άμυνας που «έπαιξαν» οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε ένα μίνι σχέδιο που εκπονήθηκε από τα μεγάλα κρατικά χαρτοφυλάκια για να αποσοβήσει τον κίνδυνο ενός μίνι κραχ και μπήκε σε εφαρμογή από την αρχή της χθεσινής συνεδρίασης. Η ουσιαστική άγνοια για τα οικονομικά δεδομένα που παρέλαβε η νέα κυβέρνηση σε συνδυασμό με τις πολλές «παιδικές ασθένειες» που υπάρχουν στην ελληνική οικονομία όπως π.χ. το θέμα της διοίκησης του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος αλλά και άλλων μεγάλων ΔΕΚΟ φαίνεται

προς το παρόν ότι δεν μπορούν να αφήσουν τη Σοφοκλέους να κινηθεί 'σε υψηλότερα επίπεδα.

Όσο συνεχίζονται οι καθυστερήσεις στην τοποθέτηση των νέων διοικητών των μεγάλων εισηγμένων δημοσίων υπηρεσιών από πλευράς κυβερνήσεως τόσο θα αυξάνει σημαντικά το μερίδιο της ευθύνης της για την σημερινή κατάσταση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ταυτόχρονα η Σοφοκλέους έχει να αντιμετωπίσει ένα άλλο πλέγμα προβλημάτων προτού μπορέσει να σημειώσει νέες υπεραξίες. Η συνεχής φιλολογία για τις μεγάλες καθυστερήσεις στα έργα της Ολυμπιάδας φαίνεται πως αρχίζει να επηρεάζει σημαντικά τον πίνακα τιμών καθώς δεν είναι λίγοι εκείνοι οι μεγάλοι ξένοι και Έλληνες θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι λαμβάνουν όλο και περισσότερο υπόψιν τους το ενδεχόμενο μιας κακής διοργάνωσης της Ολυμπιάδας από τη χώρα μας το ερχόμενο καλοκαίρι και τις καταστροφικές συνέπειες που θα έχει μια τέτοια εξέλιξη.

Βεβαίως η παρούσα κυβέρνηση είναι εντελώς άμοιρη ευθυνών καθώς ανέλαβε τις τύχες του τόπου κυριολεκτικά στο παρά πέντε και με τις περισσότερες εξελίξεις, είτε θετικές είτε αρνητικές, να έχουν ουσιαστικά ήδη δρομολογηθεί.

Ταυτόχρονα η κυβέρνηση φαντάζει να είναι δέσμια των επικείμενων ευρωεκλογών καθώς δεν δείχνει καμιά δυναμική προς την υλοποίηση βασικών αρχών της πολιτικής της όπως οι ιδιωτικοποιήσεις μεγάλων κρατικών επιχειρήσεων, ίσως ακόμα και του ίδιου του Οργανισμού τηλεπικοινωνιών της Ελλάδας, όσο κι αν η συγκεκριμένη ιδιωτικοποίηση έχει καταστεί πλέον μετά τα γεγονότα της τελευταίας δεκαετίας ταμπού για όλο το ελληνικό πολιτικό σύστημα.

Η ολιγωρία αυτή που επιδεικνύει η νέα κυβέρνηση της χώρας σε μια προσπάθειά της να μην δυσαρεστήσει κανέναν εργαζόμενο σε κανέναν

κλάδο μπορεί εάν συνεχιστεί να αποβεί μοιραία για την πορεία της ελληνικής οικονομίας.

Οι μεγάλες κρατικές επιχειρήσεις πρέπει να ιδιωτικοποιηθούν και μάλιστα άμεσα ώστε να μπορέσουν στα χρόνια που έρχονται να αντιμετωπίσουν τη μεγάλη πρόκληση των ανοικτών αγορών.

Ταυτόχρονα στους παραπάνω ανασχετικούς παράγοντες για οποιαδήποτε περαιτέρω άνοδο στη Σοφοκλέους έρχεται να προστεθεί και η νέα διεθνής κρίση τρομολαγνείας που έχει χτυπήσει την γηραιά ήπειρο μετά την πολύνεκρη επίθεση στην Ισπανία.

Η επίθεση αυτή σε συνδυασμό και με την πρόσφατη δολοφονία του αρχηγού της Χαμάς από τους γνωστούς αδιάλλακτους Ισραηλινούς έχει οδηγήσει την παγκόσμια κοινότητα να βρίσκεται με το δάκτυλο στην σκανδάλη καθώς φοβάται βαριάς μορφής αντίποινα.

Και όταν το ερχόμενο καλοκαίρι η Αθήνα αποτελεί το κέντρο του κόσμου λόγω της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων είναι πολύ πιθανό να αποτελέσει και το νούμερο ένα στόχο της διεθνούς τρομοκρατίας.

Βεβαίως το ποτήρι δεν είναι ποτέ μισοάδειο. Οι έντονες διακυμάνσεις που παρατηρούνται τις τελευταίες μέρες στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δίνουν σε πολλούς έμπειρους κυρίως παίχτες την ευκαιρία να αποκομίσουν σημαντικά κέρδη είτε μέσω της κύριας αγοράς είτε μέσω της αγοράς των παραγώγων.

Ταυτόχρονα για τους λιγότερο μνημένους παίχτες η πτώση των τιμών των τελευταίων συνεδριάσεων ίσως αποτελέσει μια τελευταία ευκαιρία για τοποθετήσεις και αναδιαρθρώσεις των μικρών ή μεγάλων χαρτοφυλακίων τους πριν το επικείμενο πάρτι που θα πραγματοποιηθεί με την τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων στην Ελλάδα.

Παράλληλα μετά το τέλος των Αγώνων η περίοδος για την ελληνική κεφαλαιαγορά αναμένεται να είναι ιδιαίτερα θετική καθώς η παρούσα κυβέρνηση με λυμένα τα χέρια της θα μπορέσει να εφαρμόσει σε πλήρη έκταση την πολιτική της στην οικονομία η οποία ως μια φιλελεύθερη κοινωνική πολιτική ευνοεί πάρα πολύ την άνοδο των τιμών στο Χρηματιστήριο.

Ήδη τα πρώτα μέτρα που έχουν διαρρεύσει από την ηγεσία του υπουργείου οικονομίας και αφορούν στον περιορισμό της φορολογίας μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα ελπιδοφόρα προς αυτήν την κατεύθυνση.

### **11.2. Οι εκτιμήσεις της Κομισιόν για τα δημόσια οικονομικά της χώρας μας**

«Η δημοσιονομική κατάσταση επιδεινώνεται στην Ελλάδα παρά το γεγονός ότι είναι η χώρα που εμφανίζει τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στην ευρωζώνη», δήλωσε χθες ο αρμόδιος για τις νομισματικές υποθέσεις επίτροπος Πέδρο Σόλμπες παρουσιάζοντας στις Βρυξέλλες τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τα βασικά οικονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας.

Ο κοινοτικός επίτροπος, ανέφερε ότι ήδη από πέρυσι οι προβλέψεις της Επιτροπής προέβλεπαν μια επιδείνωση του διαρθρωτικού ελλείμματος και τόνισε ότι η νέα ελληνική κυβέρνηση έχει ξεκινήσει έρευνα για τους δημόσιους λογαριασμούς που είχε, όπως είπε, ανησυχητικά αποτελέσματα καθώς το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2003 αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και φτάνει το 3% ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σε ότι αφορά την ανεργία, προβλέπεται ότι τα δύο επόμενα χρόνια θα συνεχίσει να μειώνεται παραμένοντας όμως σε υψηλά επίπεδα: το 2003 η ανεργία στην Ελλάδα έφτασε το 9,3% του οικονομικά ενεργού

πληθυσμού και προβλέπεται να μειωθεί στο 8,4 % το 2004 και στο 8% το 2005.

Σε ότι αφορά τον πληθωρισμό, η επιτροπή εκτιμά ότι θα παραμείνει υψηλός στη χώρας μας και θα ανέλθει στο 3,4% το 2004 για να αυξηθεί ελαφρά στο 3,5% το 2005. Η επιτροπή εκτιμά ότι η επιρροή του «εισαγόμενου πληθωρισμού στον τιμάριθμο θα είναι περιορισμένη ενώ οι εξελίξεις στους μισθούς παραμένουν αβέβαιες καθώς μόλις άρχισαν οι διαπραγματεύσεις για τη νέα συλλογική σύμβαση εργασίας» και επισημαίνει ότι «οι γενναίες αυξήσεις στους μισθούς του δημόσιου τομέα ενδέχεται να επηρεάσουν το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων».

Όπως επισημαίνει η Επιτροπή, κινητήρια δύναμη των ρυθμών ανάπτυξης το 2004 στην Ελλάδα εξακολουθεί να είναι η ισχυρή εσωτερική ζήτηση και η ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας. Η ιδιωτική κατανάλωση, με την υποστήριξη των θετικών νομισματικών συνθηκών, αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται ως αποτέλεσμα της αύξησης που σημειώθηκε στο διαθέσιμο εισόδημα χάρη στη φορολογική μεταρρύθμιση του 2002 και το κοινωνικό πακέτο του 2003.

Σε ότι αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, η επιτροπή επισημαίνει «παρά την ισχυρή ανάπτυξη, η κατάσταση στα δημόσια οικονομικά επιδεινώθηκε αισθητά καθώς η εκτέλεση του κρατικού προϋπολογισμού του 2003 τέθηκε πλήρως εκτός τροχιάς».

Σύμφωνα με την Κομισιον, «εάν και η εξέλιξη αυτή αποδίδεται εν μέρει σε κάποιους έκτακτους παράγοντες όπως η προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων και η καταβολή των αποζημιώσεων για τις καταστροφές που προκάλεσαν οι θεομηνίες, η υπέρβαση των στόχων υποδηλώνει μια έλλειψη ελέγχου στις πρωτογενείς δαπάνες (κοινωνικές παροχές και μισθοί στο δημόσιο τομέα) ενώ μειωμένα εμφανίζονται επίσης σε σχέση με τις προβλέψεις τα έσοδα του προϋπολογισμού».

### **11.3. Η έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος**

Η Τράπεζα της Ελλάδος διαπιστώνει ότι η ελληνική οικονομία, παρά τα όποια επιτεύγματα αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, όπως το υψηλό ποσοστό ανεργίας, το οποίο είναι το τρίτο υψηλότερο στην ΕΕ, ο πληθωρισμός που διατηρείται σταθερά πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ, καθώς και το διαρκώς διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το οποίο αγγίζει το 6% του ΑΕΠ.

Για την αντιμετώπιση της ανεργίας προτείνεται η προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, οι οποίες θα βελτιώσουν την παραγωγικότητα και θα ενισχυθεί η αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας. Παράλληλα, θα πρέπει να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός και θα συνεχιστούν οι προσπάθειες για την απλοποίηση της φορολογίας. Στην αγορά εργασίας θα πρέπει οι μεταρρυθμίσεις να κατατείνουν σε μία πιο ισόρροπη σχέση μεταξύ της ασφάλειας και της ευελιξίας.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, οι προβλέψεις είναι μάλλον απαισιόδοξες, καθώς και το 2004 εκτιμάται ότι θα εκδηλωθούν ανοδικές πιέσεις, οι οποίες είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε επιτάχυνσή του από το επίπεδο που έκλεισε το 2003. Για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού η ΤτΕ συστήνει στους κοινωνικούς εταίρους να συμβάλλουν μέσω της διαμόρφωσης των μισθολογικών αυξήσεων και της τιμολογιακής πολιτικής στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Στο πλαίσιο αυτό είναι σκόπιμο η αύξηση των πραγματικών αποδοχών να υπολείπεται της αύξησης της παραγωγικότητας. Αυτό σημαίνει ότι οι ονομαστικές αποδοχές στην Ελλάδα θα πρέπει να αυξάνονται κατά την αύξηση της εγχώριας παραγωγικότητας προσαυξημένης με το μέσο πληθωρισμό στην ευρωζώνη.

Για το 2003 η ΤτΕ εκτιμά ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4%. Η Τράπεζα της Ελλάδος προειδοποιεί τέλος για

τους κινδύνους που ενέχει η αύξηση του δανεισμού στα νοικοκυριά, τα οποία αύξησαν το δανεισμό τους από 9,3% ΑΕΠ στο τέλος του 1998 σε 26,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003.

Η εξέλιξη αυτή σε ένα βαθμό αντανακλά και τις προσδοκίες των νοικοκυριών για σταδιακή σύγκλιση των πραγματικών εισοδημάτων προς το υψηλότερο επίπεδο των εισοδημάτων στην ΕΕ. Όμως, εάν η αισιοδοξία αυτή αποδειχθεί υπερβολική, η αύξηση του δανεισμού ενέχει σοβαρούς κινδύνους τόσο για το πιστωτικό σύστημα όσο και για τα νοικοκυριά, επισημαίνει η ΤτΕ.

#### **11.4. Το δημόσιο έλλειμμα**

Στη χθεσινή συνάντηση που είχε στις Βρυξέλλες ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών Γιώργος Αλογοσκούφης με τον αρμόδιο επίτροπο Πέδρο Σόλμπες, ο τελευταίος του επισήμανε ότι οι κοινοτικές υπηρεσίες στις προβλέψεις τους αναθεωρούν προς τα πάνω το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας. Θεωρείται βέβαιο ότι η αναθεώρηση προς τα πάνω θα αφορά και το δημόσιο χρέος.

Όπως είναι γνωστό το 2003 το δημόσιο έλλειμμα της Ελλάδας ανήλθε στο 17% του ΑΕΠ, και το χρέος στο 102,4% του ΑΕΠ, ενώ και οι δύο δείκτες κινήθηκαν σαφώς πάνω από τους στόχους. Τον περασμένο Νοέμβριο η Επιτροπή είχε προβλέψει ότι το δημόσιο έλλειμμα θα φτάσει το 2004 στο 2,4%.

Η πρόβλεψη αυτή είχε αμφισβητηθεί έντονα από την προηγούμενη πολιτική ηγεσία του Υπουργείου Οικονομικών, το οποίο είχε προβλέψει έλλειμμα για φέτος της τάξης του 1,2% του ΑΕΠ.

Τώρα έρχεται η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και κάνει πιο αρνητική την πρόβλεψη του Νοεμβρίου, αφού όπως τονίζουν στις Βρυξέλλες η πρόβλεψη του Απριλίου θα κινείται κοντά στο 3% του ΑΕΠ, που

σημαίνει ότι η κυβέρνηση θα χρειασθεί να κάνει πολύ μεγάλες προσπάθειες για να μην έχουμε την υπέρβαση του ανώτατου ορίου με όλες τις περιπέτειες που αυτό συνεπάγεται σε κοινοτικό επίπεδο.

### **Απογραφή**

Αναφορικά με την δημοσιονομική απογραφή της κυβέρνησης, στις Βρυξέλλες αναμένουν από την Αθήνα την κοινοποίηση των στοιχείων ώστε να τα συγκρίνουν με τα δικά τους και να προσδιορίσουν επακριβώς τις εκτιμήσεις τους. Υπενθυμίζεται ότι η Στατιστική Υπηρεσία της Κοινότητας αμφισβητεί έντονα το ύψος των πλεονασμάτων των ασφαλιστικών ταμείων, τη λεγόμενη «άσπρη τρύπα» για την οποία μιλούσε η προηγούμενη κυβέρνηση.

Μάλιστα η Eurostat είχε ζητήσει επανειλημμένα τους τελευταίους μήνες πρόσθετα στοιχεία για τα πλεονάσματα των ταμείων, τα οποία όμως δεν στάλθηκαν ποτέ.

Η στατιστική υπηρεσία κατά τη δημοσιοποίηση δημοσιονομικών επιδόσεων των χωρών της ευρωζώνης για το 2003, είχε βάλει μια υποσημείωση στα στοιχεία που αφορούσαν την Ελλάδα, υπογραμμίζοντας ότι είναι προσωρινά και πως θα μπορούσαν να αναθεωρηθούν. Από την πλευρά του ο κ. Αλογοσκούφης στη συνάντηση που είχε με τον Πέδρο Σόλμπες τον διαβεβαίωσε ότι η κυβέρνηση θα καταβάλλει κάθε προσπάθεια ώστε το έλλειμμα να παραμείνει το 2004 κάτω από το 3% του ΑΕΠ.

### **Αποχώρηση**

Εν τω μεταξύ ο Πέδρο Σόλμπες ανακοίνωσε χθες στους υπουργούς οικονομίας των κρατών μελών, ότι αποχωρεί μέσα στις επόμενες μέρες από τη θέση προκειμένου να αναλάβει το υπουργείο Οικονομικών της Ισπανίας στη νέα σοσιαλιστική κυβέρνηση του Λουίς Ροντρίγκεζ Θαπατέρο, η οποία θα αναλάβει κυβέρνηση στις 15 Απριλίου.



Αντικαταστάτης του κ.Σόλμπες θα είναι ο Σοσιαλιστής πρώην Υπουργός Εργασίας Γιοακίν Αλμούνια ο οποίος θα αναλάβει το ίδιο χαρτοφυλάκιο. Δηλαδή μέχρι τη λήξη της θητείας της παρούσας επιτροπής στο τέλος Οκτωβρίου, ο κ. Αλμούνια θα είναι υπεύθυνος για την εποπτεία των οικονομιών των κρατών μελών.

Το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών επέλεξε χθες τον Ισπανό Χοσέ Μανουέλ Γκονζάλες – Παράμο ως μέλος στο διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Τράπεζας, ενώ σε άτυπη συνεδρίαση που θα πραγματοποιηθεί στο Δουβλίνο θα επιλέξει και το διευθυντή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, που θα αντικαταστήσει το Γερμανό Χορστ Κέλερ, ο οποίος πρόκειται να γίνει Πρόεδρος της Δημοκρατίας στη χώρα του.

### **11.5. Ανεπαρκής η πρόοδος**

Τουλάχιστον ανεπαρκής κρίνεται η πρόοδος που έχει επιτευχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση σχετικά με την προώθηση της λεγόμενης «Στρατηγικής της Λισαβόνας» τέσσερα χρόνια μετά τη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ στην πρωτεύουσα της Πορτογαλίας.

Στη Σύνοδο Κορυφής στη Λισαβόνα, το 2000, η ΕΕ προέβαλε το στόχο επίτευξης ετήσιων ρυθμών ανάπτυξης 3% και τη δημιουργία 20 εκατ. θέσεων εργασίας έως το 2010, ώστε να καταστεί η περισσότερο ανταγωνιστική οικονομία του κόσμου. Τα τελευταία τέσσερα χρόνια όμως, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,75% ενώ ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης ήταν στάσιμος το 2003.

Η νέα ενότητα που φαίνεται ότι προωθείται στην ΕΕ, με αφορμή την ενίσχυση της συνεργασίας κατά της τρομοκρατίας και την πρόοδο των συζητήσεων για το Ευρωσύνταγμα, ίσως δώσει την κινητήρια ώθηση

στην προώθηση των κοινωνικών στόχων που περιέχει η ατζέντα της Λισαβόνας.

### **11.6. Το θέμα της υποβάθμισης**

Το πρακτορείο Bloomberg που ανέφερε το θέμα της υποβάθμισης του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου αντέδρασε άμεσα και με ανακοίνωσή της έδωσε απαντήσεις στα επιχειρήματα του διευθυντή συμβούλου του οίκου FTSE Mark Makepeace.

Σε ότι αφορά τα πέντε κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν από τον ξένο οίκο για την αξιολόγηση του ελληνικού χρηματιστηρίου, υποστηρίζει ότι σήμερα δεν τα καλύπτει η Σοφοκλέους σε αντίθεση με τις ξένες αγορές που δεν έχουν μέχρι δύο από αυτά τα χαρακτηριστικά.

#### **Κριτήρια**

Το ελληνικό χρηματιστήριο απάντησε ότι τα τρία από τα πέντε κριτήρια καλύπτονται από την ελληνική αγορά και είναι : η ύπαρξη δανεισμού τίτλων, short selling και η διαφάνεια με τη μορφή real time σε ότι αφορά τις πληροφορίες που δίνονται στους επενδυτές για το βάθος της αγοράς.

Και καταλήγει η ανακοίνωση ότι θα ζητήσει διευκρινήσεις από τον οίκο FTSE.

Προς στιγμή η αγορά ταλαντεύτηκε αλλά το ξεπέρασε γρήγορα. Οι επενδυτές της Σοφοκλέους είχαν στραμμένο το βλέμμα τους στις ευρωπαϊκές αγορές οι οποίες σημείωναν άνοδο και έδειξαν ότι δεν επηρεάστηκαν από τις προθέσεις του ξένου οίκου.

Να σημειωθεί ότι στο ενδεχόμενο υποβάθμισης της Σοφοκλέους, στελέχη της αγοράς λένε ότι δεν πρόκειται να της κοστίσει καθώς το

μερίδιό της ως αναδυόμενη αγοράς είναι υψηλότερο από αυτό που κατέχει σήμερα ως ώριμη.

Στη συνέχεια η Σοφοκλέους δοκιμάστηκε από τις δηλώσεις του προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Ζαν Κλοντ Τρισέ, ο οποίος σε συνέντευξή του σε μεγάλη ευρωπαϊκή εφημερίδα τόνισε ότι η ανάπτυξη της ευρωπαϊκής οικονομίας δεν είναι αυτή που αρχικά είχαν υπολογίσει και καλλιέργησε κλίμα για μείωση των επιτοκίων.

Η ανάγνωση των δηλώσεων του από τις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές αρχικά δεν ήταν θετική και εκδηλώθηκαν ρευστοποιήσεις στα χρηματιστήρια. Παράλληλα δέχθηκε πλήγμα το ευρωπαϊκό νόμισμα σε σχέση με το δολάριο ενώ ενισχύθηκαν τα ομόλογα μικρής διάρκειας.

### **11.7. Αύξηση των κερδών των δημοσίων επιχειρήσεων**

Αποτελέσματα δημοσίων επιχειρήσεων

Εταιρία	2003	Διαφορά (%)
Εθνική	521	69,00
Εμπορική	72,7	-15,60
ΔΕΗ	474	36,20
ΕΛΠΕ	285	112,70
ΟΠΑΠ	235	14,00
ΟΤΕ	433,4	25,30
Cosmote	253	10,40

Τα ποσά σε εκατ. ευρώ.

Το 2003 μπορεί να ήταν μια δύσκολη χρονικά, κυρίως λόγω της γεωπολιτικής αστάθειας, παρόλα αυτά ήταν και μια χρονικά από την οποία και διαφάνηκε αλλαγή κλίματος στις διεθνείς αγορές.

Η αλλαγή αυτή είναι εμφανής τόσο στα αποτελέσματα των εταιριών όσο και στην πορεία των διεθνών χρηματιστηρίων.

Σε ότι αφορά την Ελλάδα, σε αυτό που πρέπει να σταθεί κανείς είναι η βελτίωση – και μάλιστα σημαντική – των αποτελεσμάτων των μεγάλων κρατικών επιχειρήσεων.

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα με εξαίρεση την Εμπορική Τράπεζα – σε ενοποιημένο, όμως επίπεδο είχε αύξηση κερδών που παρουσίασε ελαφρά μειωμένα αποτελέσματα, όλες οι μεγάλες κρατικές επιχειρήσεις παρουσίασαν αύξηση μεγεθών.

Το γεγονός αυτό, ανεξάρτητα από τη θετική εικόνα και τις προσδοκίες που δημιουργεί στην αγορά για το 2004 δίνει και μια σημαντική... ανάσα στα δημόσια ταμεία.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, πάνω από 1,2 δις ευρώ θα εισέλθει στα ταμεία του κράτους λόγω της φορολογίας.

Παράλληλα, ανάσα θα δώσουν και τα μερίσματα των εταιριών κυρίως σε ασφαλιστικά ταμεία, αλλά και το ίδιο το Δημόσιο, όπου αυτό παρουσιάζεται ως βασικός μέτοχος (ΔΕΗ).

Αξίζει να σημειωθεί ότι το σύνολο των επιχειρήσεων εμφανίζει αύξηση των κερδών κατά πολύ πάνω από το μέσο όρο.

Η Εθνική Τράπεζα είναι αυτή που παρουσίασε τη μεγαλύτερη αύξηση κερδών 69%.

Σε ότι αφορά τα Ελληνικά Πετρέλαια, τα μεγέθη δεν είναι συγκρίσιμα και αυτό διότι στον φετινό ισολογισμό περιλαμβάνεται και η Πετρόλα. Αξιόλογη εμφανίζεται και η αύξηση των κερδών, τόσο για τη ΔΕΗ όσο και για τον ΟΤΕ.

### **11.8. Μείωση των επιτοκίων και επιχειρηματική εμπιστοσύνη στην Ευρώπη**

Από μια σειρά δεικτών φαίνεται ότι η επιχειρηματική και καταναλωτική εμπιστοσύνη στην Ευρώπη μειώνεται, θέτοντας σε

κίνδυνο την ανάπτυξη στην ευρωζώνη, και το ενδεχόμενο η ΕΚΤ να αποφασίσει μείωση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια της προγραμματισμένης συνάντησης των μελών της την Πέμπτη έχει προκαλέσει επενδυτικό «πυρετό» στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα να σημειωθεί ρεκόρ συναλλαγών στην αγορά παραγώγων του Λονδίνου.

«Η ώρα έχει έρθει να μειωθούν τα επιτόκια στην Ευρωζώνη», δήλωσε ο πρόεδρος του γερμανικού ινστιτούτου οικονομικών μελετών Ifo, Hans Werner Sinn, μετά τη δημοσιοποίηση στοιχείων που δείχνουν νέα μείωση της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στη μεγαλύτερη οικονομία της ευρώπης, γεγονός που αποτελεί απειλή για την ανάκαμψη στην ευρωζώνη. Τα στοιχεία του Ifo έρχονται να επιβεβαιώσουν τα στοιχεία του γερμανικού ινστιτούτου ZEW που δείχνουν και αυτά σημαντική υποχώρηση στην εμπιστοσύνη.

Οι επενδυτές ζουν στον πυρετό των επιτοκίων από την προηγούμενη εβδομάδα όταν ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλοντ Τρισέ άφησε να εννοηθεί ότι η τράπεζα μπορεί να επανεξετάσει τη νομισματική της πολιτική, στην περίπτωση που η κατανάλωση στην ευρωζώνη παρέμενε στάσιμη. Παράλληλα στο πνεύμα των δηλώσεων Τρισέ, ο διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας του Βελγίου είχε προσθέσει ότι η ΕΚΤ έχει «διαθέσιμα πολεμοφόδια», αν χρειαστεί να τονωθεί η εύθραυστη ανάπτυξη.

Τα σχόλια των ισχυρών ανδρών της ευρωπαϊκής τράπεζας, εκτιμούν οικονομολόγοι, ανοίγουν την πόρτα για μια πιθανή μείωση επιτοκίων του ευρώ την 1<sup>η</sup> Απριλίου. Εξάλλου, μείωση των επιτοκίων στην ευρωζώνη έχουν ζητήσει ο Γερμανός καγκελάριος Γκ. Σρέντερ και ο Γάλλος πρωθυπουργός Ζ. Π. Ραφαρέν. Σήμερα το βασικό επιτόκιο του ευρώ διαμορφώνεται σε 2%. Η ανάπτυξη στην ευρωζώνη το τέταρτο τρίμηνο του 2003 διαμορφώθηκε σε 0,3% σε σύγκριση με το προηγούμενο

τρίμηνο του ίδιου έτους. Το τρίτο τρίμηνο πέρυσι η ανάπτυξη στην ευρωζώνη είχε φτάσει το 0,5% ενώ το δεύτερο τρίμηνο του ίδιου έτους το ΑΕΠ στην ευρωζώνη είχε συρρικνωθεί 0,1%.

### **11.9. Η αναβολή των ρυθμίσεων για την οικονομία φέρνει αβεβαιότητα**

Έτσι χωρίς πρόγραμμα ή αρμενίζουμε σε πέλαγος αβεβαιότητας με βάρκα την ελπίδα. Δύο φράσεις που εκφράζουν τον τρόπο με τον οποίο πορεύεται η κυβέρνηση στην οικονομία. Όλα τα σοβαρά θέματα, όλες οι σημαντικές και ταυτοχρόνως επείγουσες παρεμβάσεις και διορθωτικές κινήσεις παραπέμπονται για τις αρχές του 2005, ενδεχομένως και αργότερα, λες και η οικονομία έχει κάποια περίοδο χάριτος που οι πολίτες δεν γνωρίζουμε.

Γιατί αν τα νομοσχέδια για τη φορολογία, τον αναπτυξιακό νόμο, τους φοροελεγκτικούς μηχανισμούς θα κατατεθούν στη Βουλή μετά την Ολυμπιάδα αυτό σημαίνει ότι θα αρχίσουν να εφαρμόζονται στην καλύτερη περίπτωση από τον επόμενο χρόνο. Θα ξεκινήσουν δε να παράγουν καρπούς και αποτελέσματα πολύ αργότερα.

Κι αυτό συμβαίνει παρά τις επανειλημμένες επισημάνσεις πως η οικονομική κατάσταση ωραιοποιήθηκε και πως είναι χειρότερη από εκείνη που παρουσίασε η προηγούμενη κυβέρνηση.

Από τα προηγούμενα συνεπάγεται μια αντίφαση. Είτε η οικονομία έχει μεγάλα προβλήματα, οπότε χρειάζεται επείγουσες παρεμβάσεις, δραστικά και άμεσα μέτρα ώστε να αντιστραφεί η άσχημη πορεία της, είτε η κατάσταση δεν είναι τόσο ζοφερή όσο εμφανίζεται μετεκλογικά, οπότε η κυβέρνηση έχει άνεση χρόνου να μελετήσει σε βάθος τις τομές και αλλαγές που σκοπεύει να κάνει.

Γιατί ούτε τα δημόσια ελλείμματα τα οποία εμφανίζονται διογκωμένα θα περιμένουν τον νέο φορολογικό νόμο και τους καινούργιους ελεγκτικούς μηχανισμούς, ούτε η ανάπτυξη θα επιταχυνθεί χωρίς αναπτυξιακό νόμο, φορολογικές ρυθμίσεις, άρση της γραφειοκρατίας και δημιουργία ευνοϊκού περιβάλλοντος για την επιχειρηματικότητα.

Το χειρότερο για την οικονομία είναι η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές ρυθμίσεις διότι συντηρεί την αναβλητικότητα και παρατείνει την αδράνεια. Εκτός κι αν κάποιος νομίζει πως με την πλήρη απουσία του κράτους δημιουργείται ακόμη περισσότερος χώρος για τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος είναι πιο παραγωγικός, οπότε μία αναβολή επ' αόριστον μάλλον καλύτερη θα 'ναι.

ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	
1992	11,6
1993	12,5
1994	13,0
1995	14,8
1996	17,1
1997	19,4
1998	22,7
1999	25,1
2000	28,4
2001	32,5

#### **11.10. Η αντιπρομοκρατική ρήτρα αλληλεγγύης μεταξύ των κρατών – μελών**

Οι 25 ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαίωσαν χθες την αποφασιστικότητά τους να αντιμετωπίσουν από κοινού τη μάστιγα της τρομοκρατίας, εγκρίνοντας τη σημαντικότερη δέσμη μέτρων που αποφασίστηκε ποτέ σε κοινοτικό επίπεδο.

Το συντονισμό των ενεργειών, θα αναλάβει ο Ολλανδός Χείς ντε Βρις, ο οποίος αναλαμβάνει τη νέα θέση που θεσπίζεται υπό τον ύπατο

εκπρόσωπο για την Εξωτερική Πολιτική, Ασφάλεια και Άμυνα Χαβιέ Σολάνα.

Το βασικότερο από τα νέα μέτρα είναι η ρήτρα αλληλεγγύης μεταξύ των κρατών μελών, σύμφωνα με την οποία κάθε φορά που υπάρχει τρομοκρατική επίθεση ή έστω και απειλή εναντίον κοινοτικής χώρας, τότε οι όλοι οι εταίροι θα σπεύδουν να τη βοηθούν με όλα τα μέσα που έχουν στη διάθεσή τους.

Μάλιστα η Ελλάδα είναι από τις πρώτες χώρες που ζητάει την αρωγή των εταίρων για την ασφάλεια των Ολυμπιακών Αγώνων. Όπως είπε ο πρωθυπουργός Κώστας Καραμανλής, είναι φυσικό να ζητούμε από τους φυσικούς μας εταίρους τη συνδρομή τους σε αυτή την υπόθεση και σε επίπεδο ουσίας, αλλά και σε επίπεδο συμβολισμού.

### **Επιτάχυνση**

Συμφωνήθηκε επίσης τα κράτη μέλη να επιταχύνουν τις ενέργειές τους για την ενσωμάτωση στο κοινοτικό δίκαιο όλων των αποφάσεων που έχουν ληφθεί μέχρι σήμερα εναντίον της τρομοκρατίας. Την επίβλεψη της ενσωμάτωσης θα αναλάβει ο κ. Ντε Βρις, ο οποίος θα ενημερώνει τον κ. Σολάνα και το συμβούλιο. Οι αποφάσεις που έχουν ληφθεί αφορούν: 1. Το ευρωπαϊκό ένταλμα σύλληψης, 2. τις κοινές ομάδες έρευνας, 3. τον έλεγχο του «ξεπλύματος» χρημάτων, 4. την σύσταση της eurojust (δικαστική αρχή), 5. την εφαρμογή ειδικών μέτρων αστυνομικής και δικαστικής συνεργασίας για την καταπολέμηση της τρομοκρατίας, 6. τη νομιμοποίηση της παρακολούθησης διασυνοριακών τηλεφωνικών συνδιαλέξεων και τραπεζικών λογαριασμών. Όλα τα παραπάνω μέτρα θα πρέπει να τεθούν σε ισχύ το αργότερο μέχρι τον Ιούνιο του 2004, ενώ παράλληλα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έδωσε εντολή στην Επιτροπή να υποβάλλει πρόταση για μια κοινή προσέγγιση της ΕΕ στη χρησιμοποίηση



δεδομένων, αναφορικά με τους επιβάτες για την ασφάλεια συνόρων και των αεροπορικών μεταφορών.

### **11.11. Η ευκαιρία των Ολυμπιακών Αγώνων**

Οι Ολυμπιακοί Αγώνες παραμένουν μια ανεπανάληπτη ευκαιρία για τη χώρα μας να δημιουργήσει μια τεράστια υπεραξία σε πολλούς τομείς. Θα ήταν κρίμα αυτή η δυνατότητα να μετατραπεί σε απύθμενο πολλαπλό χρέος.

Και η στρουθοκάμηλος, η οποία χώνει το κεφάλι της στην άμμο και επειδή εκείνη δεν βλέπει, νομίζει ότι δεν τη βλέπουν και οι άλλοι...

Αν κάποιος Έλληνας ή ξένος μετακινηθεί στοιχειωδώς στην Αθήνα, θα περάσει θέλει δε θέλει από κάποιο εργοτάξιο που γίνεται κάποιο Ολυμπιακό Έργο. Και τι θα δει; Ρυθμούς δουλειάς που σε κάνουν να νομίζεις ότι βρισκόμαστε δυο τρία χρόνια πριν. Ραθυμία και άνεση αρχοντικού επιπέδου. Και θρησκευτικό σεβασμό σε ωράρια, αργίες, και εθνικές εορτές. Αντί να δουλεύουν και τα βράδια, ροκανίζουν και το χρόνο της ημέρας.

Από την άλλη όλοι ξέρουμε ότι οι Ολυμπιακοί Αγώνες είναι πλέον, πρωτίστως τηλεοπτικό γεγονός. Είναι γεγονός που στις μέρες μας δεν μπορεί να υπάρξει χωρίς οπτικές ίνες. Κι όμως ο ΟΤΕ λίγους μήνες πριν από το γεγονός δεν έχει «περάσει» ακόμα τις οπτικές ίνες. Κι ας είχε, μαζί με όλους τους άλλους, επτά ολόκληρα χρόνια στη διάθεσή του για να μην απειλήσει να τινάξει την διοργάνωση στον αέρα.

### **Παραδείγματα**

Πρόκειται μόνο για δύο παραδείγματα, που δείχνουν τι γίνεται μετά τον πρόσφατο διαπληκτισμό της νέας κυβέρνησης με τη νέα αξιωματική

αντιπολίτευση. Έναν ανούσιο δημόσιο διαπληκτισμό ο οποίος αποκάλυψε την πρόθεση των μεν να δημιουργήσουν ένα προκαταβολικό άλλοθι για την περίπτωση που κάτι πάει στραβά και την πρόθεση των δε να κρατήσουν «κρυφές» υπαρκτές και άγνωστες καθυστερήσεις φορτώνοντας στους άλλους την ευθύνη για ότι ήθελε προκύψει.

Ο ορισμός του πολιτικού παραλογισμού δηλαδή, ο οποίος όχι τίποτε άλλο, αλλά προκαλεί και παραλυτικά φαινόμενα. Παράγει αδράνεια και ωθεί σε συμπεριφορές όχι ενεργητικές και δραστήριες, αλλά σε συμπεριφορές κάλυψης των νώτων. Ότι ακριβώς δεν χρειάζεται, δηλαδή. Κι όλα αυτά στο όνομα της «συναίνεσης» και του «μεγάλου εθνικού στόχου»!

Μέχρι πριν από λίγο καιρό οι Ολυμπιακοί Αγώνες απειλούνταν από την κινδυνολογία, η οποία δηλητηρίαζε το κλίμα. Τώρα δυστυχώς απειλούνται από τη συγκάλυψη των υπαρκτών καθυστερήσεων.

Εδώ και τώρα λοιπόν να προσδιοριστεί ποια ακριβώς είναι τα προβλήματα και τι ακριβώς μπορεί να γίνει. Και αμέσως μετά δουλειά νυχθημερόν. Ότι έχει χαθεί πολύτιμος χρόνος είναι γεγονός αδιαμφισβήτητο. Ότι έχουν γίνει πλήθος «πατάτες» είναι επίσης γεγονός αναμφισβήτητο. Πιο αναμφισβήτητα όμως από όλα αυτά είναι τι θα σημάνει η απευκταία αποτυχία.

Η μικρή Ελλάδα που ανέλαβε να διοργανώσει ένα τόσο μεγάλο γεγονός θα γίνει ακόμα πιο μικρή. Και είναι αμφίβολο αν και πότε θα μπορέσει ξανά να σηκώσει το κεφάλι και να κοιτάξει στα μάτια τους ισχυρούς της γης. Με ότι σημαίνει αυτό σε πολλά επίπεδα... ας σταματήσει λοιπόν η θεολογικού τύπου συζήτηση και ας γίνει πραγματικότητα.

**Κύρος**

Οι Ολυμπιακοί Αγώνες, ευτυχώς, παραμένουν μια ανεπανάληπτη ευκαιρία για τη χώρα μας να δημιουργήσει μια τεράστια υπεραξία σε πολλούς τομείς. Και πρώτα από όλα στο διεθνές κύρος της.

Η λαμπρή τελετή της αφής της Ολυμπιακής φλόγας στην Αρχαία Ολυμπία, απέδειξε ότι μπορούμε και ότι μόνο η Ελλάδα μπορεί να κάνει Ολυμπιακούς Αγώνες που να είναι ταυτοχρόνως, σύγχρονοι και κλασικοί επαναφέροντάς τους στο ανθρώπινο μέτρο.

Θα είναι κρίμα λοιπόν η δυνατότητα παραγωγής πολλαπλής υπεραξίας να μετατραπεί σε απύθμενο πολλαπλό χρέος. Ή εκεί κατά Σεπτέμβριο μεριά να αναγκαστούμε να πούμε με άλλα λόγια αυτό που είχε πει πριν από πολλά χρόνια ο Τσίμας Έντισον: «Δεν απέτυχα. Απλώς βρήκα δέκα χιλιάδες μεθόδους που δεν δουλεύουν». Γιατί απλώς θα μας δουλεύουν για δέκα χιλιάδες χρόνια.

### **Εγκρίθηκε ο κανονισμός λειτουργίας**

Το Δ.Σ. του Χ.Α., στη χθεσινή του συνεδρίαση, ενέκρινε ομόφωνα το τελικό κείμενο του Κανονισμού Λειτουργίας του Χ.Α., το οποίο και θα διαβιβασθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιοαγοράς. Τέσσερις αγορές και πέντε μοντέλα διαπραγμάτευσης προβλέπει το τελικό κείμενο του Κανονισμού Λειτουργίας του Χ.Α. Με βάση το νέο κανονισμό, δημιουργείται μια νέα αγορά, των Βασικών Προϋποθέσεων, εκτός από την Κύρια, την Παράλληλη και τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Τα κριτήρια για εισαγωγή μιας εταιρίας στην αγορά αυτή έχουν να κάνουν με τη διάρκεια της σε χρήση (δύο χρήσεις), τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια που ανάρχονται σε 2,5 εκατ. Ευρώ (15 εκατ. Ευρώ για την Κύρια, 4 εκατ. Ευρώ για την Παράλληλη και 600.000 ευρώ για τη ΝΕΧΑ), αλλά και τον ελάχιστο τζίρο της που έχει ορισθεί σε 5 εκατ. Ευρώ.

Table with multiple columns and rows, containing alphanumeric data. The table is organized into several vertical sections, each starting with a header row. The data appears to be a list of items or transactions with associated numerical values.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις – Ανάλυση και Διαχείριση», Αθήνα 1990, Εκδόσεις Διον. Μαραθιάς και Σία
- Δρ. Π.Α. ΚΙΟΧΟΣ – ΔΡ. Γ.Α. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ - Α.Π. ΚΙΟΧΟΣ (M.SC.), «Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών, Διεθνή Χρηματιστήρια» Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης
- ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ ΓΕΩΡΓ. ΣΙΑΦΑΚΑ – Χρηματιστού- «Τι είναι το Χρηματιστήριο Αξιών, Τι πρέπει να ξέρουμε», Αθήνα 1991, Εκδόσεις Κ. Στίλιας «Το οικονομικό»
- Ε. ΒΟΥΛΓΑΡΗ – ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ – Επ. Καθηγήτρια Τ.Ε.Ι. Πειραιά. «Χρηματιστήριο Αξιών – Οργάνωση – Λειτουργία - Αξιολόγηση Επένδυσης & Χρηματιστήριο Παραγώγων – Παράγωγα Προϊόντα – Νομοθετικό Πλαίσιο», Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 1999.
- ΙΩΑΝΝΗΣ Π.ΔΗΜΑΣ – Διδακτορική Διατριβή στο Πάντειο Πανεπιστήμιο με θέμα «Η διοίκηση και η διαχείριση των επενδυτικών επιλογών του χρηματιστηρίου: Η συμβολή της Έγκυρης Οικονομικής Ενημέρωσης», Αθήνα Μάρτιος 2002
- ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ – Διδακτορική Διατριβή στο Πάντειο Πανεπιστήμιο με θέμα: «Χρηματιστηριακή Ανάπτυξη», Αθήνα Ιανουάριος 2003.
- ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – Ι.Α. Φωτόπουλος – Φ.Γ. Χοϊδας
- ΠΑΤΡΙΔΑ
- ΕΛΕΥΘΕΡΟΣ ΤΥΠΟΣ - Νίκος Μπέλλος
- ΈΘΝΟΣ – Θανάσης Λυστογιάννης – Νίκος Θεοδωρόπουλος
- ΤΑ ΝΕΑ – Γεώργιος Κανελλόπουλος
- ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.

