

Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

~ ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ~

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ & ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ



Εισηγητής :

κ. Αδαμόπουλος Νικόλαος

Σπουδαστές:

Κουλτούκης Απόστολος

Μωραΐτη Φανή

Ξενάκη Αργυρώ

ΠΑΤΡΑ - 2001

APIGIMOS
EIZATILH. 3301

- ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ-

| | |
|--|-----------|
| Πρόλογος | 5 |
| Κεφάλαιο 1^ο | |
| Χ.Α.Α. – Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας του. | |
| 1.1 Βασική Νομοθεσία | 7 |
| 1.2 Οι Θεμελιακοί Νόμοι | 8 |
| 1.3 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς | 20 |
| 1.4 Όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής νέων Α.Ε. και ομολογιακών δανείων στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. | 26 |
| 1.5 Υποχρεώσεις των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών | 33 |
| 1.6 Αναστολή διαπραγμάτευσης – Διαγραφή | 37 |
| 1.7 Διατάξεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας | 37 |
| 1.8 Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρία Συμμετοχών | 38 |
| Κεφάλαιο 2^ο | |
| Χρεόγραφα | |
| 2.1 Γενικά | 44 |
| 2.1.1 Χρεόγραφα χρέους (ομόλογα – ομολογίες) | 45 |
| 2.1.2 Χρεόγραφα ιδιοκτησίας | 53 |
| 2.2 REPOS | 57 |
| 2.2.1 Γενικά | 57 |
| 2.2.2 Δικαιώματα πράξεων Repo | 58 |
| 2.2.3 Όριο συναλλαγών, διάρκεια, επιτόκια και τοκοφόρες ημερομηνίες | 59 |
| 2.3 Κατηγορίες Αριθμοδεικτών | 60 |
| 2.3.1 Ανάλυση μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης | 63 |
| 2.3.2 Διάρθρωση των κεφαλαίων | 65 |

| | |
|--|----|
| 2.3.3 Τρόπος χρηματοδότησης της περιουσίας | 67 |
| 2.3.4 Τρόπος κάλυψης ή ασφάλειας ξένου κεφαλαίου | 69 |
| 2.3.5 Αποδοτικότητα των κεφαλαίων | 70 |

Κεφάλαιο 3^ο

Κατάσταση της οικονομίας και προοπτικές του Χ.Α.Α.

| | |
|---|----|
| 3.1 Εισαγωγή | 72 |
| 3.2 Συνοπτική οικονομική κατάσταση | 72 |
| 3.3 Η κατάσταση στο Χ.Α.Α. | 74 |
| 3.4 Προοπτικές ανάκαμψης του Χρηματιστηρίου Αξιών | 75 |
| 3.5 Έκθεση του Οίκου Schroeder, Salomon Smith Barne | 78 |

Κεφάλαιο 4^ο

Παγκοσμιοποίηση και επενδύσεις

| | |
|--|----|
| 4.1 Εισαγωγή | 83 |
| 4.2 Άνοιγμα των ελληνικών αγορών | 86 |
| 4.2.1 Αγορά ενέργειας | 87 |
| 4.2.2 Ακτοπλοΐα | 87 |
| 4.2.3 Τηλεπικοινωνίες | 88 |
| 4.2.4 Κατασκευές | 88 |
| 4.3 Δραστηριότητα της Ελλάδας στην Ευρώπη | 89 |
| 4.4 Η ένταξη του Χ.Α.Α. στις ανεπτυγμένες αγορές και η προσέλκυση νέων επενδυτικών κεφαλαίων μέσω μικτών χαρτοφυλακίων. | 90 |

Κεφάλαιο 5°**Το καινούριο πρόσωπο της Σοφοκλέους**

| | |
|--|-----|
| 5.1 Οι νέοι κανόνες, τα εργαλεία και τα πρόσωπα με τα οποία θα λειτουργεί πλέον το Χ.Α.Α. | 97 |
| 5.2 Υπερεξουσίες αποκτά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. | 101 |
| 5.3 Καθολικό lifting στους δείκτες και τους κλάδους του Χ.Α.Α. | 102 |

Κεφάλαιο 6°

| | |
|--|-----|
| 6.1 Διευκρινίσεις του Χ.Α.Α. για το margin account. | 105 |
| 6.1.1 Οι προτάσεις του ΣΜΕΧΑ για το margin account. | 106 |
| 6.1.2 Οι κίνδυνοι για την αγορά από την εφαρμογή του margin account. | 109 |
| 6.1.3 Η σχετική απόφαση. | 110 |
| 6.1.4 Τα πιθανά προβλήματα. | 111 |
| 6.1.5 Πως μπορεί να λειτουργήσει πιο αποτελεσματικά το margin account. | 113 |
| 6.2 Short selling – μια καινούρια πραγματικότητα στην αγορά. | 115 |
| 6.2.1 Η απόφαση που εγκρίθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. | 117 |
| 6.2.2 Πως θα λειτουργήσει το Short selling – Νέες δυνατότητες – Κίνδυνοι. | 119 |
| 6.2.3 Οι προτάσεις του Χ.Α.Α. για το short selling. | 122 |
| 6.2.4 Θετικές επιπτώσεις από την εφαρμογή του short selling. | 126 |
| 6.3 Morgan Stanley. | 127 |

Κεφάλαιο 7°

| | |
|--|-----|
| 7.1 Σχέδιο για την παγκόσμια πλατφόρμα συναλλαγών. | 131 |
| 7.2 Πως επηρεάζει η αναβάθμιση της Σοφοκλέους τις αγορές της αναδυόμενης Ευρώπης. | 136 |
| 7.3 Μεταρρύθμιση της Ευρώπης σε WALL STREET. | 138 |
| 7.4 Οι προτάσεις του CEPS για την ενοποίηση της Ευρωπαϊκής χρηματαγοράς. . . | 141 |
| 7.5 Η κρίση, η Σοφοκλέους και οι επιδράσεις των διεθνών αγορών. | 142 |

Παράρτημα

Μέρος Ι 145

Μέρος ΙΙ 151

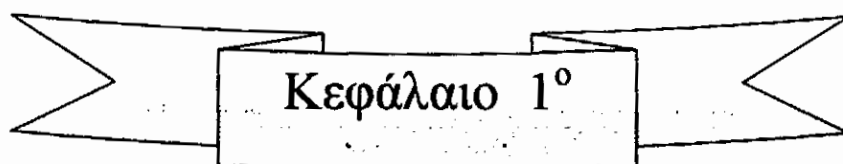
Βιβλιογραφία 158

◆ πρόλογος ◆

Η παρούσα εργασία αναφέρεται όσο γίνεται πιο κατανοητά στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, την λειτουργία του, τους νόμους που το διέπουν, ποία προϊόντα (χρηματιστηριακά) και υπηρεσίες προσφέρει στους επενδυτές και την προοπτική του Ελληνικού Χρηματιστηρίου σε ευρωπαϊκό και διεθνή επίπεδο.

Ο βαθμός δυσκολίας της εργασίας ήταν μεγάλος και αυτό οφείλεται στην έλλειψη εξειδικευμένης βιβλιογραφίας καθώς επίσης και στις πολλές και σημαντικότερες αλλαγές και εξελίξεις που διαδραματίστηκαν το τελευταίο χρονικό διάστημα στη Σοφοκλέους, γεγονός το οποίο μας οδήγησε στο να ανατρέξουμε για πληροφορίες σε δημοσιεύματα εφημερίδων όπως η Ισοτιμία, Κέρδος, Αξία, Το Βήμα καθώς επίσης και στο διαδύκτιο.

Τέλος οφείλουμε να ευχαριστήσουμε θερμά τον εισηγητή μας κ. Νικόλαο Αδαμόπουλο, καθηγητή Οικονομικών του Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΩΝ, για την καθοδήγηση και κυρίως για την υπομονή του, καθώς επίσης και τον κ. Λούρα για τις χρήσιμες πληροφορίες του.



Κεφάλαιο 1°

Κεφάλαιο 1^ο

Χ.Α.Α. – Νόμοι & Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

1.1 ΒΑΣΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

Βασικά Νομοθετήματα και Διατάξεις που διέπουν το Χ.Α.Α. και παραθέτονται είναι τα εξής :

1. Ο Ν. 1806/1988 για τα Χρηματιστήρια Αξιών που αντικατέστησε κατά το πλείστο το Ν. 3632/1928 και αποτελεί τη θεμελιακή νομοθεσία που διέπει το Χ.Α.Α.
2. Το αρ. 35 του Ν. 1806/1988 που τροποποίησε το αρ. 12 του Α.Ν. 148/1967 και αφορά στην «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς».
3. Το Π.Δ. 350/1985 που εκδόθηκε με βάση την υπ' αριθμ. 279 του 1979 Οδηγία του Συμβουλίου της Ε.Ο.Κ. και αφορά στις προϋποθέσεις εισαγωγής νέων μετοχών ανώνυμων εταιριών και Ομολογιακών Δανείων στο Χ.Α.Α.
4. Τα : αρ. 51 παρ. 1/β' (εξαίρεση του Χ.Α.Α. από το δημόσιο τομέα), αρ. 55 (εισαγωγή των Ναυτικών Εταιριών στο Χ.Α.Α.), αρ. 56 (Αποθετήρια Τίτλων και Εταιρία Αποθετηρίων), αρ. 57 (Δ.Σ. του Χ.Α.Α.) αρ. 58 και 59 (για τις Χρηματιστηριακές συμβάσεις), αρ. 61 (χρηματιστηριακοί αντιπρόσωποι), αρ. 62 (ρυθμίσεις για τους χρηματιστές) και αρ. 69/75 (κτηματικά ομόλογα) του αναπτυξιακού Ν. 1892/1990.
5. Το αρ. 44 του κατατεθέντος στη Βουλή την 8 – 11 – 90 νέου φορολογικού πολυνομοσχεδίου.
6. Ορισμένα άρθρα του Αστικού Κώδικα.

7. Το αρ. 902 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας για τη σύσταση μόνιμης δαιτησίας στο Χ.Α.Α. κ.α.
8. Το αρ. 406 του Ποινικού Κώδικα που αφορά σε «παραπλάνηση σε χρηματιστηριακές πράξεις» και άλλα άρθρα του Π.Κ. που εμμέσως αφορούν και στο Χρηματιστήριο Αξιών.

1.2 ΟΙ ΘΕΜΕΛΙΑΚΟΙ ΝΟΜΟΙ

Οι θεμελιακοί νόμοι που διέπουν το Χ.Α. είναι ο Ν. 3632/1928, ο Ν.1806/1988 και ο Ν. 1892/1990 (Αναπτυξιακός).

Από το συνδυασμό τους συνάγονται τα εξής :

A) ορισμός

Χρηματιστήρια Αξιών είναι τα Ν.Π.Δ.Δ. στα οποία αποκλειστικά καταρτίζονται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές επί των κινητών αξιών, σύμφωνα με το νόμο (αρ. 1 Ν. 3632/1928).

B) σύσταση

Το Χρηματιστήριο συνιστάται με Προεδρικό Διάταγμα, ύστερα από πρόταση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, το οποίο εκδίδεται μετά γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Με το ίδιο Προεδρικό Διάταγμα συνιστάται το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφάλειας των χρηματιστηριακών Συναλλαγών (Σημ. πρόκειται για το Κεφάλαιο που δημιουργείται με καταθέσεις των χρηματιστών και χρηματιστηριακών εταιριών και αποτελεί «συνεγγύησή» τους για την εξασφάλιση των συναλλασσόμενων στο Χ.Α.Α.). Οι διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών, όσες δεν αφορούν

αποκλειστικά στο Χ.Α.Α., διέπουν όλα τα Χρηματιστήρια Αξιών (ο νόμος εννοεί αυτά που πρόκειται να συσταθούν, γιατί, κατά την έκδοσή του το 1988 υπήρχε μόνο το Χ.Α.Α.) (αρ. 18 Ν. 1806/88).

Γ) κανονισμός

Εξακολουθεί να ισχύει ο Κανονισμός του Χ.Α.Α. εφόσον δεν αντίκειται στη νομοθεσία για τα Χρηματιστήρια Αξιών. Για κάθε νέο Χρηματιστήριο Αξιών ο Κανονισμός θα καταρτίζεται με απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (αρ. 19 Ν. 1806/88).

Δ) εποπτεία και έλεγχος

Τα Χρηματιστήρια Αξιών εποπτεύει ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας (ΥΠΕΘΟ) – ενώ προηγουμένως ο Υπουργός Εμπορίου, αν και από την αρχή με το αρ. 3 του Ν. 3632/1928 η εποπτεία αναθέτοντας στον ΥΠΕΘΟ (αρ. 1 παρ. 1, 2, 3 Ν. 1806/88).

Ειδικά για την καλύτερη παρακολούθηση και εποπτεία επί των Χρηματιστηρίων Αξιών με το αρ. 34 Ν. 1806/88 προβλέπονταν τα εξής : Συνιστάται στο ΥΠΕΘΟ «Διεύθυνση Κεφαλαιαγοράς και Χρηματιστηρίων Αξιών» την οποία συγκροτούν, το Τμήμα Κεφαλαιαγοράς, το Τμήμα Χρηματιστηρίων Αξιών και το Γραφείο Γραμματείας. Στο Τμήμα Χρηματιστηρίων Αξιών, ανήκει η εποπτεία των Χρηματιστηρίων Αξιών και η επεξεργασία και διατύπωση προτάσεων για την εύρυθμη λειτουργία των Χρηματιστηρίων Αξιών και για την προσαρμογή τους στις διεθνείς εξελίξεις. Όπου κατά τη νομοθεσία απαιτείται προσωπική παρουσία για την άσκηση της κυβερνητικής εποπτείας στο Χ.Α.Α. αυτή ασκείται από τον Προϊστάμενο του Τμήματος Χρηματιστηρίων Αξιών (της Δ/σης Κεφαλαιαγοράς και Χρ. Αξ. του

ΥΠΕΘΟ) ή από το νόμιμο αναπληρωτή του. (Με τη διάταξη αυτή καταργήθηκε το Γραφείο Κυβερνητικής Εποπτείας που αποτελούνταν από τον Γενικό Κυβερνητικό Επόπτη, ένα κυβερνητικό επόπτη, δύο λογιστές, ένα αρχειοφύλακα, τρεις υπολογιστές και ένα κλητήρα).

Η παραπάνω οργάνωση που όριζε το αρ. 34 Ν. 1806/88 δεν εφαρμόστηκε, δηλ. δεν συγκροτήθηκε (κακώς) η «Διεύθυνση Κεφαλαιαγοράς και Χρηματιστηρίων Αξιών». Με το νέο Οργανισμό του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, συστάθηκε, (1) «Τμήμα Κεφαλαιαγοράς» υπαγόμενο στη «Διεύθυνση Πιστωτικής και Δημοσιονομικής Πολιτικής» και (2) «Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίων» (που σήμερα είναι εγκαταστημένη στην οδό Πεσμαζόγλου αριθ. 1), η οποία ασκεί την κυβερνητική εποπτεία στο Χ.Α.Α. Τις εξουσίες του πρώην Γενικού Κυβερνητικού Επόπτη ασκεί ο Προϊστάμενος της Διεύθυνσης.

Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ καταρτίζεται Κανονισμός Εποπτείας. Τα όργανα εποπτείας δικαιούνται να ελέγχουν τα βιβλία και στοιχεία που τηρούν το Χ.Α.Α., τα μέλη του και οι επιχειρήσεις που έχουν εισηγμένο χρεόγραφα (αρ. 1 παρ. 4 και 5).

Ε) μέλη του Χ.Α.Α.

Κατά το αρ. 2 του Ν. 1806/88 τα μέλη του Χ.Α.Α. διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Έκτακτα μέλη του είναι οι αντικριστές.

Στ) Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες

Ο Ν. 1806/88 εισήγαγε τις ειδικές Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ο Ν. 3632/1928 στο αρ. 10 παρ. 2 και 3 αναφέρονταν σε ανώνυμη εταιρίας

χρηματιστών Αθηνών, που καταργήθηκε και στο αρ. 12 παρ. 3 περ. V αναφέρεται σε ομόρρυθμες χρηματιστηριακές εταιρίες).

Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες διέπονται από τις εξής διατάξεις :

1. Η Χρηματιστηριακή Εταιρία είναι ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.
2. Το μετοχικό της κεφάλαιο καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος δρχ. 70.000.000 που πρέπει να έχουν καταβληθεί ολοσχερών, κατά τη σύσταση της εταιρίας. Το όριο αυτό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
3. Οι μετοχές της Χρηματιστηριακής Εταιρίας είναι ονομαστικές. Η μεταβίβασή τους για οποιαδήποτε νομική αιτία, με εξαίρεση την κληρονομική διαδοχή και τη γονική παροχή, εάν γίνεται χωρίς προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι άκυρη, εκτός αν με τη μεταβίβαση ή και μ' αυτή, ο αποκτών δεν συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του μετοχικού κεφαλαίου.
4. Αποκλείεται να είναι μέτοχος της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας, χρηματιστής, αντικρυστής, χρηματιστηριακός εκπρόσωπος (διορισμένος από Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία), ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία, ή προσωπική χρηματιστηριακή εταιρία (ομόρρυθμη) που προβλέπονταν από το αρ. 12 παρ. 3 περίπτωση V του Ν. 3236 ή οργανισμός που έχει αποκλειστικό σκοπό τις συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες. Αν γίνει συμβατική μεταβίβαση μετοχών Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας σε κάποιον από τους παραπάνω αναφερόμενους, είναι άκυρη απέναντι στην εταιρία. Επιτρέπεται μόνο στους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους (που μπορεί να είναι και χρηματιστές) και στους αντικρυστές,

να είναι μέτοχοι της εταιρία που τους έχει διορίσει εκπρόσωπο ή αντικρυστή αντίστοιχα.

5. Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία συνιστάται μετά από άδεια που της δίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού προηγουμένως κατατεθεί το ίδιο κεφάλαιό της σε ειδικό λογαριασμό σε μια τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα και αφού εκτιμηθούν τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που θα την διοικήσουν και η καταλληλότητα των μετόχων που αθροιστικά διαθέτουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του μετοχικού κεφαλαίου. Όμοια άδεια απαιτείται για τη μετατροπή Ανώνυμης Εταιρίας σε Χρηματιστηριακή.
6. Κάθε τράπεζα μπορεί να είναι μέτοχος μόνο σε μια Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία.
7. Επιτρέπεται μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η εγκατάσταση και λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπής Χρηματιστηριακής Εταιρίας, η οποία πρέπει προηγουμένως, να αποδείξει ότι είναι ήδη μέλος Χρηματιστηρίου Αξιών της αλλοδαπής και να καταθέσει σε μια τράπεζα, σε ειδικό λογαριασμό ίδια κεφάλαια, τουλάχιστον 70 εκ. δρχ. (όσο το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο των Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών). Η άδεια χορηγείται μόνο υπό τον όρο της αμοιβαιότητας (δηλ. με τη δυνατότητα ελληνικών Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών να εγκαθίστανται στη χώρα όπου εδρεύει η αλλοδαπή Χρηματιστηριακή Εταιρία). Οι αλλοδαπές Χρηματιστηριακές Εταιρίες που λειτουργούν στην Ελλάδα που λειτουργούν στην Ελλάδα υποχρεώνονται να συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, όπως όλες οι Ανώνυμες Εταιρίες.
8. Αν συντρέχουν ορισμένοι σοβαροί λόγοι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να προτείνει στον ΥΠΕΘΟ κι αυτός με απόφασή του να ανακαλέσει την

άδεια λειτουργίας Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας. Επίσης με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να παυθεί μέλος του Δ.Σ. της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας αν χάσει την αξιοπιστία του. Η αναπλήρωσή του γίνεται σύμφωνα με τη νομοθεσία για τις Ανώνυμες Εταιρίες και το Καταστατικό της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας.

9. Αν κατά το κλείσιμο του Ισολογισμού της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας οι υποχρεώσεις της υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαιά της, αυτή υποχρεώνεται μέσα στους 6 πρώτους μήνες της επόμενης διαχειριστικής χρήσης, ν' αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, ώστε να μην υπάρχει αυτή η υπέρβαση. Αν δεν γίνει αυτή η αύξηση, η άδεια λειτουργίας ανακαλείται, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
10. Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία διορίζει εκπροσώπους της που λέγονται «Χρηματιστηριακοί Εκπρόσωποι». Όπου στη νομοθεσία απαιτείται ενέργεια χρηματιστή, η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία δεσμεύεται μόνο αν η ενέργεια έγινε από το χρηματιστηριακό της εκπρόσωπο. Στην εκπροσώπηση περιλαμβάνονται και οι διαπραγματεύσεις για τη σύναψη χρηματιστηριακής σύμβασης και η λήψη εντολής για τη σύναψή της. Κατά τα λοιπά (στη διοίκηση, τα δικαστήρια, έναντι τρίτων) η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία εκπροσωπείται σύμφωνα με τις διατάξεις για τις Ανώνυμες Εταιρίες. Ως χρηματιστηριακός εκπρόσωπος μπορεί να διοριστεί, χρηματιστής (του οποίου αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματος) και αυτός ο οποίος (ι) πετυχαίνει στις εξετάσεις που προβλέπονται για τον διορισμό χρηματιστών και (ii) έχει τα τυπικά και ουσιαστικά προσόντα γι' αυτό το διορισμό. Ο διορισμός του χρηματιστηριακού εκπροσώπου μπορεί να ανακληθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Καταστατικού της Ανώνυμης

Χρηματιστηριακής Εταιρίας και της νομοθεσίας, για τις Ανώνυμες Εταιρίες. Η σύμβαση εργασίας μεταξύ Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας και Χρηματιστηριακού Εκπρόσωπου είναι πάντοτε αορίστου χρόνου. Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος είναι μόνο μιας Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας.

11. Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία μπορεί να ορίζει αντικριστές με τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία που προβλέπεται για τους αντικρυστές με τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία που προβλέπεται για τους αντικρυστές των χρηματιστών : Ο χρηματιστής παρέχει στον αντικρυστή απεριόριστη συμβολαιογραφική πληρεξουσιότητα, αντίγραφο της οποίας παραδίδει και στη διοίκηση του Χ.Α.Α. και της οποίας είναι δυνατή η ανάκληση με όμοια κοινοποίησή της. Η ανάκληση τοιχοκολλάται στην αίθουσα του Χρηματιστηρίου. Ο αντικριστής απαγορεύεται να συνάπτει χρηματιστηριακές συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό και πρέπει να παρέχει τις υπηρεσίες του μόνο σε ένα τακτικό μέλος (χρηματιστή ή χρηματιστηριακή εταιρία) του Χ.Α.Α.
12. Όπου στην κείμενη νομοθεσία αναφέρεται ο όρος «χρηματιστής» νοείται και η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία. Τα θεσπιζόμενα ασυμβίβαστα με την ιδιότητα του χρηματιστή εφαρμόζονται και για την Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία και για τον Χρηματιστηριακό εκπρόσωπο (ο οποίος ας σημειωθεί υπόκειται στις ίδιες ποινικές και διοικητικές κυρώσει με το χρηματιστή).
13. Οι τακτικοί και έκτακτοι έλεγχοι που προβλέπονται για τις Ανώνυμες Εταιρίες, ασκούνται στις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες από ορκωτό λογιστή.

14. Οι καταχωρίσεις της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας, γίνονται στο Μητρώο όπου καταχωρίζονται οι τραπεζικές Ανώνυμες Εταιρίες.

Ο νόμος προβλέπει τα εξής για τις προσωπικές χρηματιστηριακές εταιρίες του αρ. 12 παρ. 3 περ. V του Ν. 3632/1928 : Τέτοιες εταιρίες δεν επιτρέπεται να συνιστώνται. Αυτές που ήδη λειτουργούσαν κατά την έναρξη ισχύος του Ν. 1806/88 διεξάγουν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές που επιτρέπονται σε χρηματιστή και υπόκεινται στην εποπτεία που αναφέραμε παραπάνω. Χρηματιστής που είναι εταίρος σε προσωπική εταιρία δεν μπορεί να ασκεί αυτοτελώς το επάγγελμα του χρηματιστή και δεν μπορεί να διοριστεί χρηματιστηριακός εκπρόσωπος Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας εκτός αν αποχωρήσει από την προσωπική εταιρία. Τα ασυμβίβαστα προς τα έργα του χρηματιστή ισχύουν και για τις προσωπικές εταιρίες.

Z) Χρηματιστές (αρ. 10 Ν. 1806/88).

Οι χρηματιστές διορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Για να διοριστεί κάποιος χρηματιστής, πρώτα πρέπει να έχει ορισμένα προσόντα και δεύτερο να επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις.

Προσόντα είναι :

1. Να έχει ηλικία τουλάχιστον 25 ετών.
2. Να είναι πτυχιούχος Ανώτατου Εκπαιδευτικού Ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι. (παλιότερα απαιτούνταν οπωσδήποτε πτυχίο Ανώτατος Σχολής).
3. Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις ή να έχει απαλλαγεί απ' αυτές.
4. Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα διορισμού σε θέση δημόσιου υπαλλήλου.

5. Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά με πλήρη απασχόληση, για μια Ζετία τουλάχιστον, με τα χρηματιστηριακά. Η απασχόληση αυτή αποδεικνύεται με βεβαίωση του οικείου ασφαλιστικού φορέα ή της Εφορίας (Δ.Ο.Υ.) και συστατική επιστολή του εργοδότη.

Εξετάσεις. Σκοπός των εξετάσεων είναι η ανάδειξη προσώπων που έχουν την απαιτούμενη ικανότητα, εμπειρία και αξιοπιστία για την άσκηση του επαγγέλματος του χρηματιστή.

Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ που δημοσιεύτηκε στο ΦΕΚ 150/τ.Β' της 14 - 3 - 1990, καθορίστηκαν η ύλη και ο τρόπος διεξαγωγής αυτών των εξετάσεων.

Η εξεταστέα ύλη περιλαμβάνει τις ενότητες : (1) Οργάνωση και λειτουργία Χρηματιστηρίων Αξιών. (2) Νομοθεσία Χρηματιστηρίων Αξιών και Κεφαλαιαγοράς. (3) Στοιχεία νομοθεσίας Ανώνυμων Εταιριών. (4) Χρηματοοικονομική ανάλυση και ανάλυση Ισολογισμών. (5) Αξιολόγηση χρεογράφων (μετοχών, ομολογιών κ.α.). (6) Ανάλυση και διαχείριση χρεογράφων.

Οι εξετάσεις γίνονται από 3μελή Εξεταστική Επιτροπή που αποτελείται από τον Πρόεδρο ή ένα άλλο μέλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τον Πρόεδρο ή τον Αντιπρόεδρο του Χ.Α.Α. και ένα Καθηγητή Α.Ε.Ι. ειδικό στη Χρηματοοικονομική.

Οι εξετάσεις είναι γραπτές και προφορικές και θα γίνονται δύο φορές το χρόνο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αν κρίνει σκόπιμο, μπορεί να ορίσει και τρίτη εξέταση.

Οι εξετάσεις είναι κοινές για τους υποψήφιους χρηματιστές και τους προτεινόμενους από τις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες ως Χρηματιστηριακούς εκπροσώπους τους.

Η) Διοίκηση του Χ.Α.Α.

Με το αρ. 12 του Ν. 1806/88 ορίζονταν 7μελές Διοικητικό Συμβούλιο. Το αρ. 57 του Ν. 1892/1990 αύξησε τα μέλη σε 9. Τρία από αυτά προτείνονται με απόφαση των μελών του Χ.Α.Α. Απ' αυτά, ένα τουλάχιστον είναι χρηματιστηριακός εκπρόσωπος και τα άλλα δύο είναι είτε χρηματιστές είτε χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι. (Αυτό σημαίνει ότι μπορεί και τα τρία προτεινόμενα από Χ.Α.Α. μέλη, να είναι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι). Άλλα 3 μέλη προτείνονται, ένα από τις εταιρίες των οποίων τα χρεόγραφα έχουν εισαχθεί στην κύρια αγορά, ένα από τους εργαζόμενους στο Χρηματιστήριο και ένα από τους ελληνικούς οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες. Τα λοιπά 3 μέλη επιλέγει ο ΥΠΕΘΟ.

Ο διορισμός του Δ.Σ. που έχει τριετή θητεία γίνεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Δεν επιτρέπεται να διοριστούν ως μέλη πρόσωπα που έχουν καταδικαστεί για αδίκημα, από τα αποτελούντα κώλυμα διορισμού σε δημόσια θέση. Σε περίπτωση που δημιουργείται κενό στα μέλη του Δ.Σ. ο ΥΠΕΘΟ διορίζει με απόφαση του νέο μέλος για τον υπόλοιπο χρόνο θητείας, με τήρηση της αναλογίας και της διαδικασίας που παραπάνω αναφέρθηκε ως προς τη σύνθεση του Δ.Σ.

Το Δ.Σ. εκλέγει από τα μέλη του το Πρόεδρο του Χ.Α.Α. ο οποίος παρέχει τις υπηρεσίες του κατά κύρια απασχόληση. Επίσης εκλέγει τον αντιπρόεδρο που αναπληρώνει τον πρόεδρο. Γραμματέας τοποθετείται υπάλληλος του Χ.Α.Α.

Ο Πρόεδρος είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο του Χ.Α.Α., έχει τη γενική εποπτεία των εργασιών του και όλες τις αρμοδιότητες που του παρέχει η κείμενη νομοθεσία. Αν εκλεγεί πρόεδρος του Δ.Σ. χρηματιστής ή

χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, η άσκηση του επαγγέλματος του αναστέλλεται όσο διαρκεί η θητεία του.

Το Διοικητικό Συμβούλιο (αρ. 14 – 17 Ν. 1806/88) αντικατέστησε τη Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α.Α. (που προβλέπονταν από το αρ. 8 του Ν.3632/1928). Αυτό, (1) διοικεί το Χ.Α.Α. και διαχειρίζεται την περιουσία του, (2) εκπροσωπεί το Χ.Α.Α. δικαστικώς και εξωδίκως, (3) εποπτεύει για την ομαλή εκτέλεση των εργασιών σ' αυτό, (4) έχει όλες τις αρμοδιότητες που είχε προηγουμένως η Διοικούσα Επιτροπή, (5) μπορεί να αναθέτει την άσκηση των αρμοδιοτήτων του σε μια ή περισσότερες Εκτελεστικές Επιτροπές, αποτελούμενες από μέλη του ή και ανώτερους υπαλλήλους του Χ.Α.Α. με επαρκή μόρφωση και πείρα, (6) μπορεί να αναθέτει την εκπροσώπηση ή την άσκηση μέρους των αρμοδιοτήτων του σε ένα ή περισσότερα από τα μέλη του (7) συνεδριάζει τακτικά σε ημέρες και ώρες που καθορίζει το ίδιο και εκτάκτως μετά από πρόσκληση του προέδρου, (8) συνεδριάζει εγκύρως όταν παρίστανται αυτοπροσώπως τουλάχιστον 5 από τα μέλη του, (9) αποφασίζει με πλειοψηφία 5 τουλάχιστον παρόντων ή αντιπροσωπευόμενων μελών του, (10) κατά τις συνεδριάσεις τηρούνται πρακτικά από το γραμματέα, (11) οι αμοιβές των μελών του ορίζονται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ μετά από γνώμη του ίδιου (Δ.Σ.!) και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και βαρύνουν τον προϋπολογισμό του Χ.Α.Α.

Θ) Χρηματιστηριακές συναλλαγές

Κατά το αρ. 16 του Ν. 3632/1928 χρηματιστηριακές συναλλαγές ήταν μόνο,

1. η αγορά και πώληση (χρηματιστηριακών πραγμάτων) τοις μετρητοίς
2. η αγορά και πώληση «επί προθεσμία»
3. η αγορά και πώληση «επί δώρω ή διπλασιασμό»

4. η σύμβαση μεταφοράς και
5. κάθε εν γένει παρεπόμενη δικαιοπραξία σχετιζόμενη με την ενέργεια και την εκτέλεση των παραπάνω πράξεων

Ι) Γενικές διατάξεις που αφορούν στις χρηματιστηριακές συμβάσεις

Όλες οι εντολές προς μέλος του Χ.Α.Α. και όλες οι χρηματιστηριακές συμβάσεις καταγράφονται με πλήρη στοιχεία ώστε να είναι εύκολη η εποπτεία και ο έλεγχος. Η προηγούμενη νομοθεσία επέβαλε στους χρηματιστές να τηρούν οπωσδήποτε τα εξής βιβλία : 1. Ημερολόγιο, 2. Βιβλίο απογραφών, 3. Σημειωματάριο, 4. Βιβλιάριο τριπλότυπων πινακιδίων, από τα οποία το πρώτο τμήμα παραδίδεται εντός 24ωρών από τη σύναψη της συναλλαγής στον εντολέα, το δεύτερο εντός της ημέρας της συναλλαγής στον επόπτη και το τρίτο κρατά ο ίδιος. Ο Ν.1806/88 (αρ. 27 παρ. 1) όρισε ότι με απόφαση του ΥΠΕΘΟ μετά από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορούν να τροποποιούνται οι διατάξεις για τα βιβλία και στοιχεία των χρηματιστών και να καθορίζονται, τα βιβλία που πρέπει να τηρούν και τα στοιχεία που πρέπει να εκδίδουν τα μέλη του Χ.Α.Α., το περιεχόμενο των υποχρεωτικών εγγραφών στα παραπάνω βιβλία και το περιεχόμενο των εκδιδόμενων στοιχείων, τα στοιχεία που πρέπει να παραδίδουν τα μέλη του Χ.Α.Α. προς τις υπηρεσίες του ή τα ελεγκτικά όργανα, καθώς και η διαδικασία και ο ακριβής χρόνος παράδοσής τους, όπως και κάθε άλλο σχετικό θέμα.

Μέλος του Χ.Α.Α. δεν μπορεί να επικαλεστεί χρηματιστηριακή συναλλαγή που δεν αποδεικνύεται από τα νομίμως τηρούμενα βιβλία και εκδιδόμενα και παραδιδόμενα στοιχεία.

Το Χ.Α.Α. όπως αναφέραμε, εκδίδει κάθε εργάσιμη ημέρα επίσημο Δελτίο Τιμών όπου αναγράφεται η τρέχουσα τιμή των αξιών. Με απόφαση του

ΥΠΕΘΟ, μετά από γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ρυθμίζονται οι λεπτομέρειες που αφορούν στο Δελτίο Τιμών Χ.Α.Α., στο οποίο πρέπει να αναγράφονται υποχρεωτικά, τόσο οι τιμές, όσο και οι ποσότητες των κινητών αξιών που αποτέλεσαν αντικείμενο συναλλαγής και σε χωριστό πίνακα οι τιμές και οι ποσότητες των αξιών για τις οποίες εκδηλώθηκε προσφορά και ζήτηση, χωρίς να πραγματοποιηθεί συναλλαγή.

1.3 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

1) Γενικά στοιχεία

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεσμός που εισήχθη στην Ελλάδα με τον Α.Ν. 148/1967 «για τα μέτρα προς ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς», απέκτησε σημαντικότερο ρόλο στη λειτουργία του Χ.Α.Α. γιατί έχει σοβαρότατες αρμοδιότητες σε σχέση με αυτό.

Το αρ. 35 του Ν. 1806/88, τροποποιώντας την παρ. 1 του αρ. 12 του Α.Ν. 148/1967 ορίζει :

Στο ΥΠΕΘΟ συνιστάται «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς» η οποία αποτελείται από 11 μέλη και τον Πρόεδρό της. Ο Πρόεδρος και τα μέλη της διορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ. Ο Πρόεδρος είναι δυνατό να παρέχει τις υπηρεσίες του κατά πλήρη απασχόληση.

Μέλη της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διορίζονται :

1. τρεις υπάλληλοι με βαθμό Α της κατηγορίας ΠΕ από τους υπηρετούντες στα Υπουργεία, Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών και Εμπορίου, αντίστοιχα,
2. ένα μέλος που υποδεικνύει η Τράπεζα της Ελλάδος,

3. δύο μέλη επιλεγόμενα μεταξύ των προσώπων που υποδεικνύουν οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες και οι ελληνικές τράπεζες επενδύσεων, αντίστοιχα,
4. ένα μέλος υποδεικνυόμενο με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., και
5. τέσσερα μέλη υποδεικνυόμενα από το Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών, από το Εμπορικό Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών, από το Ε.Β.Ε. Θεσσαλονίκης και το Οικονομικό Επιμελητήριο Ελλάδας, αντίστοιχα.

Οι αμοιβές του προέδρου, των μελών, του γραμματέα και του βοηθού γραμματέα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ορίζονται με κοινή απόφαση των Υπ. Εθν. Οικ. και Οικ. κατά παρέκκλιση από οποιαδήποτε γενική ή ειδική διάταξη.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αρκετές αποφασιστικές και ευρύτατες συμβουλευτικές – γνωμοδοτικές αρμοδιότητες.

2) Αποφασιστικές αρμοδιότητες

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς :

1. Χορηγεί την άδεια σύστασης Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας (αρ. 4 παρ. 1 Ν. 1806/88)
2. Χορηγεί την άδεια μετατροπής Ανώνυμης Εταιρίας σε Χρηματιστηριακή (αρ. 4 παρ. 2 Ν.1806/88)
3. Χορηγεί την άδεια εγκατάστασης και λειτουργίας στην Ελλάδα αλλοδαπής Χρηματιστηριακής εταιρίας (αρ. 4 παρ. 3 Ν.1806/88)
4. Με απόφασή της παύεται μέλος της διοίκησης της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας αν δεν πληρεί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις (αρ.4 παρ. 4 Ν. 1806/88)

5. Εγκρίνει το διορισμό χρηματιστηριακού εκπροσώπου Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας αν συντρέχουν οι οριζόμενες προϋποθέσεις (αρ. 6 παρ. 5 και 6 Ν. 1806/88)
6. Με απόφασή της διορίζει τους χρηματιστές, εφόσον συγκεντρώνουν τα απαιτούμενα προσόντα και επιτύχουν στις ειδικές εξετάσεις (αρ. 10 παρ. 1 Ν. 1806/88)
7. Χορηγεί (όπως και ο Πρόεδρος του Χ.Α.Α.) την άδεια για τη σύναψη χρηματιστηριακής σύμβασης με συμψηφιστική εγγραφή όταν ο αποκτών συγκεντρώνει άνω του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας των μετοχών Α.Ε.
8. Εγκρίνει την εισαγωγή μετοχών Ναυτικών Εταιριών στο Χ.Α.Α. (αρ. 55 Ν. 1892/1990)
9. Αποφασίζει μετά γνώμη του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για την εισαγωγή μετοχών στο Χ.Α.Α. (Π.Δ. 350/1985), τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά.
10. Αποφασίζει για τα δικαιώματα εισαγωγής και διαπραγμάτευσης μετοχών Α.Ε. (Π.Δ. 350/1985)
11. Αποφασίζει τη διαγραφή κινητών αξιών από το Χ.Α.Α. (Π.Δ. 350/1985)

3) Γνωμοδοτικές αρμοδιότητες

Αυτές προκύπτουν από το Ν. 1806/ 88 (σημειώνονται Μόνο τα άρθρα και οι παράγραφοι). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

- 1) Γνωμοδοτεί επί του Κανονισμού (κρατικής) Εποπτείας που καταρτίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. (Με τον κανονισμό αυτό μπορούν να ανατεθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και άλλοι τομείς εποπτείας , εκτός από τις Αρμοδιότητες που της απονέμει η κείμενη νομοθεσία) (αρ. 1 παρ. 4).

- 2) Γνωμοδοτεί ως προς το ελάχιστο ύψος καταβεβλημένου κεφαλαίου της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας που μπορεί να αυξάνεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ (αρ. 3 παρ.2).
- 3) Υποβάλλει πρόταση στον ΥΠΕΘΟ, αν κρίνει ότι συντρέχουν ορισμένες προϋποθέσεις, ο οποίος μπορεί να αποφασίσει την άρση της άδειας λειτουργίας της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας (για χορήγηση της οποίας είναι αρμόδια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπως προαναφέραμε) (αρ. 4 παρ. 5).
- 4) Εισηγείται την ανάκληση της άδειας λειτουργίας Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας αν αυτή δεν αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, ώστε οι υποχρεώσεις της να μην υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια της (αρ. 5 παρ. 5)
- 5) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ. του Χ. Α. Α.) στον ΥΠΕΘΟ που ορίζει με απόφαση του τον ανώτατο αριθμό των χρηματιστηριακών εκπροσώπων κάθε Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας.
- 6) Γνωμοδοτεί στον ΥΠΕΘΟ που ορίζει με απόφαση του τον ανώτατο αριθμό των αντικριστών, τους οποίους μπορεί να έχει κάθε μέλος του Χ. Α. Α.
- 7) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ. του Χ. Α.Α) στον ΥΠΕΘΟ προκειμένου με απόφαση του να καθορίζονται τα θέματα που αφορούν στις ειδικές εξετάσεις στις οποίες υποβάλλονται οι υποψήφιοι χρηματιστές που συγκεντρώνουν ορισμένα προσόντα (αρ.10 παρ. 2).

- 8) Γνωμοδοτεί στον ΥΠΕΘΟ με πρόταση του οποίου εκδίδεται Προεδρικό Διάταγμα για τη σύσταση Χρηματιστηρίου Αξιών και τη σύσταση Κοινού Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Ασφάλειας των Χρηματιστηριακών συναλλαγών.
- 9) Γνωμοδοτεί στον ΥΠΕΘΟ που με απόφαση του καταρτίζεται ο Κανονισμός κάθε νέου Χρηματιστηρίου Αξιών και καθορίζεται η άσκηση της εποπτείας σ' αυτό (αρ. 19 παρ. 1).
- 10) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου) στον ΥΠΕΘΟ για την τροποποίηση του κανονισμού του Χρηματιστηρίου (αρ. 19. παρ. 2).
- 11) Γνωμοδοτεί στον ΥΠΕΘΟ προκειμένου με απόφαση του να καθοριστούν οι όροι και η διαδικασία σύναψης και εκτέλεσης της αγοραπωλησίας με ειδικές συμφωνίες (αρ. 20 παρ. 1, περ. β').
- 12) Γνωμοδοτεί στον ΥΠΕΘΟ που με απόφαση του μπορεί να αναπροσαρμόζει το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας (το οποίο ορίζεται σε 1 δισεκ. δρχ.), η οποία επιτρέπεται να αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαθέσει στον κοινό κινητές αξίες εκδιδόμενες σε δημόσια εγγραφή (αρ. 26 παρ. 2).
- 13) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ. του Χ. Α. Α) στον ΥΠΕΘΟ που με απόφαση του μπορούν να τροποποιούνται οι διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας για τα βιβλία και στοιχεία των Χρηματιστών (αρ. 27 παρ 1).
- 14) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ.) στον ΥΠΕΘΟ προκειμένου με απόφαση του να ορίζει το περιεχόμενο, τη διαδικασία και τον τρόπο σύνταξης και δημοσίευσης του Δελτίου Τιμών Χρηματιστηρίου.

15) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ.) στον ΥΠΕΘΟ που με απόφαση του καθορίζει τον τρόπο και το χρόνο γνωστοποίησης από το Χ.Α.Α στο κοινό των πληροφοριών που αναφέρονται στις παρ. 1 και 2 του αρ. 29, καθώς και της σύναψης σύμβασης με συμψηφιστική εγγραφή κατά το αρ. 24 (αρ. 29 παρ. 4).

16) Μετά από γνώμη της (και του Δ.Σ.) και με απόφαση του ΥΠΕΘΟ καθορίζονται, τα δικαιώματα των μελών του Χ. Α. Α. για τις παρεχόμενες απ' αυτά υπηρεσίες και τα ποσά που καταβάλουν στο Χ. Α. Α. οι Ανώνυμες Εταιρίες των οποίων οι τίτλοι εισάγονται ή είναι εισηγμένοι σ' αυτό (αρ. 31 παρ. 1).

17) Γνωμοδοτεί (όπως και το Δ.Σ.) στον ΥΠΕΘΟ, μετά πρόταση του οποίου εκδίδεται Προεδρικό Διάταγμα με το οποίο επιτρέπεται η λειτουργία παράλληλης αγοράς και με απόφαση του οποίου ρυθμίζεται η λειτουργία της (αρ. 32).

Σημ.: Σύμφωνα με το αρ. 32 εκδόθηκε το Προεδρικό Διάταγμα 489 / 26-9-89 «για τη λειτουργία παράλληλης αγοράς στο Χρηματιστήριο» και η απόφαση αριθ. 119 Ε.Κ. 50454 ΤΗΣ 15-12-89 (ΦΕΚ 924/ τ.Β' / 29-23-89)

18) Μετά τη γνώμη της και με απόφαση του ΥΠΕΘΟ καθορίζεται το ύψος της εισφοράς στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών και το ποσοστό της καθαρής περιουσίας του που διανέμεται στους πιστωτές του μέλους του Χ. Α. Α. που περιέρχεται σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του από χρηματιστηριακές συναλλαγές (αρ. 38 παρ. 5).

Επίσης :

19) Γνωμοδοτεί για τα μέσα πληροφόρησης του Χ. Α. Α. και για την απεικόνιση των εκτός κύκλου συναπτόμενων χρηματοπιστηριακών συμβάσεων (αρ. 59 Ν. 1892/ 1990).

20) Γνωμοδοτεί για τα δικαιώματα της Εταιρίας Αποθετηρίων (αρ. 56 Ν. 1892/ 1990 – νέο αρ. 33 Α Ν.1806/88).

Εποπτεία. Με το αρ. 31 παρ. 4 Ν. 1806/ 88, ορίζεται ότι τελεί υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η μηχανοργάνωση του Χ. Α. Α. την οποία ανέλαβε το Δ. Σ. του και ότι το ύψος των εισφορών, των Ανώνυμων Εταιριών που εισάγουν ή έχουν εισηγμένους τίτλους στο Χ. Α. Α., των Ανώνυμων Εταιριών και των Χρηματιστών, οι οποίες διατίθενται για τη μηχανοργάνωση του Χ. Α. Α. ρυθμίζεται με απόφαση της.

1.4 Όροι και προϋποθέσεις εισαγωγής νέων α. ε. και ομολογιακών δανείων στην κύρια αγορά του χ. α. α.

Με το αριθμ. 350/ 24. 5. 1985 Προεδρικό Διάταγμα, που δημοσιεύτηκε στο 26/4. 7. 85 Τεύχος Α΄ της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως, καθορίζονται ως εξής οι όροι και οι προϋποθέσεις εισαγωγής νέων Ανώνυμων Εταιριών και Ομολογιακών Δανείων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, αφού ελήφθησαν υπόψη α) η με αριθμό 724/ 29. 10. 1984 γνωμοδότηση του Συμβουλίου της Επικρατείας και β) η με αριθμό 79/ 279/ ΕΟΚ οδηγία του Συμβουλίου της 5 ης Μαρτίου 1979 «περί του συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών Αξιών σε Χρηματιστήριο Αξιών»

α) Εισαγωγή μετοχών

- 1) Η αιτούσα την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας απαιτείται να έχει τη μορφή Ανώνυμης Εταιρίας, με ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων δρχ. 170 εκατ., ή 1 εκατ., Ευρωπαϊκές Λογιστικές Μονάδες (ECU) (Αποφ. Α2414/ Β 85/ 25-1-89 ΥΠΕΘΟ). Αν λόγω μεταβολής της αντιστοιχίας της ECU έναντι της δραχμής, υπάρχει απόκλιση μεγαλύτερη του 10% κατά τη διάρκεια ενός έτους, ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας αποφασίζει και αναπροσαρμόζει το προβλεπόμενο ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων.

Σημείωση: Το ποσό αυτό αυξάνεται σε 500 εκατομμ. δρχ. με διάταξη του κατατεθέντος στη Βουλή την 8-11-(Ν. 1914/ 1990).

- 2) Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει πέντε τουλάχιστον ετήσιους ισολογισμούς και πραγματοποιήσει ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης για τις πέντε οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επίσης, θα πρέπει να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Παρέκκλιση χωρεί για νεοσύστατη εταιρία ή εταιρία με βραχύτερη διάρκεια ζωής, όταν η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδυτών και υπάρχει η βεβαιότητα ότι οι επενδυτές έχουν τις απαραίτητες πληροφορίες, για να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την εταιρία και τις μετοχές που ζητείται η εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση αυτή η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο λαμβάνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατόπιν εισήγησης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου. Στις συνήθεις περιπτώσεις, όπου η αιτούσα εταιρία έχει

ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης κατά την εισαγωγή των μετοχών της λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

- 3) Η εταιρία που ζητάει την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, δεσμεύεται εγγράφως ότι θα αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, με έκδοση νέων μετοχών, κατά 25% τουλάχιστον και οι νέες μετοχές θα διατεθούν με δημόσια εγγραφή.

Σημείωση: Με διάταξη του νέου φορολογικού πολυνομοσχεδίου ορίζεται ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να είναι τέτοια ώστε να αντιπροσωπεύει το 25% τουλάχιστον του ποσού που προκύπτει από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου της Α. Ε. και του ποσού που ενδεχομένως δε διατίθεται σε δημόσια εγγραφή (ήδη Ν. 1914/ 1990).

Η Εταιρία θα πρέπει σε ικανοποιητικό χρόνο πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό να δημοσιεύσει ένα ενημερωτικό δελτίο (prospectus) σύμφωνα με το Π. Δ. 348/ 85. Η δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται μέσω τραπεζίτης ή τραπεζών που αναλαμβάνουν το ρόλο αναδόχου της έκδοσης (UNDERWRITER). Ο ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και αγοράζει τις μετοχές που δεν θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Επιπλέον, ο ανάδοχος (ή οι ανάδοχοι) ο οποίος/ας σημειωθεί, προσδιορίζει την τιμή διάθεσης των μετοχών της εταιρίας και εγγυάται την τιμή τους για 6 μήνες από την ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση κάμψης της τιμής των μετοχών της εταιρίας υποχρεούνται να αποζημιώσει όσους υπέστησαν ζημία.

Οι μετοχές της εταιρίας, που πρόκειται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο, θα πρέπει να έχουν ευρεία διασπορά και για να αποδειχθεί αυτή, ο ανάδοχος υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση με το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση των νέων μετοχών.

Μία εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο τρίτης ή τρίτων χωρών (εκτός ΕΟΚ) προκειμένου να εισαχθεί τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο Αθηνών απαιτείται να προβεί σε προηγούμενη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 25%. Εν τούτοις, σε περίπτωση που μια εταιρία έχει εισηγμένες τις μετοχές της σε Χρηματιστήριο μιας ή περισσότερων κρατών-μελών της ΕΟΚ, για την εισαγωγή των μετοχών της και στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν απαιτείται αύξηση κεφαλαίου. Επίσης, εξαιρούνται από την υποχρέωση της αύξησης Κεφαλαίου οι εταιρίες που προέρχονται από συγχώνευση δύο ή περισσότερων εισηγμένων εταιριών απορρόφηση εταιριών, εκ των οποίων η μία έχει ήδη τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η δικαιολογητική βάση των εξαιρέσεων αυτών βρίσκεται στο γεγονός ότι οι εταιρίες που έχουν εισηγμένες τις μετοχές τους σ' ένα Χρηματιστήριο της ΕΟΚ ή προέρχονται από συγχώνευση ή απορρόφηση μιας εισηγμένης εταιρίας με μία ή περισσότερες μη εισηγμένες εταιρίες, θεωρείται ότι έχουν επαρκή διασπορά των μετοχών τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών απαιτείται οι μετοχές να έχουν εκδοθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία στην οποία υπόκεινται και να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Δεν γίνονται δεκτές μετοχές σε προσωρινούς τίτλους, εκτός αν το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών κρίνει ότι ο εκδότης τους παρέχει εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

Στην περίπτωση που η εισαγωγή γίνεται με δημόσια εγγραφή, κι αυτή πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών του κοινού και υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών στην Ελλάδα ή στα Κράτη- μέλη της ΕΟΚ. Σύμφωνα με το Προεδρικό Διάταγμα 350/ 4.7.85 οι μετοχές μιας εταιρίας θεωρείται ότι έχουν επαρκή διασπορά όταν το 25% τουλάχιστον του μετοχικού της κεφαλαίου ανήκει στο ευρύ επενδυτικό κοινό και σε αριθμό τουλάχιστον 100 φυσικών ή νομικών προσώπων. Η ύπαρξη επαρκούς διασποράς των μετοχών των εταιριών, που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο ενός ή περισσότερων Κρατών- μελών της ΕΟΚ, κρίνεται κατά περίπτωση από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά

παρέκλιση των παραπάνω διατάξεων. Επίσης σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένη εταιρία, με έκδοση νέων μετοχών της αυτής κατηγορίας (κοινών ή προνομιστών, ανώνυμων ή ονομαστικών), το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου κρίνει, κατά περίπτωση, αν υπάρχει επαρκής διασπορά σε σχέση με το συνολικό σε κυκλοφορία αριθμό μετοχών της εταιρίας.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι η αίτηση εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρίας με έδρα ένα Κράτος-μέλος της ΕΟΚ για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η εμφάνιση των μετοχών αυτών απαιτείται να είναι σύμφωνη με αυτές τις διατάξεις, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου θα πρέπει να γνωστοποιεί στο Ελληνικό επενδυτικό κοινό.

Σχετικά με την εμφάνιση των μετοχών εταιριών με έδρα τρίτο κράτος (εκτός ΕΟΚ) θα πρέπει αυτή να δίνει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα.

Πάντως, απαραίτητη προϋπόθεση, πέρα των παραπάνω, για να εισαχθούν οι μετοχές μιας εταιρίας με έδρα τρίτο κράτος (εκτός ΕΟΚ) θα πρέπει αυτή να δίνει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών στην Ελλάδα.

Πάντως, απαραίτητη προϋπόθεση, πέρα των παραπάνω, για να εισαχθούν οι μετοχές μιας εταιρίας με έδρα τρίτο κράτος (εκτός ΕΟΚ) είναι η προηγούμενη εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών που έχει την έδρα της εταιρίας της η εταιρία ή της χώρας που οι μετοχές της έχουν τη μεγαλύτερη διασπορά και συναλλακτική κίνηση.

4) Πριν από την εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαιτείται η δημοσίευση «ενημερωτικού δελτίου», από την αιτούσα εταιρία, σύμφωνα με το Π.Δ 348/4.7.85. Για την κυκλοφορία και δημοσίευση του «ενημερωτικού δελτίου» απαιτείται προηγούμενη έγκριση του περιεχομένου του από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου. Η δημοσίευση του «Ενημερωτικού Δελτίου» είναι υποχρεωτική και για τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο όταν κάνουν αύξηση κεφαλαίου.

β) Εισαγωγή ομολογιών

Για την εισαγωγή ομολογιών , που εκδίδονται από εταιρίες απαιτούνται τα ακόλουθα :

- 1) Η νομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς που ισχύουν , όσον αφορά την ίδρυσή της και τη λειτουργία της .Επίσης 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.
- 2) Η εκδότρια εταιρία θα πρέπει να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο , αποθεματικό) δρχ. 500 εκατ. Με βάση τον τελευταίο προ της έκδοσης των ομολογιών , ισολογισμό της εταιρίας .Επίσης η εταιρία θα πρέπει να πληρεί τις παραπάνω υπό στοιχεία 2 και 3 προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών και που αναφέρονται στη διάρκεια της λειτουργίας της , την περιουσιακή της διάθρωση και τα οικονομικά της αποτελέσματα .
- 3) Στην περίπτωση έκδοσης ομολογιών με δημόσια εγγραφή , η εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών 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.
- 4) Το ύψος του εκδιδόμενου ομολογιακού δανείου μαζί με τα ανεξόφλητα υπόλοιπα τυχόν προηγούμενων δανείων , κατά το χρόνο έκδοσης του νέου δανείου , δε θα πρέπει να υπερβαίνουν το ήμισυ της λογιστικής καθαρής θέσης της εταιρίας .
Το ελάχιστο ύψος ομολογιακού δανείου που απαιτείται προκειμένου να είναι δυνατή η εισαγωγή των ομολογιών της έκδοσης στο Χρηματιστήριο πρέπει να ανέρχεται στο ποσό των 20 εκατ. Το ελάχιστο αυτό ποσό μπορεί να αναπροσαρμοστεί με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.
- 5) 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 .

- 6) Για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών ομολογίων που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε άλλο Κράτος – Μέλος της ΕΟΚ απαιτείται η εμφάνιση αυτών να είναι σύμφωνη με τις ισχύουσες διατάξεις σ' αυτό το άλλο κράτος-μέλος. Όταν η εμφάνιση των ομολογίων αυτών δεν είναι σύμφωνη με τις ισχύουσες διατάξεις σ' αυτό το άλλο κράτος – μέλος. Όταν η εμφάνιση των ομολογίων δεν είναι σύμφωνη με τις ισχύουσες διατάξεις στην Ελλάδα διατάξεις, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών γνωστοποιεί αυτό στο κοινό. Πάντως η εμφάνιση των ομολογίων 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 ομολογίων που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε τρίτο κράτος (εκτός ΕΟΚ) και των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών απαιτείται να παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των Ελλήνων επενδυτών.

Επίσης μπορούν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αθηνών οι μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες και τα παραστατικά δικαιώματος για την απόκτηση ομολογίων (WARRANTS) μόνο αν οι μετοχές ή οι ομολογίες στις οποίες αναφέρονται έχουν προηγουμένως εισαχθεί ή εισάγονται ταυτόχρονα στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Για τη εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών ομολογίων που έχουν εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο, τα Ν.Π.Δ.Δ., τους Δήμους και Κοινότητες, από άλλα Κράτη, Οργανισμούς Τοπικής αυτοδιοίκησης αυτών ή από Διεθνείς Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης αυτών ή από Διεθνείς Οργανισμούς Δημοσίου χαρακτήρα, με έδρα κράτος μέλος της ΕΟΚ, απαιτείται οι ομολογίες

Να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και η έκδοση αυτών να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν σ' αυτό το κράτος μέλος. Η αίτηση για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες αυτής της έκδοσης. Αν η εμφάνιση των παραπάνω κατηγοριών ομολογίων δεν είναι σύμφωνη με τις διατάξεις

που ισχύουν στην Ελλάδα , το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών γνωστοποιεί αυτό στο επενδυτικό κοινό .

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

Σε περίπτωση έκδοσης ομολογιών , των παραπάνω κατηγοριών εκδοτών , δια δημοσίας εγγραφής , η εισαγωγή αυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου που έχει οριστεί για την υποβολή των αιτήσεων εγγραφής. Η διάταξη αυτή δεν ισχύει στην περίπτωση συνεχούς έκδοσης ομολογιών , όταν η ημερομηνία λήξης της περιόδου εγγραφής δεν είναι καθορισμένη.

1.5 Υποχρεώσεις των εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο έχουν τις ακόλουθες υποχρεώσεις :

- 1) Να ζητήσουν την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο νέων μετοχών της αυτής κατηγορίας με εκείνες που είναι εισηγμένες , σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου και κάλυψης αυτού με δημόσια εγγραφή. Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να γίνει εντός έτους από την έκδοση των μετοχών ή όταν αυτές καταστούν ελεύθερα διαπραγματεύσιμες .
- 2) Να εξασφαλίζουν ίση μεταχείριση των μετόχων τους και να τους παρέχουν όλες τις διευκολύνσεις για την άσκηση των δικαιωμάτων τους. Πληροφορούν τους μετόχους τους για την σύγκλιση Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων και καθιστούν δυνατή την άσκηση του δικαιώματος ψήφου, πληροφορούν τους μετόχους για τη

διανομή μερισμάτων , τυχόν αυξήσεις κεφαλαίου και παρέχουν οποιαδήποτε άλλη πληροφορία που τους ενδιαφέρει. Επίσης, ορίζουν ένα πιστωτικό ίδρυμα ως εντολοδόχο για την εξυπηρέτηση των μετόχων τους και την άσκηση των οικονομικών τους δικαιωμάτων (πχ. Είσπραξη μερισμάτων , άσκηση δικαιωμάτων συμμετοχής σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λ.π) ή εξασφαλίζουν οι ίδιες την εξυπηρέτηση αυτών .

- 3) Να γνωστοποιούν στο Διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου , το σχέδιο τροποποίησης του καταστατικού τους το αργότερο μέχρι της ημερομηνίας σύγκλισης της Γενικής συνέλευσης των μετόχων , που συνέρχεται για να αποφασίσει την προτεινόμενη ή τις προτεινόμενες τροποποιήσεις του ιδρυτικού ή του καταστατικού .
- 4) Να δημοσιεύουν και να θέτουν στη διάθεση του κοινού και των μετόχων τους , το συντομότερο δυνατό , τις τελευταίες οικονομικές καταστάσεις και την έκθεση του Διοικητικού τους Συμβουλίου. Οι εταιρίες δίνουν στο κοινό λεπτομερείς συμπληρωματικές πληροφορίες , αν οι καταστάσεις αυτές δεν είναι σύμφωνες με τις διατάξεις των οδηγιών Συμβουλίου της ΕΟΚ που αφορούν τους λογαριασμούς των εταιριών και δεν δίνουν πιστή εικόνα της περιουσιακής και οικονομικής τους κατάστασης και των οικονομικών τους αποτελεσμάτων .

Επίσης αν μια εταιρία συντάσσει εκτός από τις ατομικές οικονομικές της καταστάσεις και ενοποιημένες λόγω συμμετοχής της και σε άλλες εταιρίες, τις θέτει στη διάθεση του κοινού. Παρά ταύτα η εταιρία μπορεί να το Δ.Σ του Χρηματιστηρίου το επιτρέψει , να διαθέσει στο κοινό είτε μόνο τις μη ενοποιημένες είτε τις ενοποιημένες καταστάσεις , με την προϋπόθεση ότι οι καταστάσεις που δε θα δημοσιευθούν δεν περιέχουν σημαντικές συμπληρωματικές πληροφορίες οι οποίες ενδεχομένως να αλλοιώνουν την παρουσιαζόμενη εικόνα .

- 5) Να δημοσιεύουν εξαμηνιαία έκθεση μέσα σε διάστημα τεσσάρων μηνών από τη λήξη του πρώτου εξαμήνου στο οποίο αναφέρεται , σε μια ή περισσότερες ημερήσιες εφημερίδες εθνικής και μεγάλης κυκλοφορίας .Η έκθεση αναφέρεται στην

χρηματοοικονομική κατάσταση και τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας για το πρώτο εξάμηνο κάθε χρήσης .

- 6) Να πληροφορούν , το συντομότερο δυνατό , το κοινό , για τυχόν νέα σημαντικά γεγονότα που αφορούν στην εταιρία και αναφέρονται στη δραστηριότητά της και τα οποία , λόγω των επιπτώσεών τους στην περιουσιακή και οικονομική κατάσταση ή στη γενική οικονομική της πορεία , μπορεί να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση στις τιμές των μετοχών της στη Χρηματιστηριακή Αγορά . Πάρα ταύτα , το Δ.Σ του Χρηματιστηρίου Αθηνών μπορεί να απαλλάσσει μια εταιρία από την παραπάνω υποχρέωση αν η ανακοίνωση ορισμένων πληροφοριών μπορεί να προξενήσει ζημιά στα νόμιμα συμφέροντά της . Επίσης η εταιρία πληροφορεί το κοινό για κάθε τροποποίηση που συνδέεται με τις μετοχές της και για τις τυχόν μεταβολές στη διάρθρωση των συμμετοχών στο κεφάλαιό της , σε σχέση με δημοσιευθέντα προηγούμενα στοιχεία .
- 7) Να εξασφαλίζουν ισοδύναμες πληροφορίες σε όλες τις αγορές αν οι μετοχές μιας εταιρίας είναι εισηγμένες σε περισσότερα Χρηματιστήρια της ΕΟΚ . Στην περίπτωση αυτή υποχρεούνται να εξασφαλίζουν στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών ισοδύναμες με τις άλλες αγορές πληροφορίες . Αν μια εταιρία έχει εισηγμένες τις μετοχές της σε Χρηματιστήριο τρίτης ή τρίτων χωρών (εκτός ΕΟΚ) εξασφαλίζει την ισοδυναμία των πληροφοριών σ' όλες τις Αγορές εφόσον οι πληροφορίες είναι δυνατόν να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών της .

Πέρα όσων προβλέπονται από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και τις παραπάνω προϋποθέσεις , οι εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών αναλαμβάνουν και τις ακόλουθες δεσμεύσεις :

1. Κατάθεση στο Χρηματιστήριο Αθηνών αντιγράφου του πρακτικού του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας που υποβάλλεται στην αρμόδια Εποπτική Αρχή και με το οποίο πιστοποιείται η καταβολή του εκ της αυξήσεως προερχομένου κεφαλαίου .

2. Υποβολή κατάστασης με την αρίθμηση των μετοχών και την κατανομή αυτών σε τίτλους απλούς ή πολλαπλούς.
3. Άμεση ενημέρωση της Διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών για κάθε απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας σχετικά με το προσεχές πρόγραμμα επενδύσεων, καθώς και με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας.
4. Γνωστοποίηση στη Διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών της δημιουργίας ή σύστασης θυγατρικών επιχειρήσεων ή συμμετοχής σε νεοσυστάμενες, αμέσως μόλις ληφθεί η σχετική απόφαση.
5. Κοινοποίηση στο Χρηματιστήριο Αξιών των αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων.
6. Διανομή των νέων μετοχών, που προέρχονται από αύξηση του Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ή κεφαλαιοποίηση αποθεματικών στους δικαιούχους, εντός τριών το πολύ μηνών από τη λήξη των εγγράφων συμμετοχής στην αύξηση του κεφαλαίου.

Ταυτόχρονα η εταιρεία υποχρεούται να ζητήσει από τη Διοίκηση του Χρηματιστηρίου την εισαγωγή των νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών.

7. Υποβολή στο Χρηματιστήριο ενός άκυρου αντίτυπου των οριστικών τίτλων της εταιρίας με τις απαραίτητες υπογραφές και σφραγίδες όπως έχουν τεθεί στους τίτλους που κυκλοφορούν.
8. Αποστολή στο Χρηματιστήριο Αξιών ικανοποιητικού αριθμού Ισολογισμών, με τις θέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας. Εταιρίες των οποίων η έδρα είναι εκτός Αθηνών, υποχρεούνται να κοινοποιούν στο Χρηματιστήριο και στη Διεύθυνση Εποπτείας το διορισμό πληρεξούσιου και αντίκλητου στην Αθήνα.

Η μη τήρηση των παραπάνω υποχρεώσεων, αποτελεί παράβαση του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών.

1.6 Αναστολή Διαπραγματεύσεως – Διαγραφή

Ο Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μπορεί επίσης να αναστέλλει τη διαπραγματεύσεως μιας κινητής αξίας όταν δεν διασφαλίζεται ή απειλείται προσωρινά η ομαλή λειτουργία της Αγοράς ή όταν το επιβάλλει η προστασία των επενδυτών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να αποφασίσει, αυτεπάγγελτα ή κατόπιν εισήγησης του Δ.Σ. ότι Χρηματιστηρίου, τη διαγραφή μιας κινητής αξίας από το Χρηματιστήριο Αθηνών, όταν έχει την πεποίθηση ότι λόγω ειδικών συνθηκών, δεν μπορεί να διατηρηθεί η ομαλή και κανονική λειτουργία της Αγοράς γι' αυτήν την αξία.

Επίσης εξακολουθούν να ισχύουν οι διατάξεις όπου η απόφαση διαγραφής μιας εταιρίας από το Χρηματιστήριο είναι υποχρεωτική για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατόπιν αίτησης ή γνωμοδότησης του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου, για τους ακόλουθους λόγους:

- 1) Μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας κάτω των 50.000.000 δραχμών.
- 2) Μη συμμόρφωση της εταιρίας προς γενικές ή ειδικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή προς τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου.
- 3) Αν επί τρία συνεχή χρόνια η εταιρία δεν μοιράσει το υπό του Κ.Ν 2190/20 (άρθρο 15) προβλεπόμενο υποχρεωτικό μέρισμα 6% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής.
- 4) Αν το ύψος των συναλλαγών, σε σχέση με το συνολικό αριθμό των μετοχών της, δεν υπερβεί σε ποσοστό 1% το χρόνο.

1.7 Διατάξεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας

- α) Αρ. 902 Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας (Σύσταση Μόνιμων Διαιτησιών)
- β) Διατήρηση σε ισχύ της διάταξης για την κατάθεση εγγύησης από τους χρηματιστές
- γ) Κατάργηση των Χρηματιστηριακών Δικαστηρίων του αρ. 38 Ν. 3632 / 1928

- δ) Αρ. 967 : Εκποίηση κατασχεμένων χρηματιστηριακώς
- ε) Αρ. 854 : Περίπτωση κλοπής , απώλειας ή καταστροφής αξιογράφου
- στ) Αρ . 857 Κήρυξη αξιογράφου ως ανίσχυρου

1.8 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Η εταιρία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Ε.Χ.Α.Ε.) είναι μια εταιρία συμμετοχών που ιδρύθηκε πρόσφατα. Συγκεντρώνει όλη την οικονομική αξία που δημιουργείται από την δραστηριότητα της εταιρίας « ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ» (Χ.Α.Α.Α.Ε.), η οποία είναι 100% θυγατρική της Ε.Χ.Α.Ε.

Μέχρι το 1995 το Χ.Α.Α. ήταν Ν.Π.Δ.Δ. Με το νόμο 2324/95, το Χ.Α.Α. μετετράπη σε ανώνυμη εταιρεία, με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο.

Το 1997 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε Ιδιωτικής Τοποθέτησης 1.983.270 μετοχές της Χ.Α.Α. Α.Ε. ποσοστό 39,67% του μ.κ. σε πιστωτικά ιδρύματα, χρηματιστηριακές εταιρίες, δεσμικούς επενδυτές κ.α.

Το 1998 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω δεύτερης Ιδιωτικής Τοποθέτησης επιπλέον 600.000 μετοχές της Χ.Α.Α. Α.Ε. ποσοστό 12% του μ.κ.

Τον Ιούλιο του 1999 το Ελληνικό Δημόσιο μεταβίβασε στο προσωπικό της Χ.Α.Α. Α.Ε. επιπλέον 32.470 μετοχές, σύμφωνα με την απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποίησης και της απόφασης του Υ.Ε.Ο.

Κατά τη δεύτερη ιδιωτική τοποθέτηση το Ελληνικό Δημόσιο είχε δηλώσει την διαπραγμάτευση των μετοχών της Χ.Α.Α. Α.Ε. στην κύρια αγορά. Έτσι αποφασίσθηκε η ίδρυση μιας εταιρίας συμμετοχών που το μ.κ. θα

~~σχηματιζόνταν από την εισφορά των μετοχών της Χ.Α.Α. Α.Ε. Έτσι στις 14.2.2000 όλοι οι μέτοχοι της Χ.Α.Α. Α.Ε. συμμετείχαν στο ιδρυτικό κεφάλαιο της Εταιρίας Ε.Χ.Α.Ε.Σ. και υπογράφηκε το καταστατικό.~~

Το Χ.Α.Α. πλαισιώνεται στη λειτουργία του από έναν όμιλο συνδεδεμένων επιχειρήσεων. Η εταιρία Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. αναλαμβάνει την εκκαθάριση των συναλλαγών που εκτελούνται στο Χ.Α.Α. Η εταιρία Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. αναλαμβάνει τη διενέργεια συναλλαγών σε παράγωγα προϊόντα, τις οποίες εκκαθαρίζει η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε. Η Α.Ε. Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς υποστηρίζει τη λειτουργία των ηλεκτρονικών συστημάτων του Χ.Α.Α. και των εταιριών του ομίλου του, ενώ το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης προσφέρει πρόσβαση στην ελληνική κεφαλαιαγορά για το επενδυτικό κοινό και τον επιχειρηματικό κόσμο της Βόρειας Ελλάδας.

Ανταγωνισμός – Προοπτικές

Με την υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος την πλήρη απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου και τη σταδιακή διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων πολλών εταιριών της ζώνης του ευρώ, ο ανταγωνισμός μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων αυξάνεται. Η κυριότερη πρόκληση των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων σήμερα αφορά την ικανότητά τους να εξυπηρετήσουν ταυτόχρονα τις ανάγκες των πολυεθνικών εταιριών και των διεθνών επενδυτών. Από την άλλη οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, προκειμένου να μειώσουν το κόστος άντλησης κεφαλαίων τους, έχουν τη δυνατότητα να εκδίδουν τίτλους

(μετοχικούς ή ομολογιακούς) όχι στο χρηματιστήριο της χώρας στην οποία εδρεύουν, αλλά στο χρηματιστήριο εκείνο στο οποίο θα προσελκύσουν τον μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών και θα λάβουν την υψηλότερη αποτίμηση.

Στις νέες συνθήκες αγοράς που δημιουργούνται θα επιβιώσουν τα χρηματιστήρια τα οποία θα παρέχουν τη μεγαλύτερη ρευστότητα, την ασφαλέστερη και αποτελεσματικότερη εκτέλεση και εκκαθάριση των συναλλαγών με το χαμηλότερο κόστος, έτσι πολλά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια έχουν αρχίσει διαπραγματεύσεις για τη δημιουργία συμμαχιών και συνεργασιών, αλλαγή του νομικού τους καθεστώτος και τη μετατροπή τους σε ανώνυμες εταιρίες ή και την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Τα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια για τη βελτίωση της ανταγωνιστικής τους θέσης, στο χώρο της δευτερογενούς αγοράς κεφαλαίου και λόγω της τεχνολογίας που προχωρούν σε συμφωνίες μεταξύ τους ή συνεργασίες για να ανταπεξέλθουν στις νέες συνθήκες.

Τέτοιου είδους συγχωνεύσεις θα υπάρξουν στην Ε.Ε. και συγκεκριμένα το χρηματιστήριο ix (international exchange) που θα προέλθει από τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης, θα είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο σε όγκο συναλλαγών αριθμό εισηγμένων εταιριών και κεφαλαιοποίησης. Τα χρηματιστήρια Μιλάνου και Μαδρίτης έχουν υπογράψει μνημόνιο συνεργασίας με το ix, με την προοπτική να συμμετάσχουν στη νέα αγορά από το 2001 και επίσης έχει προχωρήσει στην υπογραφή συνεργασίας με το αμερικανικό χρηματιστήριο NASDAQ για τη δημιουργία μιας κοινοπραξίας μεταξύ του ix και της θυγατρικής του NASDAQ εταιρίας στην Ευρώπη NASDAQ Europe, με σκοπό τη δημιουργία μιας πανευρωπαϊκής αγοράς για τις μετοχές των αναπτυσσόμενων εταιριών, η οποία θα αποτελέσει

κομμάτι ενός παγκόσμιου δικτύου χρηματιστηρίων, τα μέλη του οποίου θα έχουν πρόσβαση στις αγορές της Αμερικής, Ασίας, Ευρώπης.

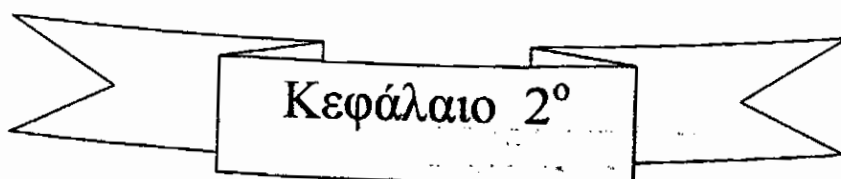
Το χρηματιστήριο Euronext θα προέλθει από την συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Παρισιού, των Βρυξελλών και του Άμστερνταμ. Θα είναι το δεύτερο μεγαλύτερο χρηματιστήριο στην Ευρώπη τόσο σε κεφαλαιοποίηση όσο και σε αριθμό εισηγμένων εταιριών. Όλες οι συναλλαγές θα πραγματοποιούνται μέσω μιας ενιαίας πλατφόρμας.

Το Tradepoint ένα εναλλακτικό ηλεκτρονικό χρηματιστήριο, μια νέα οργανωμένη κεφαλαιαγορά που λειτουργεί από το 1995 στο Λονδίνο και απευθύνεται σε θεσμικούς επενδυτές της Αμερικής, Χονγκ-Κονγκ, Ελβετίας και Ε.Ε. οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν σε μετοχές εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Μεγάλης Βρετανίας. Το Tradepoint έχει ως στόχο να μειώσει το κόστος και να αυξήσει τη διαφάνεια και αποτελεσματικότητα της εκτέλεσης και εκκαθάρισης των συναλλαγών εκμεταλλευόμενο από την αλματώδη πρόοδο του ηλεκτρονικού δικτύου και των τηλεπικοινωνιών. Κύριο χαρακτηριστικό είναι ότι δεν υπάρχουν χρηματιστηριακές εταιρίες, καθώς οι θεσμικοί δίνουν οι ίδιοι τις εντολές τους στο σύστημα.

Μια ακόμα νέα οργανωμένη κεφαλαιαγορά στο διαδίκτυο είναι το Jiway το οποίο απευθύνεται στους ιδιώτες επενδυτές σε όλη την Ευρώπη και επιτρέπει τη διενέργεια πράξεων σε μετοχές εισηγμένες σε επτά μεγάλα χρηματιστήρια της Ευρώπης και στα χρηματιστήρια NYSE και NASDAQ των Η.Π.Α.

Όλες οι στρατηγικές κινήσεις υπογραμμίζουν την ανάγκη ενοποίησης των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και η δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού χρηματιστηρίου προϋποθέτει την πλήρη εναρμόνιση της σχετικής νομοθεσίας των κρατών-μελών της Ε.Ε. τόσο σε επίπεδο κανονισμών, όσο και φορολογίας. Το Συμβούλιο Κορυφής της Ε.Ε. που συνήλθε πρόσφατα στη Λισσαβόνα,

έθεσε το χρονοδιάγραμμα ενοποίησης των κοινοτικών κεφαλαιαγορών με καταληκτική ημερομηνία εντός του 2005. Στόχος είναι να δοθεί η δυνατότητα σε όλες τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και των μικρομεσαίων, να έχουν πρόσβαση στα επενδυτικά κεφάλαια σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.



Κεφάλαιο 2°

Κεφάλαιο 2^ο

ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ

2.1 ΓΕΝΙΚΑ

Τα χρεόγραφα που είναι διαθέσιμα στον καθένα μας για να αγοράσουμε και οι οποίοι αποτελούμε το επενδυτικό κοινό της χώρας, αν μεν τα διαχωρίσουμε με βάση την ιδιότητα του εκδότη τα διακρίνουμε σε Δημόσια και Ιδιωτικά, διάκριση που είναι σημαντικής σημασίας ιδιαίτερα στα χρεόγραφα χρέους, αν δε ο διαχωρισμός γίνει με βάση το νομικό κριτήριο τα διακρίνουμε σε χρεόγραφα που ενσωματώνουν χρέος (ομολογίες) και χρεόγραφα που ενσωματώνουν ιδιοκτησία (μετοχές). Η πρακτική σημασία για τον επενδυτή της διάκρισης μεταξύ δημοσίου και ιδιωτικών είναι στη διαφορά του κινδύνου. Οι δανεισμοί του Δημοσίου συνεπάγονται μηδαμινό κίνδυνο μη πληρωμής του κεφαλαίου και των τόκων ενώ αυτές των ιδιωτικών εκδόσεων κάποιος έως σημαντικό κίνδυνο ανάλογα με τον κλάδο, τα υπάρχοντα χρέη και τον παράγοντα Διοίκηση. Συνέπεια της διάκρισης μεταξύ χρεογράφων χρέους (ομόλογα/ ομολογίες) και ιδιοκτησίας (μετοχές) έγκειται στην απόδοση που ζητείται. Για τις μετοχές ζητούνται υψηλότερες αποδόσεις από τις ομολογίες γιατί ενσωματώνουν υψηλότερο κίνδυνο από τα χρεόγραφα χρέους.

2.1.1 ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΧΡΕΟΥΣ (ομόλογα – ομολογίες)

Με την πώληση χρεογράφων που ενσωματώνουν χρέος ο εκδότης καλύπτει ανάγκες χρηματοδότησης με κεφάλαιο που πρέπει να επιστρέψει στους δανειστές. Ένα τέτοιο χρεόγραφο δηλαδή αποτελεί έγγραφη μαρτυρία της ύπαρξης δανείου και η κατοχή του σε μετατρέπεται σε πιστωτή του χρηματοδοτούμενου εκδότη.

Τα χρεόγραφα αυτά έχουν ημερομηνία λήξης που σημαίνει ότι ο εκδότης πρέπει να εξοφλήσει το αναγραφόμενο ποσό και τους τόκους στον κομιστή αυτού, διαφορετικά μπορεί να ασκήσει νομικά μέτρα για να εξαναγκάσει τον εκδότη σε εξόφληση κεφαλαίων και τόκων μέχρι και την κήρυξη σε πτώχευση. Η αμοιβή του αγοραστή του χρεογράφου χρέους είναι ο τόκος (coupon) που αναγράφεται στο σώμα και καταβάλλεται κατά τακτά χρονικά διαστήματα έχει δεν έχει κέρδη ο εκδότης.

Τα διαθέσιμα στον Έλληνα επενδυτή χρεόγραφα χρέους διακρινόμενα με βάση της ιδιότητα του εκδότη είναι τα εξής :

1. Χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου
2. Χρεόγραφα Δημοσίων Οργανισμών και Επιχειρήσεων
3. Χρεόγραφα Ανωνύμων Εταιριών Ιδιωτικού Τομέα

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην κατηγορία του δημοσίου εκτός των καθαρώς κυβερνητικών δανείων περιλαμβάνονται και ανάλογα που εκδίδονται από την τοπική αυτοδιοίκηση. Για τα τελευταία πρέπει να λεχθεί ότι δεν έχουν χρησιμοποιηθεί ακόμα στη χώρα μας για χρηματοδότηση των αναγκών της αυτοδιοίκησης. Η σημαντικότερη έννοια της κατ' αυτόν τον τρόπο διάκρισης των δανείων έγκειται στη διαβάθμιση του κινδύνου και κατά συνέπεια στην απόδοση που ζητούν για καθεμιά απ' αυτές τις κατηγορίες. Συνοπτικά

μπορούμε να πούμε ότι όσο υψηλότερο ο κίνδυνος που ενσωματώνεται στις εκδόσεις αυτές τόσο και υψηλότερη η απόδοση που ζητείται γι' αυτές.

1. ΤΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Το Ελληνικό δημόσιο καλύπτει ελλείμματα του προϋπολογισμού του δανειζόμενο από το επενδυτικό κοινό όπως και κάθε χρήστης κεφαλαίων ανταγωνιζόμενο τους επιχειρηματίες και τις τράπεζες στην κεφαλαιαγορά και τη χρηματαγορά. Τα χρεόγραφα του ελληνικού δημοσίου θεωρούνται απολύτως ασφαλή, είναι δηλαδή σχεδόν μηδενικού κινδύνου πράγμα που σημαίνει ότι ο ιδιοκτήτης δεν πρέπει να ανησυχεί για τυχόν μη εξόφληση του κεφαλαίου και των τόκων. Η απουσία τέτοιου κινδύνου στις αγορές που οι αποδόσεις στα χρεόγραφα αποφασίζονται από τις δυνάμεις αυτής έχει σαν συνέπεια να ζητούνται γι' αυτά οι πιο χαμηλές αποδόσεις.

Τα χρεόγραφα που εκδίδονται από το δημόσιο με βάση τη χρονική διάρκεια τους διακρίνονται :

- 1) σε βραχυπρόθεσμα, διάρκειας μικρότερης του έτους (Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, ΕΓΔ)
- 2) σε μεσοπρόθεσμα, διάρκειας μεγαλύτερης του έτους έως και 5 – 8 έτη (Ομόλογα Δημοσίου, ΟΔ) και
- 3) σε μακροπρόθεσμα, διάρκειας μεγαλύτερης των 8 – 10 ετών (Δάνεια Οικονομικής Αναπτύξεως, ΔΟΑ).

Η κυριότερη σημασία αυτής της διάκρισης έγκειται στην απόδοση που ζητούνται γι' αυτά. Όσο μακρύτερη η διάρκεια τόσο και υψηλότερη η απόδοση.

Κοινά Χαρακτηριστικά Χρεογράφων Δημοσίου

Τα χρεόγραφα της ομάδας του Δημοσίου, ανεξάρτητα από την κάπως αυθαίρετη προηγουμένως διαίρεση με βάση το χρόνο, έχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά που είναι τα εξής. Είναι πλέον διαθέσιμα στον καθένα μας, ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις και ΝΠΔΔ. Τα ΟΔ και τα ΔΟΑ πωλούνται στην ονομαστική τους αξία ενώ τα ΕΓΔ σε προεξοφλητική βάση, που σημαίνει ότι από την αξία λήξης (που είναι η ονομαστική αξία) έχει αφαιρεθεί ο τόκος που σωρεύεται στη διάρκεια από την αγορά μέχρι τη λήξη. Εκδίδονται στον κομιστή πράγμα που σημαίνει ότι ο κάτοχος είναι και ιδιοκτήτης. Τα ομόλογα και οι ομολογίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών ενώ παράλληλα τα πρώτα μπορούν να ρευστοποιούνται στις τράπεζες μετά από διαπραγμάτευση για την τιμή με κάποια πάντως ποινή. Στο χρηματιστήριο πάντως οι συναλλαγές στα ομόλογα είναι σπάνιες, δεν υπάρχει δηλαδή γι' αυτά πραγματικά δευτερογενής αγορά (ομοίως και στα ΕΓΔ) ενώ η υψηλή ρευστότητα είναι το κύριο χαρακτηριστικό στις αγορές των άλλων χωρών. Τα χρεόγραφα αυτά μπορεί να χρησιμοποιηθούν σαν ενέχυρο για λήψη δανείων από τις τράπεζες και για σύσταση εγγυοδοσιών στην ονομαστική τους αξία. Εκτός από τα δάνεια της Οικονομικής Αναπτύξεως, τα ΕΓΔ και τα ΟΔ είναι τα πιο πρόσφατα μέσα χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου από το επενδυτικό κοινό. Οι τόκοι όλων των εκδόσεων του Δημοσίου δεν φορολογούνται και δεν υπόκειται στο φόρο χαρτοσήμου ενώ η μεταβίβασή τους είναι ελεύθερη. Η παραγραφή των τοκομεριδίων είναι 5ετής εκτός αν αναγράφεται συγκεκριμένη περίοδος και του κεφαλαίου 10ετής.

Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου

Εκδίδονται από την Τράπεζα της Ελλάδος για το Υπουργείο Οικονομικών με ημερομηνία την τελευταία ημέρα του μήνα. Πωλούνται από τις εμπορικές τράπεζες και τα λοιπά εξουσιοδοτημένα πιστωτικά ιδρύματα και τα Μέλη του Χρηματιστηρίου έναντι προμήθειας που καταβάλλει το Δημόσιο. Είναι χρεόγραφα βραχυπρόθεσμης διάρκειας, τριών, έξι και δώδεκα μηνών και πωλούνται επί προεξοφλητικής βάσης, που σημαίνει ότι από την (ονομαστική) αξία που εισπράττει ο αγοραστής στη λήξη έχει αφαιρεθεί ποσό τέτοιου ύψους ώστε να επιτυγχάνεται με τη λήξη η απόδοση (το ονομάζουν επιτόκιο) που ανακοινώνεται κατά την έκδοση.

Αν τυχόν χρειαστεί να ρευστοποιηθούν προτού λήξουν υφίστανται ποινή 6% επί της ονομαστικής αξίας για το υπόλοιπο μέχρι τη λήξη χρονικό διάστημα. Όταν λήξουν μπορεί να ανανεωθούν για ίση χρονική διάρκεια. Σε περίπτωση που δεν έχουν εξοφληθεί ή ανανεωθεί εντός 30 ημερών από τη λήξη τους ανανεώνονται σιωπηρά για μια μόνο φορά, χρονικής διάρκειας ίσης με την προηγούμενη. Ο νέος τόκος που σωρεύεται μετράει από τη λήξη του για όλη τη διάρκεια της σιωπηρής ανανέωσης. Το κεφάλαιο και οι τόκοι παραγράφονται πέντε χρόνια μετά τη λήξη τους.

Ομόλογα του Δημοσίου

Για τα Ομόλογα του Δημοσίου (ΟΔ) ως προς τον εκδότη και τους πωλητές ισχύουν αυτά που είπαμε για τα ΕΓΔ. Εκδίδονται την τελευταία ημέρα του μήνα, πράγμα που σημαίνει ότι σε τυχόν αγορά τους μετά την ημερομηνία αυτή θα αγοράζεται και ο δεδουλευμένος τόκος. Θεωρούνται μεσοπρόθεσμα μέσα χρηματοδότησης των αναγκών του Δημοσίου (2 - 3 έτη σε μας οι πρώτες εκδόσεις) ενώ διεθνώς έχουν διάρκεια από 2 ή 3 έως και 10 έτη χωρίς πάλι σαφή χρονική διαίρεση. Αυτά αγοράζονται στην ονομαστική αξία που

εκτείνεται από 100.000 έως 10.000.000 δρχ. ο δε τόκος που σωρεύεται καταβάλλεται στο τέλος κάθε έτους. Το επιτόκιο και γενικά οι αποδόσεις είναι υψηλότερες των ΕΓΔ. Αν όμως χρειαστεί να προεξοφληθούν στην τράπεζα, γιατί δεν υπάρχει ενδιαφέρον στο χρηματιστήριο, η τιμή συμφωνείται μετά από διαπραγμάτευση με την τράπεζα.

Οι πρώτες εκδόσεις των ομολόγων αυτών είχαν ρήτρα ECU (ονομαστική αξία 1.000 ECU και επιτόκιο 8% ή 8,2%). Αυτό για τους επενδυτές σημαίνει ότι η απόδοση αυξάνεται από τυχόν υποτίμηση της δραχμής σε σχέση με την ευρωπαϊκή νομισματική μονάδα (ECU). Οι αποδόσεις όμως που επιτεύχθηκαν τα πρώτα έτη από της έκδοσης, δεν ήταν ικανοποιητικές. Η μετατροπή των ECU σε δραχμές για την πληρωμή του κεφαλαίου και του τόκου γίνεται με συντελεστή που είναι ο μέσος αριθμητικός της συναλλαγματικής ισοτιμίας Fixing δραχμής/ ECU κατά τον αμέσως προηγούμενο μήνα από την ημερομηνία πληρωμής. Η ισοτιμία δραχμής και ECU δημοσιεύεται στον καθημερινό οικονομικό τύπο, θεωρούνται κατάλληλα χρεόγραφα για τη συμπλήρωση του εισοδήματος των ατόμων, παρόλο ότι η τρέχουσα απόδοση είναι μικρή, επιτυγχάνουν όμως αποδόσεις λήξης ισοδύναμες ίσως των έντοκων γραμματίων του δημοσίου, λόγω όμως μεγαλύτερης διάρκειας έχουν και μεγαλύτερο ρίσκο σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων.

Ομολογιακά Δάνεια του Δημοσίου

Ομολογίες Οικονομικής Αναπτύξεως : Με έκδοση Ομολογιακών Δανείων Οικονομικής Αναπτύξεως το Δημόσιο χρηματοδοτεί τις πιο μακροπρόθεσμες ανάγκες του σε κεφάλαια. Αυτά που εκδόθηκαν στην δεκαετία του 1960 και '70 είχαν διάρκεια 20 ετών. Τα τοκομερίδια πληρώνονταν κάθε έτος ενώ οι ομολογίες τους συμμετείχαν στην κλήρωση λαχείου. Όλα σχεδόν τα δάνεια

αποσβένονταν με ετήσιες κληρώσεις ενώ οι κληρωνόμενες ομολογίες εξοφλούντο 10% υπέρ την ονομαστική αξία (υπέρ το άρτιο) για την πρώτη περίπου δεκαετία και 15% για τη δεύτερη.

Μετά το 1972 δεν εκδόθηκαν άλλα ομολογιακά δάνεια. Οι αποδόσεις που επιτύγχαναν στις 10ετίες του 1970 και 1980 δεν βρίσκονταν σε αρμονία με τις αποδόσεις που επιτύγχαναν άλλες μορφές επένδυσης, ήταν δηλαδή μικρότερες. Λαμβανομένου υπόψη και του όχι καλού ιστορικού με τον πληθωρισμό, από πλευράς προτίμησης θα πρέπει να έπονται σημαντικά των βραχύτερης διάρκειας πρόσφατων ομολόγων του Δημοσίου. Τα περισσότερα απ' αυτά αγοράστηκαν από τις εμπορικές τράπεζες στο πλαίσιο της υποχρεωτικής επένδυσης κεφαλαίων τους σε χρεόγραφα.

Δάνειο Ενοποιήσεως 1962. Εκδόθηκε για αντικατάσταση όλων των κρατικών δανείων σε δραχμές που είχαν εκδοθεί προ του 1940. Η ονομαστική του αξία είναι 100 δρχ. και το επιτόκιο 2,5%. Δεν έχει λήξη, κατ' έτος όμως αγοράζονται στο χρηματιστήριο τμηματικά ομολογίες. Υπολογίζεται ότι θα έχει εξαγοραστεί το σύνολο των ομολογιών μέχρι το 2006. Οι τρέχουσες αποδόσεις που επιτεύχθηκαν μεταξύ 1974 – 84 κυμαίνονται από 4,46% - 5,51% ενώ κατ' έτος (15/5) κληρώνονται 239 λαχνοί συνολικού ποσού 2.000.000 δρχ.

Δεν συνίσταται για κανενός ατόμου επενδυτικές ανάγκες, ακόμα και με το λαχείο του (πρώτος λαχνός 300.000 δρχ. με ομολογίες σε κυκλοφορία 4.000.000) γιατί οι αποδόσεις στις περασμένες δεκαετίες του 1960 και 1970 βρίσκονταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα και παραμένουν.

2.ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΚΑΙ Α.Ε.

Δάνεια ΔΕΗ : Με την πώληση ομολογιών η ΔΕΗ χρηματοδότησε προγράμματα εξηλεκτρισμού της χώρας. Δεν διέφεραν σε τίποτα των αντίστοιχων του Δημοσίου πλην του ότι αυτά δεν ήσαν λαχειοφόρα, είχαν υψηλότερα επιτόκια και τα τοκομερίδια σε ορισμένα πληρώνονταν κάθε εξάμηνο στην πρώτη 10ετία έκδοσής τους και κάθε χρόνο στην δεύτερη 10ετία. Η ονομαστική αξία και οι τόκοι σε ορισμένα από αυτά ήσαν σε δολάρια ή μάρκα, πληρώνονταν όμως στο ισοδύναμο ποσό των δραχμών. Στη δεκαετία του 1980 είχε εκδοθεί ένα μόνο δάνειο (αρχές 1989) με ρήτρα γερμανικού μάρκου και ως εκ τούτου οι τιμές τους και τα τοκομερίδια επηρεάζονται από τις τρέχουσες σχέσεις των δύο νομισμάτων.

Δάνεια Κτηματικής Τράπεζας. Αφορά δύο ομολογιακά δάνεια, το ένα σε λίρες Αγγλίας που αντικατέστησε όλα τα δάνεια που εκδόθηκαν στο Λονδίνο (1927 – 30) και το άλλο σε δραχμές για όλα τα δάνεια που εκδόθηκαν σε δραχμές (εσωτερικού).

Του Δανείου σε Λίρες η ονομαστική αξία είναι £ 10 ο τόκος (£ 0,25) πληρώνεται ανά δώδεκα μήνες, την 1/12 σε δραχμές στην Ελλάδα (υπολογισμένων με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία λιρών και δραχμών την ημερομηνία που αναγράφεται σ' αυτά. Η απόσβεση γίνεται με εξαγορές ομολογιών (είναι δυνατή και η κλήρωση των προς εξαγορά ομολογιών). Η εξόφληση θα περατωθεί το 2.028.

Η ετήσια απόδοση του τοκομεριδίου του δανείου σε λίρες, όπως και των άλλων με ρήτρα συναλλάγματος, εξαρτάται από τη διακύμανση της σχέσης λιρών/δραχμών, αφορά δηλαδή ομολογίες περισσότερο κατάλληλες για κερδοσκοπία (αυτές υπενθυμίζουμε εξασφαλίζουν ένα ελάχιστο σταθερό

εισοδήμα από τόκους και επί πλέον τη δυνατότητα κεφαλαιακών κερδών εφόσον υποτιμάται η δραχμή). Υποτίμηση της δραχμής σε σχέση με τη λίρα συνεπάγεται αύξηση της τιμής και του τοκομεριδίου (και είναι η μέχρι τώρα πορεία της ισοδυναμίας τους) και η ανατίμηση της δραχμής μείωση στο πλαίσιο πάντοτε των τρεχουσών αποδόσεων των χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Σημειώνουμε ότι για να υπολογίσεις τη συνολική απόδοση δανείων σε συνάλλαγμα θα πρέπει να συνυπολογίσεις και τα κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία πολλές φορές είναι σημαντικά.

Του Δανείου σε Δραχμές η ονομαστική αξία είναι 100 δρχ. το επιτόκιο 3,5% και πληρώνεται κάθε έτος την 1/1. Η απόσβεση του δανείου γίνεται με εξαγορές ομολογιών (δυνατή είναι και η μέσω κλήρωσης απόσυρση) και θα περατωθεί το 2.041. Η τρέχουσα απόδοση που επιτυγχανόταν την περίοδο 1976 – 84 διακυμάνθηκε από 6,15% - 10,10% και το 1986 κατέβηκε στο 8,26%.

Στην περίπτωση των ομολογιών σε δραχμές οι αποδόσεις που επιτυγχάνονται είναι πολύ χαμηλές στο πλαίσιο των σημερινών αποδόσεων (τέλος 1988) των προθεσμιακών καταθέσεων και αποδόσεων λοιπών ομολογιακών δανείων του Δημοσίου και τραπεζικών ομολόγων. Δεν αποτελεί συνεπώς χρεόγραφο κατάλληλο ούτε για κερδοσκοπία ούτε για συμπλήρωση του εισοδήματος των ατόμων.

3. ΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Με έκδοση τραπεζικών ομολόγων αντλούνται κεφάλαια ιδιαίτερα από τις τράπεζες επενδύσεων τα οποία στη συνέχεια τίθενται στη διάθεση των επιχειρήσεων για παραγωγικές επενδύσεις. Πωλούνται στο κοινό από τα υποκαταστήματα της εκδότριας ή συνεργαζόμενης τράπεζας και τα μέλη του

Χρηματιστηρίου στην ονομαστική αξία προ του τέλους του μήνα από τον οποίο σωρεύονται οι τόκοι. Στα μέχρι σήμερα εκδοθέντα ομόλογα η ονομαστική αξία ήταν 5.000 και η διάρκεια τους ετήσια, με δυνατότητα ανανέωσης για τρία ακόμα χρόνια με το νέο όμως επιτόκιο της εκδότριας τράπεζας, αν τυχόν αυτό έχει αλλάξει. Σε κάθε ανανέωση που γίνεται με δήλωση του κομιστή υπολογίζονται οι τόκοι επί των σωρευμένων τόκων των προηγούμενων ετών. Η ανανέωση γίνεται και αυτόματα μετά 3 μήνες από τη λήξη τους με αναδρομική σώρευση των τόκων.

Τα τραπεζικά ομόλογα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, χωρίς όμως μέχρι σήμερα να έχουν σημειώσει αξιόλογη συναλλακτική κίνηση. Ρευστοποιούνται επίσης από την εκδότρια τράπεζα μετά το πρώτο εξάμηνο υποχρεωτικά με απώλεια όμως τόκων τριών μηνών. Παραγράφονται οι μεν τόκοι μετά 5ετία το δε κεφάλαιο μετά 10ετία.

Αποτελούν ικανοποιητικά εισοδηματικά χρεόγραφα για μεσοπρόθεσμη επένδυση. Σ' αυτά πρέπει να ζητούνται αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των Ομολόγων του Δημοσίου. Πρέπει πάντως να σημειώσουμε ότι υπάρχει κάποια αταξία στην ιεράρχηση των αποδόσεων της ελληνικής χρηματαγοράς, πράγμα που σημαίνει ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν αυτές δεν αντανακλούνται ικανοποιητικά στις αποδόσεις (περισσότερα αναπτύσσονται στο Γ' Μέρος «Διαμόρφωση Επιτοκίου και Αποδόσεων»).

2.1.2 ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Αυτά αντιπροσωπεύουν το μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με ίδια κεφάλαια και είναι γνωστά σαν μετοχές σ' αντιδιαστολή με τη χρηματοδότησή της με μακροπρόθεσμο χρέος που γίνεται μέσα από ομολογιακά ή τραπεζικά

δάνεια εγγυημένα με υποθήκη. Στην περίπτωση που η επιχείρηση χρειάζεται ίδια κεφάλαια πωλεί στο επενδυτικό κοινό μετοχές. Για να μπορέσει να χρησιμοποιήσει αυτή την πηγή άντλησης κεφαλαίων θα πρέπει να επιχειρήσει να γίνει χρηματιστηριακή, να διαπραγματεύονται δηλαδή οι ήδη εκδοθείσες μετοχές στην επίσημη ή την παράλληλη αγορά. Όταν έχουμε πώληση μετοχών (και ομολογιών) στο κοινό μιλάμε για κεφαλαιαγορά ενώ όταν οι κατ' αυτόν τον τρόπο πωληθείσες μετοχές πωλούνται ή αγοράζονται στο χρηματιστήριο μιλάμε για χρηματιστηριακή αγορά.

Όταν η επιχείρηση έχει εκδόσει μέχρι τώρα και πωλεί στο κοινό μια μόνο κατηγορία μετοχών τότε αυτές συνεπάγονται τα εξής δικαιώματα που τα ασκεί ο κάτοχος αυτών :

1. Συμμετέχουν, κατ' αναλογία του αριθμού των μετοχών, στα κέρδη μέσω του μερίσματος που διανέμεται και είναι αυτό για το οποίο ενδιαφέρονται οι επενδυτές σε μετοχικούς τίτλους.
2. Συμμετέχουν, κατ' αναλογία του αριθμού των μετοχών, στη διανομή του ενεργητικού της ΑΕ σε περίπτωση διάλυσης ή πτώχευσης, δικαίωμα όμως ασήμαντης αξίας για τους επενδυτές αφού αυτές (και ιδιαίτερα οι χρηματιστηριακές) θεωρούνται απεριόριστης διάρκειας με έμφαση στα κέρδη και όχι στα ενεργητικά (πλην της περίπτωσης της πιθανής ρευστοποίησης).
3. Συμμετέχουν, κατ' αναλογία στη διοίκηση (μέσω του δικαιώματος συμμετοχής και ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις) δικαίωμα που αφήνει αδιάφορους τους μικροεπενδυτές αφού δεν ενδιαφέρονται (αλλά και δεν μπορούν) να εκλεγούν στο Διοικητικό Συμβούλιο).

4. Συμμετέχουν, κατ' αναλογία του αριθμού των μετοχών, σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω του δικαιώματος προτίμησης στη νέα έκδοση, δικαίωμα που προστατεύει τα τρία προηγούμενα.

Οι μετοχές που έχουν αυτά τα δικαιώματα είναι γνωστές σαν κοινές. Αν όμως υπάρχει και δεύτερη κατηγορία μετοχών τότε από αυτές έχουν αφαιρεθεί ορισμένα από τα προαναφερθέντα δικαιώματα και αντ' αυτών έχουν προστεθεί άλλα. Αυτή η κατηγορία μετοχών είναι γνωστή σαν προνομιούχες μετοχές.

Τα επιπλέον των κοινών μετοχών δικαιώματα των προνομιούχων συνήθως είναι :

α. Στο μέρισμα (έχουν έναντι των κοινών προτεραιότητα στη λήψη του πρώτου μερίσματος).

β. Στα ενεργητικά (προτεραιότητα επ' αυτών για την ονομαστική τους αξία σε περίπτωση ρευστοποίησης).

γ. Σε ειδικά δικαιώματα (μετοχές μετατρέψιμες, ανακλήσιμες και εξαργυρώσιμες).

Τα επί έλαττον των κοινών μετοχών δικαιώματα των προνομιούχων συνήθως είναι :

α. Στη ψήφο (στερούνται του δικαιώματος ψήφου)

β. Στα κέρδη (δεν συμμετέχουν στη διανομή των κερδών όπως και οι κοινές).

- ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Όταν η επιχείρηση προβαίνει σε πώληση κοινών μετοχών στο επενδυτικό κοινό η συνέπεια είναι να εισρεύσουν νέα κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούνται συνήθως για παραγωγικές επενδύσεις που για τον επενδυτή σημαίνει αύξηση της προσδοκίας για υψηλότερα μελλοντικά κέρδη. Η κατ' αυτόν τον τρόπο

άντληση κεφαλαίων συνεπάγεται αύξηση του αριθμού των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Αύξηση του αριθμού των μετοχών και του μετοχικού κεφαλαίου επέρχεται και με τους εξής τρόπους :

α. Διανομή μερίσματος σε μετοχές από κέρδη της τρέχουσας χρήσης.

β. Διανομή (δωρεάν) μετοχών από μετοχοποίηση κυρίως του έκτακτου αποθεματικού.

γ. Διανομή (δωρεάν) μετοχών από μετοχοποίηση της υπεραξίας των παγίων.

Όπως θα αναπτύξουμε στις υπόλοιπες επικεφαλίδες η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η διανομή «δωρεάν» μετοχών που προέρχονται από οποιαδήποτε πηγή των τριών ανωτέρω περιπτώσεων δε συνεπάγεται καμία ευεργετική επίδραση στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης και συνεπώς μια τέτοια διανομή δεν πρέπει να έχει αντανάκλαση στην αξία της μετοχής. Τουναντίον, όταν αποκόπτεται η μερισματοπόδειξη με την οποία θα παραλειφθούν οι δωρεάν μετοχές, η τιμή πέφτει αναλογικά με τον αριθμό των νέων μετοχών σε σχέση με τις παλιές. Όμως την περίοδο της δημοσιοποίησης και ιδιαίτερα προ αυτής σημειώνεται κάποια αύξηση στην τιμή ενώ στην περίοδο που οι δωρεάν μετοχές εισάγονται για διαπραγμάτευση η αυξημένη προσφορά πιέζει τις τιμές, ιδιαίτερα αν αυτές αποτελούν σημαντικό μέρος του συνόλου.

2.2 REPOS

2.2.1 Γενικά

Το Υπουργείο Οικονομικών με πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση κατήργησε τη φορολογία εισοδήματος τόκων που προκύπτουν από πράξεις Repo.

Η πράξη Repo (Repurchase agreement) είναι μια συμφωνία πώλησης τίτλων Ελληνικού Δημοσίου, ιδιοκτησίας της Τράπεζάς μας, σε πελάτη και επαναγορά τους από την Τράπεζα σε μελλοντική ημερομηνία.

Το χρονικό διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας πώλησης και της ημερομηνίας επαναγοράς αποτελεί τη διάρκεια της πράξης Repo.

Οι τίτλοι πωλούνται στην παρούσα αξία τους και επαναγοράζονται από την Τράπεζα την ημερομηνία επαναγοράς, σε τιμή προσαυξημένη κατά τους τόκους που προκύπτουν από το επιτόκιο και τη διάρκεια της πράξης Repo.

Το επιτόκιο κάθε πράξης καθορίζεται από τη Διεύθυνση Διαθεσίμων & Διεθνών Σχέσεων, στα πλαίσια της πολιτικής διαχείρισης των διαθεσίμων της Τράπεζας και τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες της χρηματαγοράς.

Σημειώνεται ότι, κατά τη διενέργεια των πράξεων Repo, παρ' όλο που η κυριότητα των τίτλων μεταβιβάζεται στον αγοραστή, οι τίτλοι παραμένουν για φύλαξη στην Τράπεζα, η οποία και διατηρεί όλα τα δικαιώματα που απορρέουν από αυτούς.

Ο πελάτης που τοποθετεί κεφάλαια σε πράξεις Repo, λόγω του αφορολόγητου χαρακτήρα τους, επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις έναντι των προθεσμιακών καταθέσεων.

Έτσι οι πράξεις Repo :

- ✓ παρέχουν στους πελάτες της Τράπεζας (ιδιαίτερα στους μεγάλους πελάτες) τη δυνατότητα εναλλακτικής μορφής τοποθέτησης των κεφαλαίων τους,
- ✓ επιτρέπουν την προσέλκυση νέων πελατών (ή και την αποφυγή διαρροής καταθέσεων εκτός Τράπεζας), λόγω της ελαστικότητας της απόδοσης των κεφαλαίων τους,
- ✓ επιτυγχάνουν μεγαλύτερη αξιοποίηση των υπαρχόντων αποθεμάτων της Τράπεζας σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου.

2.2.2 Δικαιώματα πράξεων Repo

Δικαίωμα σύναψης πράξης Repo έχουν Φυσικά Πρόσωπα κάτοικοι ή μη κάτοικοι Ελλάδος, Νομικά πρόσωπα του Ιδιωτικού Δικαίου με έδρα την Ελλάδα ή το εξωτερικό, καθώς και Δημόσιες & Δημοτικές επιχειρήσεις. Εξαιρούνται οι Δημόσιοι Οργανισμοί που υπάγονται στο Α.Ν. 1611/50 (τέτοιιοι είναι τα πάσης φύσεως Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, όπως και τα πάσης φύσεως Ασφαλιστικά Ταμεία Δημοσίου ή Ιδιωτικού Δικαίου).

Οι πράξεις Repo διενεργούνται από τους κάτωθι :

- από ένα και μόνο πρόσωπο που ενεργεί μόνο για λογαριασμό του
- από περισσότερα πρόσωπα τα οποία ενεργούν από κοινού οπότε και κατά τη σύναψη της πράξης αλλά και σε τυχόν πρόωρη επαναγορά θα πρέπει να προσέρχονται και να υπογράφουν όλα τα πρόσωπα από κοινού
- από ένα πρόσωπο που ενεργεί ατομικά αλλά και για λογαριασμό άλλων προσώπων, οπότε κατά τη σύναψη της πράξης θα προσέρχεται μόνο το πρόσωπο που διενεργεί την πράξη, σε δε τυχόν πρόωρη επαναγορά θα προσέρχονται και θα υπογράφουν από κοινού το πρόσωπο που συνήψε την πράξη αλλά και αυτά για λογαριασμό των οποίων είχε συναφθεί η πράξη.

Τονίζεται ότι στις δύο τελευταίες περιπτώσεις κατά τη χορήγηση βεβαίωσης τόκων θα αναγράφονται τα ονοματεπώνυμα όλων των προσώπων. Εάν μέχρι την ημερομηνία επαναγοράς μεσολαβήσει θάνατος ενός από τα παραπάνω πρόσωπα, το προϊόν της πράξης Repo θα πιστωθεί κανονικά στον λογαριασμό κατάθεσης που είχε υποδείξει το πρόσωπο που συνήψε την πράξη. Ο λογαριασμός αυτός μπορεί να είναι απλός ή κοινός και στην περίπτωση αυτή για την ανάληψη του προϊόντος επαναγοράς ισχύουν όσα προβλέπονται στις καταθέσεις.

2.2.3 Όριο συναλλαγών, διάρκεια, επιτόκια και τοκοφόρες ημερομηνίες.

Για κάθε πράξη Repo από την Τράπεζά μας καθορίζεται ως ελάχιστο όριο το ποσό των δρχ. 50 εκατ. (ποσό που εισπράττεται από τον πελάτη).

Η διάρκεια κάθε πράξης μπορεί να είναι 7, 14, 21 ημέρες, 1,2 και 3 μήνες (απεικονίζεται ως 7^H, 14^H, 21^H, 1M, 2M, 3M αντίστοιχα).

Τα επιτόκια θα λαμβάνονται καθημερινά από το σύστημα on line, και έχουν τοκοφόρο ημερομηνία (valeur) την ίδια εργάσιμη μέρα. Κάθε πράξη λήγει την ημερομηνία επαναγοράς που είναι η ημερομηνία κατά την οποία η Τράπεζα προβαίνει στην επαναγορά των τίτλων και αποδίδει το προϊόν της πράξης (κεφάλαιο και τόκους) στον πελάτη με πίστωση του λογαριασμού του κατάθεσης με valeur την ημερομηνία επαναγοράς.

Στην πρόωρη επαναγορά ο πελάτης επιβαρύνεται με τόκους ποινής, βάσει του επιτοκίου ποινής που ισχύει κάθε φορά, επί του ποσού της συμμετοχής στη πράξη και για το χρονικό διάστημα από την ημερομηνία της πρόωρης επαναγοράς μέχρι την ημερομηνία λήξης της πράξης Repo.

2.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες μπορούν να διαχωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

Ανάλογα με τη φύση τους, ή τη πηγή προέλευσης των δεδομένων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους, διακρίνονται στις ακόλουθες υποκατηγορίες :

- **Αριθμοδείκτες Ισολογισμού.**
- **Αριθμοδείκτες Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης.**
- **Αριθμοδείκτες Κατάστασης Διάθεσης Αποτελεσμάτων.**
- **Αριθμοδείκτες Μικτοί:** χρησιμοποιούν δεδομένα από δύο διαφορετικές από τις πιο πάνω αναφερόμενες καταστάσεις.

Ανάλογα με τις διάφορες πτυχές της οικονομικής κατάστασης και δραστηριότητας της επιχείρησης, οπότε και διακρίνονται στις ακόλουθες υποκατηγορίες:

- **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας:** μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες ή τρέχουσες υποχρεώσεις.
- **Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης:** μετρούν το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρηματοδοτήθηκε με δανεισμό.
- **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας:** μετρούν το βαθμό της αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

- **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας:** μετρούν την δυναμικότητα των κερδών και την ικανότητα της διοίκησης στη διαχείριση των διαθέσιμων πόρων της.

Μία παραλλαγή της δεύτερης κατηγορίας είναι η ακόλουθη:

- **Αριθμοδείκτες Τρέχουσας Οικονομικής Κατάστασης:** μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες ή τρέχουσες υποχρεώσεις, καθώς και την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και των επιμέρους στοιχείων του.
- **Αριθμοδείκτες Μακροχρόνιας Οικονομικής Κατάστασης:** μετρούν από μακροχρόνια σκοπιά την ικανότητα, της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, τη δανειοληπτική της ικανότητα καθώς και τον βαθμό προστασίας των πιστωτών της.
- **Αριθμοδείκτες Επενδυτικοί ή Χρηματιστηριακοί:** μετρούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο.
- **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας :** όπως παραπάνω
- **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας :** όπως παραπάνω

Αριθμοδείκτες Τρέχουσας Οικονομικής Κατάστασης

Σκοπός κάθε επιχείρησης είναι μακροχρόνια η επίτευξη κερδών και βραχυχρόνια η διατήρηση ικανοποιητικής ρευστότητας. Λέγοντας ρευστότητα αναφερόμαστε στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης

είναι υγιής εφόσον διαθέτει επαρκή ρευστότητα μέσω της καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά.

Η **ανεπάρκεια** ρευστότητας σε μια επιχείρηση επιδρά τόσο στα κέρδη όσο και στη βιωσιμότητά της γιατί αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα τότε αφενός μεν δε θα είναι σε θέση να προμηθεύεται με εμπορεύματα, πρώτες ύλες ή υπηρεσίες με μετρητά επιτυγχάνοντας έτσι χαμηλές τιμές αγοράς και άρα μειωμένα κέρδη, και αφετέρου δε θα είναι σε θέση να πληρώσει τις λήγουσες υποχρεώσεις της. Σαν αποτέλεσμα όλων αυτών έρχεται η δυσκολία του εφοδιασμού της με εμπορεύματα, η μείωση των δραστηριοτήτων και άρα των κερδών της όπως επίσης και η μείωση των συναλλασσόμενων με αυτή γεγονός που ενισχύει την πιθανότητα να βρεθεί σε κατάσταση πτώχευσης. Στην περίπτωση **υπερεπάρκειας** ρευστότητας τώρα, τα κέρδη της θα είναι χαμηλότερα από εκείνα που θα πραγματοποιούσε αν είχε τοποθετήσει πιο αποδοτικά τα κεφάλαιά της. Είναι λοιπόν προφανές ότι η ιδανική κατάσταση βρίσκεται ανάμεσα στην ανεπάρκεια και την υπερεπάρκεια ρευστότητας.

Οι βασικότεροι παράγοντες που καθορίζουν την τρέχουσα οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης είναι :

1. Η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της
2. Η ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα κυκλοφοριακά στοιχεία και το κεφάλαιο κίνησής της
3. Η βραχυπρόθεσμη δανειοληπτική ικανότητά της.

Η τρέχουσα οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης από άποψη κεφαλαίου κίνησης θεωρείται καλή όταν αυτή διαθέτει επάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, μπορεί να χορηγεί πιστώσεις στους πελάτες, να διαθέτει επαρκή διαθέσιμα καθώς επίσης και χρηματοοικονομική ευκαμψία ώστε να μπορεί να προσαρμόζεται και να αντιμετωπίζει με επιτυχία τις απρόβλεπτες ανάγκες και να εκμεταλλεύεται τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες. Οι αριθμοδείκτες που περιγράφουν αναλυτικά αυτά τα χαρακτηριστικά είναι οι ακόλουθοι:

1. Γενικής Ρευστότητας
2. Πραγματικής Ρευστότητας
3. Ταμειακής Ρευστότητας
4. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων
5. Μέσου Χρόνου Παραμονής των Αποθεμάτων στην Αποθήκη
6. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Απαιτήσεων
7. Μέσου Χρόνου Είσπραξης των Απαιτήσεων
8. Λειτουργικού κύκλου
9. Ταχύτητας κυκλοφορίας υποχρεώσεων
10. Μέσου χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων
11. Κυκλώματος Μετατροπής Μετρητών
12. Ταχύτητας κυκλοφορίας του Κεφαλαίου Κίνησης

2.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Μία επιχείρηση για να θεωρείται επιτυχημένη, θα πρέπει να διαθέτει ισχυρή τόσο την τρέχουσα όσο και την μακροχρόνια οικονομική της

κατάσταση. Έχοντας ήδη αναλύσει την έννοια της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης στηριζόμενοι στους αριθμοδείκτες ρευστότητας, θα προχωρήσουμε στο κεφάλαιο αυτό στην μελέτη της **μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης**. Είναι προφανές πως αναφερόμαστε στην ικανότητα της επιχείρησης να επιβιώσει και να λειτουργήσει μακροπρόθεσμα. Οι κύριες υποχρεώσεις της έχουν να κάνουν με λήγουσες δόσεις και τόκους, τμηματική εξόφληση ομολογιακών δανείων αλλά και με τη καταβολή μερισμάτων στους κοινούς και προνομιούχους μετόχους. Στο πλαίσιο της ανάλυσης μακροπρόθεσμης κατάστασης εντάσσεται και η ικανότητα εξασφάλισης των πιστωτών ή δανειστών μακροπρόθεσμων ή βραχυπρόθεσμών καθώς επίσης και η δανειοληπτική ή πιστοληπτική ικανότητά της.

Η ανάλυση και των δύο οικονομικών καταστάσεων είναι επιτακτική μια και αυτές αλληλεπιδρούν συχνά. Μια καλή μακροχρόνια οικονομική κατάσταση μπορεί εύκολα να εξουδετερωθεί λόγω κακής τρέχουσας οικονομικής κατάστασης λόγω ανεπαρκών κεφαλαίων κίνησης ή μεγάλου λειτουργικού κύκλου για παράδειγμα. Αντίστοιχα μια καλή τρέχουσα οικονομική κατάσταση μπορεί να εξουδετερωθεί λόγω κακής δομής περιουσίας ή κακής δομής των κεφαλαίων. Σε κάθε περίπτωση η επιχείρηση οδηγείται σε μεγάλες δαπάνες και γίνεται επικίνδυνα δυσκίνητη. Η διαδικασία εκτίμησης της οικονομικής κατάστασης από μακροχρόνια σκοπιά περιλαμβάνει κυρίως την **ανάλυση και αξιολόγηση της διάρθρωσης κεφαλαίων, τον τρόπο χρηματοδότησης της περιουσίας της, τον τρόπο κάλυψης ή ασφάλειας του ξένου κεφαλαίου αλλά και την αποδοτικότητα των κεφαλαίων, παράγοντες που αναλύονται διεξοδικά στις επόμενες παραγράφους.**

2.3.2 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι μορφές κεφαλαίων που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για τη χρηματοδότησή της αναφέρονται με τον όρο **Διάρθρωση Κεφαλαίων**. Πιο τεχνικά θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε τον όρο **Δομή** για να ορίσουμε την ποσοστιαία συμμετοχή των διαφόρων μορφών κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Λέγοντας κεφάλαια αναφερόμαστε τόσο στα ίδια αλλά και στις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της (δανειακά). Η σπουδαιότητα της Δομής των κεφαλαίων έγκειται στην διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στα ίδια και τα δανειακά κεφάλαια τα βασικά χαρακτηριστικά των οποίων είναι:

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Αναφερόμαστε σε κεφάλαια που εκτίθενται στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Κύριο χαρακτηριστικό τους είναι ότι δεν έχουν εξασφαλισμένη ή υποχρεωτική απόδοση, αφού ακόμα και σε περίπτωση κερδών είναι θέμα απόφασης της διοίκησης και της γενικής συνέλευσης η διανομή μερίσματος στους μετόχους. Επίσης δεν υπάρχει συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα για την επιστροφή τους στους μετόχους. Καταλήγοντας, από τη μια μεριά αποτελούν μόνιμα κεφάλαια και μπορεί η διοίκηση να υπολογίζει σε αυτά σε περίοδο αντίξων συνθηκών και από την άλλη δεν μπορούν να απαιτήσουν τη λήψη μερίσματος.

ΔΑΝΕΙΑΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Πρόκειται για τα κεφάλαια που πρέπει να εξοφληθούν και να καταβληθούν τόκοι για την εξυπηρέτησή τους σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από το σε ποιά οικονομική κατάσταση βρίσκεται η επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερης προθεσμίας είναι το δάνειο και όσο λιγότερο επαχθείς είναι οι όροι εξόφλησης τόσο θα μπορέσει η επιχείρηση να το εξυπηρετήσει. Τα ξένα κεφάλαια και πιο ειδικά τα μακροπρόθεσμα εξασφαλίζονται με την εγγραφή εμπράγματων δικαιωμάτων σε πάγια στοιχεία της επιχείρησης.

Είναι φανερό ότι τα ξένα κεφάλαια διατρέχουν πολύ μικρότερο κίνδυνο από τα ίδια. Ο κίνδυνος δε αυτός γίνεται όλο και μικρότερος όσο η βάση του ιδίου κεφαλαίου σε σχέση με το ξένο είναι μεγαλύτερη. Αυτός είναι ο λόγος που τα δανειακά κεφάλαια γενικά απαιτούν μικρότερη αμοιβή από ότι απαιτούν τα ίδια ή αλλοιώς, το κόστος του δανειακού κεφαλαίου είναι μικρότερο από το κόστος του ιδίου κεφαλαίου. Η ανάλυση της δομής κεφαλαίων που παραθέσαμε μας οδηγεί στα ακόλουθα συμπεράσματα :

Α. Υψηλή αναλογία ξένου κεφαλαίου στη συνολική δομή των κεφαλαίων της επιχείρησης σημαίνει πρώτα τη χαμηλή ως ανύπαρκτη πιστοληπτική ή δανειοληπτική ικανότητα και ακόλουθα υψηλές σταθερές υποχρεώσεις από δόσεις και τόκους των δανείων της. Αυτή η υψηλή αναλογία μπορεί ακόμα να σημαίνει περιορισμό της βούλησης και της ανεξαρτησίας της διοίκησης στη λήψη αποφάσεων αλλά και περιορισμό στην χρηματοοικονομική ευελιξία της επιχείρησης.

Β. Για τον κοινό μέτοχο η ύπαρξη ξένου κεφαλαίου εγκυμονεί κινδύνους στη επένδυσή του οι οποίοι αντισταθμίζονται από τη δυνατότητα πραγματοποίησης υψηλότερων κερδών.

Γ. Οι δανειστές προτιμούν μια όσο το δυνατό μεγαλύτερη αναλογία ιδίων κεφαλαίων στη συνολική δομή κεφαλαίων της επιχείρησης γιατί βλέπουν το ίδιο κεφάλαιο ως ένα «στρώμα ασφαλείας» που θα τους προστατεύσει από τυχόν ζημιές.

2.3.3 ΤΡΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Ο τρόπος χρηματοδότησης της περιουσίας μιας επιχείρησης είναι σημαντικός για την εξασφάλιση της βραχυχρόνιας και μακροχρόνιας ισορροπίας, στη χρηματοδοτική διάρθρωσή της. Η ισορροπία αυτή επιτυγχάνεται όταν τα στοιχεία του ενεργητικού καλύπτονται ή αλλιώς χρηματοδοτούνται ο αντίστοιχα με κεφάλαια ίσης ή μεγαλύτερης διάρκειας. Αυτό όμως είναι μια θεωρητική προσέγγιση και έτσι η πράξη ακολουθεί τους παρακάτω βασικούς κανόνες όσον αφορά την εξασφάλιση χρηματοδοτικής ισορροπίας :

Κανόνας 1

Η αξία των πάγιων στοιχείων πρέπει να καλύπτεται κατά κανόνα από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, αν πάλι αυτά δεν επαρκούν για την πλήρη κάλυψη των παγίων τότε πρέπει να χρησιμοποιήσουμε συμπληρωματικά ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Κύριος στόχος του κανόνα αυτού είναι η αποφυγή της χρηματοδότησης κάποιων παγίων στοιχείων που ρευστοποιούνται μέσω των αποσβέσεων σε περισσότερες από μια χρήσεις, με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που λήγουν μέσα σε μια χρήση γεγονός που θα δημιουργούσε κινδύνους για την επιχείρηση.

Κανόνας 2

Ένα τμήμα του Κυκλοφοριακού ενεργητικού πρέπει να καλύπτεται από κεφάλαια μακράς διάρκειας ή αλλιώς από τα διαρκή κεφάλαια της επιχείρησης. Στόχος αυτού του κανόνα είναι η αποφυγή της χρηματοδότησης με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ενός τμήματος του κυκλοφοριακού ενεργητικού. Αυτό θα μπορούσε να λειτουργήσει σωτήρια σε αρκετές περιπτώσεις όπου για παράδειγμα ορισμένα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού παρουσιάζουν πολύ χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας ή καθίστανται στοιχεία μακράς διάρκειας με αποτέλεσμα η χρονική διάρκεια δέσμευσης του χρηματικού κεφαλαίου να είναι μεγαλύτερη από τη διάρκεια των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων που λαμβάνει η επιχείρηση.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσε κάποιος να πει πως θα ήταν λάθος μιας επιχείρησης να βασίζεται μόνο σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του κυκλοφοριακού της ενεργητικού από το οποίο μάλιστα εξαρτάται κατά τρόπο άμεσο η επίτευξη των αντικειμενικών της σκοπών. Δυστυχώς δεν υπάρχει κάποιος κανόνας που να ορίζει το ποσοστό του ενεργητικού που θα πρέπει να καλύπτεται από τα διαρκή της κεφάλαια. Αυτό σε ένα βαθμό το καθορίζει η φύση της δραστηριότητάς της, την σύνθεση ορισμένων στοιχείων του κυκλοφοριακού της ενεργητικού, αλλά και από πολλούς άλλους παράγοντες καθώς επίσης και από τις συνθήκες που επικρατούν στην εθνική οικονομία γενικότερα.

2.3.4 ΤΡΟΠΟΣ ΚΑΛΥΨΗΣ Ή ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ ΞΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

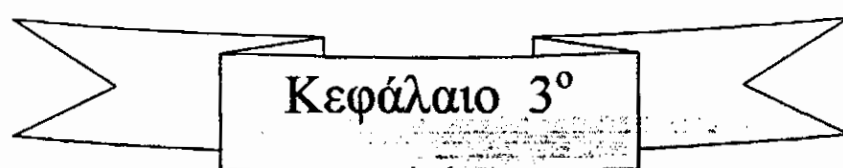
Οι πιστωτές, παράγοντες και υποψήφιοι, ενδιαφέρονται στο να παρακολουθούν συνεχώς την ικανότητα της επιχείρησης να τους καταβάλλει τον τόκο όταν αυτό γίνεται απαιτητός και να εξοφλεί το δάνειο ή τις δόσεις κατά τη λήξη τους. Στην περίπτωση δε αδυναμίας καταβολής θέλουν να γνωρίζουν αν μπορεί η επιχείρηση να τους επιστρέψει στο ακέραιο τόσο το κεφάλαιο που της δάνεισαν όσο και τους δεδουλευμένους τόκους.

Στην περίπτωση που *αντεπεξέρχεται* στις υποχρεώσεις της ενδιαφέρον παρουσιάζουν τόσο η δομή των κεφαλαίων, (διότι όσο πιο υψηλή είναι η αναλογία των ιδίων στο συνολικό κεφάλαιο τόσο περιορίζονται οι περιπτώσεις να βρεθεί σε δύσκολη θέση από την σκοπιά της κάλυψης των υποχρεώσεών της), όσο και το ύψος των ετησίων κερδών σε σχέση με τους ετήσιους τόκους μια και αποτελεί ένδειξη των ικανοτήτων της να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της.

Στην άλλη περίπτωση τώρα που μια επιχείρηση *αδυναμεί να καταβάλλει* τόκους ή δόσεις ή στην περίπτωση ρευστοποίησής της άμεσο ενδιαφέρον παρουσιάζει το ύψος των παγίων στοιχείων σε σχέση με τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις (όταν αυτές διασφαλίζονται από τα πάγια μέσω υποθηκών ή άλλων δικαιωμάτων) μια και αποτελεί δείκτη ασφαλείας προς τους μακροπρόθεσμους δανειστές. Όσο μεγαλύτερη η αναλογία τόσο μεγαλύτερη είναι η κάλυψη και η ασφάλειά τους. Το ύψος επίσης του συνολικού ξένου κεφαλαίου σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό αντανakλά επίσης ως ένα βαθμό την ασφάλεια που παρέχεται σε πάσης φύσης δανειστές μια και όσο μικρότερη η αναλογία αυτή τόσο μεγαλύτερη η εξασφάλισή τους.

2.3.5 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Για την επιβίωση της επιχείρησης η Διοίκηση θα πρέπει βραχυχρόνια, να έχει ρευστότητα ώστε να μπορεί να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις και μακροχρόνια να της εξασφαλίσει αποδοτικότητα. Κι αυτό γιατί η σταθερότητα, η φερεγγυότητα, και η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της εξαρτάται από την ικανότητα της να δημιουργεί κέρδη, που αυτά δημιουργούν ρευστά, με τα οποία θα καταβάλει δόσεις και τόκους των μακροπρόθεσμων δανείων. Ένας από τους καλύτερους εγγυητές για την προστασία ξένων κεφαλαίων είναι ή αποδοτικότητα. Στην περίπτωση που ο αναλυτής δεν είναι πολύ ικανοποιημένος από τη δομή των κεφαλαίων και την κάλυψη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των παγίων, τότε καταφεύγει σε πλήρη μελέτη και αξιολόγηση της αποδοτικότητας των κεφαλαίων με σκοπό την πρόβλεψη της μελλοντικής αποδοτικότητας.



Κεφάλαιο 3°

Κεφάλαιο 3^ο

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

3.1 Εισαγωγή

Η χώρα μας από την έναρξη του τρέχοντος έτους (2001) έχει υιοθετήσει το Ευρώ και άρχισε την απόσυρση της δραχμής. Η μετάβαση στην Ευρωζώνη είναι σίγουρα ένα ιστορικό γεγονός για την χώρα μας, η οποία περνά πια σε μια νέα οικονομική εποχή. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να γίνει μια παρουσίαση της εικόνας που παρουσιάζει η οικονομία της χώρας μας, συγκρινόμενη και με τον Διεθνή χώρο, αλλά και του οικονομικού κλίματος στο οποίο σήμερα λειτουργεί το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

3.2 Συνοπτική οικονομική κατάσταση

Η Ελληνική οικονομία λειτουργεί πλέον σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον όπου ο παράγοντας ρίσκο είναι μακράν χαμηλότερος από αυτών των τελευταίων χρόνων. Το νέο οικονομικό περιβάλλον στη χώρα μας χαρακτηρίζεται από ισχυρό συνάλλαγμα, χαμηλά επιτόκια και ελεύθερες αγορές. Επιπλέον η χώρα μας δεν έχει πλέον τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής, η οποία στο παρελθόν υπήρξε η αιχμή του δόρατος για την μείωση του πληθωρισμού. Η μακροοικονομική κατάσταση της Ελλάδας είναι θετική. Τα επιτόκια στην Ευρωπαϊκή Ένωση, παρότι ιδιαίτερα χαμηλά για μια μικρή, ταχέως αναπτυσσόμενη οικονομία όπως της χώρας μας, είναι περίπου πλέον σε

διπλάσια επίπεδα από ότι πριν δύο χρόνια, οπότε και σχηματίστηκε η Ευρωζώνη. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν πως το διεθνές οικονομικό περιβάλλον τουλάχιστον για το 2001-2002 θα είναι ιδιαίτερα ευνοϊκό για την Ελλάδα.

Επιπλέον, η χώρα μας έχει εξασφαλίσει υψηλά επίπεδα επενδύσεων για τα επόμενα 6 χρόνια, μερικώς από πόρους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλους οι οποίοι συνδέονται με τους Ολυμπιακούς αγώνες του 2004. Αυτό εκτιμάται πως θα εξασφαλίσει ρυθμούς ανάπτυξης οι οποίοι θα κυμαίνονται σαφώς πάνω από τον μέσο όρο της Ευρώπης. Αυτοί οι ρυθμοί ανάπτυξης, σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια, εμπεριέχουν φυσικά πληθωριστικούς κινδύνους όπως επίσης και κίνδυνο υπερθέρμανσης της οικονομίας. Άμεσος στόχος λοιπόν της εκάστοτε ηγεσίας στη χώρα μας είναι ο έλεγχος του πληθωρισμού. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται η % διαφορά του πληθωρισμού της χώρας μας με αυτόν της Ε.Ε.

Η πραγματική πρόκληση όμως για την Ελλάδα είναι το να συμβαδίσει με την Ευρώπη τόσο όσον αφορά το κατά κεφαλήν εισόδημα αλλά και σε όρους ανταγωνιστικότητας. Για παράδειγμα, παρόλο που υπάρχουν σταθερά αυξανόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης, η χώρα υστερεί σε σχέση με τους Ευρωπαίους εταίρους της στη δημιουργία θέσεων εργασίας, και εξακολουθεί να έχει από τα μεγαλύτερα ποσοστά ανεργίας στην Ευρώπη. Η συναλλαγματική πολιτική κάνει ιδιαίτερα ευάλωτο το εμπόριο, γεγονός που υποδεικνύει πρόβλημα ανταγωνισμού. Ο δημόσιος τομέας διαθέτει ακόμη έναν αριθμό από ζημιογόνες



εταιρείες γεγονός που καθιστά τις κινήσεις στο θέμα των ιδιωτικοποιήσεων ιδιαίτερα επιτακτικές. Η συνολική οικονομική εικόνα της χώρας μας είναι ιδιαίτερα θετική, αποδεικνύοντας τις προοπτικές που διαθέτει για γρήγορη μετάβαση από μια αναπτυσσόμενη σε μια ισχυρή οικονομία.

3.3 Η κατάσταση στο Χ.Α.Α

Το κλίμα το οποίο δημιουργήθηκε εξ αιτίας της απότομης αλλά και υπερβολικής ανόδου της αγοράς επέφερε τον εγκλωβισμό των περισσότερων επενδυτών σε τίτλους οι οποίοι δυστυχώς μακροπρόθεσμα δεν πρόκειται να ανέβουν. Κατά συνέπεια δεν υπάρχει εδώ και καιρό ρευστότητα στην εγχώρια αγορά, η οποία θα μπορούσε να στηρίξει και να ανεβάσει τη Σοφοκλέους. Και αυτό σε μεγάλο βαθμό λόγω της έλειψης παιδείας αναφορικά με το χρηματιστήριο στην Ελλάδα. Η πολιτεία αλλά ούτε και το Χ.Α.Α δεν προσπάθησαν δυναμικά να ενημερώσουν εξ αρχής τον Έλληνα για τους κινδύνους αλλά και για τα προϊόντα του Χρηματιστηρίου. Κατά συνέπεια, οι 9

εκατομμύρια χωρίς να έχουν ιδιαίτερες γνώσεις για τις αγορές δεν ρευστοποίησαν εγκαίρως τις θέσεις τους αλλά ούτε και πήραν αντισταθμιστικά μέτρα κινδύνου μέσω άλλων προϊόντων. Το αποτέλεσμα όμως είναι και παραμένει το ίδιο. Από τη μια μεριά οι ξένοι δεν εισέρχονται δυναμικά στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά λόγω της ελλειπούσης γκάμας παραγώγων προϊόντων και οι εγχώριοι επενδυτές ή έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στην αγορά, ή δεν έχουν το θάρρος να μιλήσουν με τους ειδικούς των χρηματιστηριακών αγορών για να μπορέσουν να αποκομίσουν μια ουσιαστική ενημέρωση και να προβούν στις απαραίτητες κινήσεις. Συγκεκριμένα είναι δύσκολο για έναν έμπειρο ξένο διαχειριστή χαρτοφυλακίων να επενδύσει σε μια αγορά όπου υπάρχουν υψηλά spreads στον FTSE/ASE 20 και συνεπώς χαμηλοί όγκοι συναλλαγών στα παράγωγα προϊόντα, διότι μέσω αυτών των προϊόντων μπορεί και διασφαλίζει τις επενδύσεις του στην αγορά ξένων (spot market). Παρόλα αυτά οι προβλέψεις είναι αισιόδοξες μια και η αγορά μας αναβαθμίστηκε αν και η είσοδος των ξένων κεφαλαίων θα αργήσει με δεδομένη την έλλειψη εμπιστοσύνης που έχει δημιουργηθεί.

3.4 Προοπτικές ανάκαμψης του Χρηματιστηρίου Αξιών

Αισιόδοξος για τη μεσομακροπρόθεσμη πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς εμφανίζεται ο διεθνής χρηματοοικονομικός οίκος Schroeder, Salomon Smith Barney σε μία αναλυτικότερη έκθεση (2/2001) υπό τον χαρακτηριστικό τίτλο «Μαραθώνιος η ανάκαμψη».

Ωστόσο, η SSSB δεν αποκλείει το ενδεχόμενο η αγορά να βρεθεί σε επίπεδα ακόμη χαμηλότερα από τα σημερινά, κατά το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος

έτους, εξαιτίας της κακής ψυχολογίας των μικροεπενδυτών και της ταχείας αποχώρησης των χαρτοφυλακίων που τοποθετούνται σε αναδυόμενες αγορές.

Οι αναλυτές της SSSB βασίζουν την αισιοδοξία τους για ενίσχυση της ρευστότητας και ανάκαμψη της Σοφοκλέους, στους εξής παράγοντες:

1. Την ένταξη στο δείκτη ανεπτυγμένων αγορών της MSCI στις 31 Μαΐου 2001. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της SSSB, οι ελληνικές μετοχές θα αποτελούν το 0,55% της κεφαλαιοποίησης του δείκτη MSCI-EAFE, που σημαίνει ότι θα έχουν μεγαλύτερο ειδικό βάρος από τις μετοχές χωρών όπως η Αυστρία, η Ιρλανδία, η Νορβηγία και η Πορτογαλία. Με ένα τέτοιο ποσοστό επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης του δείκτη, εκτιμάται ότι στην ελληνική αγορά θα εισρεύσουν 2,2 δισ. ευρώ. Την ίδια στιγμή όμως θα υπάρξουν εκροές της τάξης του 1,2 δισ. ευρώ, λόγω της αποχώρησης των χαρτοφυλακίων που επενδύουν στις αναδυόμενες αγορές. Κατά συνέπεια οι καθαρές εισροές αναμένεται να ανέλθουν σε 1 δισ. ευρώ (340 δρχ).
2. Τη μεταφορά κεφαλαίων από καταθετικούς λογαριασμούς σε μετοχές, λόγω της μείωσης των επιτοκίων.
3. Την αύξηση του ποσοστού των διαθέσιμων των ασφαλιστικών ταμείων, που επενδύονται σε μετοχές.
4. Την επαναγορά ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών της SSSB, η πορεία της Σοφοκλέους το 2001 δεν θα είναι ανάλογη με αυτή του πορτογαλικού χρηματιστηρίου, που υποχώρησε μετά την αναβάθμισή του στις ώριμες αγορές.

Αν και οι δύο αγορές εμφανίζουν πολλά κοινά σημεία, η SSSB εντοπίζει καθοριστικές διαφορές:

1. Το p/e της πορτογαλικής αγοράς ήταν 18,5 το Δεκέμβριο του 1997, όταν περιελήφθη στο δείκτη MSCI-EAFE, ενώ την ίδια στιγμή το μέσο p/e στην ευρωζώνη ήταν 19,4. Επίσης, ο προσδοκώμενος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή για το 1998 ήταν 15% ενώ στην ευρωζώνη 13%. Αντιθέτως στην Ελλάδα το p/e το 2000 ήταν 16,9 έναντι 23,7 στην ευρωζώνη, ενώ ο ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή το 2001 αναμένεται ότι θα φτάσει το 18%, έναντι 7% στην ευρωζώνη.
2. Ενώ στην Ελλάδα υπολογίζεται ότι ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ θα ανέλθει την τετραετία 2001 - 2004 σε 5%, έναντι 2,7% έως 3% στην ευρωζώνη, η Πορτογαλία είχε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και υψηλότερο πληθωρισμό από το μέσο όρο των «11» τη διετία 1999-2000.
3. Η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων στην Αθήνα, θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος κατά 2,5% το 2004 και μακροπρόθεσμα θετικές επιπτώσεις στον τουρισμό και τις επιχειρήσεις.
4. Η γεωγραφική θέση της Ελλάδας καθιστά ευκολότερη την πρόσβαση των ελληνικών επιχειρήσεων στις βαλκανικές αγορές.
5. Η επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα στο διάστημα 2001-2004 αναμένεται ότι θα είναι εντονότερη σε σχέση με την αντίστοιχη της Πορτογαλίας την περίοδο 1998-2000, λόγω των εξαγορών και των

συγχωνεύσεων σε κλάδους όπως οι τράπεζες, οι κατασκευές, το λιανεμπόριο, η υφαντουργία και πιθανόν τα τρόφιμα.

6. Οι συνθήκες ρευστότητας στην ελληνική αγορά είναι πολύ καλύτερες σε σχέση με τις αντίστοιχες στην Πορτογαλία την περίοδο μετά την ένταξή της στην οικονομική και νομισματική ένωση.

Σε ότι αφορά την επενδυτική στρατηγική, η SSSB προτείνει συντηρητική στάση έναντι των τραπεζικών μετοχών στο πρώτο τρίμηνο του έτους, επειδή αφενός μεν η πορεία τους συναρτάται άμεσα από τα αποτελέσματά τους (που θα ανακοινωθούν το Φεβρουάριο και δεν θα είναι ανάλογα αυτών του 1999), αφετέρου δε σε αυτές έχουν ακόμη θέσεις θεσμικοί των αναδυόμενων.

Σύμφωνα με την SSSB ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών είναι ελκυστικότερος, καθώς έχει χαμηλότερη αποτίμηση σε σχέση με τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό και γι' αυτό είναι πολύ πιθανό να προσελκύσει ξένους επενδυτές μετά την αναβάθμιση.

3.5 ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΥ Schroeder, Salomon Smith Barne

Αισιόδοξος για τη μεσομακροπρόθεσμη πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς εμφανίζεται ο διεθνής χρηματοοικονομικός οίκος Schroeder, Salomon Smith Barney σε μία αναλυτικότερη έκθεση υπό τον χαρακτηριστικό τίτλο «Μαραθώνιος η ανάκαμψη».

Ωστόσο, η SSSB δεν αποκλείει το ενδεχόμενο η αγορά να βρεθεί σε επίπεδα ακόμη χαμηλότερα από τα σημερινά, κατά το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, εξαιτίας της κακής ψυχολογίας των μικροεπενδυτών και της ταχείας αποχώρησης των χαρτοφυλακίων που τοποθετούνται σε αναδυόμενες αγορές.

Οι αναλυτές της SSSB βασίζουν την αισιοδοξία τους για ενίσχυση της ρευστότητας και ανάκαμψη της Σοφοκλέους, στους εξής παράγοντες:

5. Την ένταξη στο δείκτη ανεπτυγμένων αγορών της MSCI στις 31 Μαΐου 2001. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της SSSB, οι ελληνικές μετοχές θα αποτελούν το 0,55% της κεφαλαιοποίησης του δείκτη MSCI-EAFE, που σημαίνει ότι θα έχουν μεγαλύτερο ειδικό βάρος από τις μετοχές χωρών όπως η Αυστρία, η Ιρλανδία, η Νορβηγία και η Πορτογαλία. Με ένα τέτοιο ποσοστό επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης του δείκτη, εκτιμάται ότι στην ελληνική αγορά θα εισρεύσουν 2,2 δισ. ευρώ. Την ίδια στιγμή όμως θα υπάρξουν εκροές της τάξης του 1,2 δισ. ευρώ, λόγω της αποχώρησης των χαρτοφυλακίων που επενδύουν στις αναδυόμενες αγορές. Κατά συνέπεια οι καθαρές εισροές αναμένεται να ανέλθουν σε 1 δισ. ευρώ (340 δρχ).
6. Τη μεταφορά κεφαλαίων από καταθετικούς λογαριασμούς σε μετοχές, λόγω της μείωσης των επιτοκίων.
7. Την αύξηση του ποσοστού των διαθέσιμων των ασφαλιστικών ταμείων, που επενδύονται σε μετοχές.
8. Την επαναγορά ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών της SSSB, η πορεία της Σοφοκλέους το 2001 δεν θα είναι ανάλογη με αυτή του πορτογαλικού χρηματιστηρίου, που υποχώρησε μετά την αναβάθμισή του στις ώριμες αγορές. Αν και οι δύο αγορές εμφανίζουν πολλά κοινά σημεία, η SSSB εντοπίζει καθοριστικές διαφορές:

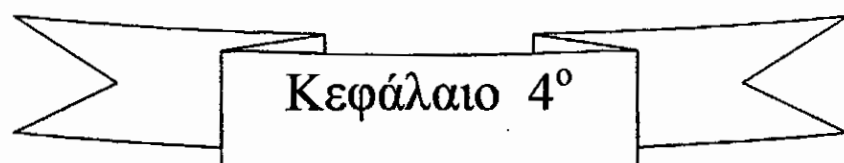
7. Το p/e της πορτογαλικής αγοράς ήταν 18,5 το Δεκέμβριο του 1997, όταν περιελήφθη στο δείκτη MSCI-EAFE, ενώ την ίδια στιγμή το μέσο p/e

- στην ευρωζώνη ήταν 19,4. Επίσης, ο προσδοκώμενος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή για το 1998 ήταν 15% ενώ στην ευρωζώνη 13%. Αντιθέτως στην Ελλάδα το p/e το 2000 ήταν 16,9 έναντι 23,7 στην ευρωζώνη, ενώ ο ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή το 2001 αναμένεται ότι θα φτάσει το 18%, έναντι 7% στην ευρωζώνη.
8. Ενώ στην Ελλάδα υπολογίζεται ότι ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ θα ανέλθει την τετραετία 2001 - 2004 σε 5%, έναντι 2,7% έως 3% στην ευρωζώνη, η Πορτογαλία είχε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και υψηλότερο πληθωρισμό από το μέσο όρο των «11» τη διετία 1999-2000.
 9. Η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων στην Αθήνα, θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος κατά 2,5% το 2004 και μακροπρόθεσμα θετικές επιπτώσεις στον τουρισμό και τις επιχειρήσεις.
 10. Η γεωγραφική θέση της Ελλάδας καθιστά ευκολότερη την πρόσβαση των ελληνικών επιχειρήσεων στις βαλκανικές αγορές.
 11. Η επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα στο διάστημα 2001-2004 αναμένεται ότι θα είναι εντονότερη σε σχέση με την αντίστοιχη της Πορτογαλίας την περίοδο 1998-2000, λόγω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σε κλάδους όπως οι τράπεζες, οι κατασκευές, το λιανεμπόριο, η υφαντουργία και πιθανόν τα τρόφιμα.
 12. Οι συνθήκες ρευστότητας στην ελληνική αγορά είναι πολύ καλύτερες σε σχέση με τις αντίστοιχες στην Πορτογαλία την περίοδο μετά την ένταξη της στην οικονομική και νομισματική ένωση.

Σε ότι αφορά την επενδυτική στρατηγική, η SSSB προτείνει συντηρητική στάση έναντι των τραπεζικών μετοχών στο πρώτο τρίμηνο του έτους, επειδή αφενός μεν η πορεία τους συναρτάται άμεσα από τα αποτελέσματά τους (που θα ανακοινωθούν το Φεβρουάριο και δεν θα είναι ανάλογα αυτών του 1999), αφετέρου δε σε αυτές έχουν ακόμη θέσεις θεσμικοί των αναδυόμενων.

Σύμφωνα με την SSSB ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών είναι ελκυστικότερος, καθώς έχει χαμηλότερη αποτίμηση σε σχέση με τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό και γι' αυτό είναι πολύ πιθανό να προσελκύσει ξένους επενδυτές μετά την αναβάθμιση.

(πηγή Flash.gr 29/1/2001)



Κεφάλαιο 4°

Κεφάλαιο 4^ο

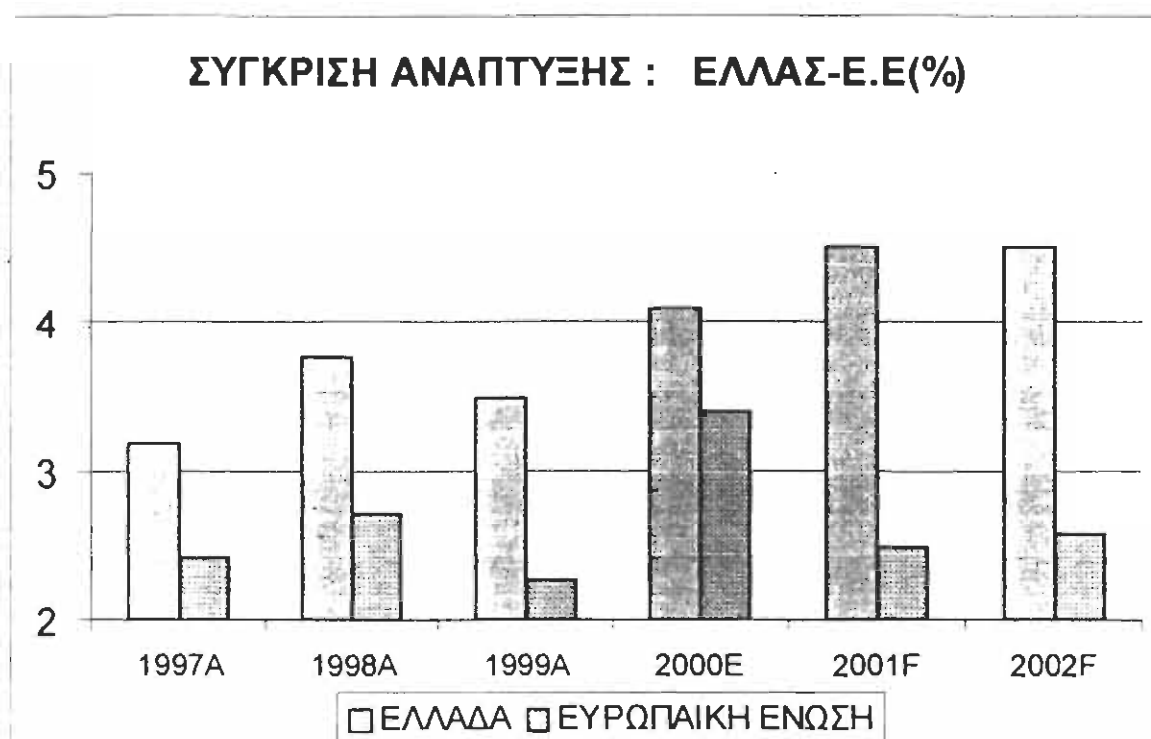
ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

4.1 Εισαγωγή

Βοηθούσης της αλματώδους ανάπτυξης της τεχνολογίας, της θεαματικής βελτίωσης των συγκοινωνιών και των επικοινωνιών και της καθολικής επικράτησης του Αγγλοσαξονικού καπιταλιστικού μοντέλου, δημιουργήθηκαν οι πολιτικές και ιδεολογικές προϋποθέσεις για την επιτάχυνση της διαδικασίας **απελευθέρωσης των οικονομιών, των αγορών και του εμπορίου**, η οποία θεσμοθετήθηκε το 1947 με την υπογραφή της Γενικής συμφωνίας δασμών και εμπορίου και προικοδοτήθηκε με την κατάργηση της συμφωνίας του Μπρέτον Γούντς το 1971 που απλοποίησε τον πλούτο, κατήργησε τα εθνικά σύνορα και αύξησε κατακόρυφα τον ανταγωνισμό μεταξύ των εθνικών οικονομιών και των επιχειρήσεων. Η όξυνση του ανταγωνισμού δημιούργησε την ανάγκη για μεγαλύτερες και ισχυρότερες επιχειρήσεις που δεν ήταν πια πολυεθνικές με την έννοια ότι δραστηριοποιούνταν ή λειτουργούσαν μονάδες παραγωγής σε πολλές χώρες αλλά υπερεθνικές με την έννοια ότι συγκροτήθηκαν από κεφάλαια που εισέρευσαν από διαφορετικές γωνιές του πλανήτη, συνήθως από συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που έδρευαν σε διαφορετικά κράτη. Τη δεκαετία του 1990, μετά την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης, η διαδικασία της παγκοσμιοποίησης, θα έλεγε κανείς ότι έλαβε οικουμενικές διαστάσεις τόσο σε επίπεδο ροής κεφαλαίων όσο και σε επίπεδο συγχωνεύσεων επιχειρήσεων φαινόμενα που παρατηρούνται έντονα τελευταία και στον Ελλαδικό χώρο.

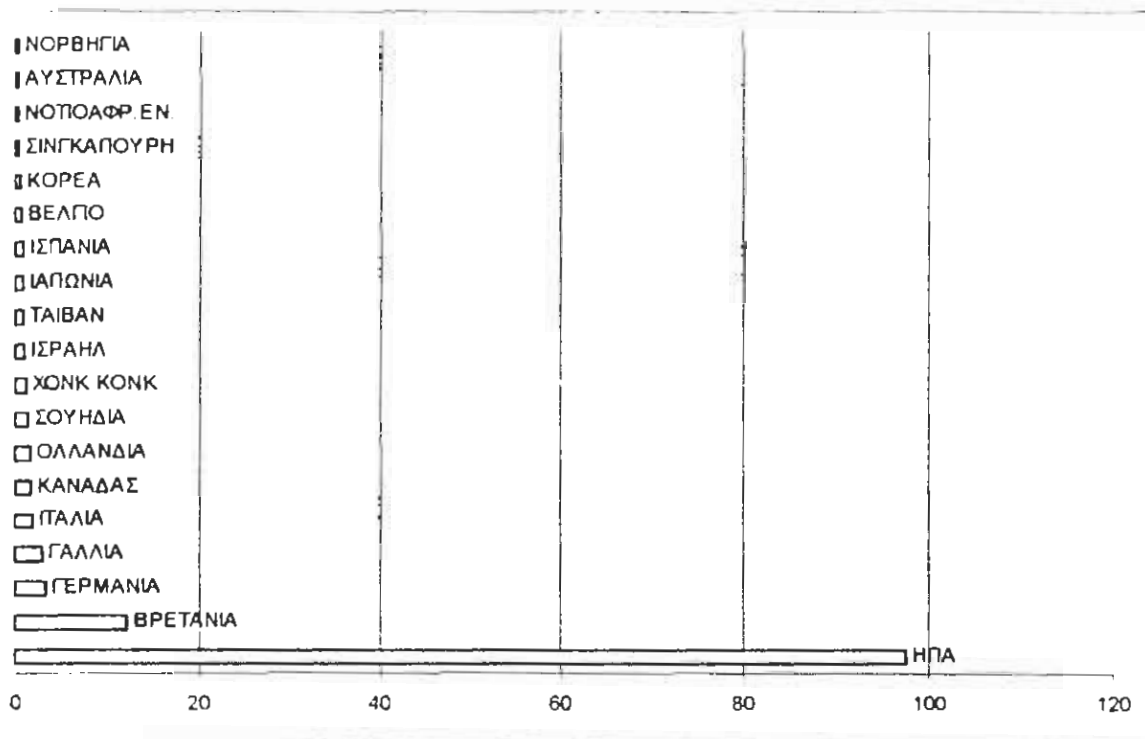
Η παγκοσμιοποίηση άλλαξε θεαματικά και την οικονομική ζωή του ενός δωδεκάτου του πληθυσμού της γης που έχει τη δυνατότητα να αποταμιεύει. Τη

δεκαετία του 1990 οι οικονομίες των ΗΠΑ αρχικά και στη συνέχεια της Ευρώπης, μπήκαν σε μια εκπληκτική αναπτυξιακή τροχιά. (Ο πίνακας Π1 δείχνει χαρακτηριστικά την σύγκριση του ρυθμού ανάπτυξης της χώρας μας με αυτόν της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Τα επιτόκια έπεσαν, τα κέρδη των επιχειρήσεων εκτοξεύθηκαν στα ύψη και πολλοί από εκείνους που είχαν περίσσειμα μετατράπηκαν από αποταμιευτές σε επενδυτές. Τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις αυξήθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο με ετήσιο ρυθμό 35,9% και ο όγκος των αμοιβαίων κεφαλαίων 34%. Το 33% των επενδυτικών κεφαλαίων απορροφάται από τις εταιρίες υψηλής τεχνολογίας. Ο Π2 παρουσιάζει τις είκοσι χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις. Πρώτη όπως αναμενόταν βρίσκεται η Αμερική με επόμενη δύναμη την Βρετανία και αμέσως μετά τη Γερμανία, τις δύο κύριες οικονομικές δυνάμεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης.



Π1. Πίνακας σύγκρισης ανάπτυξης Ε.Ε με τη χώρα μας.

Πηγή: EUROSTAT



Π2. Οι 20 χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις .

4.2 ΑΝΟΙΓΜΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Λακολουθώντας (έστω και καθυστερημένα σε ορισμένες περιπτώσεις) τις ντιρεκτίβες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και το γενικότερο κλίμα στο οποίο κινείται η παγκόσμια αγορά, η χώρα μας άρχισε να προχωρά αργά και συστηματικά στην απελευθέρωση αγορών, γεγονός που εκτιμάται πως θα έχει ιδιαίτερα θετικές επιπτώσεις στον ανταγωνισμό και την οικονομία γενικότερα.

4.2.1 ΑΓΟΡΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ

Σε συμφωνία με τις οδηγίες της Ε.Ε, το μονοπώλιο των αγορών ηλεκτρισμού άρχισε να μειώνεται σταδιακά από το Φεβρουάριο του 1999. Η χώρα μας παρόλα αυτά άνοιξε το 28% της αγοράς ηλεκτρισμού το Φεβρουάριο του 2001. Αυτή η κίνηση επιτρέπει στη Δ.Ε.Η να συνεχίσει να ασκεί ισχυρή επιρροή στο δίκτυο αλλά και στην ανεξάρτητη Αρχή Ελέγχου Ενέργειας. Από πλευράς κράτους, υπάρχει ενδιαφέρον για την ολοκλήρωση της επιχειρησιακής και οικονομικής ανοικοδόμησης της Δ.Ε.Η προτού προβεί στην μετοχοποίηση του 20%. Όσον αφορά την αγορά του φυσικού αερίου, η Ελλάδα σκέφτεται να επισπεύσει τη διαδικασία ενεργοποίησης του δικτύου της ώστε αν είναι δυνατό να καταστεί κέντρο εξαγωγής του στην ενεργειακά λειψή περιοχή των Βαλκανίων.

4.2.2 ΑΚΤΟΠΛΟΪΑ

Το Υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας έχει πάρει θέση πως υπάρχει πρόθεση απελευθέρωσης της συγκεκριμένης αγοράς μέχρι το Νοέμβριο του 2002, με την ελπίδα να μειώσει τις τιμές και να εξασφαλίσει την αναβάθμιση του στόλου ακτοπλοΐας πριν τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Οι άδειες θα εκδοθούν σε όλες τις κύριες γραμμές με κύριο στόχο και περιορισμό την απόσυρση πλοίων στα 30 αντί των 35 ετών.

4.2.3 ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ

Η απελευθέρωση κλειστών αγορών όπως αυτή των τηλεπικοινωνιών είναι ένα ζήτημα όπως αναφέραμε ιδιαίτερα κρίσιμο διότι θα βοηθήσει στην καταπολέμηση του πληθωρισμού μέσω του αυξημένου ανταγωνισμού. Η αγορά σταθερής τηλεφωνίας θα έπρεπε ήδη να έχει απελευθερωθεί από την 1^η Ιανουαρίου 2001, έχοντας ήδη υπερβεί τα όρια που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Ένωση. Το Δεκέμβρη του 2000 η Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών (ΕΕΕΤ) δημοπράτησε 6 άδειες LMDS (Local Multipoint Distributed Service) δύο από τις οποίες πήγαν σε ομίλους που περιείχαν δημόσιες εταιρίες στη σύνθεσή τους. Η ΕΕΕΤ εμπλέκεται στη διαδικασία πώλησης των αδειών της κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενιάς (UMTS). Φαίνεται πως θα πωληθούν 4. Τρεις στην Telestet Cosmote και Panafon και μια πιθανά σε ξένο επενδυτή. Το κόστος πώλησης και τα ποσοστά που θα ζητηθούν θα καθοριστούν ως τον Ιούλιο του 2001.

4.2.4 ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ

Ο τομέας των κατασκευών συνεχίζει να ανακάμπτει μέχρι και σήμερα (4/2001) από την μεγάλη πτώση του 1999 και του πρώτου τετάρτου του 2000. Οι προοπτικές είναι υποσχόμενες όσον αφορά μεσοβραχυπρόθεσμα. Η απαγόρευση οικοδόμησης νέων ξενοδοχείων στην Αττική έχει αρθεί ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Πολυτελή ξενοδοχεία που θα παρέχουν περί τις 8000 νέες κλίνες απαιτούνται άμεσα. Στο τρίτο Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (2000-2006) έχουν προστεθεί ποσά για την ολοκλήρωση των ήδη υπαρχόντων εθνικών αυτοκινητοδρόμων, τη δημιουργία νέου

αυτοκινητόδρομου στη δυτική ακτή και την επέκταση του Αθηναϊκού Μετρό. Το κοινοβούλιο σύντομα θα ψηφίσει διάταξη η οποία θα επιτρέπει στις Ελληνικές κατασκευαστικές εταιρίες να δημιουργούν ενώσεις (firms) μεγέθους άμεσα συγκρινόμενου με εκείνο των βορειοευρωπαϊών ανταγωνιστών τους, οι οποίοι ανέλαβαν τα περισσότερα μεγάλα έργα στα προηγούμενα προγράμματα στήριξης.

4.3 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Η χώρα μας έχει αρχίσει να δραστηριοποιείται έντονα σε προγράμματα ανοικοδόμησης κυρίως της περιοχής των Βαλκανίων, αξίας 180 δισεκατ. Δραχμών, τα οποία προβλέπεται να δαπανηθούν από το 2001 έως και το 2005. Αυτή η συμμετοχή είναι παράλληλη με προγράμματα τα οποία ξεκίνησαν στα πλαίσια του πακέτου «Σταθεροποίηση της Νοτιοανατολικής Ευρώπης», «Πρωτοβουλία Συνεργασίας στην Ν.Α Ευρώπη» και την "Αμερικανική Πρωτοβουλία Νοτιοανατολικής Ευρώπης». Τα κονδύλια έχουν δρομολογηθεί κυρίως με στόχο την ολοκλήρωση της υποδομής αλλά και την αρωγή άλλων τομέων όπως η βιομηχανία και η κοινωνική ανοικοδόμηση των περιοχών ενδιαφέροντος. Η ισχύουσα συνθήκη προβλέπει πως τα consortia τα αναλαμβάνουν τα έργα πρέπει να αποτελούνται τουλάχιστον κατά το 51% από Ελληνικές εταιρίες. Από τα 180 δισεκ. δραχμές, τα 70 δις προορίζονται για έργα στην Σερβία, τα 25,5 δις για έργα στη FYROM, 24 δις για έργα στη Ρουμανία, 18 δις για τη Βουλγαρία και 17 δις για την Αλβανία. Από τα παραπάνω είναι προφανές το όφελος που θα προκύψει για τις Ελληνικές εταιρίες αναδόχους, οι οποίες έχουν μιας πρώτης τάξεως ευκαιρία να αποδείξουν τις ικανότητές τους και να εδραιωθούν στην περιοχή.

4.4 Ἡ ένταξη του Χ.Α.Α. στις ανεπτυγμένες αγορές και η προσέλκυση νέων επενδυτικών κεφαλαίων μέσω μικτών χαρτοφυλακίων.

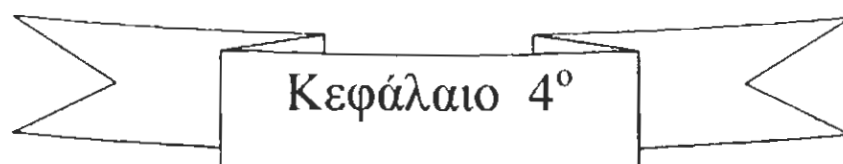
Οι ισχυρές διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και κατ' επέκταση στον Γενικό Δείκτη Τιμών είναι μια πραγματικότητα. Πραγματικότητα που φαίνεται - εμπειρικά από τον αδαή παρατηρητή - και μετρείται - επιστημονικά μέσω δεικτών όπως η ετήσια μεταβλητότητα (annual volatility). Από τη διαπίστωση, όμως, των ισχυρών αυτών διακυμάνσεων, μέχρι την εξαγωγή συμπερασμάτων ότι οι προσδοκίες για εισροή ξένων - ή και εγχώριων - επενδυτικών κεφαλαίων θα υποχωρήσουν, όπως κατά καιρούς υποστηρίζεται σε άρθρα που βλέπουν το φως της δημοσιότητας, μεσολαβεί χώρος τεράστιος που πρέπει να καλυφθεί με στερεή επιχειρηματολογία. Γενικά αναφερόμενοι, θα επισημάνουμε την απουσία ή έστω ασθενή παρουσία επιχειρημάτων κάθε φορά που κάποιος αρθρογράφος επιχειρεί να προβλέψει είτε την δια παντός πτωτική πορεία των μετοχών του Χ.Α.Α. είτε την αποδυνάμωση του ξένου επενδυτικού ενδιαφέροντος. Με δεδομένη λοιπόν την απουσία της επιχειρηματολογίας προς αυτή - την αρνητική - κατεύθυνση, θα επιχειρήσουμε να προβάλουμε μια σειρά επιχειρημάτων που συνηγορούν υπέρ της άλλης - της θετικής - κατεύθυνσης :

Η υψηλή διακύμανση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α., υπό τις παρούσες συγκυρίες, αποτελεί ισχυρό κίνητρο τοποθέτησης σημαντικού ποσοστού ελληνικών μετοχών σε ένα ευρωπαϊκό χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι το Χ.Α.Α. παρουσίαζε υψηλή ετήσια διακύμανση και κατά την περίοδο της έντονα ανοδικής του πορείας κατά την τριετία 1997 - 1999. Συνεπώς, το μέγεθος της διακύμανσης του Γενικού Δείκτη Τιμών ή άλλου ειδικού δείκτη δεν αποτελεί από μόνο του κριτήριο για την άντληση συμπερασμάτων. Πρέπει να εξετασθούν, παράλληλα και άλλα μεγέθη, όπως

αυτά που θα αναφέρουμε στη συνέχεια : Το Χρηματιστήριο Λξιών Αθηνών πρόκειται να εισέλθει στις 31 Μαΐου 2001 στη χορεία των αναβαθμισμένων χρηματιστηρίων. Σήμερα, μερικούς μήνες πριν, μπορεί άνετα να διαπιστωθεί μια συγκρισιμότητα των μεγεθών του ελληνικού χρηματιστηρίου με εκείνα των ευρωπαϊκών. Σε μια μελέτη του Τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης του Χ.Α.Α, που ξεκίνησε με σκοπό τη σύγκριση των μεγεθών του συνόλου των αναβαθμισμένων χρηματιστηρίων, διακρίνεται ήδη ένα σημαντικό ποσοστό διεισδυτικότητας των ελληνικών μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μετοχές των ανεπτυγμένων χρηματιστηρίων. Στη μελέτη περιλαμβάνονται οι γενικοί δείκτες τιμών των χρηματιστηρίων πέντε ευρωπαϊκών χωρών : Του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας, της Ιταλίας, της Γαλλίας και της Ελλάδας. Προσεχώς η μελέτη θα επεκταθεί σε έναν ακόμη μεγαλύτερο αριθμό χρηματιστηρίων καθώς και επί μέρους δεικτών. Για κάθε ένα από τα ανωτέρω χρηματιστήρια υπολογίσθηκαν - με βάση τις τελευταίες 170 ημέρες συναλλαγών - η ετήσια μεταβλητότητα και η συσχέτιση (correlation) των γενικών δεικτών. Επίσης εκτιμήθηκε για κάθε χρηματιστήριο μια βραχυπρόθεσμη αναμενόμενη απόδοση. Οι πίνακες που ακολουθούν συνοψίζουν τις μετρήσεις που πραγματοποιήθηκαν:

Πίνακας 1. Ετήσια μεταβλητότητα και αναμενόμενη απόδοση.

| α / α | Χώρα | Ετήσια μεταβλητότητα | Αναμενόμενη απόδοση |
|-------|------------------|----------------------|---------------------|
| 1 | Ηνωμένο Βασίλειο | 0,16 | 0,013 |
| 2 | Γερμανία | 0,20 | 0,020 |
| 3 | Ιταλία | 0,23 | 0,026 |
| 4 | Γαλλία | 0,24 | 0,027 |
| 5 | Ελλάδα | 0,32 | 0,049 |

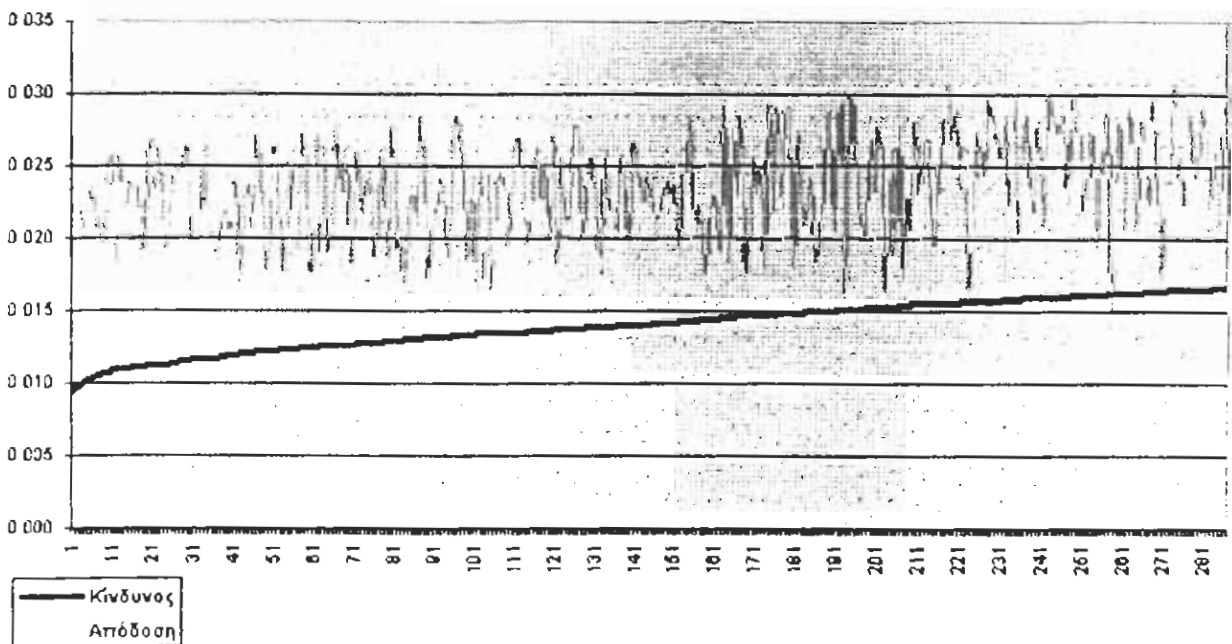


Κεφάλαιο 4°

επίτευξης αυτής της απόδοσης. Ο Markowitz πρότεινε ότι ένα χαρτοφυλάκιο προκειμένου να καταστεί βέλτιστο πρέπει να περιλαμβάνει ένα πλήθος μετοχών με διαφορετικό ποσοστό συμμετοχής. Το παίγνιο της σύστασης του βέλτιστου χαρτοφυλακίου έγκειται κατά συνέπεια στον ακριβή προσδιορισμό αυτών των ποσοστών συμμετοχής που θα μεγιστοποιήσει την απόδοση του παρέχοντας ταυτόχρονα τον μικρότερο κίνδυνο.

Με βάση αυτή τη θεωρία υπολογίσαμε, για ένα μεγάλο πλήθος συντελεστών συμμετοχής καθενός από τα ανωτέρω χρηματιστήρια σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο τον αντίστοιχο συνολικό κίνδυνο καθώς και την αναμενόμενη απόδοση. Στο γράφημα που ακολουθεί φαίνεται, για ένα μεγάλο πλήθος χαρτοφυλακίων που παρήχθησαν προγραμματιστικά προτείνοντας διαφορετικούς βαθμούς συμμετοχής (weights) κάθε χώρας, ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση που αντιστοιχεί :

Γράφημα 1. Σχέση κινδύνου απόδοσης για διάφορα μικτά χαρτοφυλάκια.



Από το ανωτέρω γράφημα μπορούμε να εντοπίσουμε το χαρτοφυλάκιο εκείνο που ελαχιστοποιεί τον συνολικό κίνδυνό. Στο χαρτοφυλάκιο αυτό τα ποσοστά συμμετοχής (weights) των χρηματιστηρίων φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα :

Πίνακας 3. Ποσοστά συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο του πιο χαμηλού κινδύνου.

| 1. Ηνωμένο Βασίλειο | 2. Γερμανία | 3. Ιαλία | 4. Γαλλία | 5. Ελλάδα |
|---------------------|-------------|----------|-----------|-----------|
| 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |

Με κίνδυνο χαρτοφυλακίου ίσο προς 0,0094 και αναμενόμενη απόδοση ίση προς 0,022.

Βλέπουμε λοιπόν πως οι μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου μπορούν να συμμετέχουν σε ένα συντηρητικό διεθνές χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μετοχές μερικών από των πιο ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών χωρών.

Παράλληλα, μπορούμε να συνθέσουμε ένα πλήθος άλλων, πιο επιθετικών χαρτοφυλακίων με σκοπό να αυξήσουμε τη συνολική αναμενόμενη απόδοση, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο κίνδυνο, όπως δείχνει ο πίνακας που ακολουθεί :

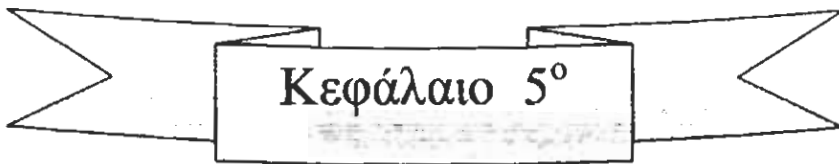
Πίνακας 4. Σύνθεση διαφόρων χαρτοφυλακίων.

| W1 Ηνωμένο Βασίλειο | W2 Γερμανία | W3 Ιταλία | W4 Γαλλία | W5 Ελλάδα | Κίνδυνος χαρτοφυλακίου | Απόδοση χαρτοφυλακίου |
|---------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------------------|--------------------------|
| 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0103 | 0,023 |
| 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0112 | 0,027 |
| 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0125 | 0,028 |
| 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,0156 | 0,031 |

Συμπεραίνεται και πάλι πως οι ελληνικές μετοχές μπορούν να συμμετέχουν σε ποσοστό 10 - 20% σε ένα συντηρητικό ως ελάχιστα επιθετικό χαρτοφυλάκιο και ως το ποσοστό του 30% σε ένα σχετικά επιθετικό χαρτοφυλάκιο ευρωπαϊκών μετοχών με δεδομένο την τρέχουσα συγκυρία των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων που ελήφθησαν ως βάση της παρούσας μελέτης.

Ολοκληρώνοντας θα επισημάνουμε ότι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελεί χώρο με δυνατότητες έντονης παρουσίας τόσο ξένων όσο και εγχώριων επενδυτών. Η ανάδειξη του ως χρηματιστήριο των ανεπτυγμένων αγορών θα το καταστήσει πιο ελκυστικό στα διεθνή χαρτοφυλάκια, ενώ η συμμετοχή του σε κάποια από τις μεγάλες οικογένειες των χρηματιστηρίων, παράλληλα με την πορεία της εθνικής οικονομίας, θα του προσδώσει κύρος διεθνούς εμβέλειας.

[Ο Δρ Ιωάννης Τσιτσίκης είναι διδάκτωρ της Πληροφορικής και Επιχειρησιακός Ερευνητής. Εργάζεται ως προϊστάμενος του τμήματος Έρευνας και Ανάπτυξης του Χ.Α.Α.].



Κεφάλαιο 5°

Κεφάλαιο 5^ο

Το καινούριο πρόσωπο της Σοφοκλέους

5.1 Οι νέοι κανόνες, τα εργαλεία και τα πρόσωπα με τα οποία θα λειτουργεί πλέον το Χ.Α.Α.

Αν το 2000 ήταν για το Χρηματιστήριο – εκτός από μια κάκιστη χρονιά – και έτος εισαγωγής πολλών νέων ρυθμίσεων, καθώς οι Αρχές εκ των υστέρων αποράσισαν να προωθήσουν σωρεία νόμων και κανονισμών, το 2001 είναι οπωσδήποτε η χρονιά της εφαρμογής όλων αυτών των πρωτοβουλιών, οι οποίες – ποιος ξέρει; - ίσως αποδειχθούν ευεργετικές για την καλύτερη λειτουργία του ελληνικού χρηματιστηριακού συστήματος.

Γυρίζοντας λοιπόν σελίδα ο χρόνος, επιφυλάσσει για τη Σοφοκλέους ένα πρόσωπο διαφορετικό από αυτό που γνωρίζαμε μέχρι τώρα. Νέοι κανόνες μπαίνουν, νέα πρόσωπα, νέες εμπειρίες, πρωτόγνωρες για τους περισσότερους Έλληνες που ανακάλυψαν τελευταία τον θαυμαστό κόσμο του Χρηματιστηρίου.

Ας αρχίσουμε από τα πρακτικά :

✓ Η ΕΥΡΩ – ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ

Κάθε συνεδρίαση στο μέλλον θα διεξάγεται με βάση το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα. Απεικόνιση στο ταμπλό, καθημερινή αποτίμηση, αγοραπωλησίες και εκκαθάριση, θα γίνονται όλα σε ευρώ, ενώ η δραχμή θα χρησιμοποιείται μέχρι και το τέλος του 2001, οπότε θα αρχίσει σταδιακά να αποσύρεται ως νόμισμα για τις συναλλαγές σε ρευστό. Αναλύουμε σχετικά με το Ευρώ στο παράρτημα της πτυχιακής εργασίας.

✓ ΩΡΑΡΙΟ ΑΛΛΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ

Αντί να επιμηκύνουν τη συνεδρίαση προς το απόγευμα, κάτι το οποίο άλλωστε αποτελεί πρόθεση των αρχών και άλλων παραγόντων, για να υπάρχει αμεσότερη επαφή με τα ωράρια λειτουργίας των ξένων χρηματιστηρίων, στο Χρηματιστήριο Αθηνών αποφάσισαν να την ξεκινούν νωρίτερα.

✓ ΟΡΙΑ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

Η διεύρυνση των «στενών» ορίων ημερήσιας διακύμανσης των μετοχών (+/- 12%) είναι επίσης ένα από τα μέτρα που αναμένεται να εφαρμοστούν τις πρώτες ημέρες του νέου χρόνου. Οι χρηματιστηριακές αρχές δεν έχουν καταλήξει ακόμη αν απλώς θα διευρυνθεί το ποσοστό διακύμανσης λ.χ. στο +/- 25% (αποτελεί πιθανό σενάριο), ή θα κάνουν το μεγάλο βήμα να αποφασίσουν την ελεύθερη και δίχως όρια διαπραγμάτευση των αξιών, όπως γίνεται σήμερα στα δικαιώματα ή στις νεοεισαγόμενες μετοχές.

Ο πρόεδρος του Χ.Α.Α. Π. Αλεξάκης πάντως έχει μιλήσει επίσημα για «διεύρυνση» και όχι για «απελευθέρωση» ωστόσο η τελική απόφαση είναι θέμα χρόνου. Φυσικά πλήρης απελευθέρωση σημαίνει και συγκεκριμένους κανόνες λειτουργίας για την προστασία του επενδυτικού κοινού, όπως λ.χ. η δυνατότητα συνεχούς παρακολούθησης της αγοράς από τις αρχές και η δυνατότητα διακοπής της συνεδρίασης ή της διαπραγμάτευσης κάποιων μετοχών για ορισμένο χρονικό διάστημα στην περίπτωση που η αύξηση ή η υποχώρηση της τιμής υπερβαίνει ένα ορισμένο όριο.

✓ ΦΘΗΝΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Ο φόρος για κάθε χρηματιστηριακή πράξη μειώνεται από 0,06% σε 0,03% ενώ το 25% και για ποσό έως 5 εκατ. δρχ. από τις μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια θα εκπίπτει του φορολογητέου εισοδήματος.

✓ ΝΕΧΑ, ΟΤΑΝ ΚΑΙ ΑΝ...

Εάν και πότε θα λειτουργήσει η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά της Σοφοκλέους (ΝΕΧΑ) που θα αναδεικνύει τις μικρές πλην όμως, δυναμικά αναπτυσσόμενες σε κλάδους αιχμής, επιχειρήσεις, παραμένει ακόμη άγνωστο.

✓ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Το θεσμικό πλαίσιο για την ενεργοποίηση της δευτερογενούς αγοράς εταιρικών ομολόγων είναι έτοιμο, απομένει δε η ολοκλήρωση του μηχανισμού υποστήριξης της αγοράς μέσω του ΟΑΣΗΣ ώστε να λειτουργήσει.

✓ ΕΑΓΑΚ ΚΑΙ ΒΑΛΚΑΝΙΑ

Τα λόγια πολλά, οι πράξεις λίγες, όλα αυτά τα χρόνια για την ενεργοποίηση των Ελληνικών Πιστοποιητικών (ΕΛΠΙΣ) και της ΕΑΓΑΚ, της αγοράς δηλαδή όπου θα μπορούν να διαπραγματεύονται – μέσω Σοφοκλέους – αξίες από επιχειρήσεις της Βαλκανικής και της νοτιοανατολικής Μεσογείου. Η ανάγκη, όμως να ενταχθεί το Χ.Α.Α. με αναβαθμισμένο ρόλο, σε έναν από τους υπό σύσταση μεγάλους χρηματιστηριακούς σχηματισμούς της Ευρώπης, ωθεί τις αρχές να εκκινήσουν τις σχετικές διαδικασίες σύστασης της εν λόγω αγοράς η οποία, αν τις πιστέψουμε, θα λειτουργήσει από τους πρώτους μήνες του 2001 με ρυθμιστή το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης.

✓ ΝΕΟΙ ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η ενεργοποίηση μιας τέτοιας «διαβαλκανικής» αγοράς, απαιτεί φυσικά τη δημιουργία ειδικών δεικτών, το πρόβλημα όμως είναι ότι η Σοφοκλέους δεν έχει σύγχρονους δείκτες ούτε για τις δικές της μετοχές..... Έτσι πραγματοποιείται η ανασύνθεση των κλαδικών δεικτών, αφενός κατηγοριοποιώντας σε κλάδους με μεγαλύτερη ακρίβεια τις εισηγμένες εταιρείες ανάλογα με την δραστηριότητα τους, αφετέρου αλλάζοντας ριζικά την σύνθεση των κλαδικών δεικτών σε σχέση με τις μετοχές που τους αποτελούν.

Στο κύμα των αλλαγών στους δείκτες, εντάσσεται και η δημιουργία ειδικού δείκτη για τις μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης, σύμφωνα με τα πρότυπα των δεικτών FTSE 20 και 40.

✓ ΤΑ ΝΕΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

Νέα εργαλεία διαθέτει η Σοφοκλέους στο επενδυτικό κοινό, τα οποία είναι νέα και εξόχως αποδοτικά, πλην όμως λίαν επικίνδυνα επενδυτικά εργαλεία που συναντά κανείς σε όλα τα ανεπτυγμένα χρηματιστήρια του κόσμου. Πρακτικές όπως το margin account (παλιά το λέγαμε αέρα μόνο που τώρα είναι νόμιμος), short selling αλλά και market making (κάτι σαν νόμιμες πράξεις χειραγώγησης των τιμών) είναι νέοι όροι οι οποίοι μπαίνουν στην επενδυτική ζωή.

✓ ΑΪΛΟ ΤΟ FLOOR

Κάποια στιγμή μέσα στο νέο χρόνο θα γίνει κι αυτό. Το floor του Χ.Α.Α. θα μετακομίσει από το περίφημο νεοκλασικό, και θα γίνει.. άυλο. Όλη η διαδικασία των συναλλαγών θα γίνεται όπως και σήμερα άλλωστε – μέσω ηλεκτρονικών υπολογιστών χωρίς την παρουσία χρηματιστών στο Χ.Α.Α. Παράλληλα τα δύο Χρηματιστήρια, Παραγώγων και Αξιών θα ενωθούν, ενώ η ΕΤΕΣΕΠ θα αναδειχθεί μοναδικός φορέας εκκαθάρισης συναλλαγών, αποκτώντας τραπεζικό status. Ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. θα μεταφερθεί σε ιδιόκτητο κτίριο στην Αθήνα.

✓ ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΩΝ

Στα πλαίσια εκσυγχρονισμού της λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, θα γίνει σαφής διαχωρισμός αρμοδιοτήτων μεταξύ Χ.Α.Α. και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το Χρηματιστήριο θα αναλάβει την προώθηση της χρηματιστηριακής ιδέας και την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, και η Επιτροπή την συνολική εποπτεία των συναλλαγών, τις εγκρίσεις νέων εισαγωγών και αυξήσεων, την εφαρμογή

των νόμων, αλλά και την πιστοποίηση όλων ανεξαιρέτως των στελεχών της αγοράς (χρηματιστών, διαχειριστών, κ.α.) μέσω εξετάσεων.

5.2 Υπερεξουσίες αποκτά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

- ΜΟΝΗ ΑΡΜΟΔΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.
- ΑΠΟ ΔΙΑΚΟΜΜΑΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΗΣ ΒΟΥΛΗΣ ΘΑ ΟΡΙΖΟΝΤΑΙ ΟΡΙΣΜΕΝΟΙ ΕΠΙΤΡΟΠΟΙ

Ο προσδιορισμός των προτεραιοτήτων της οικονομικής πολιτικής για το 2001 από τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας κ. Γιάννο Παπαντωνίου είχε διπλό στόχο.

1. Να ενεργοποιηθούν όλοι οι μηχανισμοί για να προχωρήσουν τα ανοιχτά θέματα των αποκρατικοποιήσεων, των διαρθρωτικών αλλαγών (ασφαλιστικό, άνοιγμα κλειστών επαγγελμάτων, απελευθέρωση αγορών) και να αρχίσει η άντληση των πόρων του Γ' Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης.
2. Να δοθεί το μήνυμα στην οικονομία ότι το οικονομικό επιτελείο εισέρχεται σε ένα νέο κύκλο αποφάσεων ανεξάρτητα από το χρόνο που θα επιλέξει ο πρωθυπουργός να προχωρήσει σε έναν κυβερνητικό ανασχηματισμό.

✂ ΤΙ ΑΛΛΑΖΕΙ ΣΤΗ ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ

Το υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, που έχει τη μεγαλύτερη ευθύνη για την πορεία της Σοφοκλέους και τη διαμόρφωση του κλίματος, αποφάσισε να προωθήσει σειρά αποφάσεων που θα δώσουν υπερεξουσίες στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να συνδυάσει τις κινήσεις αυτές με την ανανέωση των προσώπων στην Επιτροπή.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς γίνεται αυτοτελής και μόνη αρμόδια για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου. Ο κρατικός επόπτης ορίζεται από το υπουργείο και ανήκει σε αυτό και ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ και η παρακολούθηση των συναλλαγών (on line) θα γίνεται από ειδική υπηρεσία της Επιτροπής.

Το βασικότερο όμως στοιχείο είναι η αλλαγή της σύνθεσης της διοίκησης.

Πριν, μόνο ο πρόεδρος και οι δύο αντιπρόεδροι ορίζονταν από την κυβέρνηση - είναι Επίτροποι - ενώ στο νέο σχήμα όλα τα μέλη της Επιτροπής είναι Επίτροποι, αλλά μερικοί εξ αυτών ορίζονται από διακομματική επιτροπή της Βουλής ώστε να μην υπάρχει αμφισβήτηση στο έργο της.

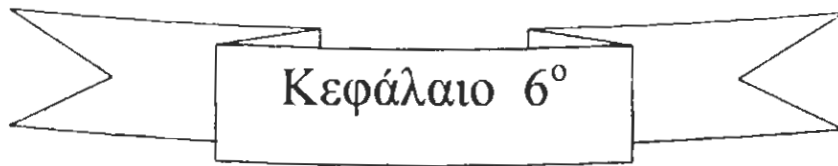
Έτσι, βγαίνουν από την Επιτροπή οι εκπρόσωποι των θεσμικών και άλλων παραγόντων της αγοράς.

5.3 Καθολικό lifting στους δείκτες και τους κλάδους του Χ.Α.Α.

Σε καθολικό lifting των επιμέρους δεικτών και των κλάδων του Χ.Α.Α. θα προχωρήσει η διοίκηση του Χρηματιστηρίου, η οποία δημοσιοποίησε την τελική φόρμα ταξινόμησης των εισηγμένων εταιριών ανά κλάδο δραστηριότητας, σύμφωνα με την οποία δημιουργούνται συνολικά 49 επιχειρηματικοί κλάδοι, μεταξύ αυτών και δύο «εξειδικευμένοι», για τις «υπό αναστολή επιχειρήσεις» και για εκείνες που βρίσκονται σε περίοδο «σημαντικής αλλαγής δραστηριότητας». Η νέα αυτή κλαδοποίηση απεικονίζει με πιο ορθολογικό τρόπο τις δραστηριότητες των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Προς κατάργηση η Παράλληλη Αγορά;

Η νέα κλαδική ταξινόμηση των εταιριών ωστόσο στάθηκε αφορμή να προκληθεί σύγχυση στη χρηματιστηριακή αγορά και τις επιχειρήσεις καθώς πουθενά δεν γινόταν λόγος για την Παράλληλη Αγορά, ενώ οι εταιρίες που ανήκουν σε αυτή είχαν μεταταχθεί σε άλλους κλάδους, ανάλογα με τη δραστηριότητά τους. Πολλοί θεώρησαν ότι η εξέλιξη αυτή δεν ήταν τίποτα άλλο από το προανάκρουσμα κατάργησης της εν λόγω αγοράς, σκέψη η οποία έχει γίνει από τη διοίκηση του Χρηματιστηρίου και είναι πολύ πιθανό να εφαρμοστεί στο άμεσο μέλλον. Καταλυτικό ρόλο στην τελική απόφαση που θα ληφθεί θα διαδραματίσει η ανταπόκριση την οποία θα έχει η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) όταν ξεκινήσει η λειτουργία της - η οποία μπορεί να αντικαταστήσει την Παράλληλη Αγορά, ενώ απαιτείται και αλλαγή νόμου.



Κεφάλαιο 6°

Κεφάλαιο 6^ο

6.1 Διευκρινίσεις του ΧΑΑ για το margin account

Στις ίδιες τις χρηματιστηριακές εταιρίες εναπόκειται η χρήση του margin account από πελάτες οι οποίοι έχουν «κόκκινους κωδικούς». Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά σε ανακοίνωσή του το ΧΑΑ, με την απόφαση για τα Margin Accounts της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δεν καθίσταται υποχρεωτική η εφαρμογή τους για τα μέλη, παρέχεται μόνο η δυνατότητα για την υπαγωγή, κατά την κρίση τους, στους όρους της απόφασης τυχόν υφιστάμενων χρεωστικών υπολοίπων πελατών τους.

Βελτίωση της ρευστότητας της αγοράς.

Σχετικά με την εισαγωγή της αγοράς μετοχών επί πιστώσει, το Χρηματιστήριο πιστεύει ότι ο νέος θεσμός μπορεί να συνεισφέρει στη βελτίωση της ρευστότητας της αγοράς. Η δυνατότητα παροχής πιστώσεων από τα μέλη του ΧΑΑ θα καταστεί δυνατή με την ολοκλήρωση του σχετικού θεσμικού πλαισίου, δηλαδή, αφού εκδοθούν οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 6 παράγραφος 1 του ν. 2843/2000, οι τροποποιήσεις του Κανονισμού ΣΑΤ, καθώς και η Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος σύμφωνα με το άρθρο 6, παράγραφος 2 του Νόμου 2843/2000. Διευκρινίζεται ότι σε κάθε περίπτωση τα μέλη του Χ.Α.Α συνεχίζουν, βάσει των γενικώς ισχυόντων, την επιδίωξη είσπραξης απαιτήσεών τους, όπως άλλωστε αναφέρεται στην παρ. 3 του άρθρου 2 της απόφασης.

6.1.1 Οι προτάσεις του ΣΜΕΧΑ για το margin account

Υπόμνημα με τις προτάσεις των χρηματοπιστηριακών εταιριών για την εφαρμογή του margin account, του δανεισμού των επενδυτών από τις ΑΧΕ απέστειλε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο ΣΜΕΧΑ. Μεταξύ άλλων προτείνει την ταυτόχρονη εφαρμογή του θεσμού του short selling, καθώς και του market maker, τον αποκλεισμό από το δανεισμό των off-shore εταιριών, την ύπαρξη market maker στις μετοχές που μπορούν να χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο και τη δημιουργία μαύρης λίστας με αφερέγγυους πελάτες.

Στο υπόμνημά του ο ΣΜΕΧΑ τονίζει ότι:

1. Η παροχή πίστωσης με τη μορφή των margin accounts δεν είναι δυνατή σε μια αγορά χωρίς βάθος και χωρίς να έχει διασφαλιστεί η ορθή λειτουργία των συμμετεχόντων στην αγορά. Ειδικότερα και ειδικότερα σε περιπτώσεις πτωτικής αγοράς είναι δυνατόν να σημειωθεί συστημικός κίνδυνος και μάλιστα με επεκτατικές παρενέργειες (domino effect).

Προς αποφυγή τέτοιου φαινομένου και προστασία της αγοράς και των επενδυτών, προτείνει να μην καθοριστεί ανώτατο όριο δανειοδότησης (margin) κάθε πελάτη, να απαγορευτεί η δυνατότητα παροχής πίστωσης σε offshore εταιρείες ή σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και πρόσωπα, καθώς και η δυνατότητα παροχής πίστωσης μέσω των υποκαταστημάτων στο εξωτερικό των εν Ελλάδι πιστωτικών ιδρυμάτων, με ενημέρωση όλων των μελών του ΧΑΑ για το συνολικό αλλά και τον επί μέρους δανεισμό τους.

2. Πριν την εφαρμογή του θεσμού είναι χρήσιμο να ενταχθούν τα μέλη του ΧΑΑ σε σύστημα ανάλογο του ΤΕΙΡΕΣΙΑΣ (σ.σ. σύστημα ελέγχου των δανείων και των δανειοληπτών που έχουν οι τράπεζες) ή και εν ανάγκη σε αυτό

το ίδιο το ΤΕΙΡΕΣΙΑΣ, ώστε να υπάρχει ενημέρωση από ένα αντίστοιχο με το ΤΕΙΡΕΣΙΑΣ αρχείο, ως προς τους κακόπιστους και μη φερέγγυους πελάτες, για τη διασφάλιση των μελών του ΧΑΑ και της αγοράς.

3. Για να καταστεί δυνατή η παροχή πίστωσης είναι αναγκαίο να προηγηθεί η λειτουργία του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου (central counterparty). Η ΕΤΕΣΕΠ θα πρέπει να μετατραπεί σε clearing house (οργανισμό εκκαθάρισης). Η επικοινωνία με τα ευρωπαϊκά clearing houses είναι αναγκαία για την εφαρμογή του margin και μάλιστα όταν θα αρχίσουν να ενεργοποιούνται στην ελληνική αγορά εταιρείες που προέρχονται από χώρες-μέλη της Ε.Ε. αλλά και διότι προβλέπεται από το Νόμο η αποδοχή περιθωρίου και σε μετοχές εισηγμένες σε άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και οι οποίες θα δίνονται ως collateral.

4. Άμεση εφαρμογή του short selling καθώς και του market making στις εισηγμένες στο ΧΑΑ μετοχές, για όλους τους επενδυτές, ώστε να υπάρχει ίση μεταχείριση όλων. Πιστεύεται ότι μέρος των πωλήσεων short selling θα ενεργήσει και ως πρόσθετη ρευστότητα της αγοράς.

Επιπλέον θεωρούμε ότι είναι αδύνατη η εφαρμογή του margin αν δεν έχει εφαρμοστεί ο θεσμός του market maker, γιατί δεν θα υπάρχει ρευστότητα τίτλων κατά τις ανοδικές συνεδριάσεις του ΧΑΑ και αντιστρόφως απορρόφηση τίτλων σε πτωτική αγορά, γεγονός το οποίο είναι εντονότερο και πιθανόν να δημιουργήσει προβλήματα κάλυψης των πιστώσεων.

5. Δεν πρέπει να απαιτείται από τα μέλη του ΧΑΑ ιδιαίτερη άδεια για να παρέχουν την υπηρεσία της πίστωσης για τη διενέργεια χρηματιστηριακής συναλλαγής για λογαριασμό πελατών τους, όταν μάλιστα τα ίδια τα μέλη έχουν ήδη άδεια να διενεργούν χρηματιστηριακές συναλλαγές τοις μετρητοίς, διότι οι

συναλλαγές margin δεν είναι αγορές επί πιστώσει αλλά αγορές τοις μετρητοίς, οι οποίες διακανονίζονται εντός του νόμιμου χρόνου εκκαθάρισης (σήμερα T+3), μετρητοίς με χρήματα όμως τα οποία προέρχονται από πίστωση, όπως άλλωστε επί τόσο χρόνο γινόταν με τα λεγόμενα μετοχοδάνεια των 5 ή 15 εκατομμυρίων. Ο Ν.2843/2000 εξάλλου προβλέπει ότι όλα τα μέλη του ΧΑΑ δύνανται να παράσχουν πίστωση.

Θα πρέπει λοιπόν τα μέλη του ΧΑΑ εφόσον προσφέρουν τη συγκεκριμένη υπηρεσία να προβαίνουν σε αναγγελία προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπως άλλωστε συμβαίνει και με τις υπηρεσίες που παρέχουν τα πιστωτικά ιδρύματα και αναγγέλλουν την παροχή αυτή στην Τράπεζα της Ελλάδος, περιγράφοντας τη δομή και οργάνωση του αντίστοιχου τμήματος, καθώς και τα ηλεκτρονικά συστήματα και εφαρμογές τα οποία χρησιμοποιούν.

6. Είναι απαραίτητο να καθοριστεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το περιεχόμενο της σύμβασης σε μεγαλύτερη λεπτομέρεια και αν κρίνεται αναγκαίο να καθοριστεί υπόδειγμα σύμβασης, το οποίο προφανώς θα αποτελείται από τα ελάχιστα στοιχεία και όρους, τα οποία θα πρέπει να έχει η σύμβαση των μερών.

7. Το ΧΑΑ να καθορίσει τη λίστα των marginable μετοχών (των μετοχών που θα μπορούν να χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο), όπως άλλωστε συμβαίνει και με το ΧΠΑ. Θεωρούμε ότι ως ένα κριτήριο αναγκαίο αλλά όχι ικανό για να είναι marginable μία μετοχή, πρέπει να είναι η ύπαρξη τουλάχιστον ενός market maker στη συγκεκριμένη μετοχή, καθόσον οι μετοχές που θα θεωρηθούν ως marginable θα ανήκουν είτε στον FTSE-ASE20 είτε στον FTSE-ASE 40 είτε στον FTSE-ASE 80, όπου και θα υπάρχουν market makers. Επιπλέον θεωρούμε ότι και μία εταιρεία που δεν βρίσκεται σε αυτές τις κατηγορίες, εφόσον

εξασφαλίσει έναν τουλάχιστον market maker, θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να εντάσσεται στις marginable μετοχές, ώστε να μην δημιουργήσουμε ένα χρηματιστήριο δύο ταχυτήτων.

8. Να ληφθεί υπόψη ο τρόπος υπολογισμού στην κεφαλαιακή ανεπάρκεια μίας ΑΧΕ των δανείων που παρέχει προς τους πελάτες της, ώστε να μην δημιουργούνται προβλήματα στην κεφαλαιακή επάρκειά της.

9. Θα πρέπει, στο πλαίσιο λειτουργίας των υποκαταστημάτων των τραπεζών ως υποκαταστημάτων των ΑΧΕ, να ελεγχθούν αυτά για την ικανότητα των στελεχών τους και την οργάνωσή τους για την παροχή χρηματιστηριακών εργασιών, καθόσον άλλο οι χρηματιστηριακές και άλλο οι τραπεζικές εργασίες.

10. Είναι αναγκαίος ο καθορισμός των όρων ενεχυρίασης των τίτλων του πελάτη, καθώς και η σειρά εκποίησης των τίτλων κατά τη διαδικασία κάλυψης του ελλείμματος διατηρητέου περιθωρίου. Επιπλέον θα πρέπει να προσδιοριστεί επακριβώς ο χρόνος που θα πραγματοποιηθεί η εκποίηση, δηλαδή εντός της ίδιας συνεδρίασης κατά την οποία δημιουργείται το έλλειμμα του διατηρητέου περιθωρίου, οπότε υπάρχει ο κίνδυνος άδικης ρευστοποίησης (αντιστροφή της πορείας του ΧΑΑ) ή την επόμενη ημέρα, οπότε πιθανόν να μην υπάρξει κάλυψη της πίστωσης.

6.1.2 Οι κίνδυνοι για την αγορά από την εφαρμογή του Margin Account

Ουσιαστικά με τις αποφάσεις που θα εφαρμοστούν άμεσα ενέχεται ο κίνδυνος σημαντικού περιορισμού της ρευστότητας και του τζίρου της αγοράς. Κύκλοι της αγοράς θεωρούν υπερβολικά περιοριστικό σαν μέγιστο όριο χρηματοδότησης τα 50 εκατ. (όπως αναφέρει σχετική εισήγηση της Τραπέζης

της Ελλάδος) καθώς το ποσό αυτό είναι ελάχιστο για χαρτοφυλάκια των 200 εκατ. 500 εκατ., 1 δις και άνω.

Τα κενά πάντως, στην πληροφόρηση και κατανόηση του τρόπου με τον οποίο θα εφαρμοστεί το πλαίσιο των νόμιμων αγορών με πίστωση, αλλά και θα ρυθμιστεί το θέμα του «αέρα» που παρέχεται σήμερα από τις χρηματιστηριακές εταιρίες, αντί να καλύπτονται με τη βοήθεια των ειδημόνων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χ.Α.Α. πολλαπλασιάζονται, σε βαθμό που τις δύο τελευταίες ημέρες οι παρεξηγήσεις και οι παρανοήσεις έχουν δημιουργήσει πραγματικό «κομφούζιο».

Εκείνο που υποστηρίζουν πλέον πολλοί χρηματιστές, οι οποίοι επιχειρούν να διαβάσουν πίσω από τις γραμμές της κανονιστικής απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα την «παροχή πιστώσεων από μέλη του Χ.Α.Α.» είναι ότι με βίαιο τρόπο και χωρίς πίστωση χρόνου επιχειρείται τώρα η «εξαέρωση» της αγοράς στο πλαίσιο προετοιμασίας τους εδάφους για το margin account. Και τούτο καθώς από τη στιγμή που η εν λόγω κανονιστική απόφαση έχει δημοσιευτεί στην Εφημερίδα της Κυβέρνησης και έχει ισχύ νόμου θεωρητικά από της 7 Μαΐου πρέπει να σταματήσουν αυτομάτως όλες οι αγορές μετοχών που δεν καλύπτονται με μετρητά, ώστε η αγορά να «ξεφουσκώσει» από τον σημερινό «αέρα» και να ετοιμαστεί για την υποδοχή του margin account.

6.1.3 Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ

Στην εν λόγω απόφαση της Ε.Κ. γίνεται ειδική αναφορά στο τι πρέπει να κάνει η χρηματιστηριακή εταιρία όταν ο πελάτης της δεν εξοφλεί εντός της ημέρας τις αγορές του

- εκποιεί τις μη εξοφληθείσες μετοχές
- δεν αγοράζει για λογαριασμό του πελάτη τις μετοχές μέχρι εκείνος να εξοφλήσει πλήρως το τίμημα

- για 90 μέρες από την πλήρη εξόφληση του τιμήματος δεν θα προβαίνει σε αγορά μετοχών για λογαριασμό του πελάτη, εκτός εάν εκείνος προκαταβάλει σε μετρητά το τίμημα κάθε αγοράς. Σύμφωνα με το ίδιο άρθρο όμως η χρηματιστηριακή εταιρία θα επιτρέπει στον πελάτη της την πρακτική της εξόφλησης αγοράς μετοχών με το προϊόν της πώλησής τους όταν η πώληση δεν γίνεται μέσα στην ίδια μέρα.

Ουσιαστικά τα παραπάνω δεν είναι τίποτα άλλο παρά μια επαναδιατύπωση όσων προέβλεπε ο νόμος 3632/1928 για την εντός της ημέρας υποχρεωτική εξόφληση των αγορών, ο οποίος όμως είχε μόνο θεωρητική αξία. Πρακτικά αν πλέον εφαρμοστεί ο νόμος θα καταργηθεί η αγορά μετοχών με «αέρα» και η πώλησή τους μετά από μερικές μέρες, δηλαδή το γνωστό trading , καθώς η παραπάνω «ημιπαράνομη» πρακτική που ακολουθείτο επί χρόνια στην αγορά, θα αποτελεί απαγορευμένο καρπό για όλους. Μια τέτοια εξέλιξη, εκτιμών χρηματιστηριακοί παράγοντες, θα καταφέρει αυτομάτων ισχυρό πλήγμα στον ημερήσιο τζίρο του Χ.Α.Α. , το 60% του οποίου εκτιμάται ότι αφορά σε συναλλαγές χωρίς ρευστό, που εκπορεύονται κυρίως από τις ίδιες τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Για τον λόγο αυτό αντιπροτείνουν, η «εξαέρωση» της αγοράς να γίνει σταδιακά σε μερικούς μήνες από σήμερα και όχι βίαια.

6.1.4 ΤΑ ΠΙΘΑΝΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

Πέραν των απαραίτητων διευκρινίσεων, που πρέπει να γίνουν για το θέμα του margin, προκειμένου να διαμορφώσει οριστική εικόνα η αγορά, ανακύπτουν τα εξής κρίσιμα ζητήματα:

Καταργείται ουσιαστικά η έννοια του margin αν περιορισθεί, όπως έχει δημοσιευτεί στο ΦΕΚ, στα 50 εκατομμύρια το ανώτατο όριο, για το ποσό

χρηματοδότησης. Και εδώ αναμένονται οι αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία ουσιαστικά θα επιχειρήσει να ελέγξει έτσι την πιστωτική επέκταση στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής, αποφάσεις που αναμένεται να καθορίσουν τους όρους με τους οποίους οι ΑΧΕ θα χρηματοδοτούν τους πελάτες τους. Ουσιαστικά η εισαγωγή νέων δομών σε σχέση με τον παραδοσιακό αέρα που κινεί την αγορά πρέπει να γίνει πολύ προσεκτικά. Είναι γνωστό σε όλους ότι σύμφωνα με τις άτυπες πρακτικές, πολύ σημαντικό τμήμα του τζίρου, ιδιαίτερα στην παρούσα φάση κατά την οποία η αγορά παραμένει ευάλωτη, γίνεται από τους λεγόμενους μικρούς παίκτες με χαρτοφυλάκια μέχρι 30 εκατ. που μένουν ανοιχτοί για άλλα τόσα, χρηματοδοτούμενοι ουσιαστικά από τις ΑΧΕ. Θα ήταν σκόπιμο, σύμφωνα με παράγοντες της αγοράς, ο αέρας αυτός να κοπεί σταδιακά και η αγορά να περάσει από διαδικασίες προσαρμογής για ένα χρονικό διάστημα κάποιων μηνών. Η άλλη άποψη υποστηρίζει ότι το margin θα πρέπει να εφαρμοστεί για όλους και ο άτυπος αέρας να καταργηθεί. Σύμφωνα επίσης με παράγοντες της αγοράς, οι εξελίξεις αυτές ενδέχεται να ενισχύσουν τον τζίρο στα παράγωγα όπου η δυνατότητα μόχλευσης θα είναι σημαντική. Παράλληλα, ιδιαίτερα κρίσιμη παράμετρος είναι η εισαγωγή των ανοιχτών πωλήσεων που θα δώσει περιθώρια κέρδους σε όσους θα προβλέπουν πτώση των μετοχών σύμφωνα δε με πληροφορίες, θα εφαρμοστεί άμεσα. Όπως και να έχει το πράγμα, η μείωση του καθημερινού τζίρου μόνο προβλήματα θα αποτελέσει για την αγορά και ενδεχομένως να δημιουργήσει ανασταλτικό παράγοντα για την είσοδο ξένων κεφαλαίων. Υπαρκτός προβάλλει πλέον ο κίνδυνος για την επιβίωση μικρών χρηματιστηριακών, που θα οδηγηθούν σε συγχωνεύσεις, αλλά και για απολύσεις στον κλάδο.

6.1.5 Πως μπορεί να λειτουργήσει πιο αποτελεσματικά το Margin Account

Το ζήτημα της στάθμισης και της αξιολόγησης των μετοχών, τα κριτήρια για τις πιστώσεις και ο έλεγχος του κινδύνου και της φερεγγυότητας των κωδικών.

Ο θεσμός του Margin Account αναμφισβήτητα αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση αναβάθμισης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο, τα οφέλη από την επικείμενη εφαρμογή του θα ήταν πολύ μεγαλύτερα και ουσιαστικότερα αν η κίνηση αυτή είχε πραγματοποιηθεί πριν από τρία χρόνια. αν και σημαντικά στοιχεία του νέου θεσμού δεν έχουν ακόμα αποφημισθεί πλήρως, ορισμένες επισημάνσεις κρίνονται απαραίτητες.

Η άμεσα θεσμοθέτηση του margin θα βοηθήσει να εισέλθει ομαλότερα η αγορά σε φάση σταθεροποίησης και ανάκαμψης με κύριο στόχο την αποφυγή της επανάληψης φαινομένων όπως αυτό των «κόκκινων κωδικών».

Έμφαση πρέπει να δοθεί στο ύψος του «Αρχικού Περιθωρίου» σε σχέση με την τρέχουσα αποτίμηση του χαρτοφυλακίου. Κρίσιμο είναι επίσης και το ζήτημα της στάθμισης των μετοχών που θα χρησιμοποιηθούν για το λογαριασμό margin. Σε πρώτη φάση, το σχέδιο Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποκλείει τη χρήση μετοχών των οποίων η διαπραγμάτευση είναι υπό επιτήρηση ή αναστολή. Με δεδομένο όμως ότι η κάθε μετοχή έχει διαφορετική χρηματιστηριακή συμπεριφορά (διακύμανση, κίνδυνος κ.α.), ίσως θα ήταν σκόπιμη η ύπαρξη στάθμισης ως προς την τρέχουσα αξία της εκάστοτε μετοχής που θα υπολογίζεται στο margin.

Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η διεθνής εμπειρία από την εφαρμογή του λογαριασμού margin υποδεικνύει ότι η αξιολόγηση των μετοχών, με βάση την οποία θα γίνει η πιο πάνω στάθμιση, πρέπει να πραγματοποιείται από κάθε χρηματιστηριακή εταιρία χωριστά. Αυτό σημαίνει ότι η κάθε χρηματιστηριακή πρέπει να οργανώσει ένα τμήμα, το οποίο θα αξιολογεί το βαθμό «επικινδυνότητας» της κάθε μετοχής και θα ορίζει το ύψος της πίστωσης που θα χορηγείται με βάση την τρέχουσα αξία της σε καθημερινή βάση. Ωστόσο, για την αποφυγή ακραίων καταστάσεων, στα αρχικά στάδια εφαρμογής του μέτρου μια ενιαία αντιμετώπιση του συγκεκριμένου θέματος είναι επιβεβλημένη. Ο καθορισμός της στάθμισης, ο οποίος θα ισχύει ενιαία για όλα τα μέλη του Χ.Α.Α., από ένα συλλογικό όργανο σε συνεργασία με τις χρηματιστηριακές αρχές θα βοηθήσει στην αποφυγή στρεβλώσεων στην αγορά.

Το σχέδιο Απόφασης της Ε.Κ. προβλέπει την υπογραφή σύμβασης με τους πελάτες, η οποία θα καθορίζει τη διάρκεια της πίστωσης και τον τρόπο λύσης της, το επιτόκιο και όποιες άλλες επιβαρύνσεις προκύπτουν, καθώς και τα ποσοστά αρχικού περιθωρίου και διατηρητέου περιθωρίου που ορίζει η χρηματιστηριακή εταιρία.

Ένα σημαντικό σημείο είναι τα κριτήρια με βάση τα οποία θα καθορίζεται το ύψος της πίστωσης που θα είναι σε θέση να χορηγεί η κάθε χρηματιστηριακή εταιρεία. Γίνεται αντιληπτό ότι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι οποίες είναι θυγατρικές τραπεζών, έχουν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες. Το κόστος χρήματος είναι διαφορετικό, αλλά και η πρόσβαση σε κεφάλαια ευκολότερη, με αποτέλεσμα να υπάρχει κίνδυνος αθέμιτου ανταγωνισμού. Η σκέψη να λειτουργήσει η ΕΤΕΣΕΠ ή το ΚΑΛ ως ενδιάμεσος φορέας, ο οποίος θα αναλαμβάνει τη χορήγηση κεφαλαίων στις

χρηματοπιστηριακές, με βάση τις μετοχές που θα δεσμεύονται, θα μπορούσε να είναι μια λύση στο συγκεκριμένο πρόβλημα.

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Τέλος, η εφαρμογή του εν λόγω μέτρου καθιστά επιβεβλημένη την άμεση προσαρμογή των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου των χρηματοπιστηριακών εταιριών. Άμεσος στόχος, επίσης, πρέπει να είναι η διασφάλιση της εύρυθμης και διαφανούς λειτουργίας του λογαριασμού margin. Κατά συνέπεια, απαιτείται η δημιουργία και στελέχωση εξειδικευμένων τμημάτων σε κάθε χρηματοπιστηριακή εταιρία. Τα τμήματα αυτά θα έχουν ως κύρια δραστηριότητα τον έλεγχο του κινδύνου (risk management) όσον αφορά στη στάθμιση των μετοχών και τη φερεγγυότητα (credit risk) κάθε κωδικού σε καθημερινή βάση. Κατά συνέπεια, τα θέματα λειτουργίας του risk management και του credit risk αναμένεται να αποτελέσουν σημαντικούς παράγοντες στις εξελίξεις στον κλάδο παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα.

6.2 SHORT – SELLING, μια καινούρια πραγματικότητα στην αγορά

Επιτέλους η αγορά αποκτά φυσικούς αγοραστές. Για πολλά χρόνια, μέχρι σήμερα οι παράγοντες της αγοράς έδειχναν φοβισμένοι για τη θεσμοθέτηση των ανοικτών πωλήσεων. Και αυτό γιατί;

Διότι κανείς δεν μπορούσε να καταλάβει ότι οι ανοικτές πωλήσεις, ναι μεν οδηγούν σε υποτιμητική κερδοσκοπία, αλλά τελικά δημιουργούν πολύ σημαντικές στηρίξεις για την αγορά, στηρίξεις τις οποίες η αγορά έχει ανάγκη για να μην διολισθαίνει χωρίς σταματημό.

Τι εννοούμε με αυτό; ένα παράδειγμα θα βοηθούσε.

Μία ανοικτή πώληση 100.000 τεμαχίων Εθνικής Τράπεζας στην τιμή των - 45 δημιουργεί ένα ανοικτό ενδιαφέρον (short interest) στη μετοχή και κατ' επέκταση ο ίδιος επενδυτής πρέπει να προβεί σε αγορά για να κλείσει τη θέση του. Η ανοικτή πώληση δηλαδή, δημιουργεί έναν εν δυνάμει φυσικό αγοραστή, όπως η αγορά δημιουργεί έναν εν δυνάμει φυσικό πωλητή.

Αυτό σημαίνει ότι σε πτωτική αγορά οι ανοικτές θέσεις short είναι κερδοφόρες και οι επενδυτές που τις κατέχουν τις κλείνουν με αγορές στηρίζοντας τις τιμές. Η τεχνική των ανοικτών πωλήσεων είναι απλή. Για να προβεί κάποιος σε short πώληση πρέπει πρώτα να δανειστεί τις μετοχές που θέλει να πουλήσει ώστε να μπορεί να τις παραδώσει στον αγοραστή. Ο δανεισμός θα γίνεται μέσω του συνόλου των μετοχών που έχει η δημιουργήσει η ΕΤΕΣΕΠ πληρώνοντας ένα τίμημα. Αυτό το τίμημα, θα εισπράττεται από τον δανειστή των μετοχών. Στη συνέχεια, θα πρέπει να πουλήσει τις μετοχές σε τιμή μεγαλύτερη από αυτή της τελευταίας πράξης. Αυτό αποτελεί δικλίδα ασφαλείας ότι η αγορά δεν θα μπορεί να χειραγωγηθεί σοβαρά προς τα κάτω. Δηλαδή κανείς δεν θα μπορεί να πουλάει μετοχές επιθετικά, πιέζοντας την τιμή. Π.χ. αν η τελευταία πράξη της ΕΤΕ είναι στο 39,78 ο πωλητής πρέπει να πουλάει σε τιμή μεγαλύτερη.

Θα πρέπει βέβαια να λάβουμε υπόψη μας ότι το τυπικό μέρος του Stock Repo (Δανεισμού Μετοχών) είναι ακόμα σχετικά πολύπλοκο και ίσως θα έπρεπε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να δουλέψει προς την απλοποίηση της διαδικασίας, ώστε να μπορεί να γίνει εύκολα από τους πελάτες.

Οι ανοικτές πωλήσεις θα επηρεάσουν σημαντικά και την αγορά παραγώγων. Αποτελούν ουσιαστικά το συνδετικό κρίκο της αγοράς του Χ.Α.Α. και της αγοράς του ΧΠΑ. Τα συμβόλαια δεν θα διαπραγματεύονται σε τιμές μακριά από τις θεωρητικές, αφού οι ανοικτές πωλήσεις θα δίνουν τη

δυνατότητα στους πελάτες να προβαίνουν σε πράξεις εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage). Είναι σημαντικό να καταλάβουμε ότι οι ανοικτές πωλήσεις εγκυμονούν σοβαρούς κινδύνους για τους επενδυτές που θα επιλέξουν να ενεργοποιηθούν. Το να προβεί κάποιος σε ανοικτή πώληση σε μετοχή με χαμηλή εμπορευσιμότητα είναι σαν να παίζει με τη φωτιά.

Η απόφαση του Χρηματιστηρίου και της Κεφαλαιαγοράς είναι ένα βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Αποτελεί πολύ σοβαρή εξέλιξη, αν εφαρμοστεί σωστά, αφού θα συντελέσει στην αύξηση του τζίρου στο Χ.Α.Α. και στη μείωση των διακυμάνσεων.

6.2.1 Πώς θα εφαρμοστεί το Short Selling - Όλη η απόφαση που εγκρίθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

ΑΡΘΡΟ 1.

Επιτρέπεται η εντός κύκλου κατάρτιση στο Χ.Α.Α. σύμβασης ανοικτής πώλησης υπό τους εξής όρους, προϋποθέσεις και διαδικασία :

1. Μέλος του Χ.Α.Α. δύναται να καταρτίσει σύμβαση ανοικτής πώλησης, είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό παραγγελέα του, εφόσον για λογαριασμό του ιδίου ή του παραγγελέα του, κατά περίπτωση, έχει καταρτιστεί μέσω του ΧΠΑ σύμβαση αγορά με σύμφωνο επαναπώλησης για μετοχές ισάριθμες και ομοειδείς προς αυτές

της ανοικτής πώλησης το αργότερο μέχρι την ημέρα της κατάρτισης της ανοικτής πώλησης.

Σε περίπτωση που το μέλος του Χ.Α.Α. καταρτίζει ανοικτή πώληση για λογαριασμό Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Β του ΧΠΑ, οι παραπάνω μετοχές δύναται να έχουν αγοραστεί σύμφωνα με τις διατάξεις του εδαφίου β' της παρ 11 του άρθρου 15 του ν. 3632/1928, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 17 του ν. 2733/1999 (ΦΕΚ 155 Α) και με τις διατάξεις της απόφασης 6/194/4-7-2000 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Συμβάσεις Αγοράς Αξιών με Σύμφωνο Επαναπώλησης τους και

Συμβάσεις Πώλησης Αξιών με Σύμφωνο Επαναγοράς τους». (ΦΕΚ Β' 1004).

2. Το μέλος οφείλει να δηλώνει μέσω του αυτόνομου συστήματος συναλλαγών του Χ.Α.Α. τις εντολές που εισάγει στο σύστημα για κατάρτιση ανοικτής πώλησης.

3. Η ανοικτή πώληση πρέπει να καταρτίζεται σε τιμή ανά μετοχή μεγαλύτερη της τελευταίας τιμής στην οποία έχει καταρτισθεί εντός κύκλου χρηματιστηριακή συναλλαγή επί της μετοχής αυτής.

4. Η μέγιστη θέση ανά επενδυτή για κάθε μετοχή, που προκύπτει από την κατάρτιση για λογαριασμό του ανοικτών πωλήσεων, δεν μπορεί να υπερβαίνει κατά πάντα χρόνο το 1% του διαθέσιμου ποσοστού ευρείας διασποράς (free float) της συγκεκριμένης μετοχής, όπως αυτό υπολογίζεται από το Χ.Α.Α.

5. Το πινακίδιο που εκδίδεται για την ανοικτή πώληση πρέπει α φέρει ειδική ένδειξη από την οποία και να προκύπτει ότι πρόκειται για ανοικτή πώληση.

6. Η εκκαθάριση των υποχρεώσεων παράδοσης μετοχών, που αναλαμβάνονται με την ανοικτή πώληση, πρέπει να διενεργείται, κατά προτεραιότητα, μέσω των μετοχών που αποκτήθηκαν από τον παραγγελέα της ανοικτής πώλησης ή το ίδιο το μέλος που ενεργεί για ίδιο λογαριασμό, συνεπεία σύμβασης αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης που καταρτίζεται μέσω του ΧΠΑ. Δεν αποκλείεται εκκαθάριση των παραπάνω υποχρεώσεων μέσω άλλων διαθέσιμων μετοχών του παραγγελέα ή του μέλους κατά περίπτωση σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Κατά τα λοιπά εφαρμόζονται και στην εκκαθάριση των συναλλαγών της παρούσας απόφασης οι κείμενες διατάξεις για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών.

7. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων της παρούσας απόφασης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μπορεί να επιβάλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στο άρθρο 76 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ Α'167) όπως αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 3 του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (ΦΕΚ Α'228).

8. Οι κυρώσεις της παραγράφου 7 του παρόντος άρθρου μπορεί να επιβληθούν σε

κάθε περίπτωση πώλησης μέσω του Χ.Α.Α. μετοχών που αποκτώνται συνεπεία των αγορών με σύμφωνο επαναπώλησης της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου, εφόσον διενεργούνται χωρίς την τήρηση των διατυπώσεων της παρούσας απόφασης. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης και διακανονισμού που

αναλαμβάνονται με την πώληση αυτή δεν θίγονται.

ΑΡΘΡΟ 2.

1. Με την έναρξη ισχύος της παρούσας απόφασης καταργείται η απόφαση 7/194/4.7.2000 συνεδρίασης του Δ.Σ. του Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β' 1004).
2. Η παρούσα απόφαση ισχύει από την ημερομηνία λήψης της.

6.2.1 Πως θα λειτουργήσει το Short Selling- Οι νέες δυνατότητες για αποκόμιση κερδών, Οι κίνδυνοι που ελλοχεύσουν και οι υποχρεώσεις των επενδυτών

Θεαματική αλλαγή στον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές μπορούν να κερδίσουν λεφτά στο Χ.Α.Α. φέρνει η εφαρμογή του Short Selling.

Με το νέο αυτό μέτρο (την πώληση δηλαδή μιας μετοχής που δεν κατέχει ο επενδυτής ο οποίος την πουλάει, αλλά την δανείζεται από κάποιον άλλο) ένας επενδυτής αρκεί να χρησιμοποιήσει «σωστά» τα περιουσιακά στοιχεία, τις μετοχές δηλαδή, που κατέχει κάποιος άλλος επενδυτής.

Η επιτυχία περνά από την σωστή πρόβλεψη για την μελλοντική πορεία των μετοχών που κατέχει κάποιος άλλος.

ΟΙ ΠΩΛΗΣΕΙΣ «ΑΕΡΑ»

Πως όμως ακριβώς λειτουργούν οι πωλήσεις «αέρα», όπως αλλιώς λέγεται το short selling που υποδηλώνει την πώληση μετοχών τις οποίες δανείζεται αλλά δεν κατέχει αυτός που τις πουλάει; Όσοι επενδυτές θα χρησιμοποιούν το short selling θα δανείζονται μετοχές με την προσδοκία ότι θα τις αγοράσουν και

θα τις «επιστρέψουν» στον κάτοχό τους σε τιμή χαμηλότερη από αυτήν που τις δανείστηκαν. Έτσι, εάν υποθεθεί ότι κάποιος δανειστεί μια μετοχή στις 1.000 δραχμές θα έχει κέρδος μόνο στην περίπτωση που η τιμή της υποχωρήσει κάτω από αυτό το ποσό.

Εάν, για παράδειγμα, η τιμή στο χρηματιστήριο υποχωρήσει στις 800 δραχμές, τότε ο επενδυτής θα την αγοράσει και θα την επιστρέψει στον κάτοχό της κερδίζοντας τη διαφορά.

Η στρατηγική αυτή, όπως επισημαίνουν οι ειδικοί του short selling, αποδίδει σε μεγαλύτερο βαθμό όταν:

α) μια χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε περίοδο ύφεσης (bear market), όπως η Σοφοκλέους τους τελευταίους 30 μήνες.

β) μια μετοχή αξιολογείται ως υπερτιμημένη, έχει ανέβει υπερβολικά και αναμένεται η «διόρθωσή» της.

Αρκετοί επενδυτές χρησιμοποιούν το short selling για να «χρηματοδοτήσουν» τις αγορές τους σε κάποια άλλη μετοχή την οποία θεωρούν υποτιμημένη. Έτσι, αντισταθμίζουν και τον κίνδυνο στον οποίο θα ήταν εκτεθειμένοι μέσω της αγοράς μετοχών (hedging).

Για να πραγματοποιηθεί το short selling, ο επενδυτής μέσω της χρηματιστηριακής εταιρίας δανείζεται την μετοχή ή τις μετοχές που θέλει να πουλήσει. Ο ιδιοκτήτης των μετοχών αυτών κερδίζει από ένα καθορισμένο επιτόκιο (το οποίο για το Χ.Α.Α. δεν έχει καθοριστεί ακόμα από τις αρχές) που έχει συμφωνηθεί με τη χρηματιστηριακή εταιρία για όσο διάστημα οι μετοχές του «χρησιμοποιούνται» από κάποιον άλλο επενδυτή.

Ένα ακόμη θέμα που αναμένεται να αποφασιστεί είναι η μέγιστη περίοδος δανεισμού των τίτλων, αν και, σύμφωνα με πληροφορίες, εκτιμάται ότι θα μπορεί να φθάσει και τους έξι μήνες.

Ο «δανειολήπτης» είναι υποχρεωμένος σε περίπτωση αποκοπής δικαιώματος ή μερίσματος να καταβάλλει το αναλογούν ποσό. Η προσδοκία από το short selling είναι να πέσει η τιμή της μετοχής και να αντικατασταθούν οι μετοχές σε χαμηλότερη τιμή. Το κέρδος προκύπτει από τη διαφορά των δύο συναλλαγών μείον το επιτόκιο δανεισμού.

ΤΑ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΑ ΣΗΜΕΙΑ

Αν και φαινομενικά απλό, το short selling στις ανεπτυγμένες αγορές – όπως η Σοφοκλέους από την 1^η Ιουνίου – κρύβει σημαντικούς κινδύνους και υπόκειται σε αρκετούς περιορισμούς σε ότι αφορά την τιμή, τον τύπο και τον αριθμό των μετοχών που πωλούνται.

Καθώς όμως «τα κέρδη κόποις κτώνται» οι ειδικοί του short selling επισημαίνουν τρεις κινδύνους :

- * Οι τιμές των μετοχών μακροπρόθεσμα μάλλον αυξάνονται παρά μειώνονται, οπότε κατά μία έννοια ο επενδυτής που «σορτάρει» στοιχηματίζει εναντίον της συνολικής κατεύθυνσης της αγοράς.
- * Όταν κάποιος πουλάει ανοιχτά οι ζημιές του μπορεί να είναι απεριόριστες. Οι ζημιές από το short selling προέρχονται από την άνοδο της μετοχής, η οποία μπορεί πρακτικά να είναι απεριόριστη. Αντίθετα, η πτώση φτάνει μέχρι το μηδέν. [το short selling αφορά δανεισμό συνεπώς πρέπει πάντα να υπάρχει εγγύηση σε ποσοστό τουλάχιστον 50% της αξίας των μετοχών.
- * Το πρόβλημα του «συνωστισμού» (short squeeze), το οποίο τουλάχιστον στις ανεπτυγμένες αγορές παρατηρείται συχνά.

Όταν μια μετοχή αρχίζει να ανεβαίνει ταχύτατα, οι επενδυτές που την έχουν «σορτάρει» αποχωρούν μαζικά «αντικαθιστώντας» (στην ουσία ξαναγοράζοντας σε χαμηλότερη τιμή) τη μετοχή με αποτέλεσμα να την ωθήσουν ακόμη υψηλότερα.

6.2.3 Οι προτάσεις του ΧΑΑ για το short selling

Η απόφαση για τη διενέργεια των ανοιχτών πωλήσεων (short selling), εγκρίθηκε πρόσφατα από το διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ. Η πρόταση αυτή εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο των αλλαγών, ενόψει της αναβάθμισης της Σοφοκλέους και στοχεύει στον εκσυγχρονισμό της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και στην ταχύτερη προσαρμογή της στα νέα δεδομένα. Έτσι με την εφαρμογή του σε συνδυασμό και με τις ρυθμίσεις που αφορούν στο margin account ολοκληρώθηκαν οι απαιτούμενες διαδικασίες για τη διαμόρφωση του νέου θεσμικού πλαισίου της χρηματιστηριακής αγοράς.

Με τον τρόπο αυτό θα μπορεί να γίνεται η πώληση μετοχών τις οποίες δεν κατέχει ο επενδυτής αλλά τις δανείζεται από άλλο επενδυτή που εμφανίζεται ως κάτοχος αυτών.

Για να πραγματοποιηθεί η ανοιχτή πώληση, θα πρέπει η χρηματιστηριακή εταιρία ή ο πελάτης, να πάρει μετοχές από την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγωγών (ΕΤΕΣΕΠ), η οποία είναι επίσημα ο εκκαθαριστής και του χρηματιστηρίου. Οι συγκεκριμένες εντολές, θα πρέπει να ξεχωρίζουν στο σύστημα συναλλαγών του ΧΑΑ, κάτι που θα μπορεί να συμβεί έπειτα απο δήλωση της ΑΧΕ που κάνει και τη συγκεκριμένη πράξη. Η πώληση θα καταρτίζεται σε τιμή ανά μετοχή μεγαλύτερη της τελευταίας τιμής στην οποία είχε καταρτιστεί εντός του κύκλου χρηματιστηριακής συναλλαγής επί της μετοχής. Επίσης η μεγαλύτερη θέση ανά μετοχή για α γίνει η πράξη της ανοιχτής πώλησης δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 1% της διασποράς, της συγκεκριμένης μετοχής, όπως αυτό υπολογίζεται απο το ΧΑΑ.

Το πλήρες κείμενο της πρότασης του διοικητικού συμβουλίου του ΧΑΑ προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει ως εξής:

Άρθρο 1

Επιτρέπεται η εντός κύκλου κατάρτιση στο ΧΑΑ σύμβασης ανοικτής πώλησης υπό τους εξής όρους, προϋποθέσεις και διαδικασία:

1. Μέλος του ΧΑΑ δύναται να καταρτίσει σύμβαση ανοικτής πώλησης, είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό παραγγελέα του, εφόσον για λογαριασμό του ιδίου ή του παραγγελέα του, κατά περίπτωση, έχει καταρτιστεί μέσω του ΧΠΑ σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης για μετοχές ισάριθμες και ομοειδείς προς αυτές της ανοικτής πώλησης το αργότερο μέχρι την ημέρα της κατάρτισης της ανοικτής πώλησης. Σε περίπτωση που το μέλος του ΧΑΑ καταρτίζει ανοικτή πώληση για λογαριασμό Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Β του ΧΠΑ, οι παραπάνω μετοχές δύναται να έχουν αγοραστεί σύμφωνα με τις διατάξεις του εδαφίου β' της παρ. 11 του άρθρου 15 του ν. 3632/1928, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 17 του ν. 2733/1999 (ΦΕΚ 155 Α) και με τις διατάξεις της απόφασης 6/194/4-7-2000 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Συμβάσεις Αγοράς Αξιών με Σύμφωνο Επαναπώλησής τους και Συμβάσεις Πώλησης Αξιών με Σύμφωνο Επαναγοράς τους. (ΦΕΚ Β' 1004).
2. Το μέλος οφείλει να δηλώνει, μέσω του αυτόματου συστήματος συναλλαγών του ΧΑΑ, τις εντολές που εισάγει στο σύστημα για κατάρτιση ανοικτής πώλησης.

3. Η ανοικτή πώληση πρέπει να καταρτίζεται σε τιμή ανά μετοχή μεγαλύτερη της τελευταίας τιμής στην οποία έχει καταρτιστεί εντός κύκλου χρηματιστηριακή συναλλαγή επί της μετοχής αυτής.
4. Η μέγιστη θέση ανά επενδυτή για κάθε μετοχή, που προκύπτει από την κατάρτιση για λογαριασμό του ανοικτών πωλήσεων, δεν μπορεί να υπερβαίνει κατά πάντα χρόνο το 1% του διαθέσιμου ποσοστού ευρείας διασποράς (free-float) της συγκεκριμένης μετοχής, όπως αυτό υπολογίζεται από το ΧΑΑ.
5. Το πινακίδιο που εκδίδεται για την ανοικτή πώληση πρέπει να φέρει ειδική ένδειξη από την οποία και να προκύπτει ότι πρόκειται για ανοικτή πώληση.
6. Η εκκαθάριση των υποχρεώσεων παράδοσης μετοχών, που αναλαμβάνονται με την ανοικτή πώληση, πρέπει να διενεργείται, κατά προτεραιότητα, μέσω των μετοχών που αποκτήθηκαν από τον παραγγελέα της ανοικτής πώλησης ή το ίδιο το μέλος που ενεργεί για ίδιο λογαριασμό, συνεπεία σύμβασης αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης που καταρτίζεται μέσω του ΧΠΑ. Δεν αποκλείεται εκκαθάριση των παραπάνω υποχρεώσεων μέσω άλλων διαθέσιμων μετοχών του παραγγελέα ή του μέλους κατά περίπτωση σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών. Κατά τα λοιπά εφαρμόζονται και στην εκκαθάριση των συναλλαγών της παρούσας απόφασης οι κείμενες διατάξεις για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών.

7. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων της παρούσας απόφασης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στο άρθρο 76 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ Α' 167), όπως αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 3 του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (ΦΕΚ Α' 228).
8. Οι κυρώσεις της παραγράφου 7 του παρόντος άρθρου μπορεί να επιβληθούν σε κάθε περίπτωση πώλησης μέσω του ΧΑΑ μετοχών που αποκτώνται συνεπεία των αγορών με σύμφωνο επαναπώλησης της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου, εφόσον διενεργούνται χωρίς την τήρηση των διατυπώσεων της παρούσας απόφασης. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης και 7. Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων της παρούσας απόφασης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στο άρθρο 76 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ Α' 167), όπως αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 3 του άρθρου 96 του ν. 2533/1997 (ΦΕΚ Α' 228).

Άρθρο 2 Ισχύς

1. Με την έναρξη ισχύος της παρούσας απόφασης καταργείται η απόφαση 7/194/4.7.2000 συνεδρίασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β' 1004).

6.2.4 Θετικές επιπτώσεις απο την εφαρμογή του short selling

Βελτίωση της ρευστότητας και αύξηση του όγκου συναλλαγών αναμένουν οι χρηματιστηριακοί παράγοντες απο την εφαρμογή του short selling (ανοικτές πωλήσεις) στο ελληνικό χρηματιστήριο. Τις επόμενες ημέρες θα εξεταστεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η σχετική εισήγηση του ΧΑΑ για τη διενέργεια των ανοικτών πωλήσεων, δηλαδή την πώληση μετοχών που δεν κατέχει ο επενδύτης αλλά τις οποίες δανείζεται από τον κάτοχο τους.

Το short selling επί της ουσίας είναι ένας τρόπος να κερδίσει ο επενδυτής χωρίς να διαθέτει χρήματα. Ειδικά ο επενδύτης ή η ΑΧΕ για ίδιο λογαριασμό, δανείζεται μετοχές από κάποιον άλλο επενδυτή ο οποίος κατέχει τις συγκεκριμένες μετοχές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και δεν προτίθεται να κάνει συναλλαγές για κάποιο χρονικό διάστημα. Σύμφωνα με χρηματιστηριακούς παράγοντες ο θεσμός των ανοικτών πωλήσεων θα ενισχύσει τη ρευστότητα μιας και μέχρι σήμερα το πρόβλημα της αγοράς είναι ότι όλοι έχουν μετοχές αλλά κανείς χρήματα με αποτέλεσμα να μην υπάρχει κινητικότητα και αύξηση του όγκου συναλλαγών. Με την εισαγωγή του short selling θα ενισχυθεί παράλληλα και ο όγκος των συναλλαγών στο χρηματιστήριο παραγωγών, καθώς θα μειωθούν σημαντικά οι στρεβλώσεις στην τιμολόγηση των συμβολαίων.

Μεταξύ άλλων στην εισηγητική έκθεση του δ.σ του ΧΑΑ προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προβλέπεται ότι οι μετοχές θα δανείζονται από την εταιρία εκκαθάρισης, οι πωλήσεις short θα είναι διακριτές στο σύστημα συναλλαγών , η μέγιστη θέση ανά μετοχή για πράξη ανοιχτής πώλησης δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 1% της διασποράς (free float) της συγκεκριμένης μετοχής, ενώ η

τιμή στην εντολή πώλησης δεν θα πρέπει να είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή στο χρηματιστήριο. Αυτό πρακτικά για τους επενδυτές σημαίνει ότι αυτός που κάνει χρήση των ανοικτών πωλήσεων :α) δεν θα μπορεί να πουλά ανοικτά σε τιμή μεγαλύτερη από την αμέσως προηγούμενη, β) δεν θα μπορεί να «ξεφορτώνει» όσο αριθμό μετοχών θέλει καθώς μπαίνει η δέσμευση αν μην υπερβαίνει καμία θέση ανοικτής πώλησης (short) το 1% της ελεύθερης διασποράς.

Πάντως, ο κίνδυνος υπάρχει όταν στην εκκαθάριση ο επενδυτής χάνει (επειδή πουλάει ενώ η μετοχή ανεβαίνει) θα πρέπει κατά προτεραιότητα να συμπληρώσει το άνοιγμά του με τις συγκεκριμένες μετοχές που έχει δανεισθεί. Αυτό σημαίνει πρακτικά ότι όταν η αγορά ανεβαίνει ο επενδυτής θα αγοράζει, ανεβάζοντας ακόμη περισσότερο τη ζημία του.

6.3 Morgan Stanley

Η ανακοίνωση του νέου δείκτη της Morgan Stanley Capital International πενήντα ημέρες πριν από την επίσημη μετάταξη της Σοφοκλέους στις ώριμες αγορές, είναι καθοριστικής σημασίας, αφού είναι πιθανό να επισπεύσει την έλευση επιθετικών hedge funds, που θα θελήσουν να προλάβουν τα θεσμικά χαρτοφυλάκια, που τοποθετούνται με οδηγό τους δείκτες MSCI. Οι μικτές εισροές κεφαλαίων από τα ευρωπαϊκά index tracker funds θα ανέλθουν σε 1,5 - 2 δισ. ευρώ (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών 150 εκατ. ευρώ). Σε 290 δισ. δρχ. εκτιμά τις καθαρές εισροές κεφαλαίων από passive funds (θεσμικούς επενδυτές που τοποθετούνται με βάση τους δείκτες της Morgan Stanley Capital International) στις 24 μετοχές του νέου δείκτη. Όπως αναφέρει στην έκθεσή του ο διεθνής οίκος, η στάθμιση του ελληνικού (MSCI Greece) στον ευρωπαϊκό

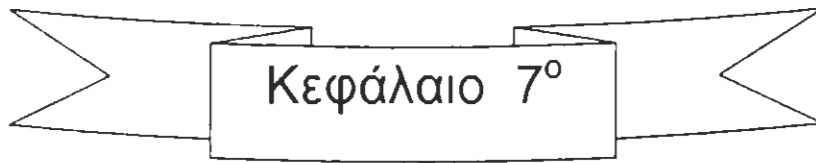
δείκτη (MSCI Europe) είναι 0,51% και περίπου 0,2% στον MSCI World, που σημαίνει εισροές από passive funds της τάξης του 1,02 δισ. δολαρίων. Ταυτόχρονα θα υπάρξουν εκροές από emerging passive funds (θεσμικά χαρτοφυλάκια που τοποθετούνται σε αναδυόμενες αγορές) ύψους 264 εκατ. δολαρίων. Έτσι, οι καθαρές εισροές εκτιμώνται σε 758 εκατ. δολάρια (290 δισ. δρχ.) που αντιστοιχεί με τον όγκο συναλλαγών 11 ημερών στη Σοφοκλέους.

Τα κεφάλαια αυτά θα κατευθυνθούν προς τις 24 μετοχές που απαρτίζουν το δείκτη MSCI Greece και κυρίως προς τους τίτλους εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης, όπως οι Εθνική, ΟΤΕ, Πάναφον, Ιντρακομ, Alpha Bank, Εμπορική, Πειραιώς, Eurobank, 3E και Τιτάν. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της MSDW και με βάση τη σταθμισμό της καθεμιάς από τις 24 μετοχές του δείκτη το μεγαλύτερο μέρος των καθαρών εισροών, ύψους 82,4 δισ. δρχ. θα κατευθυνθεί στην Εθνική Τράπεζα και ακολουθούν:

- ΟΤΕ με εισροές 31,4 δισ. δρχ.
- Alpha Bank με 34,8 δισ. δρχ.
- Εμπορική με 33,9 δισ. δρχ.
- EFG Eurobank Ergasias με 18,6 δισ. δρχ.
- Πειραιώς 18,5 δισ. δρχ.
- Coca Cola HBC με 10,9 δισ. δρχ.
- Πάναφον με 14 δισ. δρχ.
- Ιντρακομ με 9,2 δισ.δρχ.
- Τιτάν με 10,2 δισ. δρχ.

- Βιοχάλκο με 9,2 δισ. δρχ.
- ΕΛΠΕ με 7,3 δισ. δρχ.
- ΕΠΑΤΤ με 4 δισ. δρχ.
- ΕΛΛΤΕΧ με 3,8 δισ. δρχ.
- ΔΟΛ με 3,3 δισ. δρχ.
- Αλουμίνιον της Ελλάδος με 2,6 δισ. δρχ.
- Ιντεραμέρικαν με 3,1 δισ.δρχ.
- Folli Follie με 2,5 δισ. δρχ.
- Μαϊλλης με 2,3 δισ. δρχ.
- ΚΛΕ με 2,3 δισ. δρχ.
- ΕΥΔΑΠ με 2 δισ. δρχ.
- Παπαστράτος 2,3 δισ. δρχ.
- Φουρλής 2,3 δισ. δρχ.
- Τεχνική Ολυμπιακή με 1,8 δισ. δρχ.

Οι υπολογισμοί αυτοί έχουν γίνει με βάση την εκτίμηση ότι στον MSCI Europe τοποθετούνται συνολικά κεφάλαια 200 δισ. δολαρίων από passive funds.



Κεφάλαιο 7°

Κεφάλαιο 7"

7.1 ΣΧΕΔΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΠΛΑΤΦΟΡΜΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Μετά από δύο ανεπιτυχείς προσπάθειες να διεισδύσει στην Ευρώπη, η δεύτερη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αγορά του κόσμου, το περίφημο Nasdaq των ΗΠΑ, τελικά τα κατάφερε. Στις 28/3/2001 ανακοίνωσε το κλείσιμο συμφωνίας εξαγοράς πλειοψηφικού πακέτου 58% του ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου Easdaq για μικρές αλλά ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, κίνηση που εντάσσεται στα σχέδια του να προσφέρει 24ωρο παγκόσμιο trading σε μετοχές.

Το Easdaq, με έδρα τις Βρυξέλλες, ιδρύθηκε το 1996 και σήμερα απαριθμεί 62 εισηγμένες επιχειρήσεις με ανταγωνισμό από το δίκτυο νέων χρηματιστηρίων Euro.NM μέλη του οποίου είναι οι νέες αγορές της Φρανκφούρτης (Neuer Markt), του Παρισιού (Nouveau Marche) και του Άμστερνταμ (NMAX).

Με την εξαγορά από το αμερικανικό Nasdaq, το Easdaq θα μετονομαστεί σε Nasdaq Ευρώπη υιοθετώντας την πασίγνωστη μάρκα και το σύστημα συναλλαγών της αγοράς των ΗΠΑ με τις πιο εύρωστους μεγαλομετόχους πλέον. Το σχέδιο των Αμερικανών είναι να αποτελέσει το Nasdaq Europe τον τρίτο βραχίονα των χρηματιστηριακών τους δραστηριοτήτων ανάμεσα στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία.

Το Nasdaq στο οποίο διαπραγματεύονται οι μετοχές των μεγαλύτερων παικτών στον κλάδο της τεχνολογίας έχει σχεδόν 5000 εισηγμένες επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις 62 του Easdaq. Το σημαντικότερο όφελος για τις εισηγμένες επιχειρήσεις του Easdaq θα είναι η βελτιωμένη αξιοπιστία και η πρόσβαση στο

αμερικάνικο επενδυτικό κοινό το οποίο δεν ήταν εξοικειωμένο με το μικρό χρηματιστήριο των Βρυξελλών. Ο γάμος με το Nasdaq και η νέα μάρκα θα ανοίξουν ένα πιο σύντομο δρόμο προς τους Αμερικανούς επενδυτές, καθώς αναμένονται αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο που θα εναρμονίσουν το Easdaq με τα ισχύοντα στην αγορά των ΗΠΑ. Εν τω μεταξύ οι συζητήσεις του Nasdaq με άλλα μεγάλα χρηματιστήρια στην Ευρώπη, όπως η Deutsche Borse στη Φρανκφούρτη και το χρηματιστήριο του Λονδίνου στην κατεύθυνση μιας συμμαχίας, συνεχίζονται. Ο στόχος δεν είναι άλλος από το χτίσιμο μιας σημαντικής σχέσης με μια από τις μεγάλες πισίνες ρευστότητας στην Ευρώπη. Σύμφωνα με τον πρόεδρό του το νέο Nasdaq Europe θα βρίσκεται σε λειτουργία τον Ιούνιο αποτελώντας τον τελευταίο κρίκο στην παγκόσμια πλατφόρμα συναλλαγών που θα προσφέρει το Nasdaq το 2003. Είναι γεγονός πως είχε επιχειρήσει και παλιότερα τη δημιουργία μιας νέας χρηματιστηριακής αγοράς για ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, προσεγγίζοντας τα χρηματιστήρια του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης τα οποία σχεδίαζαν να συγχωνευθούν, ένας γάμος που κατέρρευσε πριν φθάσει στην .. εκκλησία.

Μια άλλη Ευρωπαϊκή συμμαχία μεταξύ των χρηματιστηρίων του Άμστερνταμ, των Βρυξελλών και του Παρισιού, το Euronext, σχεδιάζει δημόσια εγγραφή τον Ιούνιο του 2001 και την εισαγωγή των μετοχών του ακολουθώντας το παράδειγμα του γερμανικού χρηματιστηρίου. Το Euronext παρακολουθεί τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές και το κλίμα που διαμορφώνεται όπως και τη συμπεριφορά της μετοχής της Deutsche Borse στην τρέχουσα συγκυρία. Το Euronext με το οποίο συνομιλεί και η διοίκηση των Ελληνικών Χρηματιστηρίων για τις προοπτικές συνεργασίας θα καταλήξει σε πολλαπλασιαστική κερδών (P/E) παρόμοιο με αυτόν του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης στη δημόσια εγγραφή.

Έπειτα από έναν άσχημο χειμώνα (2000-2001) για τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια οι χρηματιστές ελπίζουν σε μια γρήγορη ανάκαμψη για τις περισσότερες αγορές. Πάντως τα επίπεδα τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια είναι ιδιαίτερα χαμηλά αυτήν την περίοδο, γεγονός που δεν δικαιολογείται από την παρατηρούμενη παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση. Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τις αποδόσεις των χρηματιστηρίων ανά τον κόσμο με βάση το δολάριο για το χρονικό διάστημα 1/1 έως και 23/3/2001 με σκοπό να παρουσιάσουμε τη θέση της χώρας μας στην παγκόσμια σκηνή.

| ΑΝΕΠΤΥΓΜΕ -ΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ | ΔΕΙΚΤΕΣ MSCI | ΤΡΕΧΟΝ ΕΠΙΠΕΔΟ ΔΕΙΚΤΗ | ΑΠΟΔΟΣΗ (%) |
|----------------------------------|-------------------------|--------------------------------------|------------------------|
| | Αυστραλία | 282,65 | -11,02 |
| | Αυστρία | 718,20 | 1,40 |
| | Βέλγιο | 1.003,64 | -17,86 |
| | Καναδάς | 673,17 | -19,14 |
| | Δανία | 1971,78 | -10,43 |
| | Φινλανδία | 556,06 | -38,60 |
| | Γαλλία | 1207,09 | -20,03 |
| | Γερμανία | 1170,09 | -18,54 |
| | Χονγκ Κονγκ | 4874,97 | -10,96 |
| | Ιρλανδία | 266,43 | -13,60 |
| | Ιταλία | 366,62 | -18,02 |
| | Ιαπωνία | 2386,17 | -6,50 |
| | Λουξεμβούργο | 342,35 | -30,40 |
| | Ολλανδία | 1767,36 | -18,32 |
| | Νέα Ζηλανδία | 16,33 | 8,78 |
| | Νορβηγία | 1061,43 | -10,112 |
| | Πορτογαλία | 115,34 | -9,76 |
| | Σιγκαπούρη | 244,21 | -15,87 |
| | Ισπανία | 320,12 | -7,77 |
| | Σουηδία | 3024,66 | -28,67 |
| | Ελβετία | 2100,91 | -22,05 |

| | | | |
|--|--|--------------------------------------|------------------------|
| | Βρετανία | 956,17 | -16,58 |
| | ΗΠΑ | 1076,12 | -13,90 |
| ΑΝΑΔΥΟΜΕ- ΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΕΥΡΩΠΗΣ- Μ.ΑΝΑΤΟΛΗ Σ-ΑΦΡΙΚΗΣ | ΑΝΑΔΥΟΜΕ- ΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΕΥΡΩΠΗΣ- Μ.ΑΝΑΤΟΛΗ Σ-ΑΦΡΙΚΗΣ | ΤΡΕΧΟΝ ΕΠΙΠΕΔΟ ΔΕΙΚΤΗ | ΑΠΟΔΟΣΗ (%) |
| | Τσεχία | 72,66 | -9,08 |
| | Ελλάδα | 412,75 | -13,25 |
| | Ουγγαρία | 183,17 | -21,78 |
| | Ισραήλ | 141,64 | -27,73 |
| | Ιορδανία | 58,33 | 5,79 |
| | Πολωνία | 397,55 | -20,33 |
| | Ρωσία | 175,09 | 12,80 |
| | Ν.Αφρική | 149,34 | -5,23 |
| | Τουρκία | 152,56 | -38,40 |
| ΛΑΤΙΝΙΚΗ ΑΜΕΡΙΚΗ | ΔΕΙΚΤΕΣ MSCI | ΤΡΕΧΟΝ ΕΠΙΠΕΔΟ ΔΕΙΚΤΗ | ΑΠΟΔΟΣΗ (%) |
| | Αργεντινή | 1262,31 | 2,40 |
| | Βραζιλία | 752,92 | -13,45 |
| | Χιλή | 580,19 | -4,06 |

| | | | |
|-------------|----------------|----------------|----------------|
| | Κολομβία | 44,75 | 6,23 |
| | Μεξικό | 1464,00 | -0,06 |
| | Περού | 138,22 | 10,57 |
| | Βενεζουέλα | 111,86 | 5,45 |
| ΑΣΙΑ | ΔΕΙΚΤΕΣ | ΤΡΕΧΟΝ | ΑΠΟΔΟΣΗ |
| | MSCI | ΕΠΙΠΕΔΟ | (%) |
| | | ΔΕΙΚΤΗ | |
| | Κίνα | 19,17 | -15,32 |
| | Ινδία | 99,54 | -13,10 |
| | Ινδονησία | 67,13 | -13,75 |
| | Κορέα | 83,13 | 5,67 |
| | Μαλαισία | 158,90 | -1,12 |
| | Πακιστάν | 37,47 | -15,45 |
| | Φιλιππίνες | 145,37 | -0,8 |
| | Σρι Λάνκα | 33,32 | -8,16 |
| | Ταϊβάν | 229,74 | 19,82 |
| | Ταϊλάνδη | 63,13 | 7,12 |

7.2 ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΤΗΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ.

Η αναθεώρηση του χρηματιστηριακού δείκτη της MSCI για την Ελλάδα, με την αναβάθμιση της Σοφοκλέους στις ώριμες αγορές στα τέλη του Μαΐου 2001

είναι πλέον γεγονός όμως για τα υπόλοιπα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο η αγωνία κορυφώνεται αυτήν την περίοδο. Η Morgan Stanley Capital International αναμένεται σύντομα να ανακοινώσει τις μεταβολές στη σύνθεση των παγκοσμίων χρηματιστηριακών δεικτών που προκύπτουν από την νέα μεθοδολογία που υιοθέτησε το 2001. Φυσικά η MSCI δεν είναι ο μόνος οίκος που καταρτίζει χρηματιστηριακούς δείκτες καθώς υπάρχουν κι άλλοι όπως η FTSE International και η Down Jones Stoxx. Η σημασία των μεταβολών της MSCI έγκειται στο γεγονός ότι οι χρηματιστηριακοί της δείκτες παρακολουθούνται από αμοιβαία κεφάλαια που έχουν τεράστια ποσά υπό διαχείριση. Οι εκτιμήσεις των αναλυτών μιλούν για το ιλιγγιώδες ποσό των 3.5 τρις δολαρίων που έμμεσα ή άμεσα επηρεάζεται από τις μεταβολές στη σύνθεση των δεικτών της MSCI, προβλέπουν δε ότι οι αλλαγές θα έχουν επιπτώσεις στην πορεία των αγορών για αρκετούς μήνες.

Η αναβάθμιση της Ελλάδας στους δείκτες των ανεπτυγμένων αγορών και η αποχώρησή της από την κατηγορία των αναδυόμενων θα ενισχύσει τη βαρύτητα της Λατινικής Αμερικής στο δείκτη Emerging Markets Free της MSCI ΚΑΤΑ 1.3%. Οι αγορές της Λατινικής Αμερικής θα αντιπροσωπεύουν το 27.9% του δείκτη EMF, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Societe General. Παράλληλα, η αποχώρηση της Ελλάδας από το δείκτη αναδυόμενης Ευρώπης, Μέσης Ανατολής και Αφρικής θα μειώσει τη βαρύτητά του στο 23.8% από 27.4%, με τα χρηματιστήρια της Λιγύπτου και του Μαρόκου να αντισταθμίζουν σε μικρό βαθμό την απώλεια αυτή. Για τους επενδυτές που δραστηριοποιούνται στις αναδυόμενες αγορές, η έξοδος της Ελλάδας που αντιπροσώπευε το 5% του δείκτη EMF σημαίνει ότι το ποσοστό αυτό θα αναδιανεμηθεί στις υπόλοιπες αναδυόμενες αγορές.

Οι επιπτώσεις στο δείκτη MSCI Αναδυόμενη Ευρώπη από την αναθεώρηση και την αποχώρηση της Ελλάδας

| (%) | Σήμερα | Αποχώρηση Ελλάδας 31/5/2001 | Νέος δείκτης Φάση Α' 30/11/2001 | Νέος δείκτης Φάση Β' 31/5/2002 |
|-------------|--------|--------------------------------|--|---|
| Τσεχία | 3,38 | 4,83 | 4,54 | 4,08 |
| Ελλάδα | 30,07 | 0 | 0 | 0 |
| Ουγγαρία | 4,57 | 6,54 | 7,01 | 7,91 |
| Ισραήλ | 26,65 | 38,11 | 40,42 | 45,59 |
| Ιορδανία | 0,76 | 1,09 | 1,27 | 1,5 |
| Πολωνία | 7,36 | 10,52 | 11,04 | 11,67 |
| Ρωσία | 13,86 | 19,82 | 18,13 | 14,69 |
| Τουρκία | 13,35 | 19,09 | 17,58 | 14,56 |
| | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Πηγή : MSDW | | | | |

7.3 ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΣΕ WALL STREET

Πεδίο πολιτικών αντιπαραθέσεων αλλά και εφιαλτήριο δυναμικής οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να αποτελέσει η εξέλιξη των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων κατά το προσεχές διάστημα. Η «επιτροπή σοφών» η οποία συστάθηκε με απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής πολύ πρόσφατα, ανακοίνωσε τις εισηγήσεις της για τη μεγάλη πράγματι μεταρρύθμιση, που θα αλλάξει την προοπτική της Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, καθιστώντας την κατά κάποιο τρόπο ενιαία, αλλά και εφάμιλλη της αγοράς της Νέας Υόρκης.

Η εισήγηση Λαμφαλουσί (προέδρου της εν λόγω επιτροπής),- μεταξύ των άλλων του προτάσεων – για την προοπτική ενοποίησης των αρχών που εποπτεύουν το τραπεζικό σύστημα, τα Χρηματιστήρια και τον κλάδο των ασφαλιστικών εταιρειών, σε ένα πολύ ισχυρό όργανο εποπτείας και ελέγχου, αποτελεί το «πολιτικό αγκάθι» τη στιγμή αυτή, το οποίο ενεργοποίησε παρεπιπτώτως ένα πρώτο κύκλο πολιτικών διεργασιών και στην Ελλάδα. Η Ελληνική κυβέρνηση προανήγγειλε τη σύσταση επιτροπής εμπειρογνομόνων, που θα μελετήσει το όλο θέμα, με στόχο να δημιουργηθεί, ίσως και από τον επόμενο χρόνο, μια ενιαία επιτροπή κεφαλαιαγοράς (ή όπως αλλιώς θα ονομάζεται), η οποία θα είναι ένας ανεξάρτητος και πολύ ισχυρός οργανισμός που θα θέτει τους κανόνες του παιχνιδιού στις αγορές και θα επιτηρεί όλο το χρηματοοικονομικό πιστωτικό σύστημα, παίρνοντας αρμοδιότητες και από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Το επιχείρημα είναι - και ορθώς – ότι όλο το φάσμα των επενδύσεων κεφαλαίου είναι απόλυτα διασυνδεδεμένο και αλληλοκαλυπτόμενο μεταξύ των διαφόρων «επιμέρους» αγορών, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι για να λειτουργεί

αποτελεσματικότερα και κυρίως μέσα στα θεσμικά του πλαίσια για την προστασία των επενδυτών, χρειάζεται να εποπτεύεται από μια ενιαία αρχή.

Το συνολικό πόρισμα της επιτροπής Λαμφαλουσί θα συζητηθεί άλλωστε από τους Ευρωπαίους ηγέτες στη σύνοδο κορυφής της Στοκχόλμης, τον Ιούνιο του 2001, προκειμένου να μπουν σε κίνηση οι μηχανισμοί για την παραγωγή μιας αλυσίδας κρίσιμων αποφάσεων. Τα πολιτικά συμπεράσματα είναι κυρίως ότι οι πολυπόθητοι υψηλοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και το ισχυρό ευρώ είναι πράγματα πολύ δύσκολα εάν μέσα στα αμέσως προσεχή χρόνια δεν υπάρξουν ελκυστικά και δυναμικά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Την εντυπωσιακή οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ όπως επισημαίνεται, τροφοδότησαν εν πολλοίς τα γερά αμερικανικά χρηματιστήρια τα οποία προσέλκυσαν τεράστια επενδυτικά κεφάλαια από την Ευρώπη και διευκόλυναν την εισαγωγή και την άντληση σημαντικών κεφαλαίων για πάρα πολλές επιχειρήσεις.

Η έκθεση της επιτροπής μάλιστα αναπτύσσει μια ολόκληρη επιχειρηματολογία για να δείξει πόσο πίσω σε σχέση με τις ΗΠΑ βρίσκεται η Ευρωπαϊκή ένωση στον τομέα αυτό. Επίσης τονίζεται ότι οι ηγέτες των 15 θα πρέπει να λάβουν τη θεμελιώδη πολιτική απόφαση να ξεπεράσουν στο κρίσιμο αυτό θέμα τους παραδοσιακούς μηχανισμούς λήψης των αποφάσεων (επιτροπές, συμβούλια υπουργών, Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο, κομμισιόν κτλ.) που έχουν αποδειχθεί ιδιαίτερα χρονοβόροι.

Τους καλεί ουσιαστικά, για να ξεκινήσει σχετικά σύντομα η μεγάλη μεταρρύθμιση για την Ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά να εκδίδονται πλέον μόνο οδηγίες – πλαίσια, δηλαδή βασικές κατευθύνσεις χωρίς πολλές λεπτομέρειες και από το σημείο αυτό και μετά οι ρυθμίσεις να καθορίζονται από ένα νέο όργανο που θα εκπροσωπούνται όλες οι αρμόδιες αρχές των κρατών – μελών.

7.4 ΟΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ CEPS ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑΣ

Το Center of European Policy Studies προτείνει μεταξύ άλλων να θεσπιστεί το ενιαίο Ευρωπαϊκό διαβατήριο, το οποίο θα εξασφαλίζει την είσοδο των Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων *σε οποιοδήποτε χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, πράγμα που σημαίνει ενιαίους κανόνες αξιολόγησης και διαφάνειας, καθώς και ενιαίους κανόνες εποπτείας. Από την πλευρά των επενδυτών και πιο συγκεκριμένα των ιδιωτών, αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερη προστασία των συμφερόντων τους, πληρέστερη ενημέρωση, εμπιστοσύνη. Η προτεινόμενη απαραίτητος ενοποίηση του θεσμικού πλαισίου συνδυάζεται ακόμη με ενιαίο σύστημα διακανονισμών και πληρωμών, πιο απλοποιημένο και φθηνότερο από το σημερινό, το οποίο έχει περίπου 10 φορές υψηλότερο κόστος από το Αμερικανικό. Θεωρεί αναγκαία επίσης τη δημιουργία σημαντικής – και θεσμοθετημένης- μονάδας δεδομένων (όπως συμβαίνει στις ΗΠΑ) όπου και υπάρχουν διαθέσιμα ανά πάσα ώρα και στιγμή όλα τα στοιχεία και οι πληροφορίες για οποιαδήποτε εισηγμένη στις Ευρωπαϊκές αγορές επιχείρηση, και άλλα πολλά. Είναι φανερό ότι όλες αυτές οι αλλαγές, στο βαθμό που θα αρχίσουν να προωθούνται σύντομα, θα οδηγήσουν και θα εδραιώσουν και στην Ελληνική αγορά μια τελείως διαφορετική επενδυτική, αλλά και επιχειρηματική κουλτούρα, η οποία πολύ θα απέχει από όσα έγιναν πριν από ένα και δύο χρόνια και τα οποία τραυμάτισαν βαθιά τη Σοφοκλέους. Η ανάπτυξη και η διεύρυνση του ρόλου της Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, σχεδόν κατά τα Αμερικανικά πρότυπα είναι μπροστά και αυτό είναι το ευτύχημα.

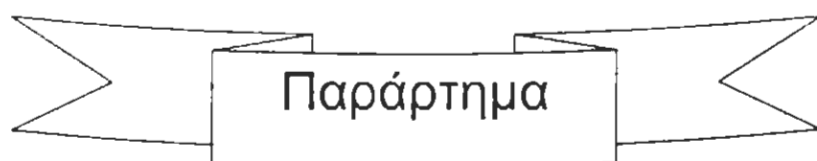
7.5 Η ΚΡΙΣΗ Η ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Σε άλλες εποχές, η ανεπαίσθητη έστω κρίση στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, επιδρούσε καθοριστικά στο επίπεδο τιμών του ελληνικού χρηματιστηρίου. Η Σοφοκλέους ως τελικός αποδέκτης των κινήσεων των διεθνών κερδοσκοπικών κεφαλαίων, εμφάνισε σε περιόδους διεθνούς κρίσης, όπως για παράδειγμα κατά το διάστημα της κατάρρευσης των χρηματιστηρίων της Νοτιοανατολικής Ασίας, μεγάλη αστάθεια όταν η γενικότερη χρηματιστηριακή ισορροπία κλονιζόταν. Στην παρούσα φάση μια μετά από ένα μεγάλο διάστημα ελεύθερης πτώσης των τιμών επί πολλούς μήνες, η Σοφοκλέους εμφανίζει αντιστάσεις και καταδεικνύει ότι διαθέτει ισχυρές αντοχές στην εισαγόμενη κρίση, η έκταση και ένταση της οποίας δεν είναι εύκολο να προβλεφθεί.

Θα πρέπει όμως να συνεκτιμήσει κανείς ότι το ελληνικό χρηματιστήριο κατέγραφε αλλεπάλληλες πτώσεις, όταν η διεθνής συγκυρία ήταν ευνοϊκή και τα διεθνή χρηματιστήρια κατέγραφαν ιστορικά ρεκόρ ανόδου. Η Wall Street μάλιστα εξακολουθούσε να διατηρεί, επί μακρό χρονικό διάστημα, επίπεδα τιμών πολύ κοντά στο ιστορικό υψηλό των 11000 μονάδων, χωρίς επί της ουσίας να έχει υποστεί τη φυσιολογική και αναμενόμενη διόρθωση. Τούτο σημαίνει ότι η Σοφοκλέους, η οποία προέρχεται από μεγάλη και μακρά πτώση, απειλείται λιγότερο από τις υπόλοιπες αγορές από την παρούσα κρίση και εκτιμάται ότι το ενδεχόμενο ανάκαμψης των διεθνών χρηματιστηρίων θα προσδώσει μεγαλύτερη δυναμική στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Επιπροσθέτως η Σοφοκλέους διανύει μια μεταβατική περίοδο, κατά τη διάρκεια της οποίας τα διεθνή κεφάλαια των αναδυομένων αγορών έχουν

εγκαταλείπει προ καιρού το ελληνικό χρηματιστήριο, ενώ την ίδια στιγμή τα κεφάλαια που επενδύουν σε ώριμες αγορές δεν έχουν ακόμα κατευθυνθεί προς την ελληνική αγορά. Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ρευστοποιήσεις ελληνικών μετοχών από διεθνείς οίκους θα είναι περιορισμένες και οι επιπτώσεις της ευρύτερης κρίσης στο ελληνικό χρηματιστήριο εντοπίζονται στη διαμόρφωση κλίματος, ψυχολογίας και αποτροπής, προς το παρόν, εισροής ξένων κεφαλαίων. Ως προς την έκταση και ένταση της διεθνούς κρίσης η άποψη, η οποία και διατυπώνεται ευθέως, είναι ότι ο καπιταλισμός, όπως η εμπειρία έχει καταδείξει, διαθέτει τα αντανακλαστικά να διορθώσει τις ατέλειές του και να προσαρμοσθεί ως οικονομικοπολιτικό σύστημα στα δεδομένα των καιρών. Πολύ περισσότερο μάλιστα όταν η πλειοψηφία των ισχυρών διεθνών οικονομιών έχει προσδεθεί άρρηκτα με την πορεία των αγορών και ήδη βιώνουμε μια παγκόσμια χρηματιστηριακή οικονομία που δεν μπορεί, αλλά και δεν θα την αφήσουν, να έχει πισωγύρισμα.



~ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ~

ΜΕΡΟΣ Ι

Ανάλυση περί Ευρώ και Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όπως έχει ανακοινώσει, θα προχωρήσει στην εισαγωγή του Ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2001. Από την ημερομηνία αυτή και μετά, η διαπραγμάτευση, ο διακανονισμός και η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών θα διενεργούνται σε Ευρώ. Η απεικόνιση των τιμών των μετοχών σε Ευρώ θα γίνεται με τη χρήση δύο δεκαδικών ψηφίων. Για την μετατροπή των τιμών των μετοχών σε Ευρώ, θα χρησιμοποιηθεί η κλειδωμένη ισοτιμία μεταξύ Ευρώ και δραχμής, η οποία σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) 1478/2000 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου έχει καθοριστεί στις 340,750 δραχμές / Ευρώ και θα οριστικοποιηθεί στο τέλος του έτους.

Τι θα αλλάξει όμως στις συναλλαγές μου με την Χρηματιστηριακή εταιρία;

Κατά την διάρκεια της μεταβατικής περιόδου (από 1/1/2001 ως 31/12/2001) οι χρηματικές συναλλαγές μας με τις Χρηματιστηριακές εταιρίες θα εξακολουθήσουν να γίνονται σε δραχμές όπως γινόταν μέχρι τώρα. Παράλληλα όμως δίνεται η δυνατότητα να γίνονται και σε Ευρώ με την χρήση επιταγών, εμβασμάτων ή τραπεζικών λογαριασμών σε Ευρώ. Η ενημέρωση των επενδυτών από τις Χρηματιστηριακές εταιρίες θα γίνεται σε δραχμές και σε Ευρώ κατά την διάρκεια της μεταβατικής περιόδου. Με το πέρας αυτής της περιόδου και την κυκλοφορία των νομισμάτων Ευρώ (αρχές 2002), οι χρηματικές συναλλαγές με τις Χρηματιστηριακές εταιρίες

θα αρχίσουν να γίνονται σε Ευρώ, αφού τότε θα είναι και το μοναδικό νόμισμα που θα κυκλοφορεί στην Ελλάδα.

Ποια είναι η διαδικασία μετατροπής των τιμών των μετοχών που θα ακολουθήσει το Χρηματιστήριο;

Το Χρηματιστήριο θα πραγματοποιήσει την μετάβαση σε Ευρώ μεταξύ 30 Δεκεμβρίου 2000 και 2 Ιανουαρίου 2001. η μετατροπή των τιμών των μετοχών από δραχμές σε Ευρώ (τιμές κλεισίματος σε δραχμές της 29/12/2000 σε τιμές εκκίνησης σε Ευρώ της 3/1/2001) θα γίνει διακρίνοντας την δραχμική τιμή των μετοχών με την κλειδωμένη ισοτιμία μεταξύ Ευρώ και δραχμής (340,750 δρχ./ Ευρώ). Το αποτέλεσμα θα προσαρμόζεται στο πλησιέστερο έγκυρο βήμα τιμής.

Ένα παράδειγμα για πληρέστερη κατανόηση

Έστω, ότι η τιμή κλεισίματος μίας μετοχής της 29/12/2000 είναι 800 δραχμές και η κλειδωμένη ισοτιμία Ευρώ-δραχμής είναι 340,750 δραχμές / Ευρώ.

Τα στάδια μετατροπής έχουν ως εξής:

1. Διάρθρωση με την κλειδωμένη ισοτιμία:

$$\frac{800 \text{ δρχ.}}{340,750 \text{ δρχ./ Ευρώ}} = 2,347762289 \text{ Ευρώ}$$

2. Προσαρμογή στο πλησιέστερο έγκυρο βήμα τιμής: 2,35 Ευρώ

Τα έγκυρα βήματα τιμής για διαπραγμάτευση σε Ευρώ είναι:

0,01 Ευρώ για κλίμακα τιμών μετοχών από 0,01 Ευρώ – 2,99 Ευρώ,

0,02 Ευρώ για κλίμακα τιμών μετοχών από 3,00 Ευρώ – 59,99 Ευρώ,

0,05 Ευρώ για κλίμακα τιμών μετοχών από 60,00 Ευρώ και πάνω.

Το Χρηματιστήριο εγγυάται τη σωστή μετατροπή των τιμών των μετοχών από δραχμές της 29/12/2000 σε Ευρώ της 3/1/2001.

Ευρώ και Χρηματιστήριο παραγώγων Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, όπως έχει ανακοινώσει, θα προχωρήσει κι αυτό στην εισαγωγή του Ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2001. Από την ημερομηνία αυτή και μετά, η διαπραγμάτευση, ο διακανονισμός και η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών θα διενεργούνται σε Ευρώ. Η απεικόνιση των τιμών των παραγώγων προϊόντων σε Ευρώ θα γίνεται με την χρήση δύο δεκαδικών ψηφίων, ενώ για την μετατροπή των τιμών των παραγώγων προϊόντων σε Ευρώ θα χρησιμοποιηθεί η κλειδωμένη ισοτιμία μεταξύ Ευρώ και δραχμής, η οποία έχει καθοριστεί στις 340.750 δραχμές/ Ευρώ και θα οριστικοποιηθεί στο τέλος του έτους. Ειδικό βάρος έχει δοθεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών στην εξασφάλιση της συνέχειας των συμβάσεων και στην πιστή τήρηση των όρων κάθε συμβολαίου.

Πώς θα εκφραστούν σε Ευρώ οι ανοικτές θέσεις σε παράγωγα προϊόντα;

i. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE – 20

Όλες οι ανοικτές θέσεις επενδυτών στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις επενδυτών στα υπάρχοντα προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή σε Ευρώ, δηλαδή ένα με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και ένα με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ.

Για παράδειγμα, κάποιος επενδυτής που έχει, πριν την μετάβαση, μία ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμές, μετά την μετάβαση σε Ευρώ, θα έχει μία ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μία ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0.87 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Δηλαδή, η αξία της θέσης του δεν θα επηρεαστεί από την μετάβαση σε Ευρώ. Ο επενδυτής θα μπορεί, οποιαδήποτε στιγμή και χωρίς κόστος προμηθειών, να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0.87 Ευρώ.

ii. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Όλες οι ανοιχτές θέσεις στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό πολλαπλασιαστή 4.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή σε Ευρώ, δηλαδή ένα με πολλαπλασιαστή 10 Ευρώ και ένα με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ.

Για παράδειγμα, κάποιος επενδυτής που έχει, πριν την μετάβαση, μία ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 4.000 δραχμές, μετά την μετάβαση θα έχει μία ανοιχτή θέση στην σειρά με πολλαπλασιαστή 10 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μία ανοιχτή θέση στην σειρά με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Δηλαδή, η αξία της θέσης του δεν θα επηρεαστεί από τη μετάβαση σε Ευρώ. Ο επενδυτής θα μπορεί, οποιαδήποτε στιγμή και χωρίς κόστος προμηθειών, να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ.

iii. Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE – 20

Όλες οι ανοιχτές θέσεις στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή σε Ευρώ,

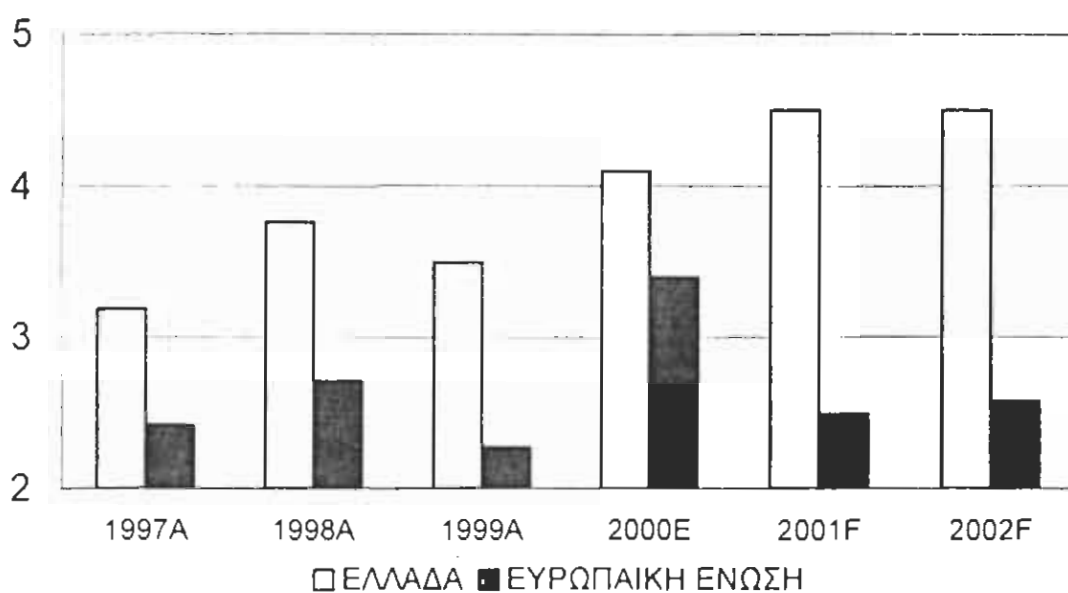
δηλαδή ένα με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και ένα με πολλαπλασιαστή 0,84 Ευρώ.

Για παράδειγμα, κάποιος επενδυτής που έχει, πριν τη μετάβαση, μία ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μία ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Δηλαδή, η αξία της θέσης του δεν θα επηρεαστεί από την μετάβαση σε Ευρώ. Ο επενδυτής θα μπορεί, οποιαδήποτε στιγμή και χωρίς κόστος προμηθειών, να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστεί 0,87 Ευρώ.

ΜΕΡΟΣ ΙΙ – ΠΙΝΑΚΕΣ

ΡΥΘΜΟΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ : ΕΛΛΑΣ-Ε.Ε(%)



ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΕΙΣ

Το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων δημοσίων εταιρειών, το οποίο αναμένεται να προκαλέσει αλυσιδωτές εξελίξεις και ανακατατάξεις στα ταμπλό της Σοφοκλέους, αντιμετωπίζει δυσκολίες κυρίως επειδή δεν υπάρχει διάθεση παραχώρησης του απόλυτου ελέγχου management.

Στον τομέα των τηλεπικοινωνιών πιο συγκεκριμένα, έχει ψηφιστεί νομοθεσία η οποία επιτρέπει τη μεταφορά στον ιδιωτικό τομέα της πλειοψηφίας του ΟΤΕ (το 51% προς το παρόν ανήκει στο κράτος), αλλά επιμένει στη διατήρηση μιας ελεγκτικής μειοψηφίας μετοχών. Το Νοέμβριο του 2000 εκδόθηκαν προσκλήσεις σε 11 διεθνείς operators για την απόκτηση μερίδας της τάξης του 18% αλλά και της συμμετοχής στη διαχείριση της εταιρίας. Κανείς από τους 11 δεν δεσμεύτηκε και οι δυο οι οποίοι εξέφρασαν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον – Telefonica της Ισπανίας και Telecom Italia – αναφέρεται πως έχουν παραιτηθεί της ιδέας. Δεν έχει βέβαια υπάρξει μέχρι σήμερα επίσημη ανακοίνωση πως η αναζήτηση στρατηγικού επενδυτή έχει λήξει. Παρόλα αυτά, σύμφωνα με χρηματιστηριακούς αναλυτές εξετάζεται η πιθανότητα operators του εξωτερικού για τη συμμετοχή σε διαφορετικές λειτουργικές και επιχειρηματικές μονάδες του ΟΤΕ.

Το Υπουργείο μεταφορών και επικοινωνιών, προωθεί την πώληση του εναπομείναντος στο κράτος 65% μεριδίου της Ολυμπιακής Αεροπορίας. Από τις 4 εταιρίες που προκρίθηκαν από τις αρχικές επτά οι οποίες εκδήλωσαν ενδιαφέρον, μόνο οι Κυπριακές Αερογραμμές (Cyprus Airlines) ενδιαφέρονται για την εξαγορά της αερογραμμής σαν σύνολο. Το πέρας της εκδήλωσης προσφορών ορίστηκε για τις αρχές Ιουλίου 2001.

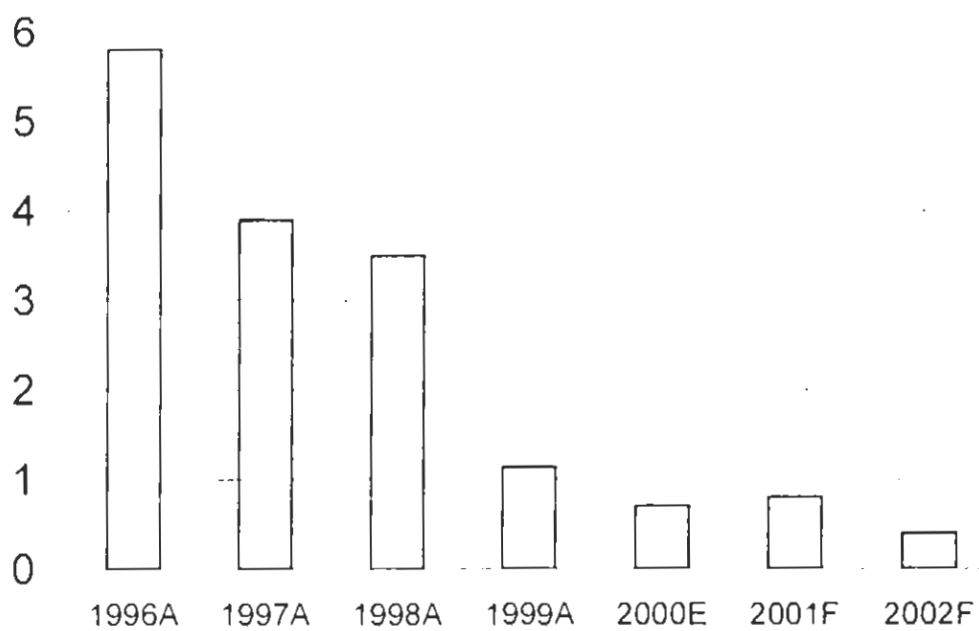
Οι Ολλανδικές, Γερμανικές και Γαλλικές ταχυδρομικές υπηρεσίες αναφέρεται πως έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον για την απόκτηση του 25% των Ελληνικών Ταχυδρομείων (ΕΛΤΑ) και 50%, συν τη διαχείριση, στη θυγατρική της εταιρία courier Ταχυμεταφορές. Οι μη δεσμευτικές αυτές εκδηλώσεις ενδιαφέροντος, κατατέθηκαν στις αρχές του Φεβρουαρίου 2001 και πιθανολογείται τελική συμφωνία μέχρι τον Ιούνιο του 2001.

Στον τραπεζικό τομέα, υπάρχουν επίμονες αναφορές της αγοράς όπως η Credit Agricole ενδιαφέρεται να αυξήσει το μερίδιό της στην Εμπορική τράπεζα από 6.7% περίπου στο 20% μέσω της απόκτησης μετοχών από το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο αλλά και από το Consignments and Loan fund. Παρόλα αυτά η διαδικασία καθυστερεί από μια διαδικασία αναδιάρθρωσης η οποία αποσκοπεί στη μερική ιδιωτικοποίηση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου. Μέχρι στιγμής δεν υπάρχει νομοθεσία που να απελευθερώνει την Εθνική και την Εμπορική Τράπεζα από τον έμμεσο έλεγχο του κράτους. Οι δύο αυτές τράπεζες ελέγχονται έμμεσα μέσω των μετοχών του δημοσίου τομέα συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Υπάρχουσα άποψη είναι πως αναζητείται στρατηγικός επενδυτής για μερίδιο 26% ή περισσότερου στην ΕΤΒΑ, 35% της οποίας έχει ήδη μετοχοποιηθεί, πρώτα όμως θα πρέπει εκείνη να αποσύρει την πλειοψηφία των μετοχών της στα Ελληνικά Ναυπηγεία. Ήδη υπάρχουν αυτή τη στιγμή υπό κρίση 9 υποψήφιοι αγοραστές για την περίπτωση αυτή.

Στον επόμενο πίνακα αναφέρονται οι δημόσιες εταιρείες οι οποίες πρόκειται να ιδιωτικοποιηθούν είτε μερικώς είτε πλήρως μέχρι το τέλος του 2001 καθώς και το μερίδιο που σχεδιάζει το κράτος να παραχωρήσει και η μέθοδος.

| ΕΤΑΙΡΕΙΑ | ΜΕΡΙΔΙΟ(%) | ΜΕΘΟΔΟΣ |
|--|-------------------|--------------------------|
| <i>ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</i> | 10 | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</i> | 13 | ΙΡΟ |
| <i>ΛΙΜΕΝΑΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ</i> | 20-25 | ΙΡΟ |
| <i>ΛΙΜΕΝΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ</i> | 20-25 | ΙΡΟ |
| <i>ΔΕΗ</i> | 10-15 | ΙΡΟ |
| <i>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧ.</i> | 49 | ΜΕΡΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ |
| <i>Χ.Α.Α</i> | 10-15 | ΙΡΟ |
| <i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΥΔΡΕΥΣΗΣ ΘΕΣΣ/ΚΗΣ</i> | 20-25 | ΙΡΟ |
| <i>ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ</i> | 43 | ΜΕΡΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ |
| <i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΩΡΥΓΑΣ ΚΟΡΙΝΘΟΥ</i> | - | ΣΥΝΑΨΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ |
| <i>ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ</i> | ΕΩΣ 65 | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΙΠΠΟΔΡΟΜΙΩΝ</i> | - | ΣΥΝΑΨΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ |
| <i>ΟΠΑΠ</i> | 10-20 | ΙΡΟ |
| <i>ΕΛΤΑ</i> | 15-25 | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>HELLEXPO</i> | 30+mgment | ΜΕΡΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ |

| | | |
|-----------------------------|-------|--------------------------|
| <i>ΟΤΕ</i> | 20 | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>ΕΤΒΑ</i> | 26+ | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>COSMOTE</i> | 10-15 | ΙΡΟ |
| <i>ΝΑΥΠΗΓΕΙΑ ΣΚΑΡΑΜΑΓΚΑ</i> | 51 | ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ |
| <i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΥΓΡΑΕΡΙΟΥ</i> | - | ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ |
| <i>ΕΟΤ</i> | - | ΜΕΡΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ |

ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ**ΕΛΛΑΣ-Ε.Ε: ΕΤΗΣΙΑ ΔΙΑΦΟΡΑ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ (%)**

~ Βιβλιογραφία ~

Οικονομικός Τύπος

1. Οικονομική Εφημερίδα “Ισοτιμία”. Φύλλα 1/1/2001 έως 15/5/2001
2. Οικονομική Εφημερίδα “Αξία”. Φύλλα 1/1/2001 έως 15/5/2001

Βιβλία

3. Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο – Οδηγός Επενδυτή. Ιωάννης Κ. Χολέβας. Εκδόσεις Interbooks
4. Χρηματιστήριο, Τράπεζες, Κεφαλαιαγορές. Βασίλειος Πανάγος. Εκδόσεις Παρατηρητής
5. Χρηματιστήριο αξιών & Παραγώγων. Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου. Σύγχρονη Εκδοτική

Internet

6. Ιστοσελίδα [www. pathfinder. gr](http://www.pathfinder.gr)
7. Ιστοσελίδα [www. ase. gr](http://www.ase. gr)
8. Ιστοσελίδα www. in. gr