



**Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης
Σχολή Οικονομίας και Διοίκησης
Τμήμα Λογιστικής**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ.
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ : ΣΓΟΥΡΟΜΑΛΛΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ
ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ : ΓΑΒΡΙΑΚΗΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ**

ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2009

**Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης
Σχολή Οικονομίας και Διοίκησης
Τμήμα Λογιστικής**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ.
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ : ΣΓΟΥΡΟΜΑΛΛΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ
ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ : ΓΑΒΡΙΛΑΚΗΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ**

ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1.1 Παρουσίαση του Χρηματιστηρίου.....	8
1.2 Ιστορική αναδρομή	9
1.3 Οι πρώτες εταιρείες.....	10
1.4 Η χρησιμότητα των Χρηματιστηρίων	11
1.5 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).....	12
1.6 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	13

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ - ΤΡΟΠΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

2.1 Κατηγοριοποίηση Αγορών.....	20
2.2 Κατηγοριοποίηση μεθόδων διαπραγμάτευσης	20
2.3 Δείκτες Τιμών	20
2.4 Εισαγωγή Εταιρειών στο ΧΑΑ.....	21
2.5 Βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρείας στη παράλληλη αγορά	27
2.6 Υποχρεώσεις Εταιρειών μετά την εισαγωγή	29
2.7 Ο Ρόλος της Αγοράς Αξιών	31
2.7.1 Τι προσφέρει η Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στους επενδυτές. Γιατί οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές / ομολογίες	31
2.7.2 Τι προσφέρει η Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις επιχειρήσεις. Γιατί οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.....	32
2.7.3 Ποια προϊόντα διαπραγματεύονται στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.....	32
2.7.4 Πώς πραγματοποιούνται οι συναλλαγές στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.....	33
2.8 Πλεονεκτήματα	34
2.9 Απόδοση και κίνδυνος	35
2.10 Είδη Κινδύνων	35
2.11 Γιατί πρέπει να κρίνετε τις επενδύσεις σας όχι μόνο με την διάρκεια, το ρίσκο και την απόδοση, αλλά πρέπει να το κάνετε και σε αυτήν ακριβώς τη σειρά.....	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ - MiFID

3.1. MiFID	41
3.2 Ο αντικειμενικός σκοπός της MiFID είναι	41
3.3 Το Ευρωπαϊκό διαβατήριο για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα Χρηματιστήρια.....	42
3.4 Πρόσβαση σε ρυθμιζόμενες αγορές και συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού	42
3.5 Προστασία των επενδυτών και κανόνες διαφάνειας των αγορών	45
3.6 Κατάργηση της συγκέντρωσης των εντολών	47
3.7 Αλλαγές στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση	49
3.8 Χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγηση της αγοράς: PAINTING THE TAPE.....	50
3.9 Συμπεράσματα	52
 BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	

Αφιερώνεται στην οικογένεια μου...

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα πλαίσια της πτυχιακής μου εργασίας, πραγματοποιήθηκε έρευνα για την ιστορική αναδρομή και τις τρέχουσες εξελίξεις του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών. Πριν αναφερθώ στο θέμα, αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω ορισμένες ευχαριστίες.

Ευχαριστώ θερμά τον κ. Γαβριλάκη Νεκτάριο, Καθηγητή του Τ.Ε.Ι. Κρήτης για τη συμβολή του στην πραγματοποίηση αυτής της εργασίας. Δε θα μπορούσα να παραλείψω την απόφοιτο του Τ.Ε.Ι. Κρήτης και καλή μου φίλη, Αντωνία Φραντζεσκάκη, καθώς και την Αθανασίου Σοφία, σπουδάστρια του Τ.Ε.Ι. Ηλεκτρονικής Χανίων, τις οποίες ευχαριστώ εγκάρδιως για τη σημαντική βοήθειά τους κατά την εκπόνηση της εργασίας αυτής.

Περισσότερο όμως, νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την ηθική τους συμπαράσταση, και την κατανόηση που επέδειξαν κατά τη διάρκεια της εργασίας αυτής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ



1.1 Παρουσίαση χρηματιστηρίου⁽¹⁾

Το 1995 με το Ν.2324 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρεία, με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 με το Ν.2533 τίθεται το πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου.

Το 2000 αποφασίζεται η εισαγωγή των μετοχών του Χρηματιστηρίου στην Κύρια Αγορά. Για το λόγο αυτόν ιδρύθηκε η εταιρεία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Ε.Χ.Α.Ε.), η οποία εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο τον Αύγουστο του 2000.

Το 2002 η εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. συγχωνεύθηκε με απορρόφηση από την εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε (Χ.Α).

Η νέα εταιρεία ονομάστηκε ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. Σκοπός της εταιρείας είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, η προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Σήμερα το Χ.Α. είναι Ανώνυμη Εταιρεία με μοναδικό μέτοχο την Ε.Χ.Α.Ε. Το Δ.Σ. του Ελληνικού Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αποτελείται από έντεκα μέλη τριετούς θητείας. Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας έπειτα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Βουλής. Αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της εταιρείας, αρμόδιο για κάθε θέμα που αφορά τη λειτουργία της, ενώ έχει και τη γενική εποπτεία των εργασιών της. Στο Δ.Σ. υπάρχουν ακόμη δύο Αντιπρόεδροι, οι οποίοι διορίζονται επίσης από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, ο οποίος διορίζει δύο ακόμη μέλη. Τα υπόλοιπα έξι μέλη διορίζονται ως εξής: ένα μέλος από τους εργαζομένους του ΧΑΑ, ένα μέλος από την Τράπεζα της Ελλάδος, ένα μέλος από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, ένα μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών (ΕΒΕΑ) και δύο μέλη από τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

¹ www.google.gr

1.2 Ιστορική αναδρομή⁽¹⁾

Πάνω από το ιστορικό καφενείο «**Η Ωραία Ελλάς**» στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου από το 1870 βρισκόταν η «Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών» που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα γινόταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε. Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές.

Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το καφενείο «**Η Ωραία Ελλάς**», από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης μετατράπηκε σε «**Μετοχοπρατήριο**» σύμφωνα με τον Τρ. Ευαγγελίδη που της έδωσε αυτή την ονομασία. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «**χαβιαροχανίτες**» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών. Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Έμβλημά του ήταν ο Φτερωτός Ερμής, απ' όπου αργότερα εμπνεύσθηκε και το έμβλημα του το «επίσημο» Χρηματιστήριο. Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε.

Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα. Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο, που ιδρύθηκε στον Πειραιά, ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως. Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο, ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αξιομνημόνευτο της ιδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του.

¹ www.google.gr

Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρίας τους Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό. Η ατμόσφαιρα, όπως αναφέρθηκε, άρχισε να θερμαίνεται κατά το Μαΐου του 1873, όταν κυκλοφόρησαν 100,000 μετοχές της εταιρείας του Λαυρίου και αποτέλεσαν αποκλειστικό σχεδόν αντικείμενο αγοραπωλησιών στη Λέσχη, το καφενείο και τους δρόμους⁽¹⁾

1.3 Οι πρώτες εταιρίες⁽¹⁾

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας, ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της **«Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου»**, των ασφαλιστικών εταιρειών **«Φοίνιξ»** και **«Άγκυρα»** και της **«Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών»**. Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών **«Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία»**, **«Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος»**, **«Νικίας»**, **«Ο Περικλής»** και **«Η Κάρυστος»**.

Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν ήταν τόσο αναπτυγμένη για να δικαιολογήσει τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκτός από τη «μεταλλομανία», παρατηρείται και το φαινόμενο της «τραπεζομανίας». Αυτό εκδηλώνεται με την ίδρυση νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι παρακάτω τράπεζες ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών:

¹ www.google.gr

Α. Εθνική Τράπεζα Ιδρύθηκε το 1841. Η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.

Β. Ναυτική Τράπεζα ο «Αρχάγγελος» Ιδρύθηκε με Β.Δ. του 1870. Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευοίωνες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία.

Γ. Γενική Πιστωτική Τράπεζα Προήλθε από την, εντός τριών ημερών, αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών.

Δ. Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως

Το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας» ιδρύεται η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως, με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές).

Η ίδρυση του ΧΑΑ, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών. Η ιστορία του Χ.Α.Α. αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876 όταν επί κυβέρνησης του Αλεξάνδρου Κουμουνδούρου δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του.⁽¹⁾

1.4 Χρησιμότητα των χρηματιστηρίων⁽¹⁾

Με αυτό τον τρόπο δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα Χρηματιστήρια, στα οποία συγκεντρώνονται οι ενδιαφερόμενοι καθημερινά σε ορισμένους χώρους και σε ορισμένες ώρες, ώστε να διαπραγματευτούν εμπορεύματα και κινητές αξίες μέσα σε ένα θεσμοθετημένο περιβάλλον. Στο περιβάλλον αυτό έχουν προκαθορισθεί διατυπώσεις και ενέργειες, οι οποίες στηρίζονται σε κανόνες και πρότυπα που διέπονται από νομοθετικές

¹ www.google.gr

καλύψεις και αυστηρά καθορισμένες ρυθμίσεις. Έτσι διασφαλίζεται αφ' ενός η ταχύτητα των συναλλαγών και αφ' ετέρου η διαφάνειά τους.

Η ιστορική χρησιμότητα των χρηματιστηρίων αρχικά επήλθε λόγω του μεγέθους των αυξανόμενων συναλλαγών και της μεγάλης δυσκολίας που συναντούσαν τα ενδιαφερόμενα μέλη, τα οποία στην αρχή ήταν έμποροι, ναυτικοί-εφοπλιστές, που λόγω της υπεραπασχόλησής τους χρησιμοποιούσαν μεσάζοντες για να διευκολυνθούν. Αυτοί λειτουργούσαν όπως οι σημερινοί χρηματιστές, δηλαδή έφερναν σε επαφή τους ενδιαφερομένους και πραγματοποιούσαν συναλλαγές για λογαριασμό τους. Εν τω μεταξύ, η εξέλιξη των βιομηχανικών επαναστάσεων έφερε πλήθος προϊόντων στην παγκόσμια αγορά, με αποτέλεσμα τη δημιουργία Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων, Αξιών, Συναλλάγματος κ.ά. Η δημιουργία των χρηματιστηρίων αυτών ήταν λογικό επακόλουθο, καθώς αφ' ενός εκφράζουν όλες τις τάσεις και τις προοπτικές της πορείας της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται και αφ' ετέρου τις εξελίξεις στο διεθνή χώρο.⁽¹⁾

1.5 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)⁽¹⁾

Εξαιτίας των ίδιων περίπου αναγκών δημιουργήθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το οποίο ιδρύθηκε πριν από 126 χρόνια. Συγκεκριμένα, το Σεπτέμβριο του 1876 δημοσιεύτηκε Βασιλικό Διάταγμα, το οποίο ενέκρινε τη σύσταση Χρηματιστηρίου, στο οποίο όμως επιτρεπόταν να συναθροίζονται μόνον οι έμποροι, οι πλοίαρχοι, οι κολλυβιστές (τα άτομα τα οποία αντάλασσαν συνάλλαγμα με δραχμές) και οι μεσίτες. Ο πρώτος εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας του Χρηματιστηρίου δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και συγκεκριμένα στο φύλλο της 12ης Νοεμβρίου **1876**. Προέβλεπε την εκλογή Επιτροπής Διοίκησης από τα μέλη του Χρηματιστηρίου μέσα σε διάστημα τριών μηνών. Ανέθετε δε προσωρινά καθήκοντα σε πενταμελή Επιτροπή, που οριζόταν από το Νομάρχη Αττικής. Ακόμη, όριζε ότι το Χρηματιστήριο θα συντηρούνταν με ετήσιες εισφορές των μελών του.

Τέσσερα χρόνια αργότερα, τον Μάιο του **1880**, εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί επίσημα.

¹ www.google.gr

Το Βασιλικό Διάταγμα της 12/16 Ιουνίου 1909 όρισε το Χρηματιστήριο ως τον πρώτο οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου και σε τίτλους Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών. Το **1918** το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου εποπτευόμενο από το κράτος.

Μέχρι το **1950**, εκτός από τη μετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος, όλες οι άλλες μετοχές ήταν ανέκαθεν ανώνυμες. Με εισήγηση όμως της αμερικανικής οικονομικής αποστολής και για λόγους καλύτερης φορολογικής παρακολούθησης των συναλλασσομένων (όπως η ίδια υποστήριζε), υπήρξαν πιέσεις για ονομαστικοποίησή τους. Παρά τις αρχικές αντιδράσεις και τους φόβους για επιβράδυνση της αγοράς σε περίπτωση υλοποίησης αυτής της απόφασης, η κυβέρνηση αναγκάστηκε να υποκύψει τελικά κάτω από την πίεση των Αμερικανών.

Μια σημαντική περίοδος για το Ελληνικό Χρηματιστήριο υπήρξε η δεκαετία 1957-1966, κατά την οποία ιδρύθηκαν ειδικοί οργανισμοί για την προώθηση της μακροπρόθεσμης πίστης και συγκεκριμένα:

- Ο Οργανισμός Βιομηχανικής Αναπτύξεως (1959)
- Η Τράπεζα Επενδύσεων (1962)
- Η Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως-ΕΤΕΒΑ (1963)
- Η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως-ΕΤΒΑ (1964).

Το 1964 ήταν η χρονιά που σχηματίστηκε και τέθηκε σε λειτουργία ο **Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών**, ο οποίος ήρθε να ανταγωνιστεί τους δείκτες που είχαν καθιερώσει τα τμήματα οικονομικών μελετών της Ιονικής και Εμπορικής Τράπεζας, ενώ το 1970 έγινε στη χώρα μας η εισαγωγή του Θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.^{(1),(2)}

1.6 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁽¹⁾

Το 1991 με το Ν.1969 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όμως όπως παραδέχθηκε σε συνέντευξή του ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς **Σταύρος Θωμαδάκης**, πριν από το 1997 δεν υπήρχε εποπτεία με τη σύγχρονη έννοια του όρου. Χαρακτηριστικά δηλώνει: ‘‘Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μια νέα εποπτική αρχή’’.

¹ www.google.gr

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μια αυτόνομη εποπτική αρχή που λειτουργεί με τη μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου (ΝΠΔΔ). Ως Νομικό Πρόσωπο του Δημοσίου Τομέα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τελεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Γενικός στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων. Για την επίτευξη του στόχου αυτού, η Επιτροπή δύναται να θέτει κανόνες λειτουργίας της αγοράς και να λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των νόμων και των κανόνων που έχουν θεσπιστεί. Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχει ήδη προσαρμοστεί σε όλες τις σχετικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργεί με βάση τις προδιαγραφές των ευρωπαϊκών προτύπων. Τα ευρωπαϊκά πρότυπα καθορίζονται σε σημαντικό βαθμό από την Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive 93/22/EEC ή ISD). Ο κύριος σκοπός της Οδηγίας είναι η διαμόρφωση πλαισίου για τη διευκόλυνση και υποστήριξη της λειτουργίας της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών. Η Οδηγία αναφέρεται στις κεφαλαιαγορές του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EOX), θεσπίζει συγκεκριμένα κριτήρια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και παρέχει τη δυνατότητα σε αυτούς που ικανοποιούν τα κριτήρια αυτά να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στις αγορές του EOX. Οι αγορές αυτές καλούνται οργανωμένες αγορές και χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη του "Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου", με βάση το οποίο επιτρέπεται η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από εταιρίες με έδρα χώρα-μέλος του EOX.

Ειδικότερα, η Οδηγία ορίζει ως οργανωμένη κεφαλαιαγορά αυτήν που ικανοποιεί τα παρακάτω κριτήρια:

α) Η κεφαλαιαγορά αυτή αναφέρεται ρητά στον κατάλογο του άρθρου 16 της Οδηγίας, ο οποίος καταρτίζεται από τις χώρες-μέλη στις οποίες έχουν την έδρα τους οι εταιρίες που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες.

β) Εμφανίζει εύρυθμη λειτουργία.

γ) Ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις λειτουργίας της, τις προϋποθέσεις πρόσβασης σε αυτήν και τις προϋποθέσεις υπαγωγής της στις διατάξεις της Οδηγίας.⁽¹⁾

¹ www.google.gr

δ) Απαιτεί συμμόρφωση προς όλες τις απαιτήσεις διαφάνειας και γνωστοποίησης πληροφοριών με βάση τα άρθρα 20 και 21 της Οδηγίας. Η Οδηγία θεσμοθετεί συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου και παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, με βάση τα οποία οι αγορές αυτές αναγνωρίζονται ως επαρκώς εποπτευόμενες στο πλαίσιο της.

Η Οδηγία αναγνωρίζει ωστόσο ότι υπάρχουν δραστηριότητες και αγορές για τις οποίες, δοθείσης της ανάγκης διατήρησης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς αυτές, θεωρείται απαραίτητη η καθιέρωση διαδικασιών διαφάνειας και αυστηρών κριτηρίων λειτουργίας τους. Η εναρμόνιση των κριτηρίων αυτών θεωρείται επιπλέον βασική προϋπόθεση για τη διασφάλιση συνθηκών ελεύθερης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από εταιρείες με έδρα χώρα-μέλος του EOX.

Οι αλλαγές στο περιβάλλον των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, καθοδηγούμενες από τις εξελίξεις στις τεχνολογίες πληροφορικής, την αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών και τη θεσμοθέτηση του ευρώ, είναι ραγδαίες με προφανείς συνέπειες για τη λειτουργική τους δομή και την εποπτεία τους.

Η εφαρμογή προηγμένων ηλεκτρονικών συστημάτων χρηματιστηριακών συναλλαγών τείνει να αποδυναμώνει τους παραδοσιακούς τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών μέσω αυτόνομων, εγχώριου προσανατολισμού, χρηματιστηρίων.

Σήμερα, όχι μόνο τα εθνικά χρηματιστήρια ανταγωνίζονται μεταξύ τους, αλλά επιπλέον διαμορφώνουν συνεργασίες και συνάπτουν διασυνοριακές συμφωνίες εντός και εκτός του πλαισίου του EOX. Νέα και περισσότερο σύγχρονα συστήματα συναλλαγών αναπτύσσονται συνεχώς για τη διευκόλυνση των συναλλαγών σε παραδοσιακά αλλά και νέα, περισσότερο πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Οι εξελίξεις αυτές αναδεικνύουν συνεχώς νέα ζητήματα προς κατανόηση και διευθέτηση από τις εποπτικές αρχές. Ο τρόπος διευθέτησης των ζητημάτων αυτών από τα υπάρχοντα συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των κεφαλαιαγορών εξαρτάται από την εγχώρια σχετική νομοθεσία, από τη συνολική προσέγγιση που υιοθετείται για την εποπτεία της κεφαλαιαγοράς καθώς και την έκταση και την ποιότητα της συνεργασίας με τις εποπτικές αρχές άλλων δικαιοδοσιών και χωρών.⁽¹⁾

¹ www.google.gr

Η ανάπτυξη της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα ακολουθεί τις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών και προχωρεί στην ανάπτυξη σύγχρονων εποπτικών και λειτουργικών συστημάτων που συμβαδίζουν με τις ευρωπαϊκές εξελίξεις.

Συγκεκριμένα από το 1996 και μετά, στο πλαίσιο της ανάπτυξης των διεθνών σχέσεων της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έχουν υπογραφεί Πρωτόκολλα Συνεργασίας με σκοπό την εδραίωση και εφαρμογή διαδικασιών για την παροχή αμοιβαίας βοήθειας μεταξύ των εποπτικών αρχών, προκειμένου να διευκολυνθούν στην άσκηση των καθηκόντων που τους έχουν ανατεθεί για θέματα που αφορούν κινητές αξίες.

Μέσω αυτών των Πρωτοκόλλων μπορούν να ανταλλάσσονται εμπιστευτικές πληροφορίες, χρήσιμες στις εποπτικές αρχές, με σκοπό την εξασφάλιση της συμμόρφωσης των εποπτευόμενων φορέων προς τις ισχύουσες διατάξεις του νόμων και των κανονισμών.

Από το 1996 και μετά έχουν υπογραφεί τα ακόλουθα Πρωτόκολλα Συνεργασίας:

- 1996:** - Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (U.S. Securities & Exchange Commission) (17 Δεκεμβρίου 1996)
- 1998:** - Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κινητών Αξιών της Πορτογαλίας (9 Ιουλίου 1998)
- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου (1 Σεπτεμβρίου 1998)
- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Εθνική Επιτροπή Κινητών Αξιών της Ρουμανίας (30 Νοεμβρίου 1998)
- 1999:** - Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της FESCO (26 Ιανουαρίου 1999)
- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Αλβανίας (1 Απριλίου 1999)
- 2000:** - Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Βραζιλίας (17 Μαΐου 2000)
- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Κεντρική Τράπεζα Κύπρου (8 Σεπτεμβρίου 2000)
- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της

Σλοβενίας (6 Οκτωβρίου 2000)

-1 Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Βουλγαρίας (1 Δεκεμβρίου 2000)

2001: -1 Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κινητών Αξιών της Βοσνίας - Ερζεγοβίνης (27 Ιουνίου 2001)

- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κινητών Αξιών της Τσεχίας (28 Ιουνίου 2001)

- Διμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Τουρκίας (5 Οκτωβρίου 2001)

Ο ρόλος του Ειδικού Διαπραγματευτή υφίσταται με επιτυχία εδώ και χρόνια στο NYSE, ενώ στο ΧΑΑ είναι ακόμη στην αρχική φάση εφαρμογής του.

Το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του ΧΑΑ αποτελείται από 7 μέλη και συγκεκριμένα από τον Πρόεδρο, τους δύο Αντιπροέδρους και τέσσερα μέλη.

Τα μέλη της είναι επιφορτισμένα με τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- τη χάραξη της γενικής πολιτικής,
- τη θέσπιση κανονιστικών πράξεων,
- την παροχή και ανάκληση αδειών,
- την επιβολή κυρώσεων,
- τη σύνταξη του προϋπολογισμού,
- τη σύσταση και τροποποίηση του κανονισμού εσωτερικής διοίκησης και λειτουργίας, τη λήψη αποφάσεων για θέματα προσωπικού.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χρηματοδοτείται από ίδιους πόρους και η λειτουργία της δεν βαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό. Οι πόροι της Επιτροπής προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς.

Ο προϋπολογισμός της Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Στις αρχές του 2001 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελούνταν από 81 άτομα, εκ των οποίων τα 20 ήταν ελεγκτές και τα 35 εξειδικευμένοι επιστήμονες.

Όπου ο νόμος επιτάσσει απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αυτή λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, εκτός εάν η συγκεκριμένη αρμοδιότητα έχει εκχωρηθεί στην Εκτελεστική Επιτροπή.⁽¹⁾

¹ www.google.gr

Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται τουλάχιστον δύο φορές το μήνα για να συζητήσει και να λάβει αποφάσεις επί της ημερησίας διατάξεως, η οποία καταρτίζεται από τον Πρόεδρο.

Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους και είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου. Έχει την ευθύνη για μια σειρά από θέματα, για τα οποία της έχει εκχωρηθεί αρμοδιότητα από το Διοικητικό Συμβούλιο, για την καθημερινή διοίκηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και για την επίβλεψη της λειτουργίας των υπηρεσιών της.

Επίσης η Εκτελεστική Επιτροπή εκπροσωπεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δικαστικά ενώπιον των ελληνικών και των ξένων δικαστηρίων.⁽¹⁾

¹ www.google.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

ΤΡΟΠΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ



Στο ΧΑΑ στην τρέχουσα περίοδο ισχύουν τα ακόλουθα σχετικά με την κατηγοριοποίηση των εισηγμένων εταιρειών και των μετοχών τους:

2.1 Κατηγοριοποίηση Αγορών⁽¹⁾

Οι εταιρείες τοποθετούνται στις αγορές **Κύρια**, **Παράλληλη** και **NEXA** του χρηματιστηρίου ανάλογα με το μέγεθος τους (μέγεθος ιδίων κεφαλαίων). Επιπλέον, τοποθετούνται σε κλάδους αντιπροσωπευτικούς της οικονομικής τους δραστηριότητας.

2.2 Κατηγοριοποίηση Μεθόδων Διαπραγμάτευσης⁽²⁾

Οι μετοχές των εταιρειών διαπραγματεύονται στο σύστημα συναλλαγών με διαφορετικές μεθόδους διαπραγμάτευσης ανεξάρτητα από την παραπάνω κατηγοριοποίηση των αγορών. **Βάσει αυτής της διάκρισης υπάρχουν δύο τύποι αγορών:** Η αγορά **τύπου Κύριας** που χαρακτηρίζεται από τη συνεχή μέθοδο διαπραγμάτευσης και η αγορά **τύπου Στιγμαιαίας** που χαρακτηρίζεται από τη στιγμιαία μέθοδο διαπραγμάτευσης (call auctions). Έτσι υπάρχουν οι αγορές Α, Β και Γ, εκ των οποίων οι δύο τελευταίες αναφέρονται στις μετοχές χαμηλής ρευστότητας και στις εταιρίες υπό επιτήρηση.

2.3 Δείκτες τιμών⁽³⁾

Οι δείκτες τιμών περιλαμβάνουν μετοχές εταιρειών με βασικό κριτήριο την κεφαλαιοποίησή τους και δευτερεύον τη ρευστότητά τους. Υπάρχουν οι δείκτες **FTSE/ASE 20**, **Mid 40**, **Small Cap 80** που περιλαμβάνουν μετοχές υψηλής, μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης αντίστοιχα.

^{1, 2, 3} «Η παράλληλη Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Μετοχών εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εκτός Ελλάδας» Χρηματιστηριακό κέντρο Θεσσαλονίκης. Νοέμβριος 2000.

Ο Γενικός δείκτης που περιλαμβάνει μετοχές και των τριών κατηγοριών κεφαλαιοποίησης καθώς και οι επιμέρους κλαδικοί δείκτες που απαρτίζονται από ορισμένες μετοχές των αντίστοιχων κλάδων.

2.4 Εισαγωγή εταιρειών στο ΧΑΑ⁽¹⁾

Τον τελευταίο καιρό έχει δημιουργηθεί πολύ μεγάλος κατάλογος αναμονής από αιτήσεις. Αυτό οφείλεται στο μεγάλο ενδιαφέρον που εκδηλώθηκε από τις εταιρείες για εισαγωγή τους στο ΧΑΑ, αλλά και στην ελλιπή πολλές φορές συμπλήρωση του φακέλου, στοιχείο το οποίο δημιουργεί αδικαιολόγητες καθυστερήσεις. Όμως εταιρείες δυναμικές, με φιλόδοξα επενδυτικά σχέδια, εταιρείες που συμβάλλουν στην ευρωστία της ελληνικής οικονομίας και στη ρευστότητα της αγοράς καθυστερούν την εισαγωγή τους και μπορεί να οδηγηθούν σε αγορές του εξωτερικού. Έχοντας υπόψη του το Δ.Σ. την ανωτέρω κατάσταση και τους κινδύνους που εγκυμονεί η παράτασή της προβαίνει στην κατηγοριοποίηση των υπό εισαγωγή εταιρειών. Αναλυτικότερα δημιουργούνται 14 κατηγορίες ως κατωτέρω:

1^η Κατηγορία⁽²⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες των οποίων το σύνολο των μετοχών τους που διατίθεται (με δημόσια εγγραφή ή και ιδιωτική τοποθέτηση) προκειμένου να επιτευχθεί το εκάστοτε προβλεπόμενο από το νόμο **ποσοστό διασποράς** το οποίο απαιτείται για την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά που αφορά η αίτηση εισαγωγής τους και που προέρχεται μόνο από **αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου** τους, για την οποία πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:

α) η καταβολή της αύξησης θα έχει πιστοποιηθεί νομίμως κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης ένταξης στην κατηγορία αυτή.

β) η καταβολή της αύξησης θα έχει γίνει από τον/ τους ανάδοχο/ αναδόχους της έκδοσης και

γ) το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων που θα προέλθουν από την αύξηση αυτή θα ανέρχεται τουλάχιστον στο ποσό των **2,5 δις**.

^{1, 2} ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

Το ελάχιστο ποσό των αντληθέντων κεφαλαίων θα επανεξετάζεται από το ΔΣ του ΧΑΑ την 1^η εργάσιμη ημέρα κάθε ημερολογιακού τριμήνου.

Κατ' εξαίρεση, εταιρίες που έχουν κεφαλαιοποίηση, σύμφωνα με την πλέον συντηρητική εκτίμηση του αναδόχου έκδοσης για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης, άνω των **40 δις**, εντάσσονται στην κατηγορία αυτή, εφόσον για το σύνολο των μετοχών τους που διατίθεται με δημόσια εγγραφή ή και ιδιωτική τοποθέτηση, προκειμένου να επιτευχθεί το εκάστοτε προβλεπόμενο από το νόμο ποσοστό διασποράς που απαιτείται για την εισαγωγή τους στη χρηματιστηριακή αγορά που αφορά η αίτηση εισαγωγής τους, συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:

α) το ήμισυ των μετοχών που διατίθεται με δημόσια εγγραφή ή και ιδιωτική τοποθέτηση προέρχεται από **αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου** τους, για την οποία πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά οι ανωτέρω α) – γ) προϋποθέσεις,

β) το δε υπόλοιπο ήμισυ αγοράζεται από τον/τους ανάδοχο/αναδόχους από διάθεση υφισταμένων μετοχών πριν την υποβολή της αίτησης ένταξης στην κατηγορία αυτή.

Οι αιτήσεις που εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία θα αξιολογούνται ως προς την πληρότητα του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου εντός δύο (2) μηνών από την προσήκουσα υποβολή της αίτησης ένταξης της εταιρίας στην κατηγορία αυτή.

2^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται εταιρίες που ανήκουν στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα:

- Τράπεζες (ΣΤΑΚΟΔ 651.9),
- Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ΣΤΑΚΟΔ 652.9),
- Ασφαλιστικές εταιρίες (ΣΤΑΚΟΔ 620.1, 660.9, 660.1),
- Εταιρίες leasing (ΣΤΑΚΟΔ 652.1),
- Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (ΣΤΑΚΟΔ 652.9), κλπ.,

Η ένταξη μιας εταιρίας στην κατηγορία αυτή θα πραγματοποιείται εφόσον η αιτούσα εταιρία και ο ανάδοχος έχουν βεβαιώσει ότι ο κύκλος εργασιών που αντιστοιχεί σε ένα ή περισσότερα από τα ανωτέρω ΣΤΑΚΟΔ, υπερβαίνει το 50% του συνολικού κύκλου εργασιών της αιτούσας για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής.

¹ ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

3^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες της νέας οικονομίας και ειδικότερα εταιρίες που αναπτύσσουν την κύρια οικονομική τους δραστηριότητα στους ακόλουθους κλάδους:

1. Πληροφορική Τεχνολογία

- Κατασκευή Λογισμικού πληροφορικής
- Κατασκευή Υλικού πληροφορικής
- Κατασκευή Έργων Πληροφορικής
- Σχεδιασμός και Υλοποίηση Λύσεων με τη Χρήση Πληροφοριακής Τεχνολογίας
- Παροχή Συμβουλευτικών Υπηρεσιών για την εφαρμογή Πληροφοριακών Λύσεων

Πρόκειται για εταιρείες οι οποίες, σύμφωνα με την δήλωση της εκδότριας και του αναδόχου για την κατανομή του κύκλου εργασιών, είτε:

i) εμπίπτουν στους ακόλουθους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας κατά ΣΤΑΚΟΔ-91:

721.0 Παροχή Συμβουλών για τον υλικό εξοπλισμό πληροφορικής

722.0 Παροχή συμβουλών σε θέματα λογισμικού και προμήθεια λογισμικού

723.0 Επεξεργασία δεδομένων

724.0 Δραστηριότητες σχετικές με τράπεζες δεδομένων

726.0 Άλλες δραστηριότητες συναφείς με την πληροφορική

300.2 Κατασκευή Η/Υ και λοιπού εξοπλισμού πληροφορικής

321.0 Κατασκευή ηλεκτρονικών εξαρτημάτων για ηλεκτρονικούς υπολογιστές

ή

ii) προσφέρουν Προϊόντα και Υπηρεσίες στον τομέα της Πληροφορικής Τεχνολογίας που δεν υπήρχαν σχεδόν καθόλου στην ελληνική οικονομία πριν το 1991.

2. Βιοτεχνολογία - Αγροτεχνολογία

3. Internet: Internet Service Providers / Ηλεκτρονικό Εμπόριο (Electronic/Mobile Commerce)

¹ ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

4. Προηγμένη Ιατρική Τεχνολογία

5. Σχεδιασμός, κατασκευή και παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών που χρησιμοποιούνται από εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε τομείς Νέας Οικονομίας

6. Τηλεπικοινωνίες (ΣΤΑΚΟΔ 642.0)

7. Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης και Ψυχαγωγίας (ΣΤΑΚΟΔ 922.0, 221.1, 221.2, 221.3, 222.1, 222.2)

Στις περιπτώσεις των υποκατηγοριών 2 και 4 (Βιοτεχνολογία – Αγροτεχνολογία και Προηγμένη Ιατρική Τεχνολογία), απαιτείται από τον ανάδοχο να προσκομίσει:

α) επαρκή στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ο ορισμός της συγκεκριμένης υποκατηγορίας, καθώς και

β) επιστολή του στην οποία βεβαιώνει ότι το αντικείμενο δραστηριότητας της αιτούσας εντάσσεται πράγματι σ' αυτήν την υποκατηγορία. Το ΧΑΑ δύναται να απαιτεί σ' αυτές τις περιπτώσεις και την προσκόμιση σχετικής βεβαίωσης από τον αρμόδιο κρατικό φορέα.

4^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία.

5^η Κατηγορία⁽²⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι προς ιδιωτικοποίηση εταιρίες του δημοσίου τομέα.

- Οι τραπεζικές και άλλες ανώνυμες εταιρίες στις οποίες νομικά πρόσωπα του δημοσίου όπως αυτά προσδιορίζονται από το νόμο 2000, έχουν το σύνολο ή την πλειοψηφία των μετοχών του εταιρικού κεφαλαίου.
- Οι θυγατρικές ανώνυμες εταιρίες των πιο πάνω Νομικών Προσώπων, που ελέγχονται άμεσα ή έμμεσα από αυτά.

6^η Κατηγορία⁽³⁾: «Δ' Ζώνη Αναπτυξιακού Νόμου»: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες των οποίων τουλάχιστον το 60% του συνολικού κύκλου εργασιών τους κατά την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής αφορά πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών τα οποία παράγονται σε εγκαταστάσεις που βρίσκονται στη Ζώνη Δ' του ν.2601/1998, γεγονός που θα ελέγχεται και θα βεβαιώνεται από τον ανάδοχο της έκδοσης.

^{1, 2, 3} ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται και κατασκευαστικές εταιρίες των οποίων το 60% του συνολικού κύκλου εργασιών τους κατά την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής αφορά έργα που εκτελέστηκαν στη Ζώνη Δ' του ν. 2601/1998 και επιπρόσθετα το 60% τουλάχιστον του ανεκτέλεστου υπολοίπου τους αφορά έργα που είναι εκτελεστέα στη Ζώνη Δ' του ν.2601/1998, γεγονός που θα ελέγχεται και θα βεβαιώνεται από τον ανάδοχο της έκδοσης.

Η σχετική βεβαίωση του αναδόχου θα πρέπει να προκύπτει από τα βιβλία και στοιχεία της αιτούσας εταιρίας και να είναι επιβεβαιωμένα από Ανεξάρτητο Ορκωτό ελεγκτή.

7^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες που έχουν πρωτογενή εξαγωγική- συναλλαγματοφόρα δραστηριότητα. Ως τέτοιες εταιρίες θεωρούνται αυτές των οποίων ποσοστό τουλάχιστον 40% του ετήσιου κύκλου εργασιών κατά τις τρεις (3) τελευταίες οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής προέρχεται από συναλλαγματοφόρο δραστηριότητα. Η δραστηριότητα αυτή θα πρέπει να είναι πρωτογενώς συναλλαγματοφόρα και θα ελέγχεται και θα βεβαιώνεται από τον ανάδοχο της έκδοσης κατά τα οριζόμενα στο στοιχείο 4 παρακάτω.

Η πρωτογενώς συναλλαγματοφόρα δραστηριότητα περιλαμβάνει και τις πωλήσεις που πραγματοποιεί η εκδότρια εταιρία μέσω δικτύου πωλήσεων άλλων εταιριών, απ' ευθείας σε τρίτες χώρες χωρίς περαιτέρω μεταποίηση των προϊόντων της. Στην περίπτωση αυτή, ο ανάδοχος θα πρέπει να βεβαιώνει, προσκομίζοντας και βεβαίωση ανεξάρτητου ορκωτού ελεγκτή, τα ανωτέρω, καθώς επίσης και ότι έχουν εξοφληθεί τα σχετικά τιμολόγια.

Σ' αυτήν την κατηγορία εντάσσονται επίσης οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις. Για την επιβεβαίωση του συναλλαγματοφόρου της δραστηριότητας θα πρέπει να προσκομίζεται βεβαίωση του αναδόχου η οποία να πιστοποιεί την ικανοποίηση του κριτηρίου της εισροής εσόδων στην εταιρεία σε ποσοστό άνω του 40% από αλλοδαπούς πελάτες (είτε απευθείας πληρωμή, είτε μέσω tour operator).

Τα στοιχεία αυτά θα λαμβάνονται υπόψη μόνο εάν:

- α) είναι επιβεβαιωμένα από ανεξάρτητο ορκωτό ελεγκτή και προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της εταιρείας και
- β) συνδυάζονται με την σχετική βεβαίωση που εκδίδει ο ΕΟΤ για τις κατά εθνικότητα διανυκτερεύσεις. Στην βεβαίωση αυτή καταγράφονται λεπτομερώς οι

¹ ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

πραγματοποιηθείσες διανυκτερεύσεις αλλοδαπών και ελλήνων και αποτελεί ένα συμπληρωματικό στοιχείο για την πιστοποίηση της συναλλαγματοφόρας λειτουργίας της ξενοδοχειακής μονάδας.

8^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, δηλ εταιρίες για τις οποίες σύμφωνα με την πλέον συντηρητική εκτίμηση του αναδόχου έκδοσης για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης, η διαμορφούμενη συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρίας ξεπερνά τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με την μικρότερη συμμετοχή- βάρος στον δείκτη FTSE-ASE 20. Η σύγκριση αυτή θα γίνεται κατά την ημερομηνία υποβολής της σχετικής αίτησης όσον αφορά την προς εισαγωγή εταιρία και τη σταθμισμένη κεφαλαιοποίηση των 3 εταιριών του FTSE-ASE 20 με βάση τα στοιχεία του προηγούμενου πριν την κατάθεση της αίτησης ημερολογιακού μήνα. Για τις εταιρίες που έχουν ήδη υποβάλει αίτηση εισαγωγής μέχρι σήμερα, η ανωτέρω σύγκριση θα γίνει με βάση τα στοιχεία του προηγούμενου πριν την δημοσίευση της παρούσας απόφασης στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών ημερολογιακού μήνα.

9^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται όλες οι εταιρίες που υποβάλουν αίτηση εισαγωγής στην Κύρια αγορά και δεν μπορούν να υπαχθούν σε μία από τις λοιπές κατηγορίες.

10^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται όλες οι εταιρίες που υποβάλουν αίτηση εισαγωγής στην Παράλληλη αγορά και δεν μπορούν να υπαχθούν σε μία από τις λοιπές κατηγορίες.

11^η Κατηγορία⁽¹⁾: «NEXA»: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες που ζητούν να εισαγάγουν τις μετοχές τους στη NEXA.

12^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται όλες οι εταιρίες οι οποίες:

α) Διαθέτουν ήδη κατά το χρόνο της προσήκουσας αίτησης εισαγωγής, την εκάστοτε προβλεπόμενη διασπορά και δε θα προβούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ούτε σε

¹ ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή ή/και ιδιωτική τοποθέτηση για την εισαγωγή των μετοχών τους.

Η ένταξη της αιτούσας εταιρίας στην κατηγορία θα πραγματοποιείται εφόσον προηγουμένως έχει αξιολογηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αν χρήζει έρευνας ο τρόπος με τον οποίο επιτεύχθηκε η διασπορά.

β) Ζητούν τη μετάταξή τους στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ και πληρούν τις προϋποθέσεις για αυτήν.

γ) Ζητούν την εισαγωγή ομολογιών ή ομολόγων που προέρχονται από ομολογιακό δάνειο μετατρέψιμο ή όχι σε μετοχές.

13^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται:

α) οι εταιρίες οι οποίες έχουν την έδρα τους σε κράτος – μέλος της ΕΕ και αιτούνται την πρωτογενή ή δευτερογενή εισαγωγή κινητών αξιών τους στο ΧΑΑ.

β) οι εταιρίες οι οποίες έχουν την έδρα τους σε τρίτο, μη μέλος της ΕΕ κράτος και αιτούνται την δευτερογενή εισαγωγή κινητών αξιών τους στο ΧΑΑ,

γ) οι εταιρίες (αλλοδαπές ή ημεδαπές) που αιτούνται ταυτόχρονα ή με χρονική διαφορά το πολύ τριών μηνών, την εισαγωγή των ίδιων κινητών αξιών στο ΧΑΑ και σε χρηματιστήριο άλλου κράτους – μέλους της ΕΕ, με αμοιβαία αναγνώριση του Ενημερωτικού Δελτίου.

14^η Κατηγορία⁽¹⁾: Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι εταιρίες που ζητούν να εισαγάγουν κινητές αξίες τους στην **ΕΑΓΑΚ**.

2.5 Βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρείας στη παράλληλη αγορά⁽²⁾

- Η εκδότρια εταιρία πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 3.000.000 ΕΥΡΩ. Ως ίδια κεφάλαια λαμβάνονται τα υφιστάμενα κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής ίδια κεφάλαια της αιτούσας εταιρίας, αναμορφωμένα (εφόσον η εταιρία δύναται να προβεί σε αναμορφώσεις) μετά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών.

¹ ΦΕΚ 1504/Β 18-11-2001

² «Η παράλληλη εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Μετοχών Εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εκτός Ελλάδας». Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης. Νοέμβριος 2000.

- Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρία για 2 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑ και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της. Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης, σύμφωνα με τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Η υποχρέωση αυτή εκτείνεται και σε όλες τις χρήσεις που περιλαμβάνονται στο τελικό ΕΔ που θα εγκριθεί εφόσον η εταιρία διατηρεί τις εν λόγω συμμετοχές.
- Πρέπει να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρίας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά. Αν η εταιρία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου επεκτείνεται και στις εταιρίες που όφειλαν να περιληφθούν στην τελευταία πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίηση, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν οικονομικές καταστάσεις.
- Η εταιρία πρέπει να παρουσιάζει είτε α) συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον τέσσερα εκατομμύρια ΕΥΡΩ και τουλάχιστον ένα εκατομμύριο ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ αυτών, είτε β) συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον έξη εκατομμύρια ΕΥΡΩ και κέρδη τουλάχιστον ενάμιση εκατομμύριο ΕΥΡΩ για κάθε μία εξ' αυτών.

- Η εταιρία πρέπει να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή ομάδα αναδόχων.⁽¹⁾
- Μέρος των εκδιδόμενων νέων ή των υφιστάμενων μετοχών μπορεί να μη διατίθεται με δημόσια εγγραφή υπό ορισμένες προϋποθέσεις.
- Η εταιρία κατά την εισαγωγή της πρέπει να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στην Παράλληλη Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον τριάντα τοις εκατό (30%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑ, σε χίλια (1000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.
- Πρέπει να υφίσταται σύμβαση με ανάδοχο (πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ) που να εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση δια δημόσιας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρίας. Ο ανάδοχος επίσης εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου.

2.6 Υποχρεώσεις Εταιρειών μετά την εισαγωγή⁽¹⁾

Οι ελληνικές όπως και οι αλλοδαπές εταιρείες που εισάγουν τις μετοχές τους σε μία από τις αγορές του ΧΑΑ, έχουν τις ίδιες υποχρεώσεις ως προς την παροχή έγκυρης, ακριβούς, πλήρους και έγκαιρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό.

¹ « Η παράλληλη εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Μετοχών Εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εκτός Ελλάδας». Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης. Νοέμβριος 2000.

- Υποχρέωση για γνωστοποίηση σημαντικών γεγονότων της εταιρίας όπως για παράδειγμα εξαγορές, συγχωνεύσεις, υποβολή δημόσιας πρότασης, κλπ. Τα οποία λόγω των επιπτώσεών τους στην οικονομική και περιουσιακή διάρθρωση της Εταιρείας μπορούν να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση της τιμής της μετοχής.
- Εξασφάλιση της ίσης μεταχείρισης των μετόχων με αντίστοιχες ανακοινώσεις στις χώρες όπου διαπραγματεύονται οι μετοχές προκειμένου να είναι δυνατή η συμμετοχή στη Γενική Συνέλευση, η άσκηση των δικαιωμάτων τους όπως δικαιωμάτων προτίμησης και δικαιωμάτων ψήφου καθώς και η λήψη τυχόν διανεμομένων μερισμάτων ή άλλων δικαιωμάτων καθώς και η σχετική πληροφόρηση για τις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων ή άλλων εταιρικών οργάνων. (άρθρο 5 Π.Δ. 350/1985).
- Ενημέρωση σχετικά με τον χρηματοδοτικό οργανισμό στον οποίο οι μέτοχοι μπορούν να ασκούν τα οικονομικά τους δικαιώματα. (άρθρο 5 Π.Δ. 350/1985).⁽³⁾
- Παροχή πληροφόρησης και διευκρινίσεων για ειδικότερα θέματα στα οποία ενδέχεται να υπάρχει διαφοροποίηση από το υπάρχον ελληνικό κανονιστικό πλαίσιο λόγω της υπεροχής του δικαίου της έδρας της εταιρείας (π.χ. φορολογία μερισμάτων).
- Ενημέρωση για απόκτηση ή εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σύμφωνα με το Π.Δ. 51/ 1992, όπως ισχύει, και συγκεκριμένα υποχρέωση των εταιρειών που οι μετοχές τους είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ και ένα ή περισσότερα επίσημα Χρηματιστήρια αξιών που λειτουργούν σε άλλα κράτη μέλη να φροντίζουν για τη δημοσίευση των αναφερομένων στη δήλωση πληροφοριών μέσα σε 9 ημερολογιακές ημέρες τηρώντας τους όρους δημοσιεύσεως που ισχύουν στα επί μέρους κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας σύμφωνα με το Π.Δ.360/1985, όπως ισχύει. Καθώς οι οικονομικές αυτές καταστάσεις είναι επί τη βάση των διεθνών λογιστικών προτύπων, παράθεση των σημαντικών αποκλίσεων μεταξύ των διεθνών λογιστικών προτύπων και του ελληνικού λογιστικού σχεδίου έτσι ώστε να οι πληροφορίες που παράσχονται να είναι συγκρίσιμες με των υπόλοιπων ελληνικών εταιρειών
- Τήρηση κάθε άλλης υποχρέωσης που απορρέει από την εκάστοτε χρηματιστηριακή

νομοθεσία, όπως των υποχρεώσεων που προβλέπονται στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑΑ σχετικά με τις περιπτώσεις συγχωνεύσεων, εξαγορών, αλλαγής κύριας δραστηριότητας, παρουσίασης ορισμένων θεμάτων στις Γενικές Συνελεύσεις και άλλα σχετικά θέματα.

Οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες και σε άλλα Χρηματιστήρια αξιών που εδρεύουν ή λειτουργούν σε ένα ή περισσότερα Κράτη μέλη και ένα ή περισσότερα τρίτα Κράτη πρέπει να εξασφαλίζουν στην αγορά του ΧΑΑ πληροφορίες ισοδύναμες με εκείνες που δίνουν στην αγορά του ή των άλλων Κρατών, και θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι όλες οι εταιρικές πράξεις τους θα πρέπει να γίνονται υπό το πρίσμα της συμμόρφωσης των εταιρειών με τις ειδικότερες υποχρεώσεις και διαδικασίες που τίθενται από την νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς του κράτους όπου έχουν εισάγει τις μετοχές τους.

2.7 Ο Ρόλος της Αγοράς Αξιών

2.7.1 Τι προσφέρει η Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στους επενδυτές - Γιατί οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές / ομολογίες⁽¹⁾

Η Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι μια επίσημη, οργανωμένη και ελεγχόμενη αγορά κινητών αξιών, οι τιμές των οποίων προσδιορίζονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Το χρηματιστήριο είναι ο χώρος όπου συναντώνται οι αντίθετες προσδοκίες των επενδυτών για τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Στην αγορά του χρηματιστηρίου πάντοτε υπάρχουν κάποιοι επενδυτές που πιστεύουν ότι η τιμή π.χ. μιας μετοχής πρόκειται να υποχωρήσει και κάποιοι άλλοι που για διαφορετικούς λόγους πιστεύουν ότι η τιμή της ίδιας μετοχής πρόκειται να ανέλθει. Οι πρώτοι, προσπαθώντας να πουλήσουν τις μετοχές που κατέχουν, πιέζουν την τιμή της μετοχής πτωτικά, ενώ οι δεύτεροι προσπαθώντας να αγοράσουν, πιέζουν την τιμή της μετοχής ανοδικά και με αυτόν τον τρόπο διαμορφώνεται μια τιμή όπου η προσφορά και η ζήτηση ισορροπούν τη δεδομένη χρονική στιγμή.

¹ www.ase.gr. «Το αλφαβητάρι του Επενδυτή»

Ο επενδυτής βλέπει το χρηματιστήριο ως μια εναλλακτική μορφή τοποθέτησης των χρημάτων που αποταμιεύει, με σκοπό την επιδίωξη ικανοποιητικής απόδοσης, απόδοσης συνήθως υψηλότερης από αυτήν που προσφέρουν επενδύσεις όπως οι τραπεζικές καταθέσεις και τα κρατικά ομόλογα.

2.7.2 Τι προσφέρει η Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις επιχειρήσεις - Γιατί οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.⁽¹⁾

Το Χ.Α. αποτελεί επίσης μέρος του συνολικού χρηματοδοτικού συστήματος και όπως και οι τράπεζες παρέχει τα μέσα και τις υπηρεσίες για τη μεταβίβαση χρηματικών πόρων από τις αποταμιεύσεις των επενδυτών στις επιχειρήσεις, οι οποίες με αυτά τα κεφάλαια υλοποιούν τα επενδυτικά τους προγράμματα.

Το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του Χ.Α., διοχετεύει αποταμιευτικά κεφάλαια στις επιχειρήσεις και προσδοκά θετικές αποδόσεις, που επιτυγχάνονται μέσα από την αναπτυξιακή πορεία της επιχείρησης που οδηγεί σε ανοδική πορεία τη τιμή της μετοχής (κεφαλαιακά κέρδη) καθώς και σε μερισματικές αποδόσεις.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, τόσο κατά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, εφόσον εισάγονται μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή, όσο και αργότερα μέσω νέων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

2.7.3 Ποια προϊόντα διαπραγματεύονται στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.⁽¹⁾

Τα αξιόγραφα τα οποία διαπραγματεύονται στην Αγορά Αξιών του Χ.Α. είναι οι μετοχές, τα ομόλογα (τραπεζικά και Ελληνικού Δημοσίου), οι ομολογίες των ανωνύμων εταιρειών (κοινές, ανταλλάξιμες και μετατρέψιμες) καθώς και τα δικαιώματα προτίμησης. Ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών, καθημερινά, αφορά τις συναλλαγές των μετοχών.

Στην Ε.Α.Γ.Α.Κ. μπορούν να διαπραγματεύονται δύο νέοι τίτλοι, τα Μερίδια Επενδυτικών Κεφαλαίων Αναδυομένων Αγορών (Ε.Κ.Α.Α.) και τα Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛ.ΠΙΣ.).

¹ www.ase.gr. «Το αλφαβητάρι του Επενδυτή»

2.7.4 Πώς πραγματοποιούνται οι συναλλαγές στην Αγορά Αξιών του Χ.Α.⁽¹⁾

Οι συναλλαγές των εισηγμένων κινητών αξιών στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών γίνονται τοις μετρητοίς (cash market) εκτός αν είναι συναλλαγές που καλύπτονται από σύμβαση παροχής πίστωσης [marginaccount). Όλες οι εντολές εκτελούνται μέσω του Ολοκληρωμένου

Αυτοματοποιημένου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) και κατά τις ώρες διεξαγωγής των συναλλαγών, που προσδιορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου. Οι εντολές εισάγονται στο Ο.Α.Σ.Η.Σ. από τα τερματικά των μελών της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. (Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες, Ανώνυμες Χρηματιστηριακές

Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Τράπεζες που είναι μέλη της Αγοράς Αξιών του Χ.Α.). Τα μέλη της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. έχουν στη διάθεσή τους τουλάχιστον τρία τερματικά.

Όλα τα τερματικά είναι εγκατεστημένα στα γραφεία των μελών της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. και από εκεί εισάγονται οι εντολές.

Όλες οι εντολές που εισάγονται στο Ο.Α.Σ.Η.Σ. πριν την έναρξη της κύριας φάσης της συνεδρίασης (προσυνεδρίαση) συμμετέχουν στη διαμόρφωση της τιμής ανοίγματος. Αν για μια μετοχή δεν υπάρχουν εντολές με όριο τιμής τότε η τιμή ανοίγματος της συγκεκριμένης μετοχής είναι ίδια με την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας κατάλληλα προσαρμοσμένη για τυχόν εταιρικές πράξεις. Το κριτήριο που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος είναι η μεγιστοποίηση του όγκου των συναλλαγών, που ουσιαστικά προσδιορίζει και το σημείο βέλτιστης ισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης για κάθε αξιόγραφο τη δεδομένη αυτή χρονική στιγμή.

Κατά τη διάρκεια των συναλλαγών οι εντολές συνδυάζονται με βάση τη τιμή (η εντολή αγοράς με την μεγαλύτερη τιμή συνδυάζεται με την εντολή πώλησης με τη χαμηλότερη τιμή) και το χρόνο εισαγωγής τους στο Ο.Α.Σ.Η.Σ.

¹ www.ase.gr. «Το αλφαβητάρι του Επενδυτή

2.8 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ⁽¹⁾

- Το ΧΑΑ κατέχει δεσπόζουσα θέση και έχει αναδειχθεί ως χρηματοοικονομικό κέντρο της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Αποτελεί επομένως δυναμική αγορά για όλη την περιοχή αυτή και μία εταιρεία εισηγμένη σε αυτό καθίσταται ανταγωνιστική σε μία ευρύτερη περιοχή.⁽¹⁾

- Αποτελεί, επιπλέον, το μοναδικό χρηματιστήριο της περιοχής που από την 1.1.2001 θα παρέχει τη δυνατότητα σε εταιρίες που έχουν την έδρα τους σε χώρες εκτός της Ε.Ε. να διαπραγματεύονται τις αξίες τους και να εκκαθαρίζουν τις συναλλαγές επί των αξιών αυτών σε ΕΥΡΩ, προσδίδοντας κύρος στις εταιρίες αυτές.⁽²⁾
- Η εισαγωγή αξιών στο ΧΑΑ αποτελεί μέσο άντλησης κεφαλαίων από το ελληνικό αλλά και το ευρύτερα ευρωπαϊκό επενδυτικό κοινό που αποτελεί κίνητρο κυρίως για εταιρείες που ενδιαφέρονται να προσεγγίσουν το ευρωπαϊκό κοινό.⁽³⁾
- Πρόσβαση μέσω της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στους ευρωπαίους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές.⁽⁴⁾
- Χαμηλά δικαιώματα εισαγωγής και συνδρομές.⁽⁵⁾
- Η εκδότρια των μετοχών που έχουν εισαχθεί στο ΧΑΑ υποχρεούται να τηρεί όλες τις υποχρεώσεις που απορρέουν από το σχετικό ελληνικό θεσμικό πλαίσιο. Δεδομένου ότι η ελληνική νομοθεσία έχει ενσωματώσει όλες τις οδηγίες της ΕΕ που αφορούν τους θεσμούς και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, η εκδότρια των μετοχών εάν προέρχεται από κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης γνωρίζει ήδη τις υποχρεώσεις αυτές ενώ εάν προέρχεται από τρίτο κράτος θα υποχρεωθεί να ανταποκριθεί στις υψηλές απαιτήσεις του νομοθετικού πλαισίου και μια τέτοια προσαρμογή της στο ελληνικό και κατά συνέπεια στο ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητα, την αξιοπιστία και τη διαφάνεια της.⁽⁶⁾
- Εταιρίες που εισάγονται στο ΧΑΑ και σκοπεύουν να εισάγουν τις μετοχές τους σε κάποιο άλλο χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορούν να αποφύγουν την έκδοση, τη διαδικασία της υποβολής και το συνακόλουθο κόστος ενός νέου ενημερωτικού δελτίου υπό την προϋπόθεση ότι η δεύτερη αίτηση προς εισαγωγή υποβάλλεται σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα από την πρώτη. Στην περίπτωση

1 «Η παράλληλη εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Μετοχών Εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εκτός Ελλάδας».Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης.Νοέμβριος 2001

αυτή, το αρχικό ενημερωτικό τους δελτίο μπορεί να γίνει δεκτό από την εποπτεύουσα αρχή του δεύτερου κράτους- μέλους της ΕΕ, είτε όπως είναι είτε με κάποιες προσθήκες, σύμφωνα με την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των ενημερωτικού δελτίων που προβλέπει το κοινοτικό δίκαιο.

2.9 Απόδοση και κίνδυνος⁽¹⁾

Η έννοια ‘**επενδυτικός κίνδυνος**’¹: Πολλοί επενδυτές αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο των επενδύσεών τους , ως την προοπτική να χάσουν ολόκληρο το κεφάλαιό τους. Πρέπει να τονίσουμε ότι, αυτού του είδους ο κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από την πλήρη χρεοκοπία, είναι σπάνιος στον κόσμο των επενδύσεων. Η έννοια του κινδύνου μίας επένδυσης, συνίσταται στην απόκλιση των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες. Θα μπορούσε να αναρωτηθεί κάποιος, γιατί ένας επενδυτής να επιλέξει τίτλους οι οποίοι ενέχουν κίνδυνο;

Ο λόγος είναι απλός: Οι επενδυτές αναλαμβάνουν κινδύνους διότι μόνον η ανάληψή τους δημιουργεί τις προϋποθέσεις για υψηλότερες αποδόσεις. Όταν ένας επενδυτής δεν θέλει να αναλάβει κινδύνους, θα αποζημιωθεί με την ελάχιστη απόδοση, η οποία ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate). Υψηλές αποδόσεις θα επιτευχθούν μόνον από εκείνες τις επενδύσεις, οι οποίες θα εμπεριέχουν κινδύνους.

2.10 Είδη Κινδύνων⁽¹⁾

α) Κίνδυνοι Αξιόγραφων Μεταβλητής Απόδοσης

Επενδύοντας σε ένα αξιόγραφο, ο επενδυτής αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο με τη μορφή της μικρότερης απόδοσης από αυτήν που αναμένει. Η ανάλυση που ακολουθεί αφορά τα χρεόγραφα μεταβλητής απόδοσης και πιο συγκεκριμένα τις μετοχές, των οποίων ο κίνδυνος συνίσταται σε δύο επιμέρους συστατικά στοιχεία: **1ον:** τη διακύμανση στην απόδοση η οποία προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές όλων των μετοχών στην αγορά και

¹ « Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον». Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππος Εκδόσεις Globus Invest

2ον: τη διακύμανση στην απόδοση, η οποία προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν μόνο τη συγκεκριμένη εταιρεία ή τον κλάδο της.

Στην πρώτη περίπτωση έχουμε να κάνουμε με τον ονομαζόμενο κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό κίνδυνο (market or systematic risk) και στη δεύτερη περίπτωση με το μη συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk).

Πιο συγκεκριμένα, ο συστηματικός κίνδυνος αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητικότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ταυτόχρονα τις μέσες αποδόσεις όλων των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά, δηλαδή όλου του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio). Είναι δηλαδή, σε όρους πιθανοτήτων, η πιθανότητα να μεταβληθεί η τιμή μιας μετοχής, μόνο σαν αποτέλεσμα των μεταβολών όλης της αγοράς. Σε αντίθεση με το συστηματικό κίνδυνο, ο μη συστηματικός αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητικότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της εταιρείας, της βιομηχανίας ή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εκδότρια εταιρεία. Ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος, συνιστούν το συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής.

β) Κίνδυνος Επιτοκίου⁽¹⁾

Κίνδυνο επιτοκίου ονομάζουμε την μεταβολή στις αποδόσεις που μπορεί να υποστούν οι επενδυτές εξαιτίας της ανόδου του επιτοκίου ή των επιτοκίων της αγοράς.

Γενικά, οι αποδόσεις των μετοχών συνδέονται με τα επιτόκια της αγοράς με μια αντίστροφη σχέση. Αύξηση των επιτοκίων επιφέρει καθοδική πτώση στις τιμές των μετοχών, διότι ευνοεί τη μεταφορά κεφαλαίων από τις μετοχές στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης που δίδουν το επιτόκιο ως αμοιβή και που φαίνονται τώρα πιο ελκυστικές.

Ο κίνδυνος του επιτοκίου χαρακτηρίζεται ως πηγή συστηματικού κινδύνου, διότι οι αποφάσεις για τις μεταβολές των επιτοκίων παίρνονται συνολικά και επηρεάζουν την αγορά στο σύνολο της. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι, δεν αναφερόμαστε στις μεταβολές των επιτοκίων που εξαγγέλλουν οι τράπεζες, διότι αυτές θεωρούνται φυσιολογικές αγοραίες συνθήκες στα πλαίσια του ενδοτραπεζικού ανταγωνισμού, αλλά για σημαντικές

1 « Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον». Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππος Εκδόσεις Globus Invest

μεταβολές που συνήθως εξαγγέλλονται από τους κρατικούς φορείς, για την αντιμετώπιση δυσμενών συνθηκών της οικονομίας.

γ) Επιχειρηματικός κίνδυνος (Business Risk)⁽¹⁾

Ως επιχειρηματικό κίνδυνο ορίζουμε την πιθανότητα να επέλθουν ζημιές (απόδοση χαμηλότερη από αυτή που αναμενόταν) εξαιτίας δυσμενών συνθηκών λειτουργίας της επιχείρησης.

Αυτό το είδος κινδύνου μπορεί να μετρηθεί σε όρους λειτουργικών κερδών. Εάν τα λειτουργικά κέρδη παρουσιάζουν υψηλή διακύμανση, τότε λέμε ότι υπάρχει υψηλός επιχειρηματικός κίνδυνος και το αντίστροφο.

Υπάρχουν δύο είδη επιχειρηματικού κινδύνου, ο **εξωτερικός** (external) και ο **εσωτερικός** (internal). Ο εξωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος προέρχεται από λειτουργικές συνθήκες που επιβάλλονται στην επιχείρηση, λόγω των εξωτερικών δυνάμεων της αγοράς που βρίσκονται πέρα από τον έλεγχό της. Μπορεί να αποτελέσει πηγή τόσο συστηματικού, όσο και μη συστηματικού κινδύνου, ανάλογα με το αν οι εξωτερικές δυνάμεις που επιβάλλονται στην επιχείρηση επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς ή μόνο την επιχείρηση. Ο εσωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της επιχείρησης και σχετίζεται με την ικανότητα της διοίκησης, τη διαφοροποίηση των προϊόντων, την αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιηθέντων κεφαλαίων κ.λπ. και αποτελεί εξ ορισμού πηγή μη συστηματικού κινδύνου.

Γενικός κανόνας

“Όσο πιο μεγάλα τα πιθανά κέρδη, τόσο πιο μεγάλο το ρίσκο της επένδυσης. Προσέξτε όμως, διότι η αντίστροφη σχέση ΔΕΝ ισχύει κατά κανόνα: Όσο αυξάνει το ρίσκο δεν μας εξασφαλίζει με σιγουριά πιο μεγάλα κέρδη”

Τα επενδυτικά μας προϊόντα αποτελούν μια ολοκληρωμένη επενδυτική πρόταση με πρωταρχικό στόχο την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση με την ανάληψη του μικρότερου δυνατού κινδύνου.

1 « Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον». Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππος Εκδόσεις Globus Invest

Σε κάθε επένδυση υπάρχουν 3 βασικοί παράμετροι, που πρέπει να προσέξετε:

- Απόδοση
- Ασφάλεια
- Ρευστότητα



Η απόδοση εκφράζεται με το επιτόκιο (σε ετήσια βάση).

Ο βαθμός ασφάλειας μετρά κατά πόσο είναι εξασφαλισμένο το κεφάλαιο, ποία είναι η πιθανότητα απώλειας (μέρους) κεφαλαίου και ποία διακύμανση (ρίσκο) έχει η επένδυση. Οι επενδύσεις μας έχουν στρατηγική αυξημένων αποδόσεων με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου.

2.11 Γιατί πρέπει να κρίνετε τις επενδύσεις σας όχι μόνο με την διάρκεια, το ρίσκο και την απόδοση, αλλά πρέπει να το κάνετε και σε αυτήν ακριβώς τη σειρά! ⁽¹⁾

Διότι πρέπει να συγκρίνουμε επενδύσεις ίδιου χρονικού ορίζοντα ! και δεν μετράμε μόνο την απόδοση που υπάρχει, αλλά ΠΑΝΤΑ συσχετίζουμε ΤΟ ΡΙΣΚΟ που αναλάβαμε.

1 « Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον». Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππος Εκδόσεις Globus Invest

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έχετε 10.000.000 euro προς επένδυση. Κάνετε 2 επενδύσεις τοποθετώντας από 5.000.000 euro.

Η επένδυση Α όπου εμπιστευτήκατε τα λεφτά σας σε έναν φίλο, έχει απόδοση 200 %,δηλαδή +10.000.000 euro!!!

Η επένδυση Β όπου είχατε κάνει μια τοποθέτηση σε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει απόδοση 30% ,δηλαδή 1.500.000 euro.

Ποία επένδυση ήταν καλύτερη;

Ασφαλώς η επένδυση Α, θα μου πείτε. Αν σας πω όμως, ότι στην Β είχε γίνει τοποθέτηση σε πολύ σοβαρές επιχειρήσεις με χαμηλό ρίσκο, ενώ στην επένδυση Α ο φίλος σας είχε πάρει τα χρήματα και τα `παιξε στο καζίνο μια μέρα, αλλά ποντάροντάς τα όλα σε έναν αριθμό ήταν τυχερός και τα τριπλασίασε; (με κίνδυνο όμως βέβαια την απώλεια όλου του κεφαλαίου), τότε πάλι θα πείτε, ότι η ‘επένδυση’ Α ήταν πιο σωστή;

Βλέπετε ότι την απόδοση πρέπει να την μετράτε πάντα σε σχέση με το ρίσκο που αντέχετε να αναλάβετε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ
ΜΙΦΙΤ



3.1 MIFID

Η 1η Νοεμβρίου του 2007 ήταν, (θεωρητικά τουλάχιστον), η απαρχή ενός νέου τοπίου για τα χρηματιστήρια όλης της Ευρώπης, αφού οι αγορές μετοχών απελευθερώθηκαν και μπήκαν επίσημα στην εποχή της MiFID. Ο σχεδιασμός της οδηγίας MiFID στηρίχθηκε στην προοπτική δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς.⁽¹⁾

Η MiFID (Market in Financial Instruments Directive) αποτελεί την Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η συγκεκριμένη Οδηγία θα αντικαταστήσει την ήδη υπάρχουσα Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive , ISD) , την πιο σημαντική οδηγία που αφορά τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και τις χρηματοοικονομικές αγορές από το 1995 . Η MiFID επεκτείνει το πεδίο κάλυψης της τρέχουσας ISD και προωθεί νέα και πιο εκτενή ζητήματα στα οποία οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές θα πρέπει να προσαρμοστούν. Τα ζητήματα αυτά είχαν τεθεί για πρώτη φορά , στο τραπέζι των διαβουλεύσεων, τον Απρίλιο του 2004 όταν δημιουργήθηκε το «Επίπεδο 1» της Οδηγίας.

Η MiFID είναι το μεγαλύτερο κομμάτι του European Union's Financial Services Action Plan (FSAP) και συγχρόνως αποτελεί την περισσότερο ανεπτυγμένη από τις 42 Οδηγίες που έχουν προγραμματισθεί να εκπληρωθούν και αφορούν τον κλάδο των χρηματοοικονομικών αγορών για την περίοδο 2005–2009. Είναι το πιο ολοκληρωμένο νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέσω του οποίου οι εταιρείες επενδυτικών υπηρεσιών έχουν πλέον την δυνατότητα, εφόσον έχουν άδεια εργασίας σε ένα τουλάχιστον κράτος-μέλος αυτής, να πραγματοποιούν επενδυτικές εργασίες σε όλη την επικράτεια της δια μέσου ενός απλού «ρυθμιστικού διαβατηρίου».⁽²⁾

3.2 Ο αντικειμενικός σκοπός της MiFID είναι :

- Η υψηλή προστασία των επενδυτών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση.

1 « Άρθρο Νικόλαου Μαλλιάρου Δ/νηΥποκαταστήματος Ρεθύμνου EFG EUROBANK ΑΕΠΕΥ

2 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MIFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές, Νικόλαος Α. Κεφαλληνιάς, Δεκέμβριος 2006
Αθήνα

- Η βελτίωση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας των Ευρωπαϊκών Χρηματοοικονομικών Αγορών.
- Η ελευθερία στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές στην εκτέλεση εργασιών σε όλα τα κράτη –μέλη , βασισμένη στην εξουσιοδότηση του κράτους που υφίσταται η έδρα λειτουργίας.
- Η αύξηση του ανταγωνισμού μέσω της εξάλειψης του κανόνα «συγκέντρωσης»

Παραδείγματα είναι τα παράγωγα προϊόντα των commodities, τα πιστωτικά παράγωγα και η προσωπική συμβουλή.⁽¹⁾

3.3 Το Ευρωπαϊκό διαβατήριο για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα Χρηματιστήρια.⁽²⁾

Η MiFID χορηγεί το Ευρωπαϊκό διαβατήριο σε επιχειρήσεις επενδύσεων, ώστε να μπορούν να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε διασυνοριακή βάση είτε μέσω παροχής υπηρεσιών (άρθρο 31) είτε μέσω εγκατάστασης υποκαταστημάτων σε άλλα κράτη-μέλη (άρθρο 32).

3.4 Πρόσβαση σε ρυθμιζόμενες αγορές και συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού.⁽²⁾

Η οδηγία παρέχει στις επιχειρήσεις επενδύσεων το δικαίωμα πρόσβασης και μέλους σε ρυθμιζόμενες αγορές δηλ. στα χρηματιστήρια άλλων κρατών μελών βάσει δύο μεθόδων:

- α) άμεσα, με την ίδρυση υποκαταστημάτων στο κράτος μέλος υποδοχής ή και
- β) με την απόκτηση της ιδιότητας του εξ αποστάσεως μέλους στη ρυθμιζόμενη αγορά (*remote member*) (άρθρο 33).

Τα κράτη υποχρεούνται να χορηγήσουν στις επιχειρήσεις επενδύσεων άλλων κρατών μελών το δικαίωμα πρόσβασης σε συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης

1 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MIFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνάιος. Δεκέμβριος 2006 Αθήνα

2 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007

και διακανονισμού στο έδαφός τους βάσει των ίδιων κανόνων που επιτρέπεται και η πρόσβαση στις επιχειρήσεις επενδύσεων (άρθρο 34).

Επίσης, τα μέλη ή οι συμμετέχοντες σε μια ρυθμιζόμενη αγορά έχουν το δικαίωμα να επιλέξουν το σύστημα στο οποίο θέλουν να πραγματοποιηθεί ο διακανονισμός των συναλλαγών.⁽¹⁾

Η νέα αυτή Οδηγία διευρύνει το φάσμα των βασικών επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που μπορούν να ενεργοποιηθούν σε ολόκληρη πλέον την Ευρωπαϊκή επικράτεια. Αυτή η διεύρυνση θα δημιουργήσει έναν προ – ανταγωνισμό στις αγορές μετοχών και θα επηρεάσει έντονα τις ήδη υπάρχουσες εργασίες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπου σε πολλές περιπτώσεις αναμένεται να παρατηρηθούν βαθιές τομές αλλαγών, τόσο στην νοοτροπία όσο και στα αποτελέσματα αυτών.

Οι σημαντικότερες αλλαγές πρόκειται να πραγματοποιηθούν στη δομή των αγορών μετοχών και των χρηματοοικονομικών συμβουλών με αποτέλεσμα ανάλογες αλλαγές ν' ακολουθήσουν στην λειτουργία και στη δομή των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών.

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές που επηρεάζονται από την Οδηγία αυτή είναι οι επενδυτικές τράπεζες, οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων, οι χρηματιστές, οι χρηματοοικονομικές εταιρείες, οι εταιρείες που διαπραγματεύονται συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, καθώς και μερικές εταιρείες που διαπραγματεύονται commodities.

Η MiFID έχει αντίκτυπο σε όλους ανεξαιρέτως τους τομείς λειτουργίας ενός χρηματοοικονομικού διαμεσολαβητή, όπως π.χ το front, το middle και το back office.

Ο Πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τους κυριότερους τομείς που επηρεάζονται λόγω της MiFID⁽²⁾

1 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007

2 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MiFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνιάος. Δεκέμβριος 2006 Αθήνα

Χρηματ/κοί Διαμεσολαβητές	Υψηλή επιρροή
Επενδυτικές Τράπεζες / Χρηματιστές	Συναλλαγές επί Μετοχών
Διαχειριστές Κεφαλαίων	Κατηγοριοποίηση Πελατών, Καλύτερη Εκτέλεση Εντολών, Εξωτερίκευση Πληροφοριών
Brokers επί Μετοχών	Καλύτερη Εκτέλεση Εντολών
Ιδιωτικές Τράπεζες	Πληροφόρηση Πελατών, Καταλληλότητα
Εταιρείες Παραγώγων Προϊόντων	Καλύτερη Εκτέλεση Εντολών, Επενδυτικές Συμβουλές
Εταιρείες Commodities	Λειτουργικά Συστήματα και Έλεγχοι, Καλύτερη Εκτέλεση Εντολών

Πίνακας 1^{ος}: Κυριότεροι τομείς που επηρεάζει η MiFID

Είναι φανερό ότι κάθε «παίκτης» που ανήκει στον κλάδο των Ευρωπαϊκών Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών αντιμετωπίζει την πρόκληση να εκπληρώσει όλες τις απαιτούμενες προϋποθέσεις που θέτει η MiFID μέχρι τον Νοέμβριο του 2007.

Είναι όμως επίσης φανερό ότι η MiFID παρουσιάζει τόσο επιχειρηματικές όσο και λειτουργικές επιπτώσεις και δεν είναι μόνο ένα νομοθετικό , ρυθμιστικό πρόβλημα που χρειάζεται να λυθεί για να προσαρμοστούν πάνω σε αυτό οι εταιρικές εσωτερικές λειτουργίες. Η επίπτωση του νομοθετικού αυτού πλαισίου επηρεάζει τις ισορροπίες που έχουν ήδη δημιουργηθεί στον κλάδο των επενδυτικών υπηρεσιών και όπως όταν ένα κομμάτι αυτού ανταποκρίνεται στην αλλαγή έτσι ένα άλλο κομμάτι επηρεάζεται ανάλογα θετικά ή αρνητικά .Η Οδηγία απαιτεί εκτεταμένες δεσμεύσεις από τις εταιρείες ,καθώς και στις λειτουργικές, τεχνολογικές και ρυθμιστικές υπηρεσίες τους.

Επιπροσθέτως, κάποιες εταιρείες θα ανακαλύψουν ότι η MiFID κρύβει ευκαιρίες για εξάπλωση και ανάπτυξη των προϊόντων τους , καθώς και για εξοικονόμηση εισοδήματος λόγω μείωσης κόστους το οποίο δεν είναι αμελητέο.⁽¹⁾

1 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MiFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνάιος, Δεκέμβριος 2006
Αθήνα

3.5 Προστασία των επενδυτών και κανόνες διαφάνειας των αγορών⁽¹⁾

Πιστεύω ότι το νέο φάσμα της ευρωπαϊκής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, που δημιουργεί η MiFID, ανοίγει νέα πεδία νομικής ερμηνείας και ενδεχόμενων τριβών κυρίως για τα θέματα που αφορούν την καλύτερη πληροφόρηση και προστασία του επενδυτικού κοινού. Οι παρακάτω ρυθμίσεις της MiFID θα έχουν το μεγαλύτερο νομικό ενδιαφέρον.

➤ Διαφάνεια των τιμών (*pre-trade transparency*)

Η MiFID εισάγει λεπτομερειακούς κανόνες για την προ της διαπραγμάτευσης διαφάνεια των τιμών (*pre-trade transparency*) (άρθρο 27), που υποχρεώνει τις επιχειρήσεις επενδύσεων (που είναι εσωτερικοποιητές), να δημοσιοποιούν τις συνθήκες αγοράς και πώλησης των χρηματοοικονομικών μέσων που διαπραγματεύονται (*public market-making obligation*). Προβλέπει επίσης κανόνες για τη μετά τη διαπραγμάτευση διαφάνεια, που αφορούν τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη ρυθμιζόμενη αγορά.

➤ Κανόνες για την «άριστη εκτέλεση» της συναλλαγής

Η άριστη εκτέλεση, που αποτελεί ένα σημαντικό εχέγγυο της προστασίας των επενδυτών, θα βασίζεται σε μια σύγκριση που θα λαμβάνει υπόψη πολλαπλά κριτήρια των συναλλαγών και ιδιαίτερα το συνολικό κόστος (τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, το κόστος των προμηθειών καθώς και το κόστος, η ταχύτητα και η ποιότητα της εκτέλεσης και του διακανονισμού, το μέγεθος και η φύση της εντολής). Είναι αναμενόμενο ότι ουσιαστικό ρόλο στην υλοποίηση αυτού του κανόνα θα διαδραματίσει η υιοθέτηση μιας πολιτικής εκτέλεσης των εντολών από τις ίδιες επιχειρήσεις επενδύσεων, οι οποίες θα πρέπει να πληροφορήσουν καταλλήλως τους πελάτες τους και αυτοί οι τελευταίοι, θα πρέπει να παράσχουν προηγουμένως την συγκατάθεση τους για την εκτέλεση των συναλλαγών.

➤ Κανόνες μεταχείρισης των εντολών των πελατών

Η οδηγία προβλέπει τη διάχυση των πληροφοριών που αφορούν τις εντολές - μικρής

¹ Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007.

διάρκειας - οι οποίες δεν μπορούν να εκτελεστούν αμέσως από έναν χρηματοπιστωτικό οργανισμό που λειτουργεί με σύστημα εσωτερικών συναλλαγών.

➤ **Κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας⁽¹⁾**

Η οδηγία MiFID εισάγει λεπτομερείς κανόνες Επαγγελματικής Δεοντολογίας, που ρυθμίζουν τη σχέση της εταιρίας και του επενδύτη, που λαμβάνουν υπόψη την κατάσταση των πελατών. Γι' αυτό και πραγματοποιείται η διάκριση ανάμεσα σε επαγγελματίες - θεσμικούς και λιανοπωλικούς πελάτες, που είναι σημαντική ώστε να τους παρέχονται οι ανάλογες πληροφορίες και προστασία. Οι κανόνες αυτοί ισχύουν και για τα πιστωτικά ιδρύματα, που αναλαμβάνουν εργασίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες υπόκεινται στις υποχρεώσεις εντοπισμού και αποφυγής καθώς και διαχείρισης των περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων.

Βέβαια, υπάρχουν αρκετοί τρόποι μέσω των οποίων οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές θα επιχειρήσουν ν' αντιμετωπίσουν τις απαιτήσεις που απορρέουν από την Οδηγία. Ένας τρόπος θα μπορούσε να είναι η λειτουργική προσέγγιση, με σκοπό η επενδυτική εταιρεία να πληροί το απολύτως απαραίτητο πακέτο νομοθετικών ρυθμίσεων για να είναι σύννομη με το συγκεκριμένο νομοθετικό πλαίσιο. Όμως με αυτού του είδους την προσέγγιση η MiFID αποκτά έναν ρόλο « συμβιβαστικού προγράμματος», δηλαδή εκλαμβάνεται ως ένα πακέτο ρυθμίσεων που ο χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής αναγκάζεται να το ακολουθήσει. Εντούτοις, η MiFID θα μπορούσε να εκληφθεί ως ένα « επιχειρηματικό πρόγραμμα », δηλαδή ότι η Οδηγία αυτή όχι μόνο δεν είναι ένα απλό αναγκαστικό μέτρο αλλά ότι κρύβει μέσα της σημαντικές ευκαιρίες που θα βοηθήσουν τους διαμεσολαβητές να εξυψώσουν το επιχειρηματικό τους μοντέλο, δημιουργώντας ζητήματα , όπως π.χ.:

Πώς θα μπορούσαμε να καλυτερεύσουμε την θέση μας στην αγορά, λόγω του εντονότατου πλέον ανταγωνισμού, όταν πλέον θα χρησιμοποιούμε τα πλέον κατάλληλα προγράμματα για την εξυπηρέτηση του πελάτη;

1 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MIFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνάος. Δεκέμβριος 2006
Αθήνα

Με τον περιορισμό, αν όχι την εξάλειψη, των φραγμών για ανταγωνισμό, δημιουργούνται νέες ευκαιρίες για εκτενέστερες υπηρεσίες και νέου φάσματος προϊόντων που θα μπορούν να προσφερθούν πλέον σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πως μπορεί ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής να επωφεληθεί λόγω των νέων ισορροπιών που θα δημιουργηθούν στο ευρωπαϊκό περιβάλλον;

3.6 Κατάργηση της συγκέντρωσης των εντολών

Η MiFID επιβάλλει την κατάργηση της ρύθμισης της συγκέντρωσης των εντολών στις ρυθμιζόμενες αγορές ενός κράτους, που θέσπιζε η οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες του 1993.⁽¹⁾

Η MiFID είναι σίγουρο ότι θα επηρεάσει τις κεφαλαιαγορές και τον τρόπο λειτουργίας τους σε πρώτη φάση, με εξαίρεση την αγορά ομολόγων, με αποτέλεσμα ο τρόπος διενέργειας συναλλαγών να τροποποιηθεί. Αυτό θα έχει επίπτωση και στον τρόπο λειτουργίας των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης Οδηγίας θα έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερο ανταγωνισμό μεταξύ των χώρων συναλλαγών, λόγω της εξάλειψης του «συγκεντρωτικού νόμου» στην Ευρώπη. Πώς θα αντιδράσουν τα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια και τι αντίτυπο θα έχει στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές;

Λόγω των μεγαλύτερων δυνατοτήτων στις επιλογές δημοσιεύσεων στοιχείων προ και μετά εκτέλεσης των εντολών ίσως παρατηρηθεί το φαινόμενο οι αγορές να πλημμυρίσουν από τέτοιες πληροφορίες, λόγω του αυξανόμενου ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Πώς θα αντιδράσουν σε αυτό οι συμμετέχοντες στις αγορές; Σε ποια επίπεδα θα κυμανθεί το συγκεκριμένο κόστος τόσο δημοσίευσης όσο και τεχνολογικής υποδομής;

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές θα πρέπει να μεταδίδουν τιμές τίτλων κατά την διάρκεια των ωρών συναλλαγών για τους οποίους μπορούν να διαπραγματευτούν. Θα λειτουργούν στην ουσία ως μικρά χρηματιστήρια; Είναι έτοιμοι οι διαμεσολαβητές να ανταποκριθούν σε τέτοιες προκλήσεις;⁽²⁾

1 Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MiFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνάκος. Δεκέμβριος 2006 Αθήνα

2 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007

Ο χρονικός περιορισμός για την μετάδοση των πληροφοριών προ και μετά την συναλλαγή προϋποθέτει υψηλού επιπέδου τεχνολογικών εφαρμογών, όπως προγράμματα διαχείρισης εντολών, αλγοριθμικά συστήματα συναλλαγών, συστήματα αντιστοίχισης τιμών και επιβεβαίωσης πράξεων, καθώς και συστήματα αναφορών.

Λόγω των αυξημένων απαιτήσεων, με βάση την MiFID, στα ζητήματα διαφάνειας και προστασίας των επενδυτών είναι σίγουρο ότι θα χρειασθούν σημαντικά περιθώρια ασφάλισης για την εκτέλεση των πράξεων, αλλά και υψηλά δεσμευμένα ίδια κεφάλαια για τους διαμεσολαβητές. Το ερώτημα όμως που προκύπτει είναι πόσο υψηλά θα απαιτηθεί να φθάσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την δραστηριοποίηση των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών στις αγορές;

Μεγάλη προσοχή όσον αφορά στον τρόπο λειτουργίας των διαμεσολαβητών θα πρέπει να δοθεί, επίσης, στην υποχρέωση των επενδυτικών εταιρειών να ανακοινώνουν δημόσια τις εσωτερικές τους συναλλαγές, με τρόπο εύκολα προσιτό στους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά υπό εύλογους εμπορικούς όρους, δηλ. να ανακοινώνουν την τιμή εκτέλεσης και το μέγεθος της συναλλαγής.

Εάν προσπαθήσουμε να ομαδοποιήσουμε όλες αυτές τις αλλαγές, που φαίνεται ότι θα διαμορφώσουν ένα νέο επενδυτικό τοπίο στην Ευρώπη, θα τις διακρίναμε στις παρακάτω τρεις μεγάλες κατηγορίες:⁽¹⁾

- Προσανατολισμός στον Πελάτη
- Προσανατολισμός στην Εκτέλεση Συναλλαγών
- Οργάνωση και Αναφορές

ΠΕΛΑΤΗΣ	ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ	ΟΡΓΑΝΩΣΗ-ΑΝΑΦΟΡΑ
Κατηγοριοποίηση	Καλύτερη Εκτέλεση	Απαιτήσεις Οργάνωσης
Καταλληλότητα	Διαχείριση εντολής	Διαμάχη Συμφερόντων
Διαχείριση	Διαφάνεια Εταιρείας	Αναφορές Συναλλαγών
Marketing	Εσωτερικοποίηση	Εξωτερίκευση
Πληροφόρηση	Διαφάνεια των Αγορών	Επίβλεψη

¹ Οι επιπτώσεις εφαρμογής της MIFID στους Χρηματοοικονομικούς Διαμεσολαβητές. Νικόλαος Α. Κεφαλληνάος. Δεκέμβριος 2006 Αθήνα

3.7 Αλλαγές στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση⁽¹⁾

Αλλαγές γίνονται στον τρόπο αρχικής ένταξης και μεταφοράς από την κατηγορία της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Ειδικότερα προβλέπεται ότι για την αρχική ένταξη στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση, μίας νεοεισαγόμενης στο ΧΑ εταιρείας, το ύψος της συνολικής κεφαλαιοποίησης πρέπει να είναι 150 εκατομμύρια ευρώ και όχι 100 όπως ισχύει σήμερα και όπως θα ισχύει πάντα για την παραμονή της.

Επίσης, αντί της μη πλήρωσης για δύο διαδοχικές αναθεωρήσεις των κριτηρίων παραμονής στη μεγάλη κατηγορία, προκειμένου να μεταφέρεται η εταιρεία στη μεσαία και μικρή κεφαλαιοποίηση προβλέπεται μία διαφοροποίηση των κριτηρίων έτσι, ώστε αν η απόκλιση από τα κριτήρια είναι σημαντική να εξέρχεται άμεσα η εταιρεία από τη μεγάλη κεφαλαιοποίηση (διασπορά μικρότερη του 18%, εμπορευσιμότητα μικρότερη του 15% και μέση κεφαλαιοποίηση εξαμήνου κάτω από 95 εκατ. ευρώ) ενώ αν η απόκλιση είναι μικρότερη (διασπορά 18-20%, εμπορευσιμότητα 15 έως 20% και κεφαλαιοποίηση 95 έως 100 εκατ. ευρώ) να δίνεται μία δεύτερη ευκαιρία παραμονής στην κατηγορία κατά τα ισχύοντα σήμερα.

Επίσης, λαμβάνεται μέριμνα έτσι, ώστε οι εν λόγω αλλαγές στην κατηγοριοποίηση να εναρμονίζονται και να ισχύουν ταυτόχρονα με τις τακτικές εξαμηνιαίες αναθεωρήσεις των δεικτών FTSE/XA.

Για χάρin απλότητας, ακολουθεί ένα παράδειγμα σαν μια προσπάθεια προσέγγισης του πιθανού μέλλοντος των χρηματιστηριακών συναλλαγών στη Ευρώπη:⁽²⁾

Επενδυτής δίνει εντολή αγοράς 100 μετοχών μιας Ελληνικής εισηγμένης εταιρείας. Απάντηση από τον χειριστή του λογαριασμού:

- στην πλατφόρμα της << EXAE >> υπάρχει πωλητής στην τάδε τιμή...
- στην πλατφόρμα << Τιρκουάζ >> υπάρχει πωλητής στην τάδε τιμή...
- στην πλατφόρμα << SmartPol >> δεν διαπραγματεύεται η μετοχή αυτή...
- παρακαλώ περιμένετε να ελέγξω στο εσωτερικό της χρηματιστηριακής μας. Ναι, υπάρχει πωλητής για την μετοχή που ενδιαφέρεστε και ζητάει την τάδε τιμή.

1 Αλλάζουν όλα πάλι στη Σοφοκλέους. Σταύρος Χάριτος S.xaritos@kardos.gr

2 « Άρθρο Νικόλαου Μαλλιάρου Δ/νηΥποκαταστήματος Ρεθύμνου EFG EUROBANK ΑΕΠΕΥ

Καλύτερη περίπτωση είναι η με τιμή παρακαλώ πείτε μου να προχωρήσω.....

Είναι προφανές ότι σε πρώτη φάση τουλάχιστον, η οδηγία MiFID ενδέχεται να προκαλέσει «αλαλούμ», ως προς το που, πότε και πως θα γίνονται καθημερινά οι συναλλαγές μας σε μετοχές και παράγωγα προϊόντα. Ταυτόχρονα, ενδέχεται να προκαλέσει και δυσπιστία στην μέχρι σήμερα εύκολη και ακριβής πληροφόρηση που έχουμε για τον όγκο συναλλαγών και για τις μετοχικές μεταβολές μιας εισηγμένης, αφού ανά πάσα στιγμή και σε οποιαδήποτε πλατφόρμα οι μετοχές των εισηγμένων θα μπορούν να «αλλάζουν χέρια».

Επίσης, είναι εύκολο να καταλάβει κανείς ότι η οδηγία MiFID θα πλήξει άμεσα τα έσοδα των εταιρειών που εκμεταλλεύονται μέχρι σήμερα τις οργανωμένες αγορές (όπως πχ τη δική μας EXAE), οι οποίες ενδεχομένως να οδηγηθούν σε συνεργασίες ή συγχωνεύσεις.

Ταυτόχρονα, θα επηρεάσει άμεσα την λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιρειών αφού τις απειλεί με σοβαρές απώλειες εσόδων (πχ οι ξένοι πελάτες θα μπορούν να κάνουν τις συναλλαγές μόνοι τους). Ενδέχεται λοιπόν και οι χρηματιστηριακές εταιρείες να οδηγηθούν σε συγχωνεύσεις ή γενικά διεργασίες ανάπτυξης και επέκτασης δραστηριοτήτων προκειμένου να επιβιώσουν.⁽¹⁾

3.8 Χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγηση της αγοράς: PAINTING THE TAPE⁽²⁾

Από τα στοιχεία που περιέχονται στη διάταξη του αιτούντος δικαστηρίου περί παραπομπής, προκύπτει ότι οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ των μελών της ομάδας X είχαν συμφωνηθεί εκ των προτέρων και ότι τα μέλη της ομάδας αυτής γνώριζαν ότι οι διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής της εταιρίας A οφείλονταν σε τεχνητή ζήτηση, που είχαν οι ίδιοι δημιουργήσει με μεγάλης εκτάσεως χρηματοδότηση που εξασφάλισαν με διάφορες μεθόδους.

1 « Άρθρο Νικόλαου Μαλλιάρου Δ/τη Υποκαταστήματος Ρεθύμνου EFG EUROBANK ΑΕΠΕΥ

2 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007.

Υπό τις συνθήκες αυτές, το εθνικό Δικαστήριο αποφάσισε να υποβάλει στο ΔΕΚ το ακόλουθο προδικαστικό ερώτημα:

«Στην περίπτωση που διενεργούνται μεταξύ προσώπων ή ομάδων προσώπων, έχοντων κάποια από τις ιδιότητες του άρθρου 2 παράγραφος 1 της Οδηγίας 89/592/ΕΟΚ [...], προσυμφωνημένες χρηματιστηριακές συναλλαγές που απολήγουν στην ανατίμηση ή τεχνητή διόγκωση της τιμής των μεταβιβαζομένων κινητών αξιών, οι διενεργούντες τις ως άνω συναλλαγές θεωρούνται ή μη κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, κατά την έννοια των άρθρων 1 και 2 της παραπάνω Οδηγίας, ώστε οι πράξεις τους αυτές να εμπίπτουν στη θεσπιζόμενη με τα άρθρα 2, 3 και 4 της αυτής Οδηγίας απαγόρευση εκμεταλλεύσεως εμπιστευτικών πληροφοριών;»

Με το ερώτημα που υπέβαλε το αιτούν δικαστήριο ζητεί ουσιαστικώς από το Δικαστήριο να διευκρινίσει αν πρόσωπα δυνάμει να θεωρηθούν ως κατέχοντα εμπιστευτικές πληροφορίες, κατά την έννοια της οδηγίας 89/592, κατέχουν και εκμεταλλεύονται προνομιακή πληροφορία, κατά την έννοια αυτής της οδηγίας, επειδή συνάπτουν προσυμφωνημένες χρηματιστηριακές πράξεις συνεπαγόμενες τεχνητή αύξηση της τιμής των πωλουμένων κινητών αξιών.

Η Α Γνώμη. Σκοπός της οδηγίας 89/592 είναι να αποκλείσει το ενδεχόμενο άτομα, τα οποία λόγω των καθηκόντων τους κατέχουν εμπιστευτική πληροφορία, να την εκμεταλλευθούν προς όφελός τους και εις βάρος τρίτων με τους οποίους συναλλάσσονται. Επομένως, μια από τις προϋποθέσεις εφαρμογής αυτών των διατάξεων είναι ο κάτοχος εμπιστευτικής πληροφορίας να συναλλάσσεται με κάποιον ο οποίος αγνοεί την πληροφορία αυτή. Πράγματι στην υπόθεση αυτή, όλοι οι συναλλασσόμενοι που διενήργησαν τη συγκεκριμένη πράξη μοιράζονται τη γνώση της πληροφορίας αυτής, αλλά είναι και δημιουργοί μιας πληροφορίας που αφορά χρηματιστηριακό τίτλο.

Η Β Γνώμη υπογραμμίζει την έννοια της κατοχής εμπιστευτικής πληροφορίας και περιλαμβάνει όχι μόνον την απόκτησή της αλλά και τη "δημιουργία της. Η εφαρμογή της νομοθεσίας περί καταχρήσεως εμπιστευτικών πληροφοριών δεν αποκλείεται, όταν οι εκμεταλλευόμενοι την εμπιστευτική πληροφορία συνιστούν οι ίδιοι την πηγή της. Η Γνώμη αυτή φρονεί ότι κατάσταση όπως αυτή θα μπορούσε να εμπίπτει τόσο στην εκμετάλλευση εμπιστευτικής πληροφορίας όσο και στη χειραγώγηση της αγοράς.⁽¹⁾

1 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007.

Όλοι συμφωνούν στον χαρακτηρισμό των πράξεων στις οποίες προέβη η ομάδα X ως «painting the tape».

3.9 Συμπεράσματα⁽¹⁾

α) Οι επενδυτές θα έχουν σημαντικό όφελος εφόσον οι νέοι κανόνες της MiFID τους παρέχουν αυξημένη προστασία. Εξάλλου, τόσο οι τράπεζες, όσο και οι επιχειρήσεις επενδύσεων φέρουν και το βάρος της αποδείξεως για την ορθή εφαρμογή των κανόνων της οδηγίας αυτής.

β) Αναμένεται ότι η MiFID θα αυξήσει τον ανταγωνισμό μεταξύ επιχειρήσεων επενδύσεων, εφόσον οι επιχειρήσεις αυτές θα μπορούν να πραγματοποιούν τις εργασίες τους σε διασυνοριακό επίπεδο, βάσει της ενιαίας άδειας, δηλαδή «του κοινοτικού διαβατηρίου».

γ) Επίσης, αναμένεται να ενταθεί ο ανταγωνισμός μεταξύ των συστημάτων διαπραγμάτευσης τίτλων (ρυθμιζόμενες αγορές, Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης), για τα οποία και θεσπίζεται το πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας. Η διαπραγμάτευση μετοχών θα μπορεί να πραγματοποιείται όχι μόνο στα χρηματιστήρια, όπως και πριν, αλλά και μέσω άλλων συστημάτων συναλλαγών (εσωτερικοποίησης) π.χ. και οι τράπεζες θα μπορούν να πραγματοποιούν τις συναλλαγές σε τίτλους εκτός του χρηματιστηρίου.

δ) Η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των διαφόρων συστημάτων διαπραγματεύσεων, αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, καθώς και στην διεύρυνση του φάσματος επενδυτικών υπηρεσιών και χαμηλότερου κόστους για τους επενδυτές.

ε) Μία από τις πιο σημαντικές επιπτώσεις της MIFID είναι η αναμενόμενη ένταση του ανταγωνισμού που θα επιφέρει στα συστήματα συναλλαγών σε τίτλους, αλλά και στις εταιρίες που δραστηριοποιούνται ως ενδιάμεσοι στις κεφαλαιαγορές, και θα ωθήσει σε

¹ Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007.

περισσότερες συνεργασίες, συγχωνεύσεις και εξαγορές, ιδιαίτερα, τα μικρότερα περιφερειακά χρηματιστήρια αλλά και τις επιχειρήσεις επενδύσεων.⁽¹⁾

Είναι εύλογο ότι τα χρηματιστήρια, τα οποία δεν θα μπορέσουν να διατηρήσουν ή να αναπτύξουν μια κρίσιμη μάζα ρευστότητας, ώστε να αποτελούν μια ανταγωνιστική πηγή άντλησης χρηματοδότησης για τις εγχώριες επιχειρήσεις, θα πρέπει να προχωρήσουν είτε σε συνεργασίες είτε σε συγχωνεύσεις. Η τάση της μεγάλης συγκέντρωσης ρευστότητας που παρατηρείται στις κεφαλαιαγορές ευνοεί κυρίως τα μεγάλα υπάρχοντα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Τα παραδοσιακά περιφερειακά χρηματιστήρια θα πιέζονται συνεχώς από την «εσωτερικοποίηση» και από τις άλλες πλατφόρμες εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών που χρησιμοποιούν οι μεγάλες τράπεζες και τράπεζες επενδύσεων. Βέβαια, η μάχη του ανταγωνισμού των χρηματιστηρίων και των κεφαλαιαγορών διαδραματίζεται πλέον σε παγκόσμια σκακιέρα, που υπερβαίνει σημαντικά την ευρωπαϊκή αγορά.

Θα χρειαστεί αυξημένη προσοχή τόσο από τις ίδιες τις επιχειρήσεις επενδύσεων όσο και από τις εποπτικές αρχές, ώστε να διασφαλισθεί η αποτελεσματική εφαρμογή των διατάξεων της MiFID που αφορούν την προστασία των επενδυτών. Μια ενδεχόμενη επέκταση των καταχρηστικών πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων ευρείας κλίμακας (misselling), όπως έχει συμβεί σε ορισμένα κράτη μέλη στο παρελθόν, θα μπορούσε να έχει καταστρεπτικά αποτελέσματα τόσο για τους ίδιους τους επενδυτές /αποταμιευτές όσο και για τους χρηματοοικονομικούς ενδιάμεσους, ιδιαίτερα με την αντιμετώπιση κινδύνων όπως είναι ο νομικός, ο χρηματοοικονομικός και της φήμης.

Κατά πόσο θα δουλέψει το σύστημα, τα τραπεζικά στελέχη είναι επιφυλακτικά, αφού όπως λένε “δεν είναι εύκολο”. Επίσης σημειώνουν πως οι τράπεζες για παράδειγμα θα πρέπει να τηρούν αρχεία ώστε να μπορούν ανά πάσα στιγμή να αποδεικνύουν ότι έχουν κάνει σωστά τη δουλειά τους.

Συγκεκριμένα μέσω της νέας οδηγίας αυξάνεται κατακόρυφα και ομογενοποιείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο η προστασία των επενδυτών, ενώ παράλληλα προωθείται περαιτέρω η διαφάνεια στις αγορές και ενισχύεται σημαντικά ο ανταγωνισμός.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι με την οδηγία έχουμε μία "κωδικοποίηση" της ελληνικής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, πλήρως προσαρμοσμένη στο ευρωπαϊκό δίκαιο.⁽²⁾

1 Η ρύθμιση των Κεφαλαιαγορών και η νομολογία του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. ΣΥΝΕΔΡΙΟ: Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Γεώργιος Ζαββός Αθήνα 2007.

2 Τα μυστικά της Οδηγίας MIFID. Έφη Καραγεώργου

Η Mifid είναι οδηγία "μέγιστης εναρμόνισης", δηλαδή τα κράτη –μέλη δεν μπορούν να υιοθετήσουν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ρυθμίζει.

Οι νέες ρυθμίσεις και διαδικασίες που εισάγει η Mifid αναμένεται να επηρεάσουν θετικά τη λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα, αφού η οδηγία: Θέτει ίσους όρους ανταγωνισμού, προστατεύει καλύτερα τους επενδυτές και τις αγορές. Για παράδειγμα στη χώρα μας οι ρυθμίσεις της Mifid εναρμονίζουν τον κώδικα δεοντολογίας των ΕΠΕΥ, ώστε να ισχύουν πανευρωπαϊκά οι ίδιοι κανόνες, που είναι μεν απλούστεροι, αλλά ταυτόχρονα και πιο αποτελεσματικοί σε θέματα προστασίας των επενδυτών, ενώ θα υπάρξουν και ρυθμίσεις για την κατηγοριοποίηση της πελατείας (κάτι που γίνεται για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο).⁽¹⁾

1 Τα μυστικά της Οδηγίας MIFID. Έφη Καραγεώργου