

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ  
ΟΙΚΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΠΑΠΑΔΑΚΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Η ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ  
ΟΙΚΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Παπαδακάκης Νικόλαος  
Πτυχίο Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες κατά κύριο λόγο στους καθηγητές του Πανεπιστημίου Πειραιώς που έθεσαν τις βάσεις των σπουδών μου και της μελλοντικής σταδιοδρομίας μου και ειδικότερα τον κύριο Σώρρο που ήταν ο επιβλέπων καθηγητής και καθοδηγητής των κινήσεων μου. Επίσης την οικογένεια μου που με στήριξε σε όλους τους τομείς προκειμένου να φέρω εις πέρας το συγκεκριμένο εγχείρημα αλλά και τις σπουδές μου γενικότερα.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
<b>Γράφημα 1</b> Σύνθεση μετόχων ΟΤΕ	55
<b>Γράφημα 2</b> Πορεία τιμής ΟΤΕ	56
<b>Γράφημα 3</b> Πορεία τιμής Εθνικής Τράπεζας	58
<b>Γράφημα 4</b> Σύνθεση μετόχων Άλφα Τράπεζας	60
<b>Γράφημα 5</b> Σύγκριση στόχων ΟΤΕ με τιμές μετά ενός έτους	91
<b>Γράφημα 6</b> Σύγκριση στόχων Άλφα Τράπεζας με τιμές μετά ενός έτους	97
<b>Γράφημα 7</b> Σύγκριση στόχων Εθνικής Τράπεζας με τιμές μετά ενός έτους	101

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	ΣΕΛΙΔΑ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 1	<b>ΟΤΕ -ΣΤΟΧΟΙ</b>	92
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	<b>Morgan Stanley-ΟΤΕ</b>	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	<b>Merrill Lynch-ΟΤΕ</b>	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	<b>Credit Suisse Group-ΟΤΕ</b>	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	<b>Dresdner Bank-ΟΤΕ</b>	95
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	<b>Smith Barney-ΟΤΕ</b>	95
ΠΙΝΑΚΑΣ 7	<b>Ubs Warburg-ΟΤΕ</b>	96
ΠΙΝΑΚΑΣ 8	<b>ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ-ΣΤΟΧΟΙ</b>	98
ΠΙΝΑΚΑΣ 9	<b>Merrill Lynch – Άλφα Τράπεζα</b>	99
ΠΙΝΑΚΑΣ 10	<b>Credit Suisse Group– Άλφα Τράπεζα</b>	99
ΠΙΝΑΚΑΣ 11	<b>Deutsche Bank– Άλφα Τράπεζα</b>	99
ΠΙΝΑΚΑΣ 12	<b>Smith Barney– Άλφα Τράπεζα</b>	100
ΠΙΝΑΚΑΣ 13	<b>Lehman Brothers– Άλφα Τράπεζα</b>	100
ΠΙΝΑΚΑΣ 14	<b>Ubs Warburg – Άλφα Τράπεζα</b>	100
ΠΙΝΑΚΑΣ 15	<b>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ-ΣΤΟΧΟΙ</b>	101
ΠΙΝΑΚΑΣ 16	<b>Merrill Lynch –Εθνική Τράπεζα</b>	102
ΠΙΝΑΚΑΣ 17	<b>Credit Suisse Group–Εθνική Τράπεζα</b>	102
ΠΙΝΑΚΑΣ 18	<b>Lehman Brothers–Εθνική Τράπεζα</b>	103
ΠΙΝΑΚΑΣ 19	<b>Smith Barney–Εθνική Τράπεζα</b>	103
ΠΙΝΑΚΑΣ 20	<b>Ubs Warburg–Εθνική Τράπεζα</b>	103

## ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου , Εμμανουήλ και Άννα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b>	<b>I</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ</b>	<b>II</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>III</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	
1.1 Σκοπός της μελέτης	1
1.2 Μεθοδολογία	2
1.3 Διάρθρωση της μελέτης	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ</b>	
2.1 Η ιστορία του Χρηματιστηρίου	4
2.2 Χαρακτηριστικά ανεπτυγμένων αγορών	8
2.3 Η Ιστορία του ελληνικού χρηματοπιστωτικού Συστήματος	14
2.4 Η αναβάθμιση της Ελλάδος στις ανεπτυγμένες Αγορές	19
2.5 Θέματα διαφάνειας αναφορικά με την λειτουργία του χρηματιστηρίου	25

2.6 Η Πορεία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου κατά την τελευταία δεκαπενταετία	34
--	----

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΞΕΝΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΟΙΚΩΝ 48**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΘΑ ΑΝΑΛΥΘΟΥΝ ΣΤΗΝ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

4.1 Ο Δείκτης FTSE 20	53
4.2 Παρουσίαση Ο.Τ.Ε	55
4.3 Παρουσίαση Εθνικής Τράπεζας	59
4.4 Παρουσίαση Άλφα Τράπεζας	61

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ ΑΝΑ ΟΙΚΟ**

5.1 Εκθέσεις που αφορούν στον ΟΤΕ	64
5.2 Εκθέσεις που αφορούν στην Αlpha τράπεζα	72
5.3 Εκθέσεις που αφορούν την Εθνική τράπεζα	82

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6- ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ 94**

6.1 Συμπεράσματα και ανάλυση – ΟΤΕ	95
6.2 Συμπεράσματα και ανάλυση- Άλφα Τράπεζα	101
6.3 Συμπεράσματα και ανάλυση - Εθνική Τράπεζα	105

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7- ΤΕΛΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΠΕΡΙ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ 108**

Η ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ  
ΟΙΚΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΠΑΠΑΔΑΚΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Σημαντικοί όροι: Αξιοπιστία προβλέψεων, ξένοι θεσμικοί οίκοι, τιμή-στόχος, αναβάθμιση της Ελλάδος, επιτροπή κεφαλαιαγοράς, χειραγώγηση τιμών, πρόταση αγοράς, υψηλή κεφαλαιοποίηση.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη εξετάζει την προβλεπτική ικανότητα των ξένων θεσμικών επενδυτών αναφορικά με την πορεία της τιμής συγκεκριμένων ελληνικών μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Αυτό πραγματοποιήθηκε ύστερα από συλλογή και επεξεργασία άρθρων που οι εν λόγω επενδυτές δημοσίευσαν. Το διάστημα το οποίο καλύπτει η παρούσα εργασία είναι τα έτη 1998 –2004.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1- ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### **1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ**

Η παρούσα μελέτη λαμβάνει χώρα στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος MBA IN TOURISM του Πανεπιστημίου Πειραιώς και είναι η πρώτη που αγγίζει το θέμα της αξιοπιστίας των εκθέσεων των ξένων οίκων αναφορικά με την πορεία μετοχών του Χρηματιστηρίου Άξιων Αθηνών. Σκοπό έχει να παρουσιάσει το μέγεθος της επιρροής που έχουν οι συγκεκριμένες εκθέσεις και την ακρίβεια των δηλώσεων σε ότι αφορά στις τιμές-στόχους τις οποίες θέτουν για συγκεκριμένες μετοχές οι εν λόγω οίκοι. Η συγκεκριμένη μελέτη ασχολείται με τρεις μετοχές αρκετά υψηλής κεφαλαιοποίησης και πιο συγκεκριμένα τον ΟΤΕ, την Εθνική Τράπεζα και την Άλφα Τράπεζα.

## 1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο παρόν κεφαλαίο γίνεται μια παρουσίαση της μεθοδολογίας που έλαβε χώρα κατά την περαίωση της εργασίας. Σε πρώτη φάση η εργασία ξεκίνησε με την συλλογή στοιχείων και πληροφοριών αναφορικά με τους ξένους επενδύτες υψηλού μεγέθους που δημοσιεύουν προτάσεις για το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Αυτό έγινε από άρθρα αλλά και από την χρήση του διαδικτύου. Στην συνέχεια αναζητήθηκαν πληροφορίες για τις συγκεκριμένες μετοχές, την πορεία τους την περίοδο 1998-2003, τις τιμές κλεισίματος ανά ημέρα. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι οι τιμές βρίσκονται παντού αναπροσαρμοσμένες με βάση τον τωρινό αριθμό μετοχών και αυτό δεν είναι όπως γίνεται αντιληπτό συγκρίσιμο με τα άρθρα που δημοσιεύονταν τότε. Για τον λόγο αυτό έγινε μια προσαρμογή των τιμών στις εκάστοτε ιστορικές τιμές με βάση τις οποίες έκριναν την πορεία τους οι συγκεκριμένοι οίκοι. Στην συνέχεια αναζητήθηκαν τα άρθρα των συγκεκριμένων οίκων που προέβλεπαν τότε την πορεία των μετοχών που αναλύθηκαν. Για τον σκοπό αυτό απαιτήθηκε η επίσκεψη και η ανάδρομη στο φυσικό αρχείο εφημερίδων που θα ειπωθούν αλλά και η ανάδρομη στην διαδικτυακή σελίδα τους. Τέλος αναλύθηκαν τα άρθρα και συγκρίθηκαν με τις πραγματικές τιμές των εκάστοτε μετοχών και εξήχθησαν τα συμπεράσματα. Η παρούσα εργασία έχει κάποια μειονεκτήματα αναφορικά με την έκταση της ανάλυσης. Αυτό οφείλεται στην τεράστια δυσκολία που επέδειξε η συλλογή των στοιχείων. Κατά συνέπεια δεν καλύφθηκαν αρκετές διακυμάνσεις του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Παρ'όλη την δυσκολία όμως παρέχονται αρκετά συμπεράσματα σχετικά με το θέμα που καλύπτεται.

### 1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η παρούσα εργασία απαρτίζεται από επτά κεφάλαια ξεκινώντας από μια θεωρητική παρουσίαση της πορείας του Χρηματιστηρίου Άξιων Αθηνών. Στην συνέχεια παρατίθενται τα χαρακτηριστικά των ανεπτυγμένων αγορών , το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδος και η αναβάθμιση του καθώς και θέματα διαφάνειας των συναλλαγών. Στα επόμενα κεφαλαία παρουσιάζονται συνοπτικά οι ξένοι επενδύτες που θα αναλυθούν καθώς και οι εταιρίες με τις μετοχές που παρακολουθεί η παρούσα μελέτη. Στην συνέχεια ακολουθεί η παρουσίαση των άρθρων-προτάσεων που πρόκειται να αξιολογηθούν και τέλος παρατίθενται συμπεράσματα και σχόλια επί της αξιοπιστίας των προτάσεων που παρουσιάζονται.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

### 2.1 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Ιστορική εξέλιξη και διαδρομή

Οι χρηματιστηριακές πράξεις ξεκίνησαν ανεπίσημα στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια του δευτέρου μισού του 19ου αιώνα. Οι πρώτοι που πραγματοποίησαν συναλλαγές συναλλάγματος και αξιόγραφων στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης και των Αθηνών ήταν Έλληνες έμποροι και εφοπλιστές.

Το 1876 ιδρύθηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) με την έκδοση νόμου βασισμένου στον γαλλικό εμπορικό κώδικα. Το ΧΑΑ ξεκίνησε τη λειτουργία του ως αυτοελεγχόμενο δημόσιο ίδρυμα. Τα πρώτα αξιόγραφα υπό διαπραγμάτευση σ' αυτή τη νέα αγορά ήταν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Το πρώτο Διοικητικό Συμβούλιο εκλέχθηκε 4 χρόνια αργότερα και έκτοτε το ΧΑΑ λειτουργεί επίσημα.

Μέχρι το 1917 δεν υπήρχε επίσημη εποπτεία των δραστηριοτήτων στο Χ.Α.Α. και οι χρηματιστές και οι εκδότες αξιόγραφων δεν είχαν πλήρη αντίληψη των καθηκόντων τους και των ευθυνών τους. Ο Ν. 3632/1928 προσδιόρισε τον ρόλο και τις ευθύνες των συναλλασσομένων.

Το ΠΔ 348/1985 ενσωμάτωσε στην Ελληνική Νομοθεσία την Οδηγία 80/390/ΕΟΚ της Ε.Ε. και προσδιόρισε το είδος και τον όγκο της πληροφόρησης που πρέπει να περιέχεται στα Ενημερωτικά Δελτία για την πώληση αξιόγραφων στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Το Π.Δ. 350/1985 έθεσε τους όρους εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο με βάση την κοινοτική οδηγία 79/279/ΕΟΚ.

Το επόμενο μεγάλο βήμα στην πορεία του Χ.Α.Α. έγινε με τον Ν. 1806/1988, ο οποίος έθεσε τις βάσεις ώστε το Χ.Α.Α. να μπορεί να συναγωνιστεί τ' άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Ο νόμος αυτός εισήγαγε νέες έννοιες στη λειτουργία και επίβλεψη του Χ.Α.Α. Παρείχε επίσης το νομικό πλαίσιο για την ίδρυση της Παράλληλης Αγοράς και της ΑΕ Αποθετηρίων Τίτλων (τώρα, Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) Α.Ε.).

Ο Ν. 1892/1990 καθόρισε τις λεπτομέρειες για την ίδρυση της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων, ενώ με τον Ν. 1969/1991 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αυτοτελές Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου (Ν.Π.Δ.Δ.), η οποία ασκεί τον ρόλο της Εποπτικής και Κανονιστικής Αρχής.

Στο τέλος του 1992 τέθηκε σε πλήρη λειτουργία το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) παρείχε για πρώτη φορά σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη άμεση και ακριβή πληροφόρηση, εξασφάλισε τη διαφάνεια των συναλλαγών και αύξησε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην κεφαλαιαγορά.

Ο Ν. 2166/1993 ενίσχυσε τον ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ ο Ν. 2198/1994 εισήγαγε την απούλοποίηση των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Ο Ν. 2324/1995 μετέτρεψε το Χ.Α.Α. σε ΑΕ και εκσυγχρόνισε γενικώς την κεφαλαιαγορά με ειδικότερες ρυθμίσεις για τους όρους εισαγωγής στο Χ.Α.Α., τους όρους ιδιωτικής τοποθέτησης κινητών αξιών, τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων των χρηματιστηριακών εταιρειών, την απελευθέρωση των προμηθειών για συναλλαγές στο Χ.Α.Α. και τη δραστηριότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.



Τον Σεπτέμβριο του 1995 συστήθηκε η εταιρεία "Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε. με έδρα τον Δήμο Θεσσαλονίκης και σκοπό την οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών του βορειοελλαδικού χώρου και την αποκέντρωση των εργασιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Το 1995 ιδρύθηκε και η εταιρεία "Ανάπτυξη Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς Α.Ε. με σκοπό τον εκσυγχρονισμό της τεχνολογικής υποδομής των οργανισμών της κεφαλαιαγοράς και την υλοποίηση προγραμμάτων για την εισαγωγή στην αγορά νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και εφαρμογών.

Ο Ν. 2396/1996 προσάρμοσε την Ελληνική Νομοθεσία στην Οδηγία 93/96 ΕΟΚ της Ε.Ε. περί "Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών". Με τον νόμο αυτό θεσμοθετήθηκε και η αποϋλοποίηση των εισηγμένων μετοχικών φυσικών τίτλων.

Ο Ν. 2533/1997 εισήγαγε το νομικό πλαίσιο για τη δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) και της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.). Περιείχε, επίσης, διατάξεις για την προστασία των επενδυτών, τη διαφάνεια των συναλλαγών και των επιμέρους υποχρεώσεων και δικαιωμάτων των μελών του Χ.Π.Α., της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και των συναλλασσόμενων. Ο Ν. 2533/1997 πρόβλεπε, επίσης, τη δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών, η οποία μέχρι σήμερα παραμένει αδρανής.

Τον Οκτώβριο του 1998 ψηφίστηκε ο Ν. 2651/1998, ο οποίος εναρμόνισε τις προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στο Χ.Α.Α., σύμφωνα με τα κρατούντα στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μεταξύ

των κυριότερων αλλαγών περιλαμβάνονται η κατάργηση της υποχρέωσης για αύξηση κεφαλαίου και για 5ετή συνεχή κερδοφορία, καθώς και η δυνατότητα εγγραφών με ανοικτή τιμή μέσω της διαδικασίας του Βιβλίου Προσφορών.

Με τον Ν. 2733/1999 ιδρύθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.), με σκοπό να δώσει τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά σε μικρές δυναμικές και καινοτόμες εταιρείες, οι οποίες δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά και οι οποίες έχουν σημαντικά για τα μεγέθη τους επενδυτικά προγράμματα.

Το Νοέμβριο του 1999 το ΑΣΗΣ αντικαταστάθηκε από το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών ("ΟΑΣΗΣ"), το οποίο επιτρέπει σε κάθε χρήση να έχει από ένα τερματικό πρόσβαση στις αγορές μετοχών και παραγώγων.

Το 2000 το ΧΑΑ αριθμούσε 82 μέλη.

## 2.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Για την κατηγοριοποίηση μιας χώρας από τις αναπτυσσόμενες στις αναπτυγμένες αγορές πρέπει να ληφθεί υπ όψιν μια σειρά από ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια. Αυτά αφορούν το επίπεδο ανάπτυξης του οικονομικού και νομισματικού τομέα της οικονομίας, τη σταθερότητά τους και την αποτελεσματικότητά τους.

Όσον αφορά το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες αναφοράς αποτελεί το κατά κεφαλήν Εθνικό Εισόδημα, το οποίο χρησιμοποιείται από την παγκόσμια τράπεζα για την κατηγοριοποίηση των χωρών με υψηλά εισοδήματα. Τα επίπεδα μιας χώρας όπως αυτά αντικατοπτρίζονται από τα επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων, από το επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά και τη συναλλαγματική σταθερότητα. Επίσης, λαμβάνονται υπόψη κοινωνικοί αλλά και πολιτικοί παράγοντες μιας και το επίπεδο κινδύνου κάθε χώρας καθορίζεται από την ανθεκτικότητα της αγοράς να αντεπεξέλθει απέναντι σε εσωτερικές και εξωτερικές παρεμβάσεις. Ο καθορισμός αυτός είναι απαραίτητος από τους επενδυτές κατά την αναζήτηση στις αποδόσεις τους του αντίστοιχου πριμ κινδύνου.

Ένας δεύτερος σημαντικός παράγοντας κατηγοριοποίησης των αγορών είναι το μέγεθος που κατέχουν. Το μέγεθος της αγοράς μετράται από τη συνολική κεφαλαιοποίηση τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του ακαθαρίστου εθνικού προϊόντος (ΑΕΠ). Αποτελεί ένα μέτρο μέτρησης του "βάθους" της αγοράς. Επίσης, πολύ μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει η κατανομή της κεφαλαιοποίησης σε μια αγορά, αφού μας προσφέρει μια εικόνα των ευκαιριών επένδυσης που υπάρχουν σ' αυτήν.

Ακόμα, μια σημαντική εκτιμήτρια του μεγέθους της αγοράς που επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα είναι η ρευστότητα. Αυτή έχει αντίθετη σχέση με τον κίνδυνο της επένδυσης. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλές επενδύσεις απαιτούν μεγάλη δέσμευση κεφαλαίου, γεγονός που δεν είναι πολύ επιθυμητό για τις επιχειρήσεις, ειδικά όταν αυτό δεν είναι εύκολα ρευστοποιήσιμο. Η αγορά εκείνη που επιτρέπει την εύκολη ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου όταν αυτό χρειαστεί, μειώνει τον κίνδυνο, αυξάνει τις πιθανότητες επένδυσης, ενώ παράλληλα βελτιώνει την κατανομή των επενδυμένων κεφαλαίων. Τη ρευστότητα της αγοράς μπορούμε να τη μετρήσουμε ως τη συνολική αξία των συναλλαγών ως προς το ποσοστό του ΑΕΠ αλλά και ως προς το ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Όταν αυτός ο δείκτης είναι αρκετά υψηλός τα χρηματιστήρια εμφανίζουν μεγάλη ρευστότητα, γεγονός που ωθεί την οικονομία σε ταχύτερη ανάπτυξη. Τέλος είναι πολύ σημαντικό η αγορά να παρουσιάζει "πλάτος". Αυτό εμφανίζεται στο επίπεδο διαφοροποίησης. Όσο πιο διαφοροποιημένη είναι μια αγορά τόσο πιο μεγάλη ευκαμψία έχει απέναντι σε οικονομικούς κύκλους ή σε οικονομικά γεγονότα. Ένδειξη της διαφοροποίησης είναι ο αριθμός και η φύση των βιομηχανιών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Ένας από τους δείκτες που μετράει το επίπεδο ανάπτυξης μιας χώρας και την αποτελεσματικότητάς είναι η παρουσία του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου, αλλά και εποπτικών αρχών για την τήρησή του. Στόχος του πρέπει να 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 είναι απαραίτητο να θεσπιστούν όροι και προϋποθέσεις (α) για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, (β) για την πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά και (γ) για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση τίτλων στο χρηματιστήριο και να ληφθούν όλα τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των κανόνων που έχουν θεσπιστεί.

Ειδικότερα:

Ειδικότερα, η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς διασφαλίζεται εάν:

- Η διακυβέρνηση της κεφαλαιαγοράς χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και δίνει ιδιαίτερη προσοχή στις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ επαγγελματικών επιδιώξεων και εποπτικών υποχρεώσεων.
- Οι δομές διοίκησης τα λειτουργικά συστήματα και οι πόροι των φορέων της κεφαλαιαγοράς είναι επαρκείς και κατάλληλα σχεδιασμένοι ώστε να ενισχύουν το κλίμα εμπιστοσύνης σχετικά με τις παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και να προχωρούν στον προσδιορισμό και τη διαχείριση κινδύνων με αποτελεσματικό τρόπο.
- Η διαδικασία χρηματοοικονομικών συναλλαγών επιτρέπει τη δίκαιη, διαφανή και ομαλή ολοκλήρωση των εργασιών.
- Η εκτέλεση των συναλλαγών συνοδεύεται από την έγκαιρη εκκαθάρισή τους, την ελαχιστοποίηση του κινδύνου εκκαθάρισης και την πρόβλεψη διαδικασιών για την αποτελεσματική αντιμετώπιση πτωχεύσεων και άλλων περιπτώσεων μη εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.
- Οι πόροι και οι διαδικασίες ελέγχου είναι επαρκείς, ώστε να ενισχύεται η αποτελεσματική συμμόρφωση των συναλλασσομένων

προς τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς επισύροντας κυρώσεις σε αντίθετη περίπτωση.

Η πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά είναι ομαλή εάν:

- Οι διαδικασίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης και οι διαδικασίες εισαγωγής και διαπραγμάτευσης τίτλων στην κεφαλαιαγορά επιβάλλουν ότι οι συμμετέχοντες σ' αυτές πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια επάρκειας και καταλληλότητας και έχουν ικανοποιητικό επίπεδο συναλλακτικής εμπειρίας και τεχνικών γνώσεων για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις διαμεσολάβησης, γνωστοποίησης πληροφοριών και επαγγελματικής διαχείρισης.
- Ενισχύεται η επαρκής προστασία της συνοχής της κεφαλαιαγοράς και η καλή κατανομή λειτουργικών αρμοδιοτήτων για την απρόσκοπτη λειτουργία των ρυθμίσεων και τη θέσπιση διαδικασιών για την ταχεία επίλυση προβλημάτων.
- Παρέχονται επαρκείς εγγυήσεις για την αποτελεσματική ηλεκτρονική διασύνδεση και διαβίβαση εντολών πελατών προς εκτέλεση.

Τέλος, η εισαγωγή και διαπραγμάτευσης τίτλων στο χρηματιστήριο είναι αποτελεσματική εάν:

- Η αγορά είναι επαρκώς και κατάλληλα αναπτυγμένη για τη διαπραγμάτευση τίτλων, χαρακτηρίζεται από επαρκή και κατάλληλη

πληροφόρηση και οι διαπραγματευόμενοι τίτλοι είναι νόμιμοι και πλήρως καταγεγραμμένοι.

- Οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά δύναται να προσδιορίσουν με ευκολία την εμπορευσιμότητα των διαπραγματεύσιμων τίτλων και να διασφαλίσουν τη διαθεσιμότητα των ενημερωτικών δελτίων για τη συλλογή πληροφοριών.
- Οι συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων επιτρέπουν την ομαλή διαμόρφωση τιμών τόσο στην αγορά παραγώγων όσο και στη χρηματιστηριακή αγορά και ο κίνδυνος χειραγώγησης των αγορών αυτών περιορίζεται.
- Έχουν θεσπιστεί διαδικασίες που επιτρέπουν την επαναξιολόγηση των διαπραγματεύσιμων τίτλων.

Τέλος, ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας αξιολόγησης μιας αγοράς είναι ο βαθμός συνεργασίας που παρουσιάζει με τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Οι αλλαγές στο περιβάλλον των διεθνών κεφαλαιαγορών, καθοδηγούμενες από τις εξελίξεις στις τεχνολογίες πληροφορικής, την αύξηση των διασυννοριακών συναλλαγών είναι ραγδαίες με προφανείς συνέπειες για τη λειτουργική τους δομή και την εποπτεία τους.

Η εφαρμογή προηγμένων ηλεκτρονικών συστημάτων χρηματιστηριακών συναλλαγών τείνει να αποδυναμώσει 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. 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.

Μέσα σ' αυτό το παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι εμφανές ότι τυχόν περιορισμοί σε θεσμικούς επενδυτές, χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως είναι για παράδειγμα τα παράγωγα προϊόντα, αλλά και τα κατά την κίνηση των κεφαλαίων έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη και αναβάθμιση των κεφαλαιαγορών.



## 2.3 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ

### ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Μέχρι την περίοδο 1986-1987 το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και ειδικότερα το Ελληνικό Χρηματιστήριο ήταν ιδιαίτερα υποβαθμισμένο. Ως τότε η αγορά κεφαλαίου δεν είναι αναπτυχθεί επαρκώς, οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις κινητοποιούνταν μέσω του τραπεζικού συστήματος. Συνεπώς, το κράτος στηριζόταν εξ ολοκλήρου στο τραπεζικό σύστημα για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων τους και οι επιχειρήσεις για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Τα σημαντικότερα αίτια αυτής της κατάστασης ήταν:

- Διοικητικός καθορισμός αρνητικών πραγματικών επιτοκίων. Αυτό αποτελούσε ένα αντικίνητρο γι' αυτούς που ήθελαν να δανειστούν χρήματα να προσφύγουν στο Χρηματιστήριο.
- Το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων και η οικογενειακή δομή είχαν ως αποτέλεσμα να μην εισέρχονται στο Χρηματιστήριο, αλλά να χρηματοδοτούν τις ανάγκες τους μέσω τραπεζικού δανεισμού.
- Τα προβλήματα ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς όξυναν τα διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, όπως:
  - Την αδυναμία των ελληνικών επιχειρήσεων να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας και τον διεθνή ανταγωνισμό, λόγω του υψηλού βαθμού δανειακής επιβάρυνσης.
  - Τη διαρροή πόρων σε μη παραγωγικές δραστηριότητες.
  - Την έλλειψη αυτοδύναμης διαμόρφωσης της αποδοτικότητας των τραπεζών, με αποτέλεσμα να έχουμε παρέμβαση των νομισματικών αρχών.

Οι ουσιαστικές εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ήταν αποτέλεσμα μιας συντονισμένης προσπάθειας εκσυγχρονισμού της ελληνικής οικονομίας που οι βάσεις ετέθησαν με τις προτάσεις της "Επιτροπής για την αναμόρφωση και τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος" γνωστές και ως προτάσεις της "Εκθεσης Καρατζά". Τα μέτρα που λήφθηκαν για να κινητοποιήσουν τον μηχανισμό της κεφαλαιαγοράς να αποτελέσει έναν αναπτυξιακό μηχανισμό ήταν η διαμόρφωση των επιτοκίων σύμφωνα με τις ανάγκες της οικονομίας, η τόνωση της προσφοράς τίτλων με ισόρροπη ανάπτυξη της ζήτησης, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών μέσα από το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο και μέτρα για την εποπτεία της λειτουργίας και αθέμιτες συναλλαγές. Νέοι θεσμοί σύντομα δημιουργήθηκαν όπως οι χρηματιστηριακές εταιρίες, η Παράλληλη αγορά, το Αποθετήριο Τίτλων.

Όλες αυτές οι προσπάθειες εκσυγχρονισμού της ελληνικής οικονομίας για την εκπλήρωση μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών στόχων είχαν ως αποτέλεσμα η Ελλάδα για πρώτη φορά το 1991 να χαρακτηριστεί από την Παγκόσμια Τράπεζα ως χώρα υψηλού εισοδήματος.

Όμως εκείνη την περίοδο δεν παρουσίαζε τα υπόλοιπα κριτήρια για να μπορέσει να χαρακτηριστεί ως αναπτυγμένη χώρα. Χρειάστηκαν αρκετά χρόνια και μια σειρά από διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία για να φτάσει σ' ένα ικανοποιητικό επίπεδο. Σ' αυτό το αποτέλεσμα καταλυτικό ρόλο διαδραμάτισε η προσπάθεια της χώρας να ενταχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση όπου έπρεπε να ασκηθεί νομισματική και δημοσιονομική πειθαρχία για την τήρηση των λεγόμενων "κριτηρίων του Μάαστριχ" .

Πράγματι τον Ιούνιο του 2000, στη Σύνοδο Κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαιώθηκε ότι η Ελλάδα είχε ικανοποιήσει τα απαιτούμενα κριτήρια σύγκλισης για την ένταξή της στη ζώνη του ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2001. Συγκεκριμένα, τα τελευταία χρόνια είχε επιτευχθεί υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας, ο οποίος συντέλεσε στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, ο οποίος το 2000 υπερέβη για πέμπτο κατά σειρά έτος το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Η νομισματική πολιτική διαδραμάτισε αποφασιστικό ρόλο, αφού κατόρθωσε να αποκλιμακώσει τον πληθωρισμό και να διαμορφώσει συνθήκες νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Δημιούργησε τις προϋποθέσεις για την ομαλή μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα με τη βαθμιαία σύγκλιση αφενός της τρέχουσας ισοτιμίας της δραχμής προς την ισοτιμία μετατροπής της σε ευρώ και αφετέρου των επιτοκίων στην εγχώρια αγορά χρήματος προς τα αντίστοιχα χαμηλότερα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς πολλές θεσμικές λειτουργικές και τεχνικές προσαρμογές για να εισαχθεί το ευρώ σε λογιστική μορφή και να συμμετέχει η Τράπεζα της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα.

Παράλληλα και 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 και θεωρείται οργανωμένη αγορά.

Έχουν θεσπιστεί κώδικες δεοντολογίας με σκοπό τη διασφάλιση της άριστης χρηματιστηριακής συμπεριφοράς από τους φορείς της κεφαλαιαγοράς. Η άριστη συμπεριφορά προάγει τη διαφάνεια και την

ομαλότητα της αγοράς και επομένως ενισχύει την προστασία των επενδυτών.

Η σύνταξη και εφαρμογή κωδικών χρηματιστηριακής συμπεριφοράς απορρέει από την Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (που ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν. 2396/96), αποτελεί βασικό τμήμα της διαδικασίας ρύθμισης των κεφαλαιαγορών στο σύγχρονο περιβάλλον και χαρακτηρίζει την πρακτική των εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε όλες, όμως, τις περιπτώσεις, οι κώδικες αυτοί στοχεύουν στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των φορέων και της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Επιπλέον, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προχώρησε στην ανάληψη πρωτοβουλίας για τη σύσταση της "Επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα" στην οποία συμμετείχαν οι παραγωγικοί και χρηματοοικονομικοί φορείς της αγοράς. Η Επιτροπή επεξεργάστηκε και δημοσιοποίησε τις "Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης" των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιρειών. Οι αρχές αποτελούν συστάσεις άριστης πρακτικής των εταιρειών με σκοπό την ενίσχυση της αξιοπιστίας και της ανταγωνιστικότητάς τους στο σύγχρονο διεθνές περιβάλλον. Με την καθιέρωση αυτών των διαδικασιών διαφάνειας και αυστηρών κριτηρίων λειτουργίας των κεφαλαιαγορών η εμπιστοσύνη των συναλλασσομένων ενισχύεται.

Η υψηλή εμπιστοσύνη διασφαλίζει την αποτελεσματικότητα των λειτουργιών της αγοράς, συμβάλλοντας στην εξυπηρέτηση των αναγκών των εκδοτριών εταιρειών, των επενδυτών και της αξιοπιστίας της εθνικής οικονομίας.

Υπό αυτές τις συνθήκες, της ικανοποίησης των κριτηρίων του Μάαστριχ, αλλά και της γενικότερης αναδιάρθρωσης των δομών της οικονομίας, ανακοινώθηκε από την MSCI ότι από τις 31 Μαΐου 2001 το Ελληνικό Χρηματιστήριο θα κατατάσσεται στις αναπτυγμένες αγορές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## 2.4 Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

### 1. Γενικά χαρακτηριστικά

Το πρώτο βήμα για την αναβάθμιση της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς και το κυριότερο έναυσμα αποτέλεσε η είσοδος της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση της Ε.Ε., την 1η Ιανουαρίου 2001 όπου έγινε τμήμα του ευρύτερου επενδυτικού κόσμου της ζώνης του ευρώ. Η Morgan Stanley Capital International με κύριο γνώμονα την επικείμενη ένταξη στην ΟΝΕ ανακοίνωσε την πρόθεσή της τον Ιούλιο του 2000 να εντάξει την ελληνική κεφαλαιαγορά στις αναπτυγμένες αγορές στις 31 Μαΐου 2001.

Αντίστοιχες, όμως, ήταν και οι εκτιμήσεις άλλων διεθνών οίκων αξιολόγησης σχετικά με την πορεία της ελληνικής οικονομίας και συνεπώς την πιστοληπτική της ικανότητα. Η Moody's ήδη τον Ιούλιο του 1999 είχε προεξοφλήσει τις θετικές εξελίξεις, που σήμαινε για την ελληνική οικονομία την πορεία ένταξης στην ευρωζώνη, αναβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητα του δημοσίου για έκδοση μακροχρόνιου χρέους από Baal σε A2. Τον Μάρτιο του 2001 ήρθε η κίνηση της Standard & Poor's να αναβαθμίσει την ελληνική οικονομία σε κλίμακα A, εναρμονίζοντας έτσι τις κατηγορίες αξιολόγησης των δύο οίκων και τονώνοντας το κλίμα αισιοδοξίας σχετικά με την αναμενόμενη πορεία του Χρηματιστηρίου.

Η αναβάθμιση της Ελλάδος στις αναπτυγμένες αγορές στις 31 Μαΐου 2001 συνέπεσε και με την αναπροσαρμογή των δεικτών της MSCI. Η αναπροσαρμογή των δεικτών της έγινε κατά τη μεθοδολογία της για προσαρμογή του ποσοστού ελεύθερης διασποράς και αύξηση της κεφαλαιοποίησης. Έτσι ο δείκτης της Ελλάδος εισήχθη προσαρμοσμένος στους δείκτες των αναπτυγμένων αγορών εκείνη την ημερομηνία.

Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί η κεφαλαιοποίηση κατά 0,5% στον δείκτη MSCI Europe και κατά 0,4% στον δείκτη MSCI EAFE. Αντίθετα, στον δείκτη MSCI EAF (Emerging Markets Free) η έξοδος της Ελλάδας μείωσε την κεφαλαιοποίησή του κατά 4,7%.

Για όλες τις μετοχές του δείκτη MSCI Greece η προσαρμογή έγινε με βάση το ποσοστό ελεύθερης διασποράς που ήταν διαθέσιμο στους ξένους επενδυτές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της κεφαλαιοποίησης για όλες τις μετοχές που συμμετέχουν στον δείκτη. Είκοσι τρεις μετοχές διαγράφηκαν από τον δείκτη εξαιτίας τόσο της χαμηλής ρευστότητας όσο και του μικρού μεγέθους. Μερικές απ' αυτές τις διαγραφές σχετίζονται με τη συμμετοχή στον δείκτη αναπτυσσόμενων χωρών όπου απαιτείται η συμμετοχή μεγαλύτερου μεγέθους μετοχών. Αντίθετα, προστέθηκαν οι μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς στο 70% της κεφαλαιοποίησής της και της Panafon στο 35% της κεφαλαιοποίησής της.

Επίσης την περίοδο που μεσολάβησε για τη μετάταξη του ΧΑΑ στις ώριμες αγορές πραγματοποιήθηκαν μια σειρά από θεσμικές αλλαγές που ήταν απαραίτητο να γίνουν ώστε να εναρμονιστεί το ΧΑΑ με τους κανόνες λειτουργίας των υπολοίπων αναπτυσσόμενων αγορών.

Έτσι λοιπόν η θέσπιση πιο αυστηρών κανόνων πλήρους διαφάνειας και η ενίσχυση της θωράκισης του πλαισίου λειτουργίας του χρηματιστηρίου ήταν από τα κύρια μελήματα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να διασφαλίζεται πλήρως ο επενδυτής.

Μέχρι την περίοδο ένταξης στις αναπτυσσόμενες αγορές δεν είχαν αφομοιωθεί στην Ελλάδα οι κανόνες λειτουργίας που ίσχυαν στα ξένα χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα σε αρκετές περιπτώσεις να σημειώνονται φαινόμενα στρεβλώσεων.

Ενα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η διαφορετική αντιμετώπιση που υπήρχε στην Ελλάδα από τις υπόλοιπες ώριμες αγορές όσον αφορά την αλλαγή μετοχικής σύνθεσης. Στην Ελλάδα ο ιδιοκτήτης της εταιρείας ενημέρωνε μετά τη ρευστοποίηση των μετοχών του τις αρμόδιες αρχές, ενώ στις ώριμες αγορές υπήρχαν κανόνες που είχαν βασική επιδίωξη την προστασία και όχι τον αιφνιδιασμό των μικρομετόχων. Έτσι, αν κάποιος μέτοχος επιθυμούσε να ρευστοποιήσει πακέτο μετοχών του θα έπρεπε να ενημερώσει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, ενώ ταυτόχρονα όφειλε να προχωρήσει και σε ανακοίνωση προς το επενδυτικό κοινό τουλάχιστον τέσσερις συνεδριάσεις πριν γίνει η πώληση. Στις ώριμες αγορές όχι μόνο οι κανόνες που αφορούν τις αυξήσεις κεφαλαίων, τις αλλαγές στη μετοχική σύνθεση, την εσωτερική πληροφόρηση είναι σαφείς, αλλά και οι ποινές για καταστρατηγήσεις είναι ιδιαίτερα αυστηρές. Συγκεκριμένα είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη η νομοθεσία που ισχύει στις αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές και αφορά την εσωτερική πληροφόρηση. Τα πρόστιμα που προβλέπονται είναι αυστηρότατα, καθώς θεωρείται η χειρότερη μορφή χειραγώγησης μιας μετοχής, η οποία λειτουργεί κερδοσκοπικά σε βάρος των μικρομετόχων. Μέσα σ' αυτό το πλαίσιο το ΧΑΑ προσπάθησε να διερευνήσει όλα τα αδύνατά του σημεία και να θωρακίσει την ελληνική κεφαλαιαγορά κατά τα πρότυπα που ισχύουν στα μεγάλα χρηματιστήρια του εξωτερικού. Εφαρμόστηκε ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο με σκοπό το θεσμικό εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση του ΧΑΑ, έτσι ώστε να



δημιουργεί συμβατικές δεσμεύσεις στα μέλη του και τις εισηγμένες εταιρείες.

Στόχος ήταν η δημιουργία ενός ισχυρού, ασφαλούς και αξιόπιστου χρηματιστηρίου που θα μπορεί να συμμετέχει ισότιμα στη διαμόρφωση της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς.

Ορισμένα ρυθμιστικά μέτρα προσαρμογής που ελήφθησαν κατά το μεταβατικό στάδιο μέχρι την αναβάθμιση μπορεί να συνοψιστούν ως εξής:

- Διεύρυνση του ωραρίου λειτουργίας. Το ωράριο λειτουργίας παρατάθηκε με σκοπό να υπάρξει χρονική σύμπτωση με τα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.
- Όριο διακύμανσης τιμών μετοχών. Έγινε εφαρμογή του κλιμακούμενου ορίου συναλλαγών, με πρώτο όριο το +12% ή -12% για όλες τις μετοχές και επέκταση κατά περίπτωση των ορίων στο +18% ή -18% αντίστοιχα, με σκοπό τη σταδιακή απελευθέρωση της διακύμανσης των τιμών.
- Θεσμός του margin account. Με το margin account τα φυσικά πρόσωπα έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούνται για την αγορά μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ και μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων εντός ορισμένων ορίων με ενέχυρο τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας.
- Δυνατότητα δανεισμού τίτλων (short selling). Είναι ένα προϊόν του χρηματιστηρίου παραγώγων στο οποίο οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν μετοχές από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με σκοπό την ανοιχτή πώλησή τους στο Χ.Α.Α.
- Εισάγεται η διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building) για κάθε αναδοχή. Με τον τρόπο αυτό θα διευκολυνθεί ο

αποτελεσματικότερος προσδιορισμός της τιμής εισαγωγής των μετοχών.

Εξέταση άλλων μέσων και μέτρων για τη βελτίωση του προσδιορισμού της τιμής κατά την εισαγωγή και για τη σχετική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Όπως:

- Η επαναφορά της εξάμηνης περιόδου στήριξης της τιμής εισαγωγής
- Η δημοσίευση των κλαδικών P/E της αγοράς για τη σύγκρισή τους με P/E εισαγωγής.
- Η τυποποίηση της μεθοδολογίας υπολογισμού του P/E.
- Εισαγωγή νέων εταιρειών. Επιταχύνθηκε η εισαγωγή νέων εταιρειών με παράλληλη αναβάθμιση του ρόλου αναδόχων. Κατηγοριοποίηση των αιτήσεων με επιδίωξη η επιχειρούμενη επιτάχυνση να συνδυασθεί με τον εμπλουτισμό της αγοράς από δυναμικές και ελκυστικές εταιρείες. Στην πρώτη κατηγορία θα ενταχθούν εταιρείες, οι αυξήσεις κεφαλαίου των οποίων θα έχουν ήδη καλυφθεί από τους αναδόχους κατά τον χρόνο αξιολόγησης των αιτήσεων. Άλλες κατηγορίες καλύπτουν εταιρείες της νέας οικονομίας (παραγωγή λογισμικού, τηλεπικοινωνίες, μέσων μαζικής ενημέρωσης), του χρηματοπιστωτικού τομέα (όπως τράπεζες, ΕΕΧ, εταιρείες leasing και ασφαλιστικές εταιρείες), προς ιδιωτικοποίηση δημόσιες επιχειρήσεις, νέοι κλάδοι. Παράλληλα, με στόχο τη διαφάνεια θα δημοσιοποιείται σε τακτά χρονικά διαστήματα ο πίνακας με την κατάταξη των αιτήσεων εισαγωγής που είναι σε εκκρεμότητα.

- Δημοσίευση άμεσα και επανάληψη της κατά τακτά χρονικά διαστήματα συγκεντρωτικής κατάστασης, στην οποία θα φαίνονται οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των επιχειρήσεων για την αγορά ιδίων μετοχών, οι αγορές που έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς και οι τιμές στις οποίες αγόρασαν. Μ' αυτό τον τρόπο επιθυμούν να δείχνουν στους μικροεπενδυτές τα επίπεδα αγοράς πολλών εισηγμένων.
- Αγορά ιδίων μετοχών. Έχουν χαλαρώσει οι κανόνες που διέπουν την επαν-αγορά μετοχών για στήριξη της τιμής της μετοχής μιας εισηγμένης εταιρείας. Κάθε εταιρεία μπορεί να ανακοινώσει την πρόθεσή της να επαν-αγοράσει ποσοστό μέχρι 10% των μετοχών της σε προκαθορισμένη χρονική περίοδο.

Μ' αυτές τις νομοθετικές αλλαγές έγινε η αρχή για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ώστε να εναρμονιστεί η λειτουργία του Χρηματιστηρίου με τα διεθνή πρότυπα και να καταστήσει το νέο καθεστώς ώριμης αγοράς τόσο στη θεωρία όσο και στην πράξη.

## **2.5 ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

Η αξιοπιστία της χρηματιστηριακής αγοράς ταυτίζεται με τη διαφάνεια της λειτουργίας της όσον αφορά στην ομαλή, απρόσκοπτη και κατά το δυνατό άμεση διάχυση πληροφόρησης. Αντίθετα, η δημιουργία και διάχυση ανακριβούς πληροφόρησης στρέφεται ευθέως κατά της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς. Εύρυθμες αγορές είναι οι αγορές όπου επιτυγχάνεται ο μεγαλύτερος δυνατός βαθμός αποτελεσματικής διάχυσης της πληροφόρησης. Αντίστοιχα, στις αποτελεσματικές, από πλευράς πληροφόρησης, αγορές επιτυγχάνεται η προσέγγιση χρηματιστηριακής τιμής και αξίας της μετοχής. Αντίθετα, η δημιουργία ανακριβούς πληροφόρησης παρεμποδίζει την προσέγγιση χρηματιστηριακής τιμής και αξίας και προκαλεί στρέβλωση των τιμών στην αγορά. Πρωταρχικής σημασίας πληροφόρηση για τη διαμόρφωση των τιμών αποτελούν οι δηλώσεις προσφοράς των παραγγελιών που διαβιβάζουν στην αγορά τα μέλη, καθώς και οι καταρτηθείσες συναλλαγές.

Η προστασία της αγοράς από παραπληροφόρηση ή από εκμετάλλευση της αναποτελεσματικότητας της διάχυτης πληροφόρησης εξασφαλίζεται με βάση την ισχύουσα νομοθεσία από τις διατάξεις του αρθρ. 34 Ν. 3632/1928, του αρθρ. 72 § 1 Ν. 1969/1991 και του Π.Δ. 53/1992.

Ειδικά το αρθρ. 34 Ν. 3632/1928 απαγορεύει τη χρήση μέσων επιτήδειων προς παραπλάνηση του κοινού χάριν επηρεασμού των τιμών του χρηματιστηρίου με σκοπό αθέμιτη ωφέλεια (Στ.Ε 187/1997 ΕΤρΑξΧρ.Δ 1999.762).

Όποιος με σκοπό την αθέμιτη ωφέλεια με γνώση μεταχειρίζεται μέσα επιτήδεια προς παραπλάνηση του κοινού για χάρη του επηρεασμού των

τιμών του χρηματιστηρίου τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή (μέχρι 50.000) ή με τη μία από τις ποινές αυτές (αρθρ. 34 Ν. 3632/1928). Όποιος διασπείρει εν γνώση του ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες, μέσω του τύπου ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν την τιμή μιας ή περισσότερων κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι 300.000 ευρώ. (αρθρ. 72 § 1 ν. 1969/1991). Η παράνομη χρησιμοποίηση εμπιστευτικής πληροφορίας στο χρηματιστήριο ρυθμίζεται από το Π.Δ. 53/1992, όπως ισχύει.

Σκοπός του Π.Δ. 53/1992 είναι η προσαρμογή της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών προς τις διατάξεις της Οδηγίας του Συμβουλίου 89/298/ΕΟΚ της 13.11.1989 για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών (αρθρ. 1 Π.Δ. 53/1992) και η προστασία της πληροφοριακής αξιοπιστίας του επενδυτή με την εξασφάλιση της ακρίβειας των στοιχείων, στα οποία βασίζει τις αποφάσεις του. Σύμφωνα με το Π.Δ. 53/1992 απαγορεύεται η συναλλαγή σε χρηματιστηριακές αξίες από πρόσωπα που λόγω της πρόσβασής τους σε πληροφορίες ως προς εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά αξίες έχουν πληροφόρηση ως προς τις αξίες αυτές που δεν είναι γνωστή στο κοινό και αν γινόταν γνωστή θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των αξιών αυτών.

## II. Η πληροφορία

Πληροφορία (Information) είναι κάθε δεδομένο ή στοιχείο ή σύνολο δεδομένων ή στοιχείων ικανό να μεταβάλλει τις απόψεις των επενδυτών,

σχετικά με μια ή περισσότερες κινητές αξίες εισηγμένες στην αγορά. Η διάκριση μεταξύ δεδομένων ή στοιχείων και πληροφορίας αναφέρεται στη δυνατότητα της δεύτερης να γίνει αντιληπτή από τους επενδυτές και κατά συνέπεια αφού αξιολογηθεί απ' αυτούς να οδηγήσει σε συμπεράσματα. Δεν εμπίπτουν στον ορισμό της πληροφορίας δεδομένα ή στοιχεία τα οποία είτε δεν γίνονται καν αντιληπτά από τους επενδυτές είτε δεν έχουν την ικανότητα να τους οδηγήσουν σ' εξαγωγή συμπερασμάτων. Η παρατήρηση μεμονωμένων συναλλαγών αποτελεί δεδομένο ή στοιχείο αλλά όχι πληροφορία.

Ο χαρακτηρισμός του πότε η πληροφορία μπορεί να επηρεάσει ή όχι την τιμή των κινητών αξιών, αισθητά και όχι με μικρο-διακυμάνσεις είναι νομικός. Θα προσδιοριστεί από την Ε.Κ., εφαρμόζοντας τις διατάξεις του νόμου σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση, με βάση τα εκάστοτε πραγματικά περιστατικά και με κριτήριο το πόσο επηρέασε το μέσο επενδυτή και την πορεία των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Αρκεί η πιθανή επιρροή της τιμής των κινητών αξιών που πρέπει όμως να είναι αισθητή και όχι ασήμαντη.

### III. Ειδικότερα η εμπιστευτική πληροφορία

#### 1. Ορισμός

Εμπιστευτικές πληροφορίες είναι οι πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν γίνει γνωστές στο κοινό, έχουν χαρακτήρα συγκεκριμένο και αφορούν ένα ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μια ή περισσότερες κινητές αξίες και οι οποίες αν γίνονταν γνωστές στο κοινό θα μπορούσαν να

επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών. Τα πρόσωπα που διαθέτουν εμπιστευτικές πληροφορίες για εταιρείες ή κινητές αξίες τις οποίες έχουν αποκτήσει λόγω της προνομιακής πρόσβασης σ' αυτές που στα ελληνικά αποδίδονται με τον όρο "πληροφοριοδότες" ή ως "εσωτερικοί εταιρικοί παράγοντες" διακρίνονται σε δύο κατηγορίες.

A. στους αρχικούς ή πρωτογενείς

B. στους μεταγενέστερους ή δευτερογενείς πληροφοριοδότες ανάλογα με το αν έχουν άμεση πρόσβαση στην πηγή των εμπιστευτικών πληροφοριών ή έμμεση (γνώστη της πληροφορίας από τον άμεσο γνώστη της).

Οι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών μπορεί να είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα.

Απαγορεύεται η συναλλαγή σε χρηματιστηριακές από πρόσωπα που λόγω της πρόσβασής τους σε πληροφορίες ως προς εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά αξίες έχουν πληροφόρηση ως προς τις αξίες αυτές που δεν είναι γνωστή στο κοινό και αν γινόταν γνωστή θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή των αξιών αυτών.

Ειδικότερα, απαγορεύεται η απόκτηση για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων κινητών αξιών στις οποίες αφορούν οι πληροφορίες αυτές.

Απαγορεύεται, επίσης, στα πρόσωπα αυτά να συνιστούν σε τρίτους την απόκτηση ή εκχώρηση των αξιών αυτών. Τα πρόσωπα που καλύπτονται από την απαγόρευση είναι, ειδικότερα, τα πρόσωπα που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών λόγω της:

α) ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών, ελεγκτικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη,

β) συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη,

γ) πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές εξαιτίας της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους.

#### 5. Ειδικές περιπτώσεις

##### α. Η χειραγώγηση της αγοράς

Ως χειραγώγηση της αγοράς (market manipulation) νοείται η χρήση κάθε ενέργειας, πράξης ή πρακτικής, η οποία έχει ως στόχο την κατά τεχνητό τρόπο επέμβαση στην προσφορά ή ζήτηση για τη μετοχή και κατά συνέπεια στην τιμή της.

Η χειραγώγηση της αγοράς μπορεί να λάβει χώρα:

α. μέσω της δημοσιοποίησης ελαττωματικής πληροφορίας, και

β. μέσω μεθοδευμένης κατάρτισης συναλλαγών ικανών να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών.

##### β. Ο θετικός επηρεασμός της τιμής των μετοχών

Υπάρχει θετικός επηρεασμός της τιμής των μετοχών:

- όταν οι συναλλαγές σε μετοχές καταρτίστηκαν εικονικά και σε προσυμφωνημένη βάση, με σκοπό την τεχνητή διόγκωση της ζήτησης των μετοχών και τη διαμόρφωση της τιμής τους σε ύψος αντίστοιχο προς την πραγματική τους αξία στην αγορά.

- όταν ο μέτοχος εταιρείας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο συμμετέχει σε εικονικές συναλλαγές με σκοπό τη στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της και της αύξησης της ζήτησής του.



Ο ορισμός των "εμπιστευτικών πληροφοριών" περιλαμβάνει πληροφορίες που "αφορούν έναν ή περισσότερους εκδότες ή μια ή περισσότερες κινητές αξίες και όχι στον εκδότη των αξιών.

Ακριβώς για τον λόγο αυτό προβλέπεται ότι τα πρόσωπα που υπόκεινται στις απαγορεύσεις του νόμου δεν περιορίζονται στα πρόσωπα που συμμετέχουν ή έχουν πρόσβαση στα διοικητικά όργανα του εκδότη, αλλά περιλαμβάνουν και τα πρόσωπα που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών "λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη".

Σημειώνεται ιδιαίτερα ότι αρκεί η απλή συμμετοχή στο κεφάλαιο του εκδότη, χωρίς ν' απαιτείται λ.χ. η συμμετοχή αυτή ν' ανέρχεται σ' επίπεδο ελέγχου ή επιρροής στις εταιρικές υποθέσεις της εκδότριας εταιρείας. Δηλαδή τα παραπάνω πρόσωπα γνωρίζουν ότι οι αξίες αυτές υπόκεινται σε συμφωνία κατάρτισης πράξεων με αντικείμενο την τεχνητή διόγκωση της ζήτησής τους, εξαιτίας της ιδιότητάς τους ως μετόχων (και μάλιστα μετόχων που ελέγχουν σημαντικό αριθμό μετοχών, γιατί αλλιώς δεν θα ήταν σε θέση να μεθοδεύσουν τις εικονικές συναλλαγές). Τα πρόσωπα αυτά κατέχουν πληροφόρηση που δεν είναι γνωστή στο κοινό, ενώ, όπως έχει αναπτυχθεί, αν η πληροφόρηση αυτή ήταν δημόσιο γνωστή δεν θα επηρέαζε την τιμή των υποκείμενων αξιών (εφόσον η τιμή διαμορφωνόταν τότε ως αποτέλεσμα της τεχνητής της διόγκωσης και οι συναλλαγές της ομάδας ήταν σημαντικού μεγέθους). Επομένως, συνιστά εσωτερική πληροφόρηση (η οποία είναι συγκεκριμένη, διαθέσιμη με βάση την ιδιότητά τους ως μετόχων και την ουσιαστική επιρροή ως προς την τιμή) η γνώση των μελών της ομάδας ότι οι συναλλαγές γίνονται σε τιμές που αντανακλούν τη δική τους τεχνητή διόγκωση.

Η κατάρτιση εικονικών συναλλαγών και ειδικότερα η τεχνητή διόγκωση της ζήτησης για τις υποκείμενες αξίες δεν αποτελεί παράβαση κανόνα

τεχνικού χαρακτήρα, αλλά πλήγμα κατά της πληροφοριακής αξιοπιστίας της αγοράς.

Η τεχνητή διόγκωση της ζήτησης για εισηγμένες αξίες είναι μέσο επηρεασμού των τιμών, εφόσον χωρίς την τεχνητή αυτή διόγκωση οι τιμές θα έτειναν σε χαμηλότερα επίπεδα. Ως "τεχνητή" η διόγκωση είναι μέσο "επιτήδευο" και ως αδιαφανής παρέμβαση έχει ως στόχο την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού. Η τεχνητή διόγκωση αποβλέπει σε αθέμιτη ωφέλεια, (λ.χ. στη ρευστοποίηση των θέσεων των μελών μιας ομάδας σε τιμές υψηλότερες απ' αυτές που θα είχαν διαμορφωθεί μέσω διαφανών ή μη εικονικών και μεθοδευμένων συναλλαγών.

Η δημιουργία τεχνητής προσφοράς συνιστά επίσης κατάχρηση εσωτερικής πληροφόρησης, δηλαδή καταχρηστική αξιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών.

γ. Η διενέργεια προ-συνεννοημένης συμπεριφοράς

Οι κατέχοντες εσωτερική πληροφόρηση μπορεί να είναι οι ίδιοι δημιουργοί της πληροφόρησης αυτής μέσω των συμφωνιών που καταρτίζουν για την τεχνητή διόγκωση της ζήτησης της μετοχής, ενώ οι συναλλαγές τις οποίες καταρτίζουν σε υλοποίηση των συμφωνιών είναι ταυτόχρονα παράνομες, ως στρεβλωτικές της ζήτησης στην αγορά και ως εκτελούμενες κατά κατάχρηση διαθέσιμης εσωτερικής πληροφόρησης.

Η διενέργεια των προ-συνεννοημένων συναλλαγών μεγάλης κλίμακας από συγκεκριμένες ομάδες προσώπων με στόχο την ανατίμηση ή τη στήριξη της τιμής μετοχής στο Χρηματιστήριο αποτελεί προφανή

απόπειρα στρέβλωσης της αγοράς και χειραγώγησης της τιμής μετοχής. Ως προσχεδιασμένη στρατηγική αποτελεί, επίσης, μέθοδο κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης. Οι προ-συνεννοημένες συναλλαγές εμφανίζονται στο δημόσιο πίνακα των συναλλαγών όπως και όλες οι άλλες. Το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν έχει δυνατότητα να διαχωρίσει τις προ-συνεννοημένες συναλλαγές από τις γνήσιες συναλλαγές. Δεν γνωρίζει την πρόθεση των πωλητών και των αγοραστών, την προ-συνεννοημένη τιμή στην οποία θα πωληθεί η μετοχή, την αληθινή εμπορευσιμότητα του τίτλου.

Αν το επενδυτικό κοινό γνώριζε το μέγεθος και την πυκνότητα των επαναλαμβανόμενων προ-συνεννοημένων συναλλαγών τούτο θα επηρέαζε τα μεγέθη προσφοράς και ζήτησης και την τιμή της μετοχής.

Δεν απαιτείται η επιδίωξη προσωπικού οφέλους του εκμεταλλευόμενου την εμπιστευτική πληροφορία, αρκεί η επιδίωξη οφέλους τρίτου.

Η ταυτόχρονη παράβαση διαφορετικών διατάξεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς υπογραμμίζει τον παράνομο χαρακτήρα της συμπεριφοράς και των πράξεων του δράστη.

#### IV. Η απαγόρευση

##### 1. Η ποινική ευθύνη

Απαγορεύεται στα πρόσωπα τα οποία:

- λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών, ελεγκτικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη,
- λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη ή,

-λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές εξαιτίας της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους, είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ν' αποκτούν ή να εκχωρούν για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων είτε άμεσα είτε έμμεσα, κινητές αξίες του ή των εκδοτών, τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλευόμενοι εν γνώσει τους αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Απαγορεύεται στα πρόσωπα που υπόκεινται στην απαγόρευση που προβλέπει και είναι κάτοχοι εμπιστευτικής πληροφορίας:

α) ν' ανακοινώνουν την εμπιστευτική αυτή πληροφορία σε τρίτο, εκτός αν ενεργούν στα συνήθη πλαίσιο άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους ή

β) να συνιστούν σε τρίτο, με βάση την εμπιστευτική αυτή πληροφορία, ν' αποκτήσει ή να εκχωρήσει ο ίδιος ή μέσω άλλου αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α.

Σε περίπτωση παράβασης των σχετικών διατάξεων, η Ε.Κ. επιβάλλει πρόστιμο ύψους τουλάχιστον 30.000 – 3.000.000 ευρώ ή ύψους ίσου προς το πενταπλάσιου του οφέλους που απεκόμισε αυτός που εκμεταλλεύεται τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

Οι απαγορεύσεις που προβλέπονται στα άρθρα 3 και 4 Π.Δ. 53/1985 επεκτείνονται πέραν των προσώπων που αναφέρονται στα άρθρα αυτά και σε κάθε πρόσωπο το οποίο εν γνώσει του κατέχει μια εμπιστευτική πληροφορία, η οποία δεν μπορεί να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα παρά μόνο από πρόσωπο που αναφέρεται στο αρθρ. 3 Π.Δ. 53/1985.

## 2.6 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΠΕΝΤΑΕΤΙΑ

Οι μελέτες που έχουν γίνει από οικονομολόγους την τελευταία δεκαπενταετία δηλαδή την περίοδο 1990-2005 χαρακτήρισαν αυτή την εποχή σαν μεταβατικό στάδιο που το Χρηματιστήριο από περιθωριακή ενασχόληση μικρού αριθμού ατόμων, μετεξελίχθηκε σε κινητήριο μοχλό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Μεγάλωσε, έγινε γνωστό στο ευρύ κοινό, μπήκε στα ενδιαφέροντα όλης της κοινωνίας και έγινε ένα από τα βασικά κανάλια που συνδέει την ελληνική οικονομία με το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι Έλληνες που είχαν σχέση με το Χρηματιστήριο ήταν ελάχιστοι. Ο Γενικός Δείκτης βρισκόταν στις 459 μονάδες με όγκο συναλλαγών ημερησίως γύρω στα 300 εκατ. δρχ. Οι συναλλαγές γίνονταν από μόλις 32 χρηματιστές. Πραγματοποιούνταν δε με τη μέθοδο της «αντιφώνησης» (με φωνές και νοήματα με τα χέρια), γύρω από το «κάγκελο», ενώ οι τιμές των μετοχών αναγράφονταν σε παλιό ξύλινο πίνακα, με «συρόμενες» ξύλινες ταμπέλες. Το κοινό ήταν κυρίως άνδρες μεγάλης ηλικίας.

Αυτή η χρονιά ξεκίνησε θετικά. Η αγορά είχε ξεπεράσει πλέον την περίοδο αναπροσαρμογής που ακολούθησε την ιλιγγιώδη άνοδο του 1987 και την πτώση της «Μαύρης Δευτέρας» (19 Οκτωβρίου 1987). Το ενδιαφέρον είχε αποκατασταθεί, ο Δείκτης είχε πλέον σταθεροποιηθεί σε επίπεδα άνω των 450 μονάδων και οι συναλλαγές κοντά στο 1.200.000 ευρώ ημερησίως.

Η αγορά ζούσε σε προεκλογικούς ρυθμούς. Κατά την περίοδο από τις 9/4/1990 έως και την 5/7/1990, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου είχε έντονη ανοδική φάση, τη μεγαλύτερη της δεκαπενταετίας, αφού μέσα σε 3 μήνες σημείωσε άνοδο κατά 151%. Πολλές εταιρείες δεν έχασαν την ευκαιρία και εκμεταλλεύτηκαν τη νέα αναζωογονητική τροπή της χρηματιστηριακής αγοράς καταθέτοντας αιτήσεις για εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Η εξέλιξη αυτή, αλλά και η διάθεση της Διοίκησης του ΧΑΑ να βοηθήσει την είσοδο πολλών εταιρειών στη χρηματιστηριακή αγορά, οδήγησε στη δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς, ενός θεσμού που αποδείχθηκε ιδιαίτερα επιτυχής. Η ανώτατη τιμή του Γενικού Δείκτη την περίοδο του 1990 επιτεύχθηκε στις 5 Ιουλίου 1990, στις 1.684 μονάδες. Μέχρι τότε ο Γενικός Δείκτης είχε σημειώσει άνοδο 265,61%. Η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ, στις 2 Αυγούστου του 1990 ήταν η αρχή μιας πτωτικής πορείας σε διεθνές μάλιστα επίπεδο. Στην Ελλάδα το μέγεθος της πτώσης αυτής συγκρατήθηκε λόγω του ότι όλοι ήλπιζαν στην ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 1996.

Ολόκληρο το 1990 ο Γενικός Δείκτης σημείωσε την εκπληκτική απόδοση του 102,86%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών έφθασε στα 7.600.000 ευρώ.

Μετά το 1984 το 1991 ήταν η επόμενη πτωτική χρονιά για το Χρηματιστήριο. Το μεγαλύτερο επενδυτικό κοινό άρχισε να μαθαίνει και έδειξε μεγάλο ενδιαφέρον για το Χρηματιστήριο. Από την άνοιξη του 1991 έως και το Νοέμβριο του 1992 ξεκινά μία σταθερά πλαγιο-καθοδική κίνηση του Γενικού Δείκτη, η οποία γύρισε στις 552 μονάδες, από 'κεί δηλαδή που ξεκίνησε την εντονότατη ανοδική του πορεία τον Απρίλιο του 1990. Το 1992 η πορεία του Χρηματιστηρίου εκφράζει τις ανησυχίες για την πορεία της οικονομίας.

Μίας πορείας που εξακολουθεί να χτυπιέται από υψηλότατα δημοσιονομικά ελλείμματα, εξίσου υψηλό πληθωρισμό και επιτόκια.

Παράλληλα, η δραχμή αρχίζει να δείχνει υπερτιμημένη και κυριαρχούν οι αμφιβολίες για το εάν θα μπορούσε να αντέξει σε μία «επίθεση» από κερδοσκοπικά κεφάλαια. Το Νοέμβριο του 1992, σε περίοδο έντονης νομισματικής κρίσης διεθνώς, οι τιμές των μετοχών πλησίασαν τα χαμηλότερα επίπεδα όλης της δεκαετίας του 1990. Το 1992 ήταν η χειρότερη χρηματιστηριακή χρονιά της δεκαετίας του '90. Πρέπει να αναφερθεί, όμως, ότι το 1992 σημειώθηκε η μεγάλη μεταβολή στον τρόπο λειτουργίας του Χρηματιστηρίου γιατί μετά από 116 χρόνια, καταργείται το παλαιό σύστημα πραγματοποίησης των συναλλαγών, μέσω της «αντιφώνησης» και μπαίνει σε λειτουργία το νέο σύστημα «αυτόματων συναλλαγών» (το σύστημα ΑΣΗΣ) και παράλληλα τίθεται σε λειτουργία ο μηχανισμός των «ορίων διακύμανσης» των τιμών των μετοχών.

Αυτή ήταν μια ιστορική εξέλιξη στην πορεία του ελληνικού Χρηματιστηρίου, γιατί βελτίωσε την δυναμικότητα της αγοράς, αύξησε κατακόρυφα τη διαφάνεια στις συναλλαγές και έβαλε θεμέλια για τις εξελίξεις που θα ακολουθούσαν στη διάρκεια της δεκαετίας.

Παράλληλα, από την εποχή εκείνη στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά καθιερώνεται μία ιδιότυπη «κυκλικότητα» της κίνησης του Γενικού Δείκτη, η οποία χαρακτηρίζεται από έντονες ανοδικές τάσεις κατά τους μήνες Δεκέμβριο και Ιανουάριο, πλαγιο-καθοδική κίνηση κατά τη διάρκεια της άνοιξης, μικρή διορθωτική ανοδική κίνηση κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του καλοκαιριού και τελικά, πτώση κατά τη διάρκεια του φθινοπώρου, με κορύφωση της πτώσης στα μέσα περίπου του Νοεμβρίου.

Οι χαμηλές τιμές προκαλούσαν αγοραστικό ενδιαφέρον από τα τέλη Νοεμβρίου ή τις αρχές Δεκεμβρίου. Την πτώση του Νοεμβρίου 1992, όμως, ακολουθεί μία ικανοποιητική άνοδο. Εξέλιξη η οποία κυρίως έχει τη βάση της στη σημαντικότερη Συνδιάσκεψη των Αρχηγών Κρατών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, στο Μάαστριχτ, η οποία πραγματοποιήθηκε στις αρχές Δεκεμβρίου του 1992. Η Ελλάδα άρχισε να ζει στους ρυθμούς του «Πακέτου Delors», δημιουργώντας έτσι προσδοκίες και οράματα. Τις προσδοκίες αυτές εκφράζει η εμφάνιση του κλάδου των κατασκευαστικών εταιριών. Ενός καινούργιου κλάδου με φτωχή ως τότε αντιπροσώπευση στο Χρηματιστήριο (με τη Βιοτέρ και τη Μηχανική).



Η άνοδος του 1993 θα μπορούσε να θεωρηθεί ως «διόρθωση» στην πτωτική κίνηση των δύο προηγούμενων ετών. Όμως τα οικονομικά προβλήματα της χώρας παρέμεναν και τα αποτελέσματα της πολιτικής της νέας κυβέρνησης που αναδείχθηκε από τις εκλογές του Σεπτεμβρίου 1993 δεν είχαν γίνει εμφανή. Παράλληλα, το Μάιο του ίδιου χρόνου, η Κυβέρνηση -σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος- αποφάσισαν την ελεύθερη μετατρεψιμότητα της δραχμής, πράγμα το οποίο προκάλεσε μεγάλη νομισματική αναταραχή. Το γεγονός αυτό είχε ως συνέπεια την βραχυπρόθεσμη αύξηση των επιτοκίων, ένα στοιχείο το οποίο προκάλεσε μεγάλες διακυμάνσεις στην πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη. Τελικά, το 1994 ήταν ένα αρνητικό έτος για τη χρηματιστηριακή αγορά.

Το 1994 μπαίνουν στο χρηματιστήριο 47 νέες εταιρείες (οι περισσότερες του κατασκευαστικού κλάδου). Απ' αυτές, οι 36 εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά και οι 11 στην Παράλληλη.

Το 1995 παραμένει στάσιμο στα ίδια πλαίσια περίπου. Βέβαια, υπάρχουν πολλές ποιοτικές βελτιώσεις στη λειτουργία του συστήματος, οι οποίες έχουν να κάνουν με την νομοθετική υποδομή του χώρου, τη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιρειών και την προσέλκυση ξένων θεσμικών επενδυτών στην ελληνική αγορά. Παράλληλα, αρχίζουν να γίνονται ορατά τα πρώτα σημεία βελτίωσης των δημόσιων οικονομικών και μπαίνει πλέον σε εφαρμογή το «αναθεωρημένο πρόγραμμα σύγκλισης» της ελληνικής οικονομίας. Από την άλλη, τα

πολιτικά προβλήματα δημιουργούν στα τέλη του έτους αβεβαιότητα στην πορεία των εξελίξεων.

Το 1996 είναι ένα έτος-σταθμός στην πορεία του Χρηματιστηρίου. Όχι τόσο για τις αποδόσεις που απέφερε στους επενδυτές, αλλά κυρίως λόγω του ότι μπήκαν οι βάσεις σε νομοθετικό, λειτουργικό και οικονομικό επίπεδο για την «έκρηξη» της αγοράς, η οποία θα ακολουθούσε τα επόμενα χρόνια. Σε επίπεδο οικονομίας, σημειώνονται οι πρώτες ουσιαστικές βελτιώσεις στους τομείς του πληθωρισμού, των δημοσίων εσόδων και των ελλειμμάτων. Στην πορεία εκτέλεσης του προϋπολογισμού, υπάρχουν πια «πρωτογενή πλεονάσματα», ενώ είναι ορατή η διαδικασία πτώσης των επιτοκίων. Σε νομοθετικό επίπεδο δημιουργούνται νομοθετήματα που ενισχύουν τη διαφάνεια των συναλλαγών, καθιερώνουν ένα ειδικό -σύγχρονο- καθεστώς στη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιρειών και των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ενώ ενισχύονται σημαντικά το Συνεγγυητικό και το Επικουρικό Κεφάλαιο του Χρηματιστηρίου. Μέσα από αυτά, η πολιτεία δείχνει ότι είναι αποφασισμένη να προστατεύσει το θεσμό του Χρηματιστηρίου και να ενισχύσει το θεσμικό οπλοστάσιο της λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς. Από το 1997 ξεκινά η «νέα εποχή» του χρηματιστηρίου της Αθήνας. Μία εποχή η οποία χαρακτηρίζεται από:

- Την έναρξη της διαδικασίας θεαματικής βελτίωσης των επιδόσεων της οικονομίας και των οικονομικών δεικτών
- Την αύξηση των αποδόσεων
- Την κατακόρυφη αύξηση των συναλλαγών
- Την είσοδο πολλών νέων επενδυτών στο χρηματιστηριακό χώρο

- Την είσοδο μεγάλου ύψους ξένων θεσμικών κεφαλαίων
- Την έναρξη της διαδικασίας επαναπατρισμού μεγάλου ύψους κεφαλαίων, Ελλήνων κεφαλαιούχων
- Τη μαζικότερη δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών
- Την «ωρίμανση» της λειτουργίας και της δομής της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και της ευρύτερης κεφαλαιαγοράς, και το θετικό διεθνές χρηματιστηριακό περιβάλλον.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η άνοδος του Γενικού Δείκτη συνεχίζεται στο μεγαλύτερο μέρος του έτους. Η χαμηλότερη τιμή του σημειώνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του έτους (2/1/97) και από τότε ακολουθείται ανοδική πορεία η οποία κορυφώνεται στις 8/10/97, όπου και διακόπτεται λόγω της διεθνούς συναλλαγματικής κρίσης, η οποία προκάλεσε πτώση στις αγορές όλου του κόσμου.

Μετά από σειρά ετών που ο Γενικός Δείκτης διακυμαίνεται σε ένα «στενό» εύρος που προσδιορίζεται από τις 750 έως τις 1.100 μονάδες, στις 9/9/97 ο Δείκτης καταρρίπτει το παλαιό ανώτερο ιστορικό ρεκόρ των 1.684 μονάδων (από τις 5/7/90) και κλείνει στις 1688,51 μονάδες. Στο σύνολο του έτους, όμως, ο Γενικός Δείκτης σημειώνει άνοδο κατά 58,51%. Το πιο σημαντικό είναι η «έκρηξη» του επιπέδου των συναλλαγών, ο μέσος ημερήσιος όρος των οποίων σχεδόν τριπλασιάζεται και φθάνει πλέον στα 21 δισ. δρχ..

Το 1998, η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας, είναι ένα θετικό στοιχείο για την είσοδο της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ. Παράλληλα, η χρηματιστηριακή αγορά αρχίζει να κινείται μέσα σ' ένα χρονοδιάγραμμα αναγκαστικών –πλέον- εξελίξεων. Εξελίξεις που προσδιορίζονται από τα ακόλουθα:

- α) πτώση των επιτοκίων
- β) αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής
- γ) πτώση του πληθωρισμού
- δ) ενίσχυση των αποκρατικοποιήσεων και

ε) ενίσχυση και επιτάχυνση των θεσμικών μεταβολών στη λειτουργία της οικονομίας.

Η πρώτη σημαντική εξέλιξη γίνεται όταν γίνεται δεκτή η αίτηση για την ένταξη της δραχμής στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα, μια εξέλιξη που πραγματοποιήθηκε με την παράλληλη υποτίμηση της. Το γεγονός αυτό απετέλεσε ουσιαστικά την πρώτη επίσημη αναγνώριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ότι δηλαδή η ελληνική οικονομία είναι πραγματικά υποψήφια για την ένταξή της στην ΟΝΕ. Αυτό έκανε πιο ισχυρή τη διεθνή θέση της χώρας, η οποία αναβαθμίσθηκε σημαντικότητα στη διεθνή επενδυτική κοινότητα, εξέλιξη η οποία έφερε μεγάλη εισροή ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.

Ο Γενικός Δείκτης ακολουθεί ανοδική πορεία στη διάρκεια του έτους. Από το διάστημα της υποτίμησης της δραχμής (15/3/98) έως και την έναρξη της διεθνούς χρηματιστηριακής κρίσης το καλοκαίρι (3/8/98) έχει σημειώσει άνοδο κατά 81,4%. Η συνέχεια, όμως, αποδεικνύεται προβληματική. Η έναρξη μίας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης προκαλεί προβλήματα σε όλες τις διεθνείς αγορές και οι αλυσιδωτές αντιδράσεις δεν αφήνουν αλώβητη την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Από τις 3/8/1998 έως και την κορύφωση της κρίσης στις 12/10/98 ο Γενικός Δείκτης χάνει το 38% της αξίας του, προκαλώντας εκτεταμένες ζημιές στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών.

Όμως, η αγορά δείχνει μία εξαιρετικά μεγάλη δυναμική. Τα νέα κεφάλαια που εισήλθαν πλέον τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό δημιουργούν μια έντονη κινητικότητα, ώστε η προσφορά μετοχών δεν μπόρεσε να ικανοποιήσει την πραγματικά μεγάλη ζήτηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την τάχιστα άνοδο των τιμών. Την ανάκαμψη της αγοράς,

το φθινόπωρο του 1998, ακολούθησε η «επενδυτική έκρηξη» του 1999. Αρχίζουν έτσι να δίνονται τα πρώτα χαρακτηριστικά μιας «ώριμης αγοράς».

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κύριο χαρακτηριστικό του 1999 υπήρξε η είσοδος εκατοντάδων χιλιάδων νέων Ελλήνων επενδυτών στο χώρο του Χρηματιστηρίου και η εισροή τεράστιων κεφαλαίων. Η εξέλιξη αυτή, δημιούργησε μια εντυπωσιακά μεγάλη ζήτηση στις τιμές των μετοχών, η οποία είχε σαν φυσιολογική εξέλιξη τη μεγάλη άνοδο των τιμών τους. Βέβαια, τα αίτια της εμφάνισης αυτής της υψηλής ανόδου δεν είναι μόνον οικονομικά αλλά και κοινωνικά. Η ενασχόληση μεγάλου τμήματος του ελληνικού πληθυσμού με το Χρηματιστήριο, πήρε διαστάσεις «υστερίας». Στο φαινόμενο αυτό συνέβαλε η ευκολία της δημιουργίας δικτύων πωλήσεων από τις χρηματιστηριακές εταιρείες, μέσω των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και των Ανωνύμων Εταιριών Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΑΕΛΔΕ), οι οποίες, στις περισσότερες περιπτώσεις διευθύνονταν από άτομα τα οποία ούτε τις επαγγελματικές ικανότητες είχαν, αλλά ούτε τις γνώσεις και την απαιτούμενη εμπειρία για να κάνουν αυτή τη δουλειά. Ο Γενικός Δείκτης σημείωσε την ανώτατη τιμή του έτους, η οποία αποτελεί και ανώτατη τιμή όλων των εποχών, στις 17/9/99, στις 6.355 μονάδες. Στο σημείο εκείνο, η απόδοση του από την αρχή του έτους έφθανε στο + 132,14%. Κύριο χαρακτηριστικό φαινόμενο στην πορεία ανόδου του

δείκτη, υπήρξε η μεγάλη υπερτίμηση μετοχών της λεγόμενης «περιφέρειας», εξέλιξη η οποία θα μπορούσε να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα στο μέλλον. Οι επιδόσεις αυτές, ήταν φυσικό να ακολουθηθούν από διόρθωση των τιμών. Για το διάστημα από 1/1/99 έως και 15/12/99 οι συναλλαγές την περίοδο αυτή, έφθασαν στο ιλιγγιώδες

ύψος των 223,2, ο Γενικός Δείκτης έχει σημειώσει άνοδο της τάξης του 92,23%, ενώ οι μέσες ημερήσιες δισ. δρχ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



Από τα τέλη του 1999 έως τα μέσα του 2003 διανύουμε όμως μία ανέλπιστα ραγδαία καθοδική πορεία. Σημάδια αισιοδοξίας αρχίζουν να διαφαίνονται μετά τα μέσα του 2003 όπου κι έχουμε μία σταθερά συντηρητική πορεία στις περισσότερες μετοχές, χωρίς βέβαια να ξεχνάμε και αρκετές εταιρείες, οι οποίες αναγκάστηκαν να μπουν σε κατάσταση υπό επιτήρησης εξαιτίας των άσχημων οικονομικών τους καταστάσεων σε όλα τα επίπεδα. Στην συνέχεια και κατά την περίοδο 2003-2005 ο δείκτης ακολουθεί μια σταθερά ανοδική πορεία έως τις 3.800 μονάδες που βρίσκεται στις αρχές του Ιανουαρίου 2006.

Ετσι φτάνουμε στο συμπέρασμα ότι η γνώση που παρελθόντος μας βοηθά να κατανοήσουμε καλύτερα τις εξελίξεις του παρόντος, αλλά κυρίως μας βοηθά στο να προσδιορίσουμε τις εξελίξεις του μέλλοντος.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

1. Σκαλίδη / Βελέντζα, Εμπορικός Κώδικας, 5<sup>η</sup> Έκδοση ,2000
2. Τσιμπανούλη, Διαμόρφωση του νομικού πλαισίου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς την εικοσαετία 1980-2000:Πρόοδος και υστέρηση,2000.
3. Τσιμπρή, Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς, 3<sup>η</sup> Έκδοση ,1999
4. Φαρμακίδης, Νο Β 1995.373
5. Μουζουλας, Ο νέος νόμος για τα Χρηματιστήρια Άξιων, ΑΝ 1988.391
6. Διπλωματική εργασία Βασιλική Κέφη, Το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας στο Χ.Α.Α. Πειραιάς
7. Διπλωματική εργασία Μπουμη Κωνσταντίνα, Η επίδραση του πληθωρισμού, του κίνδυνου και της κερδοφορίας στις τιμές των μετοχών του Χ.Α.Α, Πειραιάς 2004

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΞΕΝΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΟΙΚΩΝ**

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά στους ξένους θεσμικούς οίκους. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να γίνει αντιληπτό το μέγεθος τους καθώς και η βαρύτητα των δηλώσεων-εκθέσεων των αναλυτών τους.

Η **Morgan Stanley** είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες παροχής επενδυτικών-χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ανά τον κόσμο με εξαιρετική φήμη στο συμβουλευτικό αλλά και εκτελεστικό κομμάτι σε παγκόσμια κλίμακα. Ο όμιλος απαρτίζεται από τρία σημαντικά κομμάτια

1. Global Securities, μέσα από το οποίο εξυπηρετεί ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές αλλά και πελάτες επενδυτικών τραπεζών
2. Global Asset Management, το οποίο δραστηριοποιείται στην διαχείριση χαρτοφυλακίου.
3. Global Credit Card Services, με την Discover Card η οποία είναι στην κατοχή του 40% των νοικοκυριών.

#### **Morgan Stanley Equity Research**

Διαρκώς από τις πρώτες στον τομέα της η Morgan Stanley και το προσωπικό της ενημερώνονται ολοένα και περισσότερο με σκοπό την ενίσχυση του χαρτοφυλακίου των πελατών της και την βοήθεια των επιχειρήσεων να διαμορφώσουν την στρατηγική τους. Κατέχει από τα πιο εξελιγμένα μοντέλα και εργαλεία για την καλύτερη παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η **Merrill Lynch** είναι εξίσου ένας από τους μεγαλύτερους οργανισμούς παροχής διαχείρισης και συμβουλευτικών υπηρεσιών στο χρηματοοικονομικό τομέα. Έχει γραφεία σε 36 χώρες, ενεργητικό πελατών της που διαχειρίζεται που αγγίζει το 1,6 τρισεκατομμύριο ευρώ στα τέλη του 2004. Ιδρύθηκε το 1914 και κατέχει 50400 υπαλλήλους.

Η Merrill Lynch χωρίζεται σε τρεις κύριες δραστηριότητες μέσα από τις προσφέρει μια ποικιλία υπηρεσιών σε ιδιώτες, εταιρίες, μεγάλους οργανισμούς.

- Global Private Client
- Global Markets & Investment Banking Group and
- Merrill Lynch Investment Managers

Σαν επενδυτική τράπεζα είναι από τους κύριους ανάδοχους στον κόσμο σε όλες τις πιθανές δραστηριότητες ενός οργανισμού.

Το κομμάτι Global Equity Research πραγματοποιεί σε βάθος ανάλυση σε πάνω από 2400 εταιρίες παγκοσμίως και κατόπιν παρέχει συγκεκριμένες συμβουλές σε κάθε είδους επενδύτη.

Η **Credit Suisse Group** είναι ένας παγκόσμιος χρηματοοικονομικός οργανισμός. Η δομή της Credit Suisse Group περιλαμβάνει τρεις μονάδες. Την Credit Suisse, Credit Suisse First Boston and Winterthur. Από το 1856, η Credit Suisse Group προσφέρει επενδυτικά προϊόντα και τραπεζικές υπηρεσίες και παρέχει συμβουλές σε αρκετούς τομείς. Η Credit Suisse First Boston παρέχει αναδοχή σε μετοχοποιήσεις κάθε είδους, χρηματοοικονομικές συμβουλές και διαχείριση

χαρτοφυλακίου σε ιδιώτες αλλά και εταιρίες.

Η **Deutsche Bank** είναι ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός παγκόσμιας εμβέλειας με περίπου 972 δις σε ενεργητικό, 63800 υπάλληλους και παροχή υπηρεσιών σε 74 χώρες. Συγκαταλέγεται ανάμεσα στους μεγαλύτερους παροχής επενδυτικών και τραπεζικών υπηρεσιών καθώς και διαχειριστές χαρτοφυλακίου. Ο όμιλος είναι χωρισμένος στις εξής υποδιαιρέσεις Corporate and Investment Bank (CIB), Private Clients and Asset Management (PCAM) and Corporate Investments.

Η έδρα της είναι στην Ευρώπη. Η Deutsche Bank προσφέρει μια μεγάλη ποικιλία τραπεζικών υπηρεσιών. Παρέχει παγκόσμια διατήρηση λογαριασμών, συμβουλευτικές υπηρεσίες σε μετρητά και χρεόγραφα και διαχείριση χαρτοφυλακίου. Ακόμα αναλαμβάνει δημόσιες εγγραφές αλλά και κάθε είδους αναδοχή σε μετοχές και ομόλογα παγκοσμίως.

Η **Dresdner Bank** είναι επίσης μια παγκόσμιας κλίμακας τράπεζα με έδρα την Φρανκφούρτη. Κατέχει παγκόσμιο δίκτυο καταστημάτων και θυγατρικών σε 70 χώρες παρέχοντας μια εξαιρετικά μεγάλη ποικιλία επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών και αριθμεί 2500 τράπεζες παγκοσμίως και μόνιμο προσωπικό 29.349 ατόμων. Σε ενεργητικά στοιχεία βρίσκεται ανάμεσα στους κορυφαίους τραπεζικούς ομίλους στην Ευρώπη. Από τον Ιούλιο του 2001 η Dresdner συγχωνεύτηκε με την Allianz Group κάτι που αξιολογείται πολύ καλή στρατηγική κίνηση. Οι δραστηριότητες της αναφέρονται σε ιδιώτες αλλά και θεσμικούς επενδυτές κάθε μεγέθους.

Η **Lehman Brothers** ιδρύθηκε το 1850 και συνεχίζει να παρέχει αδιάλειπτα χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε εταιρίες και ιδιώτες κάθε είδους. Κατέχει εξέχουσα θέση στις πωλήσεις ομολογών και μετοχών, σε τραπεζικές υπηρεσίες και διαχείριση χαρτοφυλακίου. Εδρεύει στην Νέα Υόρκη και κατέχει γραφεία σε ολόκληρο τον κόσμο.

Η **Smith Barney** ανήκει στην Citigroup Global Markets Inc., έναν παγκόσμιο χρηματοοικονομικό οίκο, διεθνώς αναγνωρισμένο με πλήρη παρουσία στις επενδυτικές υπηρεσίες. Με πάνω από 500 γραφεία, 7,1 εκατομμύρια λογαριασμούς πελατών και 1 τρις ευρώ ενεργητικό πελατών που διαχειρίζεται έχει μια έντονη παρουσία στον τραπεζικό τομέα. Η Citigroup από την πλευρά της κατέχει 200 εκατομμύρια λογαριασμούς πελατών σε πάνω από 100 χώρες και παρέχει προϊόντα που άπτονται μετοχικών άξιων, ομολογών, παραγωγών προϊόντων, αμοιβαίων κεφαλαίων και συναλλάγματος.

Η **Ubs Warburg** τέλος αποτελεί επίσης έναν από τους σημαντικότερους τραπεζικούς ομίλους στον κόσμο με 16.000 άτομα να απασχολούνται μόνιμα σε 31 χώρες και πάσης φύσεως υπηρεσίες σχετικές με μετοχικές άξιες, ομόλογα, ισοτιμίες νομισμάτων και διαχείριση χαρτοφυλακίου. Έχει έδρα στην Νέα Υόρκη και στο Λονδίνο και είναι μέλος σε 80 χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο.

## ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)
2. [www.Ubs.com](http://www.Ubs.com)
3. [www.Lehman.com](http://www.Lehman.com)
4. [www.Merrilllynch.com](http://www.Merrilllynch.com)
5. [www.Deutschebank.com](http://www.Deutschebank.com)
6. [www.Dresdner.com](http://www.Dresdner.com)
7. [www.citigroup.com](http://www.citigroup.com)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΘΑ ΑΝΑΛΥΘΟΥΝ ΣΤΗΝ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

### **4.1 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE 20**

Ο δείκτης FTSE/ASE 20 είναι ένας Δείκτης Υψηλής Κεφαλαιοποίησης που περιλαμβάνει τις 20 μεγαλύτερες μετοχές της αγορά του Χ.Α.Α. (blue chips). Τα κριτήρια συμμετοχής των μετοχών είναι η κεφαλαιοποίησή τους, η εμπορευσιμότητά τους και το ποσοστό ευρείας διασποράς τους. Ο δείκτης σχεδιάστηκε από το Χ.Α.Α. σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου (LSE) και την FTSE International Limited και τέθηκε σε ισχύ από τον Σεπτέμβρη του 1997.

Ο δείκτης ελέγχεται από ανεξάρτητη συμβουλευτική επιτροπή, η οποία συστάθηκε από το Χ.Α.Α., το Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου και από εκπροσώπους θεσμικών επενδυτών της ημεδαπής και αλλοδαπής.

Για τον σχεδιασμό του δείκτη έχουν υιοθετηθεί σταθεροί κανόνες (ground rules). Η Επιτροπή αποφασίζει κάθε 6μηνο την αναπροσαρμογή του. Το Χ.Α.Α είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του, τον οποίο έχει αναλάβει η ΑΣΥΚ, ενώ ελέγχεται σε πραγματικό χρόνο (auditing) από την FTSE International. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι ίδιος με του γενικού δείκτη με μόνη διαφορά ότι η τιμή του δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης ισούται με 1.000. Οι μετοχές με τις οποίες ασχολείται η παρούσα ερευνά είναι η μετοχή του ΟΤΕ, της Εθνικής Τράπεζας και της Άλφα Τράπεζας.



Για να γίνει αντιληπτός ο λόγος επιλογής των συγκεκριμένων μετοχών και εταιριών κατά επέκταση ακολουθεί μια συνοπτική παρουσίαση σε ότι αφορά στην ιστορία, το μέγεθος και την δραστηριότητα τους.

Οι παραπάνω μετοχές συμμετέχουν στον δείκτη σύμφωνα με στοιχεία 2006 του Χ.Α.Α. με ποσοστό 10,65 ο Οτε, 19,53 η Εθνική Τράπεζα και 12,12 η Άλφα Τράπεζα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## 4.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ Ο.Τ.Ε

Επωνυμία: ΟΤΕ (Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος)

Έτος ίδρυσης: 1949

Ο ΟΤΕ είναι ένας τηλεπικοινωνιακός Όμιλος και παρέχει σταθερές τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες συμπεριλαμβανομένης της αστικής, της υπεραστικής και της διεθνούς τηλεφωνίας, σε ιδιώτες, αλλοδαπές επιχειρήσεις και κρατικές υπηρεσίες. Ο Όμιλος παρέχει και άλλες υπηρεσίες όπως κινητή τηλεφωνία, πρόσβαση στο διαδίκτυο, ψηφιακό δίκτυο ολοκληρωμένων υπηρεσιών (ISDN), επικοινωνίες δεδομένων υψηλών ταχυτήτων, καθώς επίσης και παραδοσιακές υπηρεσίες, όπως οι μισθωμένες γραμμές, οι ναυτιλιακές και οι δορυφορικές υπηρεσίες, τέλεξ και τηλεγραφία, τηλεκάρτες, audiotex και υπηρεσίες καταλόγου.

Ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος (ΟΤΕ Α.Ε.) είναι ο μεγαλύτερος τηλεπικοινωνιακός πάροδος στην Ελλάδα, ενώ μαζί με τις θυγατρικές του αποτελεί σήμερα έναν από τους κορυφαίους τηλεπικοινωνιακούς Ομίλους. Ταυτόχρονα, ο ΟΤΕ είναι μία από τις πέντε μεγαλύτερες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση, ενώ οι μετοχές του διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου. Επίσης, περιλαμβάνεται σε πολλούς χρηματιστηριακούς δείκτες, μεταξύ των οποίων είναι ο FTASE/ASE 20. Σημειώνεται ότι, ξεκινώντας από το 1996, το Ελληνικό Δημόσιο μείωσε σταδιακά τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΤΕ. Σήμερα το ποσοστό συμμετοχής του Ελληνικού Δημοσίου φτάνει στο 38,7% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Σταδιακά τα αξιοσημείωτα σημεία της πορείας του ΟΤΕ είναι:

**1996:** Εισαγωγή στο Χ.Α.Α

- Διεύρυνση δραστηριοτήτων ΟΤΕ σε Βαλκάνια, Ανατολική Ευρώπη και Μέση Ανατολή
- Ιδέα ανάπτυξης ISDN και Ψηφιακής Τηλεόρασης

**1997:** Η διάθεση ενός δευτέρου πακέτου μετοχών με την ίδια επιτυχία

**1998:** Η τρίτη μετοχοποίηση.

- Εισαγωγή στο NYSE (Χρηματιστήριο Νέας Υόρκης)
- Ο ΟΤΕ αποκτά το 35% της RomTelecom, του εγχώριου Οργανισμού τηλεφωνίας της Ρουμανίας

**2000-2004**

**2000:** Ο ΟΤΕ αποκτά άδεια λειτουργίας GSM στη Βουλγαρία και συστήνει για το σκοπό αυτό την εταιρία Globul

**2001:** Λειτουργία ΟΤΕ σε απελευθερωμένη αγορά Τηλεπικοινωνιών

**2001 - 2003:** Ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, μεταξύ των πρώτων 500 επιχειρήσεων παγκοσμίως και μεταξύ των δέκα πρώτων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών στην Ευρώπη.

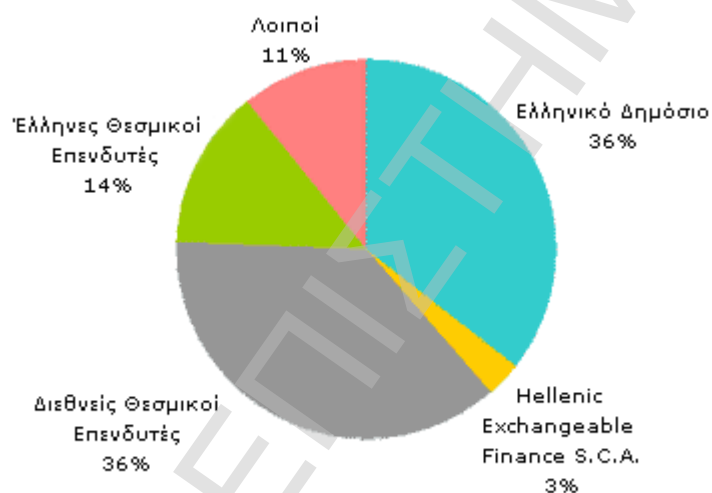
**2003:** Ο ΟΤΕ αυξάνει τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της RomTelecom στο 54%

- Ο ΟΤΕ ξεκινά την παροχή υπηρεσιών ADSL στην Ελλάδα
- **14 Μαΐου 2003:** Εκτόξευση του δορυφόρου Hellas Sat2 από το ακρωτήριο ΚΑΝΑΒΕΡΑΛ

**2004:** Ο ΟΤΕ και η COSMOTE αναλαμβάνουν Μεγάλοι Εθνικοί Χορηγοί των Ολυμπιακών Αγώνων 2004

Ο αριθμός των κυκλοφορούντων μετοχών ανέρχεται σε 490.150.389.

Η μετοχική σύνθεση του οργανισμού με στοιχεία Οκτωβρίου 2005 παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα 1 (Σύνθεση μετοχών ΟΤΕ)



Η πορεία της τρέχουσας τιμής του χρηματιστηρίου την περίοδο 1997-2005 αποδίδεται στο παρακάτω γράφημα 2. (Πορεία τρέχουσας τιμής)



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

### 4.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, με τη μεγαλύτερη και ισχυρότερη παρουσία στον Ελλαδικό χώρο, αλλά και με το δυναμικό προφίλ της στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο ηγείται του μεγαλύτερου και ισχυρότερου Ομίλου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 1841 ως εμπορική τράπεζα και μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928 είχε το εκδοτικό προνόμιο. Εισήχθη στο Χ.Α.Α από την ίδρυσή του το 1880, ενώ από τον Οκτώβριο του 1999, η μετοχή της Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η ΕΤΕ είναι πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί νόμιμα, υπαγόμενη στην ελληνική και κοινοτική τραπεζική νομοθεσία. Ο Όμιλος της ΕΤΕ προσφέρει ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που ανταποκρίνονται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες επιχειρήσεων και ιδιωτών, όπως επενδυτικές εργασίες, χρηματιστηριακές συναλλαγές, ασφάλειες, διαχείριση στοιχείων ενεργητικού - παθητικού, εργασίες χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), διαχείρισης επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring). Με το πληρέστατο Δίκτυό της που αριθμεί περισσότερα από 570 Καταστήματα και πάνω από 1300 ATMs, καλύπτει ολόκληρη τη γεωγραφική έκταση της Ελλάδας. Παράλληλα, αναπτύσσει εναλλακτικά δίκτυα πώλησης των προϊόντων της, όπως οι υπηρεσίες Mobile and Internet Banking. Σήμερα και μετά τις πρόσφατες εξαγορές στο χώρο της Βαλκανικής, το Δίκτυο της Τράπεζας στο εξωτερικό περιλαμβάνει 290 μονάδες.

Οι λογαριασμοί καταθέσεων που ξεπερνούν τα εννέα εκατομμύρια ατόμων και οι άνω του εκατομμυρίου λογαριασμοί χορηγήσεων αποτελούν τη σημαντικότερη απόδειξη της εμπιστοσύνης του κοινού της που αποτελεί και την κινητήρια δύναμη της τράπεζας. Με επιβεβαιωμένη την ηγετική της θέση στην ελληνική τραπεζική αγορά και με στόχο την πλήρη κάλυψη των πελατών της καθώς και την αύξηση της κερδοφορίας της, η Τράπεζα μεριμνά για το διαρκή εκσυγχρονισμό των διαδικασιών της, επενδύοντας στη νέα τεχνολογία. Μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928, η Τράπεζα είχε το εκδοτικό προνόμιο στην Ελλάδα και ήταν υπεύθυνη για την έκδοση του νομίσματος. Το 1953, η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την «Τράπεζα Αθηνών», που είχε ιδρυθεί το 1893.

Η τρέχουσα και αναπροσαρμοσμένη τιμή της Εθνικής τράπεζας την περίοδο 1998-2005 παρατίθεται στο παρακάτω γράφημα 3(τρέχουσα τιμή Ε.Τ.Ε)



#### 4.4 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΆΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο, όταν δημιούργησε μία μικρή εμπορική επιχείρηση στην Καλαμάτα.

Το **1918** το τραπεζικό τμήμα του οίκου «Ι. Φ. Κωστόπουλου» μετονομάστηκε σε «Τράπεζα Καλαμών». Το **1924** η έδρα της μεταφέρθηκε στην Αθήνα και η Τράπεζα ονομάστηκε «Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως». Το **1947** η επωνυμία άλλαξε σε «Τράπεζα Εμπορικής Πίστεως», αργότερα το **1972** σε «Τράπεζα Πίστεως» και τέλος το Μάρτιο του **1994** σε Alpha Τράπεζα Πίστεως.

Η Τράπεζα γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες. Πέρα από την προσφορά απλών τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων εξελίχθηκε σε έναν ολοκληρωμένο όμιλο παροχής οικονομικών υπηρεσιών.

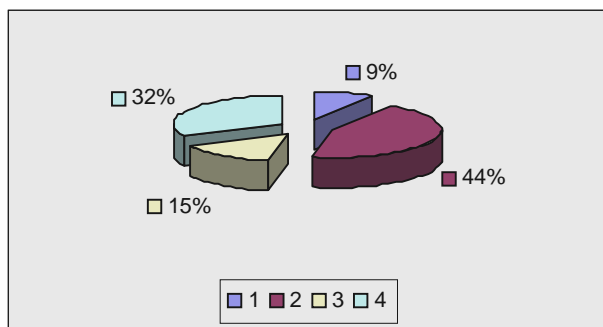
Το **1999** πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας.

Στις 11 Απριλίου **2000** εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τράπεζας με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστεως. Η νέα διευρυμένη τράπεζα που προέκυψε από τη συγχώνευση ονομάζεται **Alpha Bank**. Σήμερα, η Alpha Bank είναι η δεύτερη σε μέγεθος τράπεζα στην Ελλάδα. Οι δραστηριότητές της καλύπτουν ολόκληρο το φάσμα των οικονομικών υπηρεσιών.



Η μετοχική σύνθεση της Άλφα Τράπεζας παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα 4 με την οικογένεια Κωστόπουλου να κατέχει το 9%,Ελληνες θεσμικοί το 15%,ξενοι θεσμικοί το 32% και τέλος ιδιώτες επενδύτες το 44%.

Γράφημα 4(μετοχική σύνθεση)



## ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. [www. Alphabank.gr](http://www.Alphabank.gr)
2. [www. ote.gr](http://www. ote.gr)
3. [www. nbg.gr](http://www. nbg.gr)
4. [www. Ase .gr](http://www. Ase .gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ ΑΝΑ ΟΙΚΟ

### 5.1 ΕΚΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΟΝ ΟΤΕ

Η Credit Suisse First Boston στις 19/9/2001 επανέλαβε τη σύσταση αγοράς της για τη μετοχή του ΟΤΕ, θέτοντας ως τιμή - στόχο τα 19 ευρώ (χθεσινό κλείσιμο στα 16,83 ευρώ, με κέρδη 3,83%). «Μετά τις σημαντικές απώλειες που κατέγραψε τον Σεπτέμβριο, η μετοχή του Οργανισμού κρίνεται ελκυστική για τοποθετήσεις», σημειώνουν οι αναλυτές της CSFB, προσθέτοντας ότι ο ΟΤΕ διαπραγματεύεται με «έκπτωση» (discount) 18% σε σχέση με το μέσο όρο του ευρωπαϊκού κλάδου τηλεπικοινωνιών. Στην συνέχεια και στις 5/12/2001 ο ίδιος οίκος κάνει ιδιαίτερα θετικά σχόλια για όλες τις μετοχές του ελληνικού τηλεπικοινωνιακού κλάδου και με αφορμή την ανακοίνωση των καλύτερων του αναμενόμενου αποτελεσμάτων εννεαμήνου του ΟΤΕ αύξησε την τιμή-στόχο σε 20 ευρώ από 19 προηγουμένως επαναλαμβάνοντας παράλληλα τη σύσταση αγοράς για τη μετοχή το Οργανισμού.

Στις 12 Σεπτεμβρίου 2002 ο διεθνής οίκος Credit Suisse First Boston (CSFB) με νέα έκθεσή του (10.9.02) μειώνει τις συστάσεις για τον ελληνικό Οργανισμό σε «ουδέτερη» στάση από «αγορά» και προσδιορίζει την τιμή στόχο στα 14 ευρώ.

Η έκθεση της CSFB δημοσιοποιήθηκε στις 11/09/2002, μια κακή μέρα για τον ΟΤΕ στη Σοφοκλέους, όπου η τιμή της μετοχής του σημείωσε μείωση 2,53% και διαμορφώθηκε στα 13,12 ευρώ (δεύτερη κατώτερη τιμή έτους).

Στις 17 Ιουνίου 2002 σε αναβάθμιση της επενδυτικής της πρότασης για τη μετοχή του ΟΤΕ προέβη η Dresdner Kleinwort Wasserstein συστήνοντας

στους πελάτες της «αγορά» της εν λόγω μετοχής από «διακράτηση» που πρότεινε μέχρι σήμερα. Παράλληλα έθεσε τιμή-στόχο της μετοχής του ΟΤΕ τα 20 ευρώ.

Στις 25/11/2002 την αγορά της μετοχής του ΟΤΕ με τιμή-στόχο τα 15 ευρώ συστήνει η Dresdner Kleinwort Wasserstein σε έκθεση ενόψει της δημοσίευσης των αποτελεσμάτων του Οργανισμού στις 27 Νοεμβρίου. Η Dresdner κάνει λόγο για αύξηση πωλήσεων κατά 7% και μικρότερη (2%) αύξηση των κερδών προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και χρηματοοικονομικών εξόδων (EBITDA).

Τον Δεκέμβρη του 1998 μετοχές του ΟΤΕ προτείνει η Merrill Lynch. Στα 22,74 ευρώ προβλέπει ότι θα φτάσει η τιμή της μετοχής στο επόμενο 12μηνο αναθεωρεί όμως προς τα κάτω τις προβλέψεις για τα κέρδη του Οργανισμού στη διετία 1998-1999, με βάση τα αποτελέσματα του εννεαμήνου.

22/8/2001

Τη μετοχή του ΟΤΕ συστήνει η Merrill Lynch η οποία σε έκθεσή της συστήνει «χτίσιμο θέσεων» στη μετοχή του Οργανισμού και δίνει ως τιμή-στόχο τα 18,5 ευρώ (κατά την συνεδρίαση της 21/08/2001 η μετοχή του ΟΤΕ έκλεισε στα 16,76 ευρώ, με κέρδη 0,48%).

13 Μαρτίου 1998

Οι διοικητικές αλλαγές στον ΟΤΕ και η εκτίμηση ότι η νέα διοίκηση θα επιταχύνει το πρόγραμμα ανάπτυξης του οργανισμού ήταν οι κύριοι λόγοι για τους οποίους η JP Morgan προχώρησε στην πρόταση αγοράς των

μετοχών. Σύμφωνα με στελέχη την JP Morgan προχώρησαν σε πρόταση αγοράς με στόχο τα 23,47 ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου το '98.

15 Απριλίου 1998

Στα 27,9 ευρώ θα χτυπήσει η μετοχή του ΟΤΕ σύμφωνα με την εταιρεία Morgan Stanley. Η εταιρεία συμβούλων εκτιμά άνοδο της μετοχής του ΟΤΕ εξαιτίας κυρίως της αυξημένης κερδοφορίας που προβλέπεται για το 1999. Προς την κατεύθυνση αυτή θα συμβάλλει η ταχύρυθμη ψηφιακοποίηση του δικτύου του ΟΤΕ, μια διαδικασία στην οποία έχει εισέλθει ο οργανισμός μετά την υπογραφή των προγραμματικών συμφωνιών.

17 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 1999

Θετικές εκτιμήσεις για ελληνικές μετοχές και την αγορά μετοχών του ΟΤΕ προτείνει η J.P. Morgan σε ανάλυση για τις ευρωπαϊκές τηλεπικοινωνίες. Η J.P. Morgan θέτει ως στόχο για τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής του ΟΤΕ τις 8.600 δρχ. Στα ισχυρά πλεονεκτήματα του οργανισμού συγκαταλέγεται το γεγονός ότι ο ρυθμός βελτίωσης των κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBI-TDA) για την περίοδο 1998-2002 είναι από τους υψηλότερους της Ευρώπης, αφού εκτιμάται ότι θα προσεγγίσει το 12,5%.

13/8/2001

Morgan Stanley: Περιθώρια ανόδου 50% έχει ο ΟΤΕ

Την αγορά μετοχών του ΟΤΕ" προτείνει η Morgan Stanley Dean Witter στους επενδυτές, αναβαθμίζοντας την αξιολόγησή της για την πορεία της μετοχής από ουδέτερη (neutral) σε καλύτερη εκείνης του κλάδου (outperform). Σε ειδική έκθεση οι αναλυτές της MSDW προβλέπουν ότι η τιμή της μετοχής θα επιστρέψει σύντομα στα 25 ευρώ - το υψηλότερο επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει ποτέ.

09/05/2002

Θετικές είναι οι τελευταίες εκτιμήσεις του επενδυτικού οίκου Morgan Stanley όσον αφορά την πορεία της μετοχής του ΟΤΕ και ο οίκος θέτει ως νέα τιμή-στόχο στο δωδεκάμηνο τα 18,6 ευρώ, συστήνοντας τη λήψη θέσεων μεγαλύτερου του μέσου όρου της αγοράς (overweight).

06/06/2000

Ενθαρρυντικά θεωρεί τα αποτελέσματα του πρώτου τριμήνου του ΟΤΕ η Schroder Salomon Smith Barney, και διατηρεί ως τιμή στόχο για την τιμή της μετοχής τα 38,15 ευρώ (το χθεσινό κλείσιμο ήταν στα 25,94 ευρώ με κέρδη 1,03%). Οι αναλυτές του διεθνούς επενδυτικού οίκου υπογραμμίζουν ότι υπάρχουν «καθαρές ενδείξεις ανάκαμψης» στα έσοδα σταθερής τηλεφωνίας τον Μάρτιο.

27/11/2001

Τιμή - στόχο τα 20 ευρώ διατηρεί η SSSB για τη μετοχή του ΟΤΕ στην τελευταία της έκθεση, ενώ επισημαίνει ότι διατηρεί την άποψη για απόδοση της μετοχής μεγαλύτερη από τη μέση απόδοση της αγοράς (outperform) καθώς και για τη διαβάθμιση του κινδύνου σε Medium Risk.

26/02/2002

Ο οίκος (SSSB) αναφέρθηκε στη μετοχή του ΟΤΕ, επισημαίνοντας ότι η μετοχή του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από "υψηλό ρίσκο τοποθέτησης" και απόδοση καλύτερη του μέσου όρου της αγοράς (outperform), με τον οίκο να διατηρεί την τιμή-στόχο για τον τίτλο στα 20 ευρώ (περιθώριο ανατίμησης της τάξης του 12,7%, σε σχέση με το κλείσιμο της 25/02/2002).

14/06/2002

Παρά ταύτα, ο οίκος διατηρεί τη δωδεκάμηνη πρόβλεψή του (τιμή-στόχου) στα 20 ευρώ, εκτιμώντας ότι η μετοχή του Οργανισμού θα εμφανίσει πορεία καλύτερη του μέσου όρου (market outperform) της ευρωπαϊκής τηλεπικοινωνιακής αγοράς κατά το επόμενο έτος.

31 Αυγούστου 2002

SSSB: Υποβάθμιση της μετοχής του ΟΤΕ

Η Επενδυτική τράπεζα Schroder Salomon Smith Barney ανακοίνωσε την υποβάθμιση της μετοχής του ΟΤΕ σε ουδέτερη και κατέβασε το στόχο για την τιμή της μετοχής στα 16 από 19 ευρώ, με αιτιολογικό την εξασθένηση της εγχώριας αγοράς σταθερής τηλεφωνίας στην Ελλάδα.

ΟΤΕ 16/4/2003

Αναβάθμιση του από τη Smith Barney η οποία βελτίωσε την επενδυτική σύσταση για τον τίτλο του οργανισμού σε «in-line» από «underperform» προηγουμένως, διατηρώντας την τιμή - στόχο στα 10,5 ευρώ. Κατά την συνεδρίαση της 15/04/2003 στη Σοφοκλέους, η μετοχή του ΟΤΕ έκλεισε στα 9,24 ευρώ, με κέρδη 4,76.

18/10/2002

Η Deutsche Bank αναπροσάρμοσε την τιμή-στόχο για τη μετοχή του ΟΤΕ στα 14,2 ευρώ (από 17 προηγουμένως), διατηρώντας πάντως τη σύσταση «αγοράς» για τον τίτλο.

7 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2000

UBS WARBURG

Με discount η διαπραγμάτευση των περισσότερων μετοχών του ΧΑΑ δήλωνε η UBS Warburg . Όσον αφορά την μετοχή του ΟΤΕ που παρακολουθεί την προτρέπει προς αγορά με τιμή-στόχο 30 ευρώ.

27/11/2001

Η UBS Warburg δίνει διακράτηση στη μετοχή και ορίζει τιμή στόχο για την μετοχή του ΟΤΕ, τα 17 ευρώ. Η εκτίμηση της εταιρείας είναι ότι η μετοχή στα υπάρχοντα επίπεδα διαπραγματεύεται κοντά στα θεμελιώδη μεγέθη της (λογιστική αξία).



4 Απριλίου 2002

Με ανακοίνωση του ο διεθνής οίκος αξιολόγησης UBS Warburg διατηρεί την προηγούμενη σύστασή του για διακράτηση των μετοχών του ΟΤΕ, αυξάνοντας ελαφρά την τιμή – στόχο από 17 σε 17,5 ευρώ.

29/5/2002

Για τον ΟΤΕ, σε έκθεση ενόψει της -σημερινής- δημοσίευσης των δικών του αποτελεσμάτων τριμήνου, η γερμανική τράπεζα προβλέπει αύξηση του κύκλου εργασιών και των τόκων προ φόρων, και δίνει επενδυτική σύσταση (market perform) και η τιμή-στόχος (19,3 ευρώ).

25/10/2002

Προτείνει διακράτηση με τιμή στόχο τα 12,2 ευρώ ο διεθνής οίκος UBS WARBURG.

23/11/2002

Όσον αφορά τη μετοχή της ΟΤΕ, η UBS Warburg προχώρησε σε επανάληψη της σύστασής της για διακράτηση του τίτλου στα τρέχοντα επίπεδα, θέτοντας ως τιμή-στόχο στο δωδεκάμηνο τα 12 ευρώ.

20/03/2003

Δύο νέες απόψεις εξέφρασαν διεθνείς επενδυτικοί οίκοι όσον αφορά τη μετοχή της ΟΤΕ, με τη UBS Warburg να προχωρεί σε μείωση της τιμής-στόχου στη μετοχή της ΟΤΕ, από τα 11,7 ευρώ στα 10,7 ευρώ.

ΟΤΕ

23/10/2003

Υποβάθμιση του από την UBS

Ο διεθνής οίκος αναθεώρησε την επενδυτική του σύσταση για τον ΟΤΕ σε μείωση θέσεων (reduce) από ουδέτερη (neutral) δίνοντας ως τιμή-στόχο για τη μετοχή του τα 9 ευρώ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## 5.2 ΕΚΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ALPHA BANK

2/7/2000

Η CSFB διατηρεί την ουδέτερη εκτίμησή της για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα τοποθετεί ως κορυφαία επενδυτική επιλογή την Alpha Bank. Συγκεκριμένα τίθεται τιμή-στόχος 58,7 ευρώ. Σημειώνεται πως στο τέλος της περασμένης εβδομάδας, η τιμή της Alpha Bank βρίσκονταν στα 41 ευρώ.

Συστάσεις αγοράς για Εθνική και Alpha

17/11/2000

Ουδέτερη στάση διατηρεί για τον ελληνικό τραπεζικό κλάδο η Credit Suisse First Boston, ενώ από τις 5 τράπεζες που παρακολουθεί δίνει σύσταση αγοράς για την Alpha Bank με τιμή-στόχο σε 12μηνιαία βάση τα 54 ευρώ. ( Στο κλείσιμο της 16/11/2000 η τιμή της μετοχής διαμορφώθηκε στα 36,46 ευρώ).

26 Σεπτεμβρίου 2002

Τιμή -στόχο τα 14,4 ευρώ ανά μετοχή για την Alpha Bank θέτει η Credit Suisse First Boston. Ο οίκος διατυπώνει «ουδέτερη» στάση για τη μετοχή και επισημαίνει ότι γενικότερα η εγχώρια αγορά έχει υψηλά περιθώρια ανάπτυξης, ενώ και η Alpha έχει τις προϋποθέσεις να επωφεληθεί από τις συνθήκες, χάρη σε στοιχεία όπως το δίκτυο, το brand name και το μάρκετινγκ.

23/1/2002

Σημαντικά περιθώρια ανόδου για τη μετοχή της Alpha Bank «βλέπουν» οι αναλυτές της Deutsche Bank. Ειδικότερα, η γερμανική τράπεζα εκτιμά ότι η μετοχή της Alpha θα έχει "απόδοση αντίστοιχη με αυτή του γενικού δείκτη" (market perform) και δίνει τιμή-στόχο τα 23,80 ευρώ για την Alpha.

20/2/2002

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των ξένων επενδυτικών οίκων βρίσκεται η Alpha Bank, ενόψει της δημοσίευσης των αποτελεσμάτων για το 2001. Σε ότι αφορά την Alpha Bank, οι εκτιμήσεις συγκλίνουν στο ότι θα είναι -μαζί με την Εμπορική- μια από τις λίγες τράπεζες που θα κατορθώσουν να παρουσιάσουν κέρδη σε επίπεδο μητρικής. Η επενδυτική σύσταση για την μετοχή της Alpha παραμένει "market perform" (δηλαδή πρόβλεψη για αποδόσεις αντίστοιχες με αυτές της αγοράς), ενώ η τιμή-στόχος διαμορφώνεται στα 23,8 ευρώ. Κατά τη συνεδρίαση της 19/02/2002 στη Σοφοκλέους, η μετοχή της Alpha έκλεισε στα 17,76 ευρώ, με απώλειες 0,22%.

31 Ιουλίου 2002

Τιμή-στόχο τα 12,9 ευρώ θέτει για την μετοχή της Alpha Bank η Deutsche Bank ενώ αναστέλλει την κάλυψη μέχρι να υιοθετηθούν πλήρως από την ελληνική τράπεζα τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και εκτιμά ότι η πορεία της μετοχής θα είναι ανάλογη με αυτή της αγοράς (market perform).

Στην έκθεση της γερμανικής τράπεζας επισημαίνονται τα αρνητικά αποτελέσματα εξαμήνου της Alpha ενώ διατυπώνεται η επιφύλαξη για τη

δυνατότητα να έχει θετική πορεία στο υπόλοιπο του έτους, δεδομένης και της αύξησης του κόστους.

29 Οκτωβρίου 2001

Στη βελτίωση της επενδυτικής της πρότασης για τη μετοχή της Alpha Bank προχώρησε η Lehman Brothers μετά τα θετικά οικονομικά αποτελέσματα εννεαμήνου της τράπεζας .Παράλληλα, όρισε την τιμή-στόχο της μετοχής στα 19 ευρώ από 17,6 ευρώ που ήταν μέχρι σήμερα.

22 Ιανουαρίου 2002

Η Lehman Brothers διατήρησε αμετάβλητη την αξιολόγησή της για τη μετοχή της Alpha Bank σε "market perform". Ως τιμή-στόχος για τη μετοχή της Alpha Bank τίθενται τα 19,2 ευρώ από 19 ευρώ.

25/2/2002

Η Lehman Brothers σε έκθεσή της αναθεώρησε την τιμή-στόχο για την μετοχή της Alpha σε 17,1 ευρώ από 19,2 προηγούμενως .

10/7/2001

Ο διεθνής επενδυτικός οίκος Merrill Lynch συστήνει στους πελάτες της μείωση των θέσεων στις τραπεζικές μετοχές. Ειδικότερα, για την Alpha η ML θεωρεί ότι τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι κατά 25%-28% χαμηλότερα της αρχικής πρόβλεψης, για αυτό και μειώνει την τιμή στόχο, σε 20 ευρώ.

Ωστόσο, μακροπρόθεσμα συστήνεται η συσσώρευση της μετοχής, λόγω της "ισχυρής εμπορικής επωνυμίας" της Alpha και της θέσης της στους ταχέως αναπτυσσόμενους κλάδους χορηγήσεων και καταθέσεων.

13/7/2001

Μετά από συνεχή λάθη της Merrill Lynch ο οίκος αναθεώρησε επί τα βελτίω και την δωδεκάμηνη τιμή-στόχο που είχε θέσει στα 21,3 για την Alpha (από 20 ευρώ).

4/3/2002

Στα 19,2 ευρώ, δηλαδή περίπου 7% πάνω από τα τρέχοντα επίπεδα διαπραγμάτευσης της προσδιορίζει η Merrill Lynch την "δίκαιη τιμή" της μετοχής της Alpha Bank, η οποία έκλεισε τη Δευτέρα στα 18,56 ευρώ, ενισχυμένη κατά 1,98%. Σε έκθεση με αφορμή την δημοσίευση των αποτελεσμάτων του 2001, οι αναλυτές του διεθνούς επενδυτικού οίκου υιοθετούν "ουδέτερη" στάση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα κρίνοντας τα αποτελέσματα κατώτερα των προσδοκιών τους. Προτείνουν όμως μακροπρόθεσμη αγορά την μετοχής, λόγω των ευνοϊκών προοπτικών της τράπεζας.

Τιμή στόχος 19,2 ευρώ

10/10/2001

Ελκυστικές κρίνει τις αποτιμήσεις της Εθνικής Τράπεζας και της Alpha Bank η Morgan Stanley και υπολογίζει ως δίκαιη τιμή για τις μετοχές των δύο μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών τα 30 ευρώ (για την Εθνική) και τα 21 ευρώ (για την Alpha)

Με δεδομένο ότι χθες έκλεισε η Alpha στα 18,32 ευρώ (+0,44%), είναι προφανές ότι οι αναλυτές του διεθνούς οίκου «βλέπουν» σημαντικά περιθώρια ανατίμησης της μετοχής.

27/02/2000

- Alpha Τράπεζα Πίστewος: Τα θετικά στοιχεία που αναδεικνύουν τη μετοχή της μεγαλύτερης ελληνικής ιδιωτικής τράπεζας στις προτιμήσεις της Salomon Smith Barney είναι η σημαντική ενίσχυσή της μετά την πλήρη συγχώνευσή της με την Ιονική, η διαφαινόμενη αύξηση εσόδων και για το 2000 και η αναδιάρθρωση, η οποία αναμένεται να δώσει καρπούς εντός του 2000. Η τιμή στόχος σε δωδεκάμηνη βάση για τη μετοχή της Πίστewος τοποθετείται στα 84 ευρώ, αμετάβλητη σε σχέση με την προηγούμενη πρόβλεψη του οίκου και ο χαρακτηρισμός παραμένει θετικός.

20/2/2002

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των ξένων επενδυτικών οίκων βρίσκεται η Alpha Bank, ενόψει της δημοσίευσης των αποτελεσμάτων για το 2001. Η SSSB άρχισε χθες την κάλυψη της μετοχής της Alpha υιοθετώντας "ουδέτερη" στάση (θα πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι η SSSB προτείνει μείωση θέσεων στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο γενικά).

Τετάρτη, 10 Απριλίου 2002

Η SSSB μειώνει την τιμή – στόχο για την Alpha Bank στα 15,3 από 19,1 ευρώ.

## **2 Φεβρουαρίου 2000**

Επενδυτικό ενδιαφέρον εμφανίζει, σύμφωνα με την τελευταία ανάλυση-έκθεση της Warburg Dillon Read ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος.

Συγκεκριμένα:

- Τράπεζα Πίστewς: Με ισχυρή πρόταση αγορά (strong buy) και την εκτίμηση ότι η τιμή της μετοχής μπορεί να φθάσει τα 102 ευρώ η Warburg Dillon Read εκφράζει τη θετική της άποψη για την προοπτική του χρηματοοικονομικού ομίλου Πίστewς. Υπογραμμίζεται δε ότι η μετοχή της τράπεζας διαθέτει ελκυστική αποτίμηση, καθώς στα τρέχοντα επίπεδα διαπραγματεύεται υποτιμημένη. Ο οίκος συνυπολογίζει το σημαντικό μερίδιο της τράπεζας στην εγχώρια αγορά, αλλά και την ηγετική της θέση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, ενώ εκτιμά ότι η συγχώνευση με την Ιονική θα ενισχύσει μακροπρόθεσμα τη θέση της.

23/5/2000

Με αρκετά αισιόδοξη πρόβλεψη αφού τα περιθώρια ανόδου είναι 25%, τοποθετείται η μετοχή της Alpha Bank (τιμή - στόχος τα 52,82 ευρώ, χθεσινό κλείσιμο στα 43 ευρώ). Η UBS εκτιμά ότι έχει «θετικές μακροπρόθεσμες προοπτικές αφού θα ωφεληθεί τόσο από την «έκρηξη» στον κλάδο παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα όσο και από τις συνεργίες που συνεπάγεται η εξαγορά της Ιονικής.

6/6/2000

Σύσταση αγοράς για τη μετοχή της Alpha Bank δίνει σε χθεσινή της έκθεση η UBS Warburg Dillon Read , δίνοντας ως τιμή-στόχο τα 51 ευρώ (το χθεσινό κλείσιμο ήταν στα 42,25 ευρώ με απώλειες 2,79%). Ο λόγος που δικαιολογεί την αισιόδοξία για την πορεία της μετοχής είναι η πιθανότητα να εξαγοράσει η Alpha Bank μειωηφικά πακέτα στις



εισηγμένες θυγατρικές της και στη συνέχεια να προχωρήσει σε συγχώνευση των ομοειδών εταιρειών του ομίλου.

20-07-2000

Ελκυστικές θεωρεί τις παρούσες τιμές, σε σημαντικό αριθμό ελληνικών τραπεζικών μετοχών, η UBS Warburg, προτρέποντας προς αγορά με πρόσφατη έκθεσή της την Alpha με τιμή στόχο τα 52,8 ευρώ.

5/10/2000

Στην έκθεση της UBS γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο και δη την Alpha Bank, την Εθνική Τράπεζα, την Εμπορική, την Πειραιώς και την EFG Eurobank Ergasias. Η τιμή - στόχος για την Alpha Bank είναι τα 45,5 ευρώ(με κλείσιμο 04/10/2000 41,3ευρώ), ενώ επισημαίνεται ότι «το 2001 θα γίνουν ορατά τα οφέλη από την εξαγορά της Ιονικής, όπως και από την ενίσχυση της παρουσίας της τράπεζας στην καταναλωτική πίστη.

15/1/2001

Ο οίκος προτείνει τη διατήρηση στα χαρτοφυλάκια μετοχών της Alpha Bank με αντίστοιχη τιμή-στόχο τα 44 ευρώ.

16/3/2001

Στις προηγούμενες αναλύσεις της, η UBS πρότεινε τη διακράτηση των τίτλων των 5 τραπεζών. Τώρα, προτείνει την αγορά της Alpha λόγω των ελκυστικών τους αποτιμήσεων συγκριτικά με τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Δίνει μάλιστα τιμή-στόχο σε δωδεκάμηνη βάση τα 35 ευρώ για την μετοχή της Alpha. Στο κλείσιμο της συνεδρίασης 15/03/2001, η τιμή της διαμορφώθηκε στα 30,08 ευρώ.

2/5/2001

Σύσταση αγοράς για την μετοχή της Alpha Bank εξέδωσε η UBS Warburg, με τιμή-στόχο τα 35 ευρώ. Η τιμή της μετοχής διαμορφώθηκε στα 32,4 ευρώ την 01/05/2001

6/8/2001

Σε επαναβεβαίωση των θέσεων της για αγορά διακράτηση των μετοχών της Alpha Bank προχώρησε τη Δευτέρα ο διεθνής επενδυτικός οίκος UBS Warburg. Για την μετοχή της Alpha, αναφέρεται ότι παραμένει ως τιμή στόχος τα 23,10 ευρώ, που είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή ( γύρω στα 25 ευρώ). Η UBS τονίζει επίσης ότι η Alpha παρουσίασε χαμηλότερη από τη αναμενόμενη ανάπτυξη στον τομέα της πιστωτικής επέκτασης, αλλά σημαντικά καλύτερο ρυθμό αύξησης καθαρών εσόδων, εξέλιξη που αποδίδεται στην καλύτερη κατανομή των στοιχείων ενεργητικού, στην έμφαση που δόθηκε στο retail banking, αλλά και την αύξηση των καταθέσεων.

16 Οκτωβρίου 2001

Αναλυτικότερα, σε ό,τι αφορά την Alpha Bank, ο διεθνής επενδυτικός οίκος βελτιώνει την επενδυτική του στάση σε αγορά από διακράτηση μειώνοντας παράλληλα την τιμή-στόχο της μετοχής στα 21 ευρώ από 23,1 ευρώ που ήταν μέχρι σήμερα.

23 Ιανουαρίου 2002

Συστάσεις UBS Warburg για Alpha με τιμή στόχο τα 21 ευρώ.

29/5/2002

Με αλλαγή της επενδυτικής σύστασης σε «μείωση θέσεων» (από διακράτηση προηγουμένως) και αναπροσαρμογής της τιμής-στόχου για τη μετοχή σε 13,4 ευρώ (από 13,7) αντέδρασε -με αρκετή καθυστέρηση- η UBS Warburg στα «απογοητευτικά» αποτελέσματα τριμήνου της Alpha Bank.

24 Ιουλίου 2002

Τη διακράτηση μετοχών της Τράπεζας Alpha («hold») προτείνει ο διεθνής επενδυτικός οίκος UBS Warburg σε έκθεση του, αναθεωρώντας την προηγούμενη προτροπή προς τους επενδυτές του για μείωση των μετοχικών τους θέσεων σε τίτλους της μεγαλύτερης ελληνικής ιδιωτικής τραπεζής («reduce»). Επισημαίνεται ότι, η UBS δεν μετέβαλλε την τιμή-στόχο των 13,40 ευρώ που είχε θέσει για τη μετοχή της Τραπεζής Alpha.

25/10/2002

Alpha Bank και μείωση θέσεων με τιμή-στόχο τα 9,3 ευρώ.

12/08/2003

Θετικές εκτιμήσεις εξέφρασαν οι αναλυτές του ελβετικού επενδυτικού οίκου UBS Warburg, αντιδρώντας στην ανακοίνωση αποτελεσμάτων εξαμήνου από την τράπεζα Alpha Bank. Ειδικότερα, η UBS Warburg προχώρησε σε αναβάθμιση της τιμής-στόχου στην Alpha Bank, θέτοντάς

την πλέον στα 21,1 ευρώ (περιθώριο ανατίμησης 20% από τα τρέχοντα επίπεδα τιμών), ενώ συνιστά την αγορά (buy 2) του τίτλου, από προηγούμενη σύσταση «διακράτησης» που διατηρούσε.

10/11/2003

Αναβάθμιση από την UBS Warburg για την μετοχή της Alpha bank από 21,10 σε 25 ευρώ και διατήρηση της σύστασης για αγορά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

### 5.3 ΕΚΘΕΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

2/7/2000

Η CSFB διατηρεί την ουδέτερη εκτίμησή της για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα τοποθετώντας ως κορυφαίες επενδυτική επιλογή την Εθνική Τράπεζα, για την οποία τίθεται τιμή - στόχος τα 58,7 ευρώ. Σημειώνεται πως στο τέλος της περασμένης εβδομάδας, η τιμή της εθνικής τράπεζας βρίσκονταν στα 41 ευρώ.

17/11/2000

Η Credit Suisse First Boston, από τις 5 τράπεζες που παρακολουθεί δίνει σύσταση αγοράς για την Εθνική με τιμή-στόχο σε 12μηνη βάση τα 50 ευρώ(. Στο χθεσινό κλείσιμο η τιμή της Εθνικής διαμορφώθηκε στα 37,45 ευρώ)

10/8/2001

Άνοδο 65%(!) για την τιμή της μετοχής της μεγαλύτερης ελληνικής τράπεζας, της Εθνικής, προβλέπει για το προσεχές δωδεκάμηνο η Dresdner Kleinwort Wasserstein. Οι αναλυτές του διεθνούς οίκου αξιολογώντας τα αποτελέσματα εξαμήνου της τράπεζας κρίνουν ότι η τιμή στόχος των 50,1 ευρώ για το επόμενο 12μηνο είναι κατάλληλη, διατηρώντας τη σύσταση αγοράς (η μετοχή διαπραγματευόταν αυτή την περίοδο λίγο πάνω από τα 30 ευρώ).

Άλλωστε και για σήμερα η «δίκαια αξία» (fair value) της τιμής αξιολογείται 45,4 ευρώ, 50% υψηλότερα από τα τρέχοντα αγοραία επίπεδα.

Σχολιάζοντας τα αποτελέσματα εξαμήνου της Εθνικής, οι αναλυτές της Dresner κρίνουν ότι τα κέρδη 465 εκατ. ευρώ που παρουσίασε η ελληνική τράπεζα ήταν υψηλότερα των προσδοκιών της αγοράς, υπερβαίνοντας κατά 20% τις προβλέψεις που οι ίδιοι είχαν διατυπώσει.

28/9/2001

Ως επιτακτική ανάγκη για τις ελληνικές τράπεζες χαρακτηρίζει την επικέντρωση στον τομέα της λιανικής τραπεζικής η Lehman Brothers σε έκθεσή της. Οι αναλυτές του διεθνούς οίκου, μάλιστα, «βαθμολογούν» τους πέντε μεγαλύτερους ομίλους με βάση τις επιδόσεις τους στο retail banking και τις μελλοντικές προοπτικές. Η Εθνική Τράπεζα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Lehman, κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στα στεγαστικά δάνεια, ενώ δραστηριοποιείται επιτυχώς και στον τομέα της καταναλωτικής πίστης. Για το λόγο αυτό, προτείνεται η αγορά της μετοχής, με τιμή στόχο τα 27,5 ευρώ.

22 Ιανουαρίου 2002

Στην αναβάθμιση της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας προχώρησε ο επενδυτικός οίκος Lehman Brothers προτείνοντας στους πελάτες της «αγορά» της μετοχής, ενώ διατήρησε αμετάβλητη την αξιολόγησή του για τη μετοχή της Alpha Bank σε "market perform".

Ως τιμή-στόχος για τη μετοχή της Εθνικής τίθενται τα 28,3 ευρώ, από 30,6 ευρώ που ήταν μέχρι σήμερα.

Αύγουστος 1998

Μακροπρόθεσμη τοποθέτηση στη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, την οποία βλέπει άμεσα στα 161 ευρώ συστήνει η Merrill Lynch.

Ο διεθνής επενδυτικός οίκος παραμένει αγοραστής της μετοχής, παρά την άνοδο της τιμής της κατά 31% τον τελευταίο μήνα. Οι εκτιμήσεις της Merrill Lynch που βασίζονται στον προσδιορισμός της τιμής της μετοχής βάση της προεξοφλούμενης μερισματικής απόδοσης, φέρουν την τιμή της μετοχής της Εθνικής και στα 176 ευρώ.

25 Νοεμβρίου 1998

Το ενδιαφέρον ξένων επενδυτικών οίκων προσελκύουν οι ελληνικές τράπεζες. Σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οίκων, οι προοπτικές που εμφανίζει ο κλάδος στη χώρα μας είναι ιδιαίτερα θετικές. Έτσι, παρά τις προκλήσεις που θα έχουν να αντιμετωπίσουν οι ελληνικές τράπεζες, η ανάπτυξη των χορηγήσεων καταναλωτικών, στεγαστικών δανείων και πιστωτικών καρτών, δημιουργούν προσδοκίες υψηλής κερδοφορίας.

Έτσι, η Merrill Lynch συστήνει στους πελάτες της την μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, επισημαίνοντας ότι στους επόμενους δώδεκα μήνες η τιμή της μετοχής θα πρέπει να κυμαίνεται στις 176 ευρώ.

10/7/2001

Αναθεωρεί τις προβλέψεις του για την πορεία της Εθνικής Τράπεζας ο διεθνής επενδυτικός οίκος Merrill Lynch, ο οποίος σε έκθεσή του την Τρίτη συστήνει στους πελάτες της μείωση των θέσεων στις τραπεζικές μετοχές.

Ο λόγος για την "αλλαγή πλεύσης" σύμφωνα με τους αναλυτές της ML, είναι ότι η παρατεταμένη καχεξία του χρηματιστηρίου θα πλήξει τα έσοδα από προμήθειες και χρηματοοικονομικές συναλλαγές των τριών αυτών τραπεζών.

Για την Εθνική, ο διεθνής οίκος δίνει τιμή στόχο 26,3 ευρώ, και μειώνει κατά 12% την πρόβλεψη για τα κέρδη ανά μετοχή το 2002, αφήνοντας αμετάβλητη την εκτίμησή της για το τρέχον έτος. Μακροπρόθεσμα μάλιστα, προτείνει την αγορά της μετοχής, λόγω της δεσπόζουσας θέσης της Εθνικής στην ελληνική τραπεζική αγορά.

13/7/2001

«Τρία στα τρία» λάθη σε ισάριθμες αναλύσεις διέπραξε τελικώς η Merrill Lynch, αφού μετά την Εμπορική υποχρεώθηκε χθες να «διορθώσει» και τις εκθέσεις που είχε δημοσιεύσει για την Εθνική Τράπεζα και την Alpha Bank. Έτσι αναθεώρησε στα 28,7 ευρώ για την Εθνική (από 26,3 στην αρχική έκθεση). Αν και στην περίπτωση της Εθνικής και της Alpha τα λάθη δεν ήταν τόσο οφθαλμοφανή όπως στην περίπτωση της Εμπορικής (όπου ο αναλυτής του διεθνούς οίκου χρησιμοποίησε τον αριθμό των μετοχών της Alpha Bank αντί για αυτόν της Εμπορικής προκειμένου να εξάγει την



καθαρή αξία ανά μετοχή), εντούτοις γεγονός παραμένει ότι η Merrill Lynch υποχρεώθηκε να αναπροσαρμόσει και τις τρεις εκθέσεις, πράγμα που εντείνει τις αμφιβολίες και τα ερωτηματικά για την ορθότητα των χρησιμοποιούμενων μοντέλων.

Παράγοντες της αγοράς πιθανολογούσαν ότι η ML αναπροσάρμοσε άλλες παραμέτρους των μοντέλων της, προκειμένου να μην καταγραφούν μεγάλες διαφορές μεταξύ των αναθεωρημένων και των αρχικών τιμών-στόχων και να μην αλλάξει η σύσταση προς τους επενδυτές.

13/8/2001

Ελαφρώς χαμηλότερα των προσδοκιών της χαρακτηρίζει η Merrill Lynch τα αποτελέσματα της μεγαλύτερης ελληνικής τράπεζας, της Εθνικής, για το πρώτο 6μηνο του έτους. Παράλληλα όμως, η υποχώρηση των επιτοκίων και άρα του κόστους δανεισμού, οδηγεί τους αναλυτές του διεθνή οίκου να αυξήσουν κατά 2% την τιμή - στόχο για τη μετοχή της τράπεζας, η οποία πάντως παραμένει χαμηλότερη των σημερινών επιπέδων: 29,2 ευρώ έναντι κλεισίματος την 12/08/2001 στα 30,38 ευρώ. Για το λόγο αυτό άλλωστε, η Merrill Lynch συνεχίζει να προτείνει περιορισμό των θέσεων.

27/02/2000

Σε αναθεώρηση των εκτιμήσεών της επί το θετικότερο για τις προοπτικές του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα, καθώς και σε αναβάθμιση των προβλέψεων για την πορεία των μετοχών της Εθνικής και της Τράπεζας Εργασίας προχωρεί η Salomon Smith Barney στην τελευταία κλαδική της έκθεση για την εγχώρια αγορά. Συγκεκριμένα αναφέρει ότι η

αναδιάρθρωση του ομίλου της Εθνικής με την εξυγίανση των θυγατρικών της και την ενίσχυση του χρηματοοικονομικού τομέα, η πλατιά πελατειακή της βάση, η ηγετική της θέση στην εγχώρια αγορά, αλλά και ο στρατηγικός της ρόλος ως δυναμικής εκπροσώπου του κρατικού τομέα εκτιμώνται θετικά από τον οίκο.

Επιπλέον, οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι πρόκειται να ευνοηθεί σημαντικά από την αποκλιμάκωση των βασικών ελληνικών επιτοκίων. Ως εκ τούτου, η SSSB προχώρησε σε αναθεώρηση του χαρακτηρισμού της από ουδέτερο σε θετικό και ως τιμή στόχο για το 2000 θέτει τα 74,5 ευρώ (από 60 ευρώ).

10 Απριλίου 2002

Η SSSB μειώνει την τιμή – στόχο για την Εθνική Τράπεζα στα 20 ευρώ από 26,5 13/11/2002

Η SSSB εμφανίζεται αρκετά συγκρατημένη, κάνει λόγο για "αποδόσεις κατώτερες από αυτές του κλάδου" (underperform), πλην όμως δίνει τιμή-στόχο τα 20,5 ευρώ.

23/1/2002

Σημαντικά περιθώρια ανόδου για τη μετοχή τόσο της Εθνικής όσο και της Alpha Bank «βλέπουν» οι αναλυτές της Deutsche Bank και της UBS Warburg μετά το διαζύγιο των δυο τραπεζών.

Ειδικότερα, η γερμανική τράπεζα εκτιμά ότι και οι δυο μετοχές θα έχουν "απόδοση αντίστοιχη με αυτή του γενικού δείκτη" (market perform) και δίνει τιμή-στόχο τα 29 ευρώ για την Εθνική.

10/10/2001

Ελκυστικές κρίνει τις αποτιμήσεις της Εθνικής Τράπεζας η Morgan Stanley και υπολογίζει ως δίκαιη τιμή για την μετοχή της μεγαλύτερης ελληνικής τράπεζας τα 30 ευρώ .

Με δεδομένο ότι χθες η Εθνική έκλεισε στα 24,58 ευρώ (με κέρδη 0,16%) είναι προφανές ότι οι αναλυτές του διεθνούς οίκου «βλέπουν» σημαντικά περιθώρια ανατίμησης της μετοχής.

2 Φεβρουαρίου 2000

Εθνική Τράπεζα: Η μετοχή του μεγαλύτερου ελληνικού τραπεζικού ομίλου προτείνεται για ισχυρή επενδυτική τοποθέτηση (strong buy) από την SSSB με τιμή-στόχο τα 99 ευρώ, η σημερινή της αποτίμηση θεωρείται λογική. Το υψηλό μερίδιο αγοράς, η ανάπτυξη του δικτύου της και κυρίως η αναδιάρθρωση του ομίλου και η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θεωρούνται καθοριστικοί παράγοντες για την ανάπτυξή της.

23/5/2000

Περιθώρια ανόδου 27% «βλέπει» ο διεθνής οίκος για τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας (τιμή - στόχος τα 60 ευρώ ενώ το χθεσινό κλείσιμο ήταν 45,5 ευρώ) «Η τράπεζα αποκομίζει τώρα τα οφέλη μετά από τέσσερα

χρόνια αναδιάρθρωσης. Είναι τώρα έτοιμη να αντιμετωπίσει τον οξυμμένο ανταγωνισμό και να εκμεταλλευθεί τις προοπτικές ανάπτυξης της εγχώριας τραπεζικής αγοράς. Η διοίκηση της Εθνικής αντιλαμβάνεται τις αλλαγές που επέρχονται και αναμένουμε ότι η τράπεζα θα βρίσκεται στην πρώτη γραμμή των συμμαχιών που θα συναφθούν με αντικείμενο τα νέα δίκτυα διανομής. Η σχετικά υψηλή αποτίμησή της δικαιολογείται από την αναπτυξιακή δυναμική της. Η τρέχουσα τιμή ήταν 45,50 ευρώ.

20/07/2000

Εξαιρετικά θετικές είναι οι εκτιμήσεις της UBS Warburg όσον αφορά τις προοπτικές ανάπτυξης και το ενδεχόμενο εισροής κεφαλαίων στο ΧΑΑ. Στα 48,42 ευρώ η τιμή-στόχος για τη μετοχή της Εθνικής

15/11/2000

Σημαντικά περιθώρια ανόδου για την τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας η UBS Warburg, αφού δίνει ως τιμή-στόχο τα 48,42 ευρώ, (ενώ χθες η Εθνική έκλεισε στα 38,4 ευρώ) και διατηρεί τη σύσταση για διακράτηση της μετοχής.

Σε έκθεσή τους με ημερομηνία 14 Νοεμβρίου οι αναλυτές του διεθνούς οίκου επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματα εννεαμήνου της Εθνικής ήταν κατώτερα των προσδοκιών της αγοράς, κάτι που οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αρνητική πορεία της Σοφοκλέους.

15/1/2001

Ο οίκος προτείνει τη διατήρηση στα χαρτοφυλάκια μετοχών της Εθνικής Τράπεζας με αντίστοιχη τιμή-στόχο τα 48,4 ευρώ και μεγαλύτερα περιθώρια ανόδου για την μετοχή της Εθνικής Τράπεζας .

Ημερησία 16/03/2001

Στις προηγούμενες αναλύσεις της, η UBS πρότεινε τη διακράτηση της Εθνικής Τράπεζας . Τώρα, προτείνει την αγορά της Εθνικής λόγω της ελκυστικής της αποτίμησης συγκριτικά με τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Δίνει μάλιστα τιμή-στόχο σε δωδεκάμηνη βάση τα 43 ευρώ .

Στο κλείσιμο της συνεδρίασης 15/03/2001 η τιμή της Εθνικής διαμορφώθηκε στα 38,28 ευρώ (με κέρδη 1,27%).

15/5/2001

Βραχυπρόθεσμα, η UBS έχει πρόταση αγοράς για την Εθνική και την Alpha Bank, δίνοντας ως (δωδεκάμηνες) τιμές - στόχους τα 43 και τα 35 ευρώ αντίστοιχα. (Η μετοχή της Εθνικής έκλεισε στα 40 ευρώ και της Alpha στα 29,96 ευρώ, με απώλειες 2,82% και 1,83% αντίστοιχα).

6/8/2001

Η τιμή στόχος, που δίνεται για την μετοχή της Εθνικής σε δωδεκάμηνη βάση είναι τα 35 ευρώ, έναντι των επιπέδων των 32 - 33 ευρώ, στα οποία κινείται το τελευταίο διάστημα.

7/8/2001

Μεγάλα περιθώρια κέρδους φαίνεται ότι «υπόσχεται» η μετοχή της Εθνικής, για την οποία οι αναλυτές της Warburg θέτουν στόχο τα 35 ευρώ και χθες διαπραγματευόταν στα 31,14 ευρώ

7/11/2001

Ένας ακόμη διεθνής οίκος υποβάθμισε τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσής της με την Alpha Bank.

Σε ανάλυσή της αναπροσαρμόζει σε «διακράτηση» τη σύστασή της για τη μετοχή της Εθνικής, από «αγορά» που ήταν η προηγούμενη πρότασή της. Ως τιμή - στόχο θέτει τα 27,340 ευρώ (Στις 06/11/2001 έκλεισε στα 28,26 ευρώ).

24/1/2002

Η UBS προτείνει την διακράτηση των τραπεζικών μετοχών, ενώ η τιμή-στόχος είναι τα 27,4 ευρώ για την Εθνική.

Σημειώνεται ότι κατά τη συνεδρίαση της 23/01/2002 η Εθνική έκλεισε στα 26,52 ευρώ (με εντυπωσιακή άνοδο 5,07%).

9/5/2002

Σε έκθεσή της ενόψει της δημοσίευσης των αποτελεσμάτων της Εθνικής Τράπεζας την ερχόμενη εβδομάδα -τελευταία από όλες τις μεγάλες τράπεζες-, η UBS Warburg προβλέπει ότι τα κέρδη πρώτου τριμήνου θα υποχωρήσουν κατά 57% και θα διαμορφωθούν στα 118 εκατ. ευρώ, εξαιτίας της καθίζησης (-62%) των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις και της αύξησης του λειτουργικού κόστους. Ο διεθνής οίκος διατηρεί την σύσταση διακράτησης της μετοχής και την τιμή-στόχο των 18,1 ευρώ, αρκετά κάτω δηλαδή σε σχέση με τα τρέχοντα επίπεδα

διαπραγμάτευσης της μετοχής. Στη συνεδρίαση της 08/05/2002 η μετοχή της ΕΤΕ έκλεισε στα 21,60 ευρώ ενισχυμένη κατά 1,41%.

8/8/2002

Τα αποτελέσματα εξαμήνου της Εθνικής μπορεί να ξεπέρασαν κατά 22% τις προβλέψεις της UBS Warburg, αυτό ωστόσο δεν στάθηκε αρκετό για να άρουν οι αναλυτές του διεθνούς οίκου τις επιφυλάξεις τους για τις προοπτικές της τράπεζας. Ετσι, η UBS διατηρεί την σύσταση διακράτησης για την μετοχή της Εθνικής και την τιμή-στόχο των 18,10 ευρώ που είναι ελαφρά χαμηλότερη από τα τρέχοντα επίπεδα διαπραγμάτευσης (κλείσιμο στα 18,56 ευρώ, με κέρδη 0,43%).

25/10/2002

Διακράτηση για την μετοχή της Εθνικής προτείνει η UBS και δίνει τιμή-στόχο τα 12,8 ευρώ.

13/11/2002

Μηνύματα στους επενδυτές στέλνει σε έκθεση της η UBS Warburg για τα αποτελέσματα εννεαμήνου της Εθνικής Τράπεζας. Ετσι σκιαγραφεί τα στοιχεία με αρκετά αισιόδοξους τόνους και συστήνει διακράτηση της μετοχής με πολύ χαμηλή όμως τιμή-στόχο (12,8 ευρώ).

2 Αυγούστου 2003

Στα 18,9 ευρώ ανά μετοχή ανεβάζει την τιμή στόχο για την Εθνική Τράπεζα η UBS. Σημαντικό λόγο για την αναβάθμιση της τιμής στόχου αποτέλεσαν τα πολύ καλά αποτελέσματα που παρουσίασε η Εθνική για το πρώτο εξάμηνο και ειδικότερα η άνοδος κατά 14% των κερδών, η οποία και διαμορφώθηκε λίγο υψηλότερα σε σχέση με τις προβλέψεις του διεθνούς επενδυτικού οίκου.

## ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. [www. hmerhsia.gr](http://www.hmerhsia.gr)
2. [www. express. gr](http://www. express. gr)
3. [www. tovima. gr](http://www. tovima. gr)
4. [www. google.gr](http://www. google.gr)
5. [www. in. gr](http://www. in. gr)
6. [www. ase .gr](http://www. ase .gr)
7. [www. naftemporiki.gr](http://www. naftemporiki.gr)
8. [www. archive. gr](http://www. archive. gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



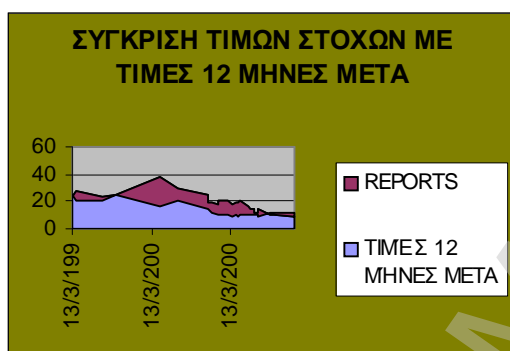
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ

Αξίζει να σημειωθεί αρχικά ότι κατά το διάστημα που αναλύεται οι τιμές στόχοι που τίθενται από τους ξένους επενδύτες επιδεικνύουν ένα παράδοξο στοιχείο. Η σχέση τρέχουσας τιμής κατά την έκδοση της έκθεσης και της τιμής- στόχου διαφοροποιείται από έκθεση σε έκθεση μέσα στο ίδιο έτος κάτι που φυσιολογικά δεν θα έπρεπε να συμβαίνει τουλάχιστον στο βαθμό που παρατηρείται στην παρούσα ερευνά. Ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός της τάξης- μεγέθους που αναλύουμε ανεξάρτητα από το μοντέλο που χρησιμοποιεί για την αξιολόγηση μιας εταιρίας- μετοχής δεν είναι φυσιολογικό να παρουσιάζει μέσα στην ίδια οικονομική χρήση μεγάλες αποκλίσεις στις τιμές στόχους που θέτει. Ένα παράδειγμα σε αυτό παραπάνω είναι η UBS που στις αρχές 2000 έθετε την εθνική τράπεζα στα 99 ευρώ και τον Νοέμβριο 2000 στα 48. Αυτό δεν δικαιολογείται από πραγματική ανάπτυξη ή πτώση της αξίας της εταιρίας μέσα σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα αλλά από χρηματιστηριακά γεγονότα. Αξιοσημείωτο επίσης είναι για παράδειγμα η διάφορα εκτίμησης που μπορεί να δείξουν δυο διαφορετικοί οίκοι την ίδια χρονική στιγμή για μια μετοχή κάτι το οποίο χρήζει περαιτέρω ανάλυσης ώστε να βρεθούν οι παράγοντες πάνω στους οποίους βασίζονται οι δηλώσεις. Χαρακτηριστικά αναφέρεται η 13/11/2002 κατά την οποία η UBS δήλωνε τιμή στόχο για την εθνική τράπεζα τα 12,8 ευρώ και η Citigroup τα 20,5 με την μετοχή στα 14,5 ευρώ. Στην συνέχεια θα παρατεθούν γραφήματα ανά οίκο που θα συσχετίζουν τις τιμές στόχους με τις τιμές των εταιριών μετά από δώδεκα

μήνες σύμφωνα με την άποψη των διεθνών οίκων για την ισχύ των προβλέψεων τους.

## 6.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ ΟΤΕ

Αρχικά φαίνονται από το γράφημα 5 που ακολουθεί της μετοχής του ΟΤΕ οι διαφορές στις τιμές στόχους και τις πραγματικές τιμές ένα χρόνο μετά.



Οι παραπάνω διαφορές φαίνονται και αριθμητικά παρακάτω που αναφέρονται συνοπτικά οι τιμές στόχοι και τις τιμές ένα έτος αργότερα.

Παρατίθεται πίνακας που συγκρίνει τις τιμές στόχους των οίκων συνολικά και τις τιμές του Ο.Τ.Ε ένα έτος αργότερα ώστε να γίνει αντιληπτό εάν επαληθεύτηκαν.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Ημερομηνία/ Τιμή στόχος /Τιμή ένα έτος αργότερα					
13/3/1998	23,47	<b>24,44</b>	4/4/2002	17,5	<b>8,8</b>
15/4/1998	27,88	<b>21,18</b>	9/5/2002	18,6	<b>10</b>
15/12/1998	22,74	<b>20,63</b>	29/5/2002	19,3	<b>9</b>
17/4/1999	25,3	<b>24,65</b>	14/6/2002	20	<b>10,3</b>
6/6/2000	38,15	<b>16,32</b>	20/6/2002	20	<b>10,15</b>
7/11/2000	30	<b>20</b>	31/8/2002	16	<b>10,5</b>
13/8/2001	25	<b>14,3</b>	12/9/2002	14	<b>9,85</b>
22/8/2001	18,5	<b>15</b>	18/10/2002	14,2	<b>10</b>
19/9/2001	19	<b>11,2</b>	25/10/2002	12,2	<b>9,6</b>
27/11/2001	17	<b>10,6</b>	23/11/2002	12	<b>9,52</b>
27/11/2001	20	<b>10,6</b>	25/11/2002	15	<b>9,45</b>
5/12/2001	20	<b>10,82</b>	20/3/2003	10,7	<b>11,3</b>
26/2/2002	20	<b>10,84</b>	16/4/2003	10,5	<b>12,4</b>
			23/10/2003	9	<b>11,2</b>

Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι τιμές στόχοι απέχουν πολύ από την πραγματική πορεία της μετοχής. Αναλύοντας περαιτέρω τις προβλέψεις ανά οίκο θα δούμε τις ποσοστιαίες διαφορές από τις τιμές στόχους και την πραγματική τιμή ένα έτος αργότερα ώστε να αξιολογήσουμε ποιος οίκος είναι πιο αξιόπιστος πάντα στο μέτρο του δυνατού και με τα άρθρα που παρέχονται στην παρούσα μελέτη.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρατίθενται η ημερομηνία που έγινε η δήλωση, η τιμή στόχος που ετίθετο για ένα έτος μετά και η τιμή ένα έτος αργότερα. Κατά συνέπεια εύκολα μπορεί κανείς να διαπιστώσει την αξιοπιστία τους .

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Η **Morgan Stanley** έκανε τις προβλέψεις που φαίνονται στον παρακάτω πίνακα για την μετοχή του ΟΤΕ.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

13/3/1998	23,47	24,44
15/4/1998	27,88	21,18
17/4/1999	25,3	24,65
13/8/2001	25	14,3
9/5/2002	18,6	10

Υπολογίζοντας τις διαφορές των τιμών συμπεραίνουμε ότι έχει μια απόκλιση αποτυχίας στις προβλέψεις της κατά μέσο όρο 40%.

Η **Merrill Lynch** πρότεινε τα ακόλουθα για την μετοχή του ΟΤΕ.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

15/12/1998	22,74	20,63
22/8/2001	18,5	15

Ποσοστό αποτυχίας 16%

Η **Credit Suisse Group** δήλωνε ως ακολούθως

## ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

19/9/2001	19	11,2
5/12/2001	20	10,82
12/9/2002	14	9,84

Ποσοστό αποτυχίας σύμφωνα με τα παραπάνω άρθρα 65%

Η **Deutsche Bank** με την μοναδική δήλωση της στις 18/10/2002

προέβλεπε την μετοχή στα 14,2 ευρώ και η τιμή ένα έτος μετά ήταν στα 10 ευρώ. Πτωτική μεν περίοδος αλλά ποσοστό αποτυχίας 42%.

Η **Dresdner Bank** δήλωνε :

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 5**

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

20/6/2002	20	10,15
25/11/2002	15	9,45

Ποσοστό αποτυχίας 77%.

Η **Smith Barney** όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα πρότεινε:

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 6**

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

6/6/2000	38,15	16,02
27/11/2001	20	10,06
26/2/2002	20	10,84
14/6/2002	20	10,3
31/8/2002	16	10,5
16/4/2003	10,5	12,4

Διαπιστώνουμε λοιπόν μια συνεχή πρόθεση για υπερεκτίμηση και ένα ποσοστό αποτυχίας 86%.

Τέλος η **Ubs Warburg** έκανε τις ακόλουθες προτάσεις:

### ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

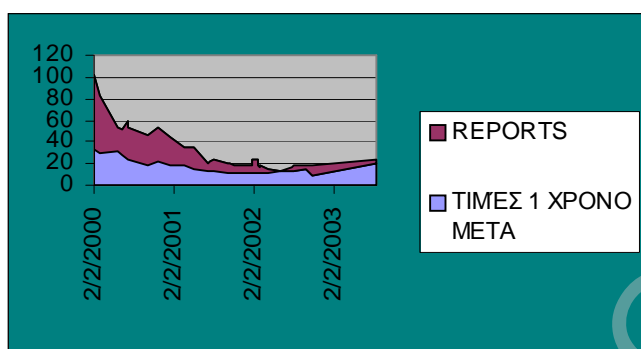
7/11/2000	30	20
27/11/2001	17	10,6
4/4/2002	17,5	8,8
29/5/2002	19,3	9
25/10/2002	12,2	9,6
23/11/2002	12	9,52
20/3/2003	10,7	11,3
23/10/2003	9	11,2

Παρατηρούμε λοιπόν πέραν της αλλαγής μέσα στο ίδιο έτος-οικονομική χρήση των τιμών στόχων και συγκεκριμένα από τον Μάιο του 2002 έως τον Οκτώβριο κατά 60% κάτι αρκετά παράδοξο ένα μέσο ποσοστό αποτυχίας 50%.

Το μικρότερο ποσοστό απόκλισης παρατηρείται από την **MERRILL LYNCH** με 16%.

## 6.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΗ ΤΗΣ ALPHA BANK

Το γράφημα 6 που ακολουθεί παρουσιάζει τις διαφορές στην έκβαση των τιμών της Alpha τράπεζας από τις τιμές στόχους.



Αντίστοιχα ακολουθεί η σύγκριση των τιμών στόχων με τις τιμές 12 μήνες αργότερα στον πίνακα 8.



## ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Ημερομηνία/ Τιμή στόχος /Τιμή ένα έτος αργότερα

2/2/2000	102	29/10/2001	19
		32,95	11
27/2/2000	84	22/1/2002	19,2
		29,7	11
23/5/2000	52,82	23/1/2002	21
		31,8	11,5
6/6/2000	51	23/1/2002	23,8
		28,5	11,5
2/7/2000	58,7	20/2/2002	23,8
		24,7	11,3
5/7/2000	52,8	20/2/2002	19,1
		23,45	11,3
5/10/2000	45,5	25/2/2002	17,1
		18	10,5
17/11/2000	54	4/3/2002	19,2
		21,3	10,6
15/1/2001	44	10/4/2002	15,3
		18,65	11,15
16/3/2001	35	29/5/2002	13,4
		18,4	13,3
2/5/2001	35	24/7/2002	13,4
		14,9	17
10/7/2001	20	31/7/2002	12,9
		13,45	18,35
13/7/2001	21,3	26/9/2002	14,4
		12,8	17,85
6/8/2001	23,1	25/10/2002	9,3
		13,4	19,3
10/10/2001	21	12/8/2003	21,1
		11,6	23,16
16/10/2001	21		
		11,1	

Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι τιμές στόχοι απέχουν πολύ από την πραγματική πορεία της μετοχής. Αναλύοντας περαιτέρω τις προβλέψεις ανά οίκο όπως και με τον ΟΤΕ έχουμε τους παρακάτω πίνακες.

Η **Morgan Stanley** έκανε την παρακάτω πρόβλεψη για την μετοχή της Άλφα Τράπεζας. Στις 10/10/2001 έθετε τιμή στόχο τα 21 ευρώ. Η μετοχή ένα έτος μετά διαμορφωνόταν στα 11,6. Ποσοστό απόκλισης 81%.

Η **Merrill Lynch** πρότεινε τα ακόλουθα για την μετοχή της Άλφα Τράπεζας.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

10/7/2001	20	13,45
13/7/2001	21,3	12,8
4/3/2002	19,2	10,6

Ποσοστό απόκλισης 60%

Η **Credit Suisse Group** δήλωνε ως ακολούθως

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

2/7/2000	58,7	24,7
17/11/2000	54	21,3
26/9/2002	14,4	17,85

Ποσοστό μέσης απόκλισης 105%

Η **Deutsche Bank** όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα πρότεινε:

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

23/1/2002	23,8	11,5
20/2/2002	23,8	11,3
31/7/2002	12,9	18,35

Ποσοστό απόκλισης 120% και πτώση της αξιολόγησης της εταιρίας μέσα σε 5 μόνο μήνες το 2002 κατά 100% όπως φαίνεται παραπάνω στον πίνακα.

Η **Smith Barney** δήλωνε :

### ΠΙΝΑΚΑΣ 12

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

27/2/2000	84	29,7
20/2/2002	19,1	11,3
10/4/2002	15,3	11,15

Ποσοστό απόκλισης 95%.

Η **Lehman Brothers** δήλωνε ως ακολούθως

### ΠΙΝΑΚΑΣ 13

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

29/10/2001	19	11
22/1/2002	19,2	11
25/2/2002	17,1	10,5

Ποσοστό αποτυχίας 70%.

Η **Ubs** τέλος δήλωνε :

### ΠΙΝΑΚΑΣ 14

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

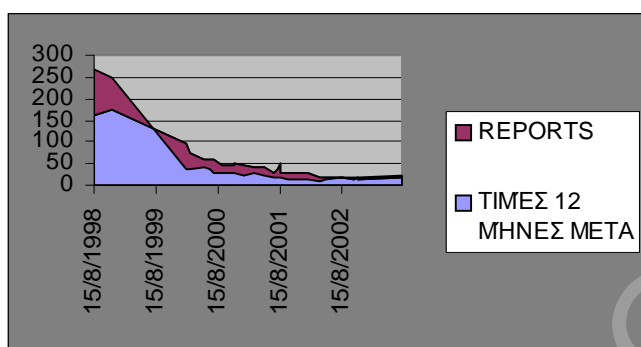
2/2/2000	102	32,95	6/8/2001	123,1	13,4
23/5/2000	52,82	31,8	16/10/2001	21	11,1
6/6/2000	51	28,5	23/1/2002	21	11,5
5/7/2000	52,8	23,45	29/5/2002	13,4	13,3
5/10/2000	45,5	18	24/7/2002	13,4	17
15/1/2001	44	18,65	25/10/2002	9,3	19,3
16/3/2001	35	18,4	12/8/2003	21,123,16	
2/5/2001	35	14,9			

Ποσοστό αποτυχίας κατά μέσο όρο 95%.

Το μικρότερο ποσοστό απόκλισης κατέχει η Merrill Lynch με 60%.

### 6.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Το γράφημα 7 που ακολουθεί παρουσιάζει τις διαφορές στην έκβαση των τιμών της Εθνικής τράπεζας από τις τιμές στόχους.



Οι αριθμητικές διαφορές είναι οι εξής και φαίνονται στον πίνακα 15 που ακολουθεί.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 15

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

15/8/1998	161,4	270	6/8/2001	35	18
25/11/1998	176	250	10/8/2001	50,1	18,3
2/2/2000	99	37,3	13/8/2001	29,2	18,2
27/2/2000	74,5	36,7	28/9/2001	27,5	15,6
23/5/2000	60	42	10/10/2001	30	13,5
23/5/2000	60	42	7/11/2001	27,34	15,8
1/7/2000	58,7	35	22/1/2002	28,3	12,15
20/7/2000	60	29,5	23/1/2002	29	12,55
8/9/2000	48,42	29,8	23/1/2002	27,4	12,55
15/11/2000	48,42	29	10/4/2002	20	10,5
17/11/2000	50	29,9	9/5/2002	18,1	13,5
15/1/2001	48,4	24,5	8/8/2002	18,1	17,8
16/3/2001	43	25,4	25/10/2002	12,8	17,7
15/5/2001	43	22,8	13/11/2002	20,5	18,8
10/7/2001	26,3	19,5	13/11/2002	12,8	18,8
13/7/2001	28,7	18,9	2/8/2003	18,9	22,8

Πέραν των παραπάνω διαφορών παραθέτουμε τέλος τις διάφορες ανά οίκο αναφορικά με την μετοχή της Εθνικής Τράπεζας.

Η Morgan Stanley με την μοναδική δήλωση στις 10/10/2001 και πρόταση στα 30 ευρώ και την τιμή μετά από ένα έτος στα 24,28 έχει ποσοστό απόκλισης 50%

Η **Merrill Lynch** δήλωνε :

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 16**

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

15/8/1998	161,4	270
25/11/1998	176	250
10/7/2001	26,3	19,5
13/7/2001	28,7	18,9
13/8/2001	29,2	18,2

Ποσοστό απόκλισης 52%

Η **Credit Suisse Group** όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα πρότεινε:

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 17**

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

1/7/2000	58,7	35
17/11/2000	50	29,9

Απόκλιση 66%

Η **Deutsche Bank** δήλωνε στις 23/01/2002 την Εθνική στα 29 ευρώ και μετά ένα έτος η μετοχή ήταν στα 12,55. Άρα ποσοστό 130%. Ομοίως η **Dresdner Bank** στις 10/08/2001 έθετε 50,1 ευρώ με έκβαση στο έτος τα 18,3 ευρώ. Απόκλιση 280%.

Η **Lehman Brothers** δήλωνε ως ακολούθως

### ΠΙΝΑΚΑΣ 18

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

28/9/2001	27,5	15,6
22/1/2002	28,3	12,15

Απόκλιση 100%

Η **Smith Barney** δήλωνε :

### ΠΙΝΑΚΑΣ 19

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

27/2/2000	74,5	36,7
10/4/2002	20	10,5
13/11/2002	20,5	18,8

Ποσοστό διαφοράς κατά μέσο όρο 65%.

Η **Ubs** τέλος δήλωνε :

### ΠΙΝΑΚΑΣ 20

Τιμή στόχος- Τιμή 1 έτος αργότερα

2/2/2000	99	37,3	6/8/2001	35	18
23/5/2000	60	42	7/11/2001	27,34	15,8
20/7/2000	60	42	23/1/2002	27,4	12,55
8/9/2000	48,42	29,8	9/5/2002	18,1	13,5
15/11/2000	48,42	29	8/8/2002	18,1	17,8
15/1/2001	48,4	24,5	25/10/2002	12,8	17,7
16/3/2001	43	25,4	13/11/2002	12,8	18,8
15/5/2001	43	22,8	2/8/2003	18,9	22,8

Απόκλιση κατά μέσο όρο 67%.

Η Merrill Lynch και η Morgan Stanley κινούνται στα χαμηλότερα επίπεδα απόκλισης αναφορικά με την Εθνική Τράπεζα γύρω στο 50%.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7- ΤΕΛΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΠΕΡΙ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ

Στην συνέχεια παρατίθενται σχόλια για την αξιοπιστία των συστάσεων των αναλυτών.

Οι αξιολογήσεις των μεγάλων διεθνών επενδυτικών οίκων που βλέπουν κατά καιρούς το φως της δημοσιότητας δεν σημαίνουν πάντοτε αυτό που αναφέρουν. Είναι πολλοί οι κάτοχοι μετοχών κυρίως απλοί ιδιώτες επενδυτές που ενώ γνωρίζουν ότι κάποια εταιρεία στην οποία έχουν επενδύσει έχει προβλήματα εν τούτοις, ο καθένας για τον δικό του λόγο, επιμένει να κρατάει τις μετοχές του. Άλλος γιατί περιμένει να ανέβουν λίγο και μετά να τις πουλήσει άλλος ίσως, γιατί πιστεύει ότι η μετοχή επιτέλους θα ανακάμψει εν αναμονή θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων. Τη στιγμή εκείνη, την κρίσιμη, η παρέμβαση των αναλυτών κάποιου μεγάλου χρηματοοικονομικού ή επενδυτικού οίκου, όπως για παράδειγμα της γνωστής μας Morgan Stanley ή της Salomon Smith Barney, μπορεί να είναι καθοριστική.

Το λάθος που έκανε στο παρελθόν ο διεθνής χρηματοοικονομικός οίκος Merrill Lynch σχετικά με την αποτίμηση των τριών μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών (Εθνική, Alpha Bank, Εμπορική), το οποίο είχε συνέπειες τον καθορισμό χαμηλότερων τιμών-στόχων και την πτώση των μετοχών τους, αποτελεί έναν κρίκο στη μακρά αλυσίδα παρόμοιων άστοχων ενεργειών εκ μέρους των διαφόρων διεθνών οίκων που δημοσιεύουν εκτιμήσεις και επενδυτικές συμβουλές σε παγκόσμιο επίπεδο. Και η συχνότητα των περιστατικών αυτών είναι τέτοια ώστε να αμφισβητείται πλέον σε όλον τον κόσμο η εμπιστοσύνη της διεθνούς επενδυτικής κοινότητας προς τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες και χρηματοοικονομικούς οίκους.

Για παράδειγμα, στο παρελθόν οι χρηματιστηριακές αρχές της Ινδίας απαγόρευαν την πραγματοποίηση συναλλαγών από την Credit Swiss First Boston ύστερα από καταγγελίες ότι η εταιρεία συμμετείχε σε «παιχνίδια» χειραγώγησης τιμών μετοχών. Συνεργάτης της ίδιας εταιρείας στην Ιαπωνία καταδικάστηκε τον περασμένο μήνα από δικαστήριο της χώρας διότι παρενέβη τη νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς και εμπόδισε τη δικαστική έρευνα.

Εξάλλου η Morgan Stanley και η Credit Swiss First Boston περιλαμβάνονται μεταξύ εννέα εταιρειών τις οποίες ελέγχουν οι αμερικανικές χρηματιστηριακές αρχές για αξιόποινες πράξεις σχετικά με τις εισαγωγές εταιρειών στο χρηματιστήριο. Η Credit Swiss First Boston μάλιστα απέλυσε στο παρελθόν τρεις υπαλλήλους της που εμπλέκονταν στις έρευνες που σχετίζονται με πωλήσεις μετοχών από νέες εισαγωγές.

Χαρακτηριστικό είναι επίσης το παράδειγμα που μας έρχεται από το City του Λονδίνου, όπου κτυπά η καρδιά της χρηματιστηριακής αγοράς της βρετανικής πρωτεύουσας. Οι περισσότεροι επενδυτές γνώριζαν ότι η βρετανική εταιρεία σιδηροδρόμων Railtrack είχε προβλήματα. Όταν όμως οι αναλυτές της τράπεζας ABN-Amro άλλαξαν τον χαρακτηρισμό της μετοχής από «διακράτηση» (hold) σε «πώληση» (shell), αυτό ήταν καθοριστικό για την τύχη της εταιρείας, η οποία είδε τη μετοχή της να χάνει το 20% της αξίας της σε 48 ώρες.

Αυτό το περιστατικό, όπως και άλλα εντός και εκτός ευρωζώνης αλλά και στην Ελλάδα, είναι χαρακτηριστικό της δύναμης που έχουν οι επενδυτικές προτάσεις των μεγάλων «σπιτιών» και του πόσο πολύτιμες είναι για τους ιδιώτες επενδυτές, παρά το γεγονός ότι απευθύνονται σε ιδρύματα, όπως



ασφαλιστικά ή συνταξιοδοτικά ταμεία, σε θεσμικούς επενδυτές και σε μάνατζερ επενδυτικών-ασφαλιστικών προγραμμάτων μεγάλων ασφαλιστικών εταιρειών.

Το γεγονός ότι οι ιδιώτες επενδυτές άρχισαν να ενημερώνονται σχετικά με τις επενδύσεις τους και τις μελλοντικές τους κινήσεις οφείλεται στο ότι οι εταιρείες που αξιολογούν τις μετοχές έχουν αρχίσει να δημοσιεύουν στο Internet σε επενδυτικά, κυρίως, websites συμβάλλοντας αρκετά στην επιμόρφωση του απλού επενδυτικού κοινού. Η απόδοση των περισσότερων εταιρειών παρακολουθείται από αναλυτές, οι οποίοι μάλιστα προβαίνουν και σε αξιολογήσεις και ανάλογα συμβουλεύουν ή προτείνουν «αγορά», «διακράτηση» ή «πώληση» (buy, hold και shell αντίστοιχα), με όλες τις ενδιάμεσες βαθμίδες.

Πώς μπορεί ένας επενδυτής να ερμηνεύσει τις αξιολογήσεις και τις προτάσεις αυτές είναι ένα σοβαρό θέμα. Για παράδειγμα, όταν η αξιολόγηση προτείνει την «αγορά» (buy) μιας μετοχής, τις περισσότερες φορές η πρόταση αυτή καλό θα ήταν να αγνοηθεί. Για τον απλούστατο λόγο ότι μια τράπεζα δεν έχει επενδυτικό συμφέρον να συμβουλεύσει «πώληση» για μια εταιρεία που θα της απέδιδε σημαντικά έσοδα από δημόσιες εγγραφές, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και εξαγορές. Αν ο πελάτης μιας τράπεζας είναι έτοιμος να εγγραφεί σε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, θα ήταν το λιγότερο αφελές να προτείνεται από τον 'οίκο' για τη συγκεκριμένη μετοχή «πώληση».

Από την άλλη πλευρά, η πρόταση «πώληση» είναι ειλικρινέστερη, ειδικότερα όταν συνάγεται από το επιχειρηματικό μοντέλο βάσει του οποίου λειτουργεί η συγκεκριμένη εταιρεία και τις προοπτικές της για

κερδοφορία. Οι επενδυτές θα πρέπει να ερμηνεύουν σωστά τις λέξεις. Έτσι, σύμφωνα με την «αργκό» των επενδυτικών προτάσεων που συναντά κανείς στις αναλύσεις κορυφαίων οίκων, η λέξη «διακράτηση» (hold) μπορεί να σημαίνει αυτό που εννοεί, μπορεί όμως να σημαίνει και «πώληση».

Στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν τη δική τους κρίση καθώς και τα συμπεράσματα που θα βγάλουν από τη μελέτη των στοιχείων για την κερδοφορία της εταιρείας και του επιχειρηματικού μοντέλου, όπως περιγράφεται στην ανάλυση. Βέβαια είναι αρκετά δύσκολο στον καθένα να έχει πρόσβαση σε τέτοιου είδους πληροφορίες από επενδυτικές τράπεζες, αλλά τα διάφορα websites, όπως προαναφέρθηκε, έχουν αρχίσει να βοηθούν σημαντικά.

Ωστόσο και στην περίπτωση αυτή η βοήθεια μπορεί να μπερδέψει λίγο. Ένα μειονέκτημα των πληροφοριών που παρέχουν τα websites είναι αυτό της μη έγκαιρης ανανέωσης. Έτσι μια ανάλυση που υπάρχει σε κάποιο site μπορεί να έχει δημοσιευθεί λίγες ημέρες μετά ή ακόμη και εβδομάδες από τότε που η πληροφορία ή η αξιολόγηση έχει φθάσει στην αγορά, έχει αξιολογηθεί και έχει επηρεάσει θετικά ή αρνητικά την τιμή της μετοχής. Σε γενικές γραμμές, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι επιφυλακτικοί με τις προτάσεις. Έτσι τις περισσότερες φορές, κατά κανόνα, όταν διαβάζουν «δυναμική αγορά» (strong buy), θα πρέπει να το ερμηνεύουν ως «αγορά».

Στην περίπτωση του όρου «προσδοκίες για άνοδο» (outperform), οι επενδυτές θα πρέπει να τον ερμηνεύουν ως «διακράτηση» ή «αγορά». Ως «διακράτηση» θα πρέπει να ερμηνεύονται και η «αγορά σε

μακροπρόθεσμο διάστημα» (long term buy), η «αγορά», καθώς επίσης και η «πρόσθεση» και η «συσσώρευση» (add και accumulate αντίστοιχα).

Στις περιπτώσεις που η πρόταση λέει «διακράτηση», «ουδέτερη στάση» (neutral), «πώληση» (sell) και «προσδοκίες για πτώση» (underperform), τότε ο επενδυτής πρέπει να την ερμηνεύει ως «πώληση».

Αντιφατικές επίσης προβλέψεις για την μελλοντική πορεία των ελληνικών μετοχών πραγματοποιούν μεγάλοι ξένοι επενδυτικοί οίκοι, οι οποίοι όπως ομολογούν έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα αφού επιδιώκουν και έχουν συνεργασίες με τις εταιρίες που αναλύουν. Η παραδοξότητα αυτή η οποία απαιτεί περαιτέρω έρευνα σχετικά με την εγκυρότητα των αναλύσεων για τις ελληνικές μετοχές, στις οποίες η αγορά δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα, είναι προφανής σε δύο εκθέσεις τις UBS Warburg για την Alpha Bank. Συγκεκριμένα στις 25/10/2002 ο διεθνής επενδυτικός οίκος UBS σε σχετική του έκθεση με αφορμή τα αποτελέσματα του 2002 θέτει τιμή στόχο για την εταιρεία τα 9,30 ευρώ και συστήνει μείωση θέσεων. Σημειώνεται ότι η τρέχουσα τιμή της Alpha Bank τη συγκεκριμένη ημερομηνία ήταν 11 ευρώ. Ωστόσο η UBS σε νεώτερη έκθεσή της με ημερομηνία 10 Νοεμβρίου (9 μήνες αργότερα) αυξάνει την τιμή στόχο για τη μετοχή της τράπεζας στα 25 ευρώ από 21,1 ευρώ, ενώ η σύσταση για τη μετοχή παραμένει για «ισχυρή αγορά» (Buy 1), καθώς τα αποτελέσματα εννεαμήνου που ανακοίνωσε ήταν ανώτερα των εκτιμήσεών της. Με λίγα λόγια η UBS προτείνει πώληση των μετοχών της Alpha Bank στα 9,30 ευρώ και 9 μήνες μετά προτείνει αγορά των ίδιων μετοχών στα 25 Ευρώ. Τον Φεβρουάριο, παρά τη συμβουλή πώλησης, ο επενδυτικός οίκος επισημαίνει ότι τα αποτελέσματα χρήσεως 2002 που ανακοίνωσε η Alpha

Bank κινούνται στο όριο των προβλέψεών της. Συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι η πτώση στα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας που ανακοίνωσε η τράπεζα, στα 172,5 εκατ. ευρώ από 207,7 εκατ. την προηγούμενη χρήση, είναι ελαφρώς μικρότερη από αυτή που ανέμενε η επενδυτική, η οποία υπολόγιζε σε κέρδη 168 εκατ. ευρώ.

Αναφορικά με την απόφαση – έκπληξη της Alpha Bank να αυξήσει τα επιτόκια χορηγήσεων, η UBS σχολιάζει ότι η κίνηση αυτή ίσως δώσει κάποια –προσωρινή– ώθηση στην κερδοφορία της τράπεζας, ωστόσο ενδέχεται να της «κοστίσει» σε απώλεια μεριδίων αγοράς.

Όμως η UBS στην νέα έκθεσή της με ημερομηνία 10 Νοεμβρίου αυξάνει την τιμή στόχο στα 25 ευρώ για τη μετοχή της Alpha Bank από 21,1 ευρώ, με αφορμή την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων εννεαμήνου της τράπεζας τα οποία κυμάνθηκαν πάνω από τις προβλέψεις της. Η σύσταση για τη μετοχή παραμένει για «ισχυρή αγορά» (Buy 1). Η αναβάθμιση της τιμής – στόχου αντανάκλα την προς τα πάνω αναθεώρηση, των κερδών της Alpha Bank από την UBS κατά 18%,16% και 15% για τις οικονομικές χρήσεις 2003, 4 και 5 αντίστοιχα. Κατά την UBS η Alpha Bank αποτελεί μία από τις πιο ελκυστικές μετοχές του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου.

Ενώ λοιπόν η λογική λέει ότι όταν μια μετοχή βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα είναι ευκαιρία αγοράς, ενώ όταν διαπραγματεύεται στα υψηλά της, το λογικό είναι να πωληθεί, αυτό αναιρείται από τις δυο συγκεκριμένες εκθέσεις της UBS για την Alpha Bank. Το ερώτημα που τίθεται είναι το εξής: Οι αναλυτές της UBS είχαν τόσο βραχυπρόθεσμη προοπτική όταν έγραψαν την πρώτη τους έκθεση ώστε να χρειάζεται να την αναιρέσουν

λίγους μήνες αργότερα και να προτείνουν στους επενδυτές-πελάτες τους να ξαναγοράσουν ακριβότερα τις μετοχές που είχαν πουλήσει φθηνά, ή η UBS έχει σοβαρό λόγο να μεταβάλει τις απόψεις της για λόγους που αναμφίβολα απαιτούν διερεύνηση και γεννούν αρκετά ερωτήματα πάντα καλόβουλα και σε ερευνητικό επίπεδο .

Αυτό ίσως η παρούσα ερευνά δεν είναι σε θέση να το κρίνει διότι χρειάζεται γνώση του ίδιου του χαρτοφυλακίου και των κινήσεων του οίκου.

Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι στην έκθεση με ημερομηνία 10 Νοεμβρίου υπάρχει μια παρατήρηση, η οποία λέει τα εξής: «Η εταιρεία (UBS) έχει και επιδιώκει συνεργασίες με τις εταιρείες που καλύπτει σε αυτές τις αναλύσεις. Γι' αυτό οι επενδυτές πρέπει να είναι ενήμεροι ότι η εταιρία(UBS) μπορεί να έχει σύγκρουση συμφερόντων (conflict of interest). Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιμετωπίζουν την έκθεση σαν ένα μεμονωμένο στοιχείο για την επενδυτική τους ενημέρωση». Προφανώς οι δύο αντιφατικές αυτές εκθέσεις υπόκεινται στην παραπάνω παρατήρηση της UBS. Παρακάτω αναφέρεται μια αλληλουχία καταστάσεων που έλαβαν χώρα σχετικές με την παραπάνω παρατήρηση.

Οκτώβριος 2002: Έκθεση της UBS για τις προοπτικές των Ελληνικών εισηγμένων. Σύσταση πώλησης της Alpha Bank και τιμή στόχος 9,30. Σκληρές τιμές στόχοι για όλες τις τράπεζες σημαντικά χαμηλότεροι από τις τρέχουσες τιμές της αγοράς. Την ίδια περίοδο που η έκθεση δημοσιεύεται

ο Γενικός Δείκτης καταγράφει πτώση 500 μονάδων από τις 2.200 μονάδες έως το χαμηλό του 2002 (1.704 μονάδες) .

19 Μαρτίου: Έκθεση της UBS για τις προοπτικές των Ελληνικών εισηγμένων. Σύσταση πώλησης (υπό αναθεώρηση όμως) της Alpha Bank και τιμή στόχος 10,46 (κλείσιμο 19/03 στα 9.90).

Κανένας τραπεζικός φορέας δεν συγκέντρωσε σύσταση αγοράς ή έστω κάποιο σημαντικό περιθώριο ανατίμησης στην τιμή στόχο. 9 Σεπτεμβρίου: 15,9 εκατομμύρια μετοχές της Alpha Bank αλλάζουν χέρια με την διαδικασία του book building.

Ανάδοχοι έκδοσης στο εξωτερικό η UBS και η JP Morgan. Η έκδοση καλύπτεται με μεγάλη επιτυχία και με πολύ σύντομες διαδικασίες.

12 Σεπτεμβρίου: Έκθεση της UBS για τις Ελληνικές Τράπεζες. Αναβάθμιση τιμών στόχων, ένθερμη κριτική για την ποιότητα των κερδών και ελκυστική αποτίμηση της Alpha Bank στα τρέχοντα επίπεδα, νέα τιμή στόχου 21,10 και «σύσταση αγοράς με μεγάλη βεβαιότητα». Εξαίρεση στην έκθεση η μετοχή της Εμπορικής. Άρα λοιπόν εύκολα γεννώνται πολλά ερωτηματικά για τις κινήσεις που λαμβάνουν χώρα εν άγνοια των μικροεπενδυτών.

Όσον αφορά τις επιλογές των ξένων οίκων κατά τη διάρκεια του 2000 όπως φαίνεται και από τα γραφήματα απείχαν πολύ από τις τιμές στόχους. Η μαζική υποχώρηση των τιμών των μετοχών η οποία παρέσυρε σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και τους επενδυτές που εμπιστεύτηκαν τις προβλέψεις των αναλυτών τους. Εάν δεχθούμε ότι οι μελέτες αυτές

διοχετεύονται κυρίως σε Ελληνες θεσμικούς επενδυτές, δεν είναι να απορούμε για τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου το τελευταίο διάστημα.

Οι διεθνείς αρνητικές συγκυρίες και η παρατεταμένη διόρθωση έχουν παρασύρει τις τιμές των μετοχών των προτάσεών τους σε πολύ χαμηλά επίπεδα κατά το 2000-2001. Βέβαια, οι οργανισμοί συνεχίζουν να τονίζουν ότι οι προτάσεις τους έχουν ισχύ για διάστημα τουλάχιστον 1 έτους αλλά ούτε και σε αυτό το διάστημα επαληθεύτηκαν.

Η τακτική των επενδυτικών προτάσεων αγοράς, διακράτησης και πώλησης που έχει καθιερωθεί εδώ και χρόνια να δημοσιεύονται από τους συγκεκριμένους οίκους, πιθανόν να λειτουργούν ως τακτικές αγοράς η πώλησης μετοχών στους ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές. Θέτοντας τιμές στόχους, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω οι επενδυτικοί οίκοι ουσιαστικά ωθούν τους επενδυτές να αγοράσουν σε υψηλότερες τιμές τις μετοχές που αυτοί θέλουν να πωλήσουν και αντίστοιχα να ωθήσουν σε χαμηλότερες τιμές τις μετοχές που αυτοί θέλουν να αγοράσουν.

Σε μία χρηματιστηριακή συγκυρία όπως αυτή του 2000 (όπου ο χρηματιστηριακός θάνατος του ενός είναι το χρηματιστηριακό κέρδος του άλλου) τα κριτήρια προφανώς με τα οποία οι επενδυτικοί αυτοί οίκοι δημοσιοποιούν τις τιμές-στόχους και τις προτάσεις τους δεν είναι άλλα πέραν του κέρδους της εταιρείας. Το ερώτημα που ακολουθεί είναι γιατί να αποδέχονται οι ιδιώτες επενδυτές να ρυθμίζουν τα χαρτοφυλάκιά τους

κατά τα δικά τους πρότυπα. Πιθανή απάντηση, τα κέρδη που θα έχουν οι τοποθετήσεις αυτές. Στην πράξη όμως η υποχώρηση του ελληνικού χρηματιστηρίου το διάστημα 2000-2003 τόσο σε επίπεδο blue chips όσο και σε επίπεδο μέσης και μικρής κεφαλαιοποίησης δεν αφήνει στους συγκεκριμένους οίκους το παραπάνω επιχείρημα.

Αν εξετάσουμε πώς κινήθηκαν ορισμένες επενδυτικές προτάσεις που έγιναν από ξένους επενδυτικούς οργανισμούς στο διάστημα 2000-2003 δεν θα οδηγηθούμε σε διαφορετικά συμπεράσματα.

Η Schroder Salomon Smith Barney (SSSB) σε έκθεση που είχε κάνει τον Ιούλιο 2000, είχε θέσει ως τιμή-στόχο για τον ΟΤΕ τα 38,15 ευρώ με ορίζοντα ενός έτους, όταν ο ΟΤΕ είχε κλείσει στα 24,43 ευρώ. Σχεδόν 4,5 μήνες αργότερα η τιμή του ΟΤΕ είχε υποχωρήσει στα 16,72 δηλαδή κατά -31,5%. Εάν δηλαδή ένας επενδυτής είχε αγοράσει ΟΤΕ πάνω από τα 24,43 ευρώ θα είχε χάσει το 31% των χρημάτων και θα έπρεπε να περιμένει αρκετά για να επανεισπράξει τα χρήματα που είχε δώσει. Ωστόσο πιο ρεαλιστική ήταν η πρόταση για ορισμένες τραπεζικές μετοχές.

Για παράδειγμα, στην Alpha Bank η τιμή-στόχος ήταν 51 ευρώ από αρκετούς οίκους που παρατίθενται με την μορφή άρθρου σε προηγούμενο κεφάλαιο όταν η μετοχή της τράπεζας είχε κλείσει στα 38,15 ευρώ. Στις τελευταίες συνεδριάσεις του Νοεμβρίου, η τιμή της μετοχής είχε παραμείνει στα επίπεδα των 36 ευρώ και απείχε κατά 31,6% από την τιμή-στόχο. Η Credit Suisse First Boston (CSFB) σε έκθεση-σχόλιο με ημερομηνία 02 Ιουλίου 2000, θέτει ως τιμή-στόχο για την Alpha Bank τα



58,7ευρώ, την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος επίσης στα 58,7 ευρώ. Οι τιμές στόχοι που τέθηκαν όχι μόνο δεν επαληθεύτηκαν αλλά ακολούθησε συνεχής πτώση των παραπάνω τραπεζών. Για τη μετοχή της Alpha Bank με κλείσιμο στα 75,5 τον Μάρτιο του 2000 (μη αναπροσαρμοσμένη τιμή) οριζόταν ως 12μηνια (Μάρτιος 2001) τιμή-στόχος τα 89 ευρώ και για τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας με κλείσιμο στα 71,25 η τιμή-στόχος στο 12μηνια ανερχόταν στα 85 ευρώ. Η αναπροσαρμοσμένη τιμή της μετοχής της Alpha Bank στα τέλη Νοεμβρίου ήταν στα επίπεδα των 36,7 ευρώ και η αναπροσαρμοσμένη τιμή της Εθνικής στα επίπεδα των 36,8. Άρα λοιπόν οι αυξήσεις της τάξεως του 20% που όριζαν οι εκθέσεις δεν πραγματοποιήθηκαν ποτέ ούτε και με τις μη αναπροσαρμοσμένες τιμές να υπολογιζόταν λόγω της συνεχούς πτώσης των τιμών.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι οι ξένοι θεσμικοί σήμερα ανακοινώνεται ότι κατέχουν το 35% περίπου της κεφαλαιοποίησης του Ελληνικού χρηματιστηρίου και κυρίως τις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης που επηρεάζουν τους δείκτες.

Έτσι από το 2003 έχει ξεκινήσει μια ομαλή και σταθερή άνοδος από τις 1.500 μονάδες στις 3.700 που βρίσκεται σήμερα με οδηγούς και αγοραστές τους και ξένους επενδυτές, οι οποίοι προφανώς οδήγησαν τις τραπεζικές μετοχές από τα 10 ευρώ στα 30! Μια ιδιαίτερα λυπηρή και μη υγιής τακτική που συνάγεται από ορισμένα άρθρα εφημερίδων την οποία ακολουθούν οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές είναι να αγοράζουν και λόγω της υψηλής ζήτησης να ανεβαίνουν οι τιμές και στην συνέχεια μπαίνουν

στην αγορά των παραγώγων προϊόντων για πτώση και αρχίζουν να πουλάνε με ζημιά στις μετοχές, αλλά τα χρήματα που αποκομίζουν από την ημερήσια εκκαθάριση των παραγώγων είναι πολλαπλάσια από την ζημιά. Στις μετοχές όση ποσότητα και να έχεις δεν εισπράττεις χρήματα από το κλείσιμο ημέρας και την ημερήσια εκκαθάριση, απλά παίρνεις υπεραξίες στο χαρτοφυλάκιο σου, ενώ αυτό που πρέπει να ξέρουν όλοι ανεξάρτητα αν ασχολούνται με τα παράγωγα ή όχι-, είναι ότι στα παράγωγα δεν έχει σημασία η ποσότητα αλλά η κατάλληλη χρονικά κίνηση Έτσι πολύ απλά αυτοί που κινούν λόγω όγκου συνολικά την αγορά μέσω της αγοράς των μετοχών κάλλιστα μπορούν να κερδίζουν τεράστια ποσά από την δευτερογενή αγορά που είναι αυτή των παραγώγων η οποία κάνει και ημερήσια εκκαθάριση. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι η αγορά των παραγώγων εφαρμόστηκε κατ'απαίτηση των ξένων για να αναβαθμιστεί το ελληνικό χρηματιστήριο.

Η συνέχεια από την εφαρμογή των παραγώγων ήταν η ίσως μη τυχαία πτώση μετά το 1999. Συμπερασματικά λοιπόν αναφέρεται ότι απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία δηλώσεων και γενικότερα στην επενδυτική δραστηριότητα που αναλαμβάνει κανείς.

## ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ

1. Σκαλίδη / Βελέντζα, Εμπορικός Κώδικας,5<sup>η</sup> Έκδοση ,2000
2. Τσιμπανούλη, Διαμόρφωση του νομικού πλαισίου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς την εικοσαετία 1980-2000:Πρόοδος και υστέρηση,2000.
3. Τσιμπρή, Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς, 3<sup>η</sup> Έκδοση ,1999
4. Φαρμακίδης, Νο Β 1995.373
5. Μουζουλας, Ο νέος νόμος για τα Χρηματιστήρια Άξιων, ΑΝ 1988.391
6. Διπλωματική εργασία Βασιλική Κέφη, Το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας στο Χ.Α.Α. Πειραιάς
7. Διπλωματική εργασία Μπουμη Κωνσταντίνα, Η επίδραση του πληθωρισμού, του κίνδυνου και της κερδοφορίας στις τιμές των μετοχών του Χ.Α.Α, Πειραιάς 2004
8. [www. morgan stanley.com](http://www.morganstanley.com)
9. [www. Ubs.com](http://www. Ubs.com)
10. [www. Lehman .com](http://www. Lehman .com)
11. [www. Merrillynch.com](http://www. Merrillynch.com)
12. [www. Deutschebank.com](http://www. Deutschebank.com)
13. [www. Dresdner.com](http://www. Dresdner.com)
14. [www,citigroup.com](http://www,citigroup.com)
15. [www. Alphabank.gr](http://www. Alphabank.gr)
16. [www. ote.gr](http://www. ote.gr)
17. [www. nbg.gr](http://www. nbg.gr)
18. [www. Ase .gr](http://www. Ase .gr)

19. [www. hmerhsia.gr](http://www.hmerhsia.gr)
20. [www. express. gr](http://www. express. gr)
21. [www. tovima. gr](http://www. tovima. gr)
22. [www. google.gr](http://www. google.gr)
23. [www. in. gr](http://www. in. gr)
24. [www. ase .gr](http://www. ase .gr)
25. [www. naftemporiki.gr](http://www. naftemporiki.gr)
26. [www. archive. gr](http://www. archive. gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ