

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ



**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία με θέμα:

**Οι Διεθνείς Χρηματοοικονομικές
Συνενώσεις και η πορεία προς την
Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση**

της ΑΓΓΕΛΟΥ ΦΑΝΗΣ[®]

Επιβλέπων Καθηγητής: ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ ΛΥΡΟΥΔΗ

ΜΑΡΤΙΟΣ 2001

ΣΥΝΟΨΗ

Μόλις τρεις μήνες πριν το χαρακτηρισμό της Ελληνικής Χρηματιστηριακής αγοράς ως ανεπτυγμένη και οι συνθήκες λειτουργίας των μεγαλύτερων χρηματιστηριακών αγορών μεταβάλλονται. Ποιά θα είναι η θέση του Ελληνικού χρηματιστηρίου στον Ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό χώρο; Αυτό είναι το ερώτημα που οδήγησε στην παρούσα έρευνα. Σε ποιόν όμιλο χρηματιστηρίων θα ενταχθεί η Ελλάδα; Είναι εφικτή η δημιουργία ενοποιημένης χρηματιστηριακής αγοράς; Ποιές είναι οι μεταβολές που γίνονται στις χρηματιστηριακές αγορές που ενοποιούνται; Τα ερωτήματα αυτά ήταν πολύ δύσκολο να απαντηθούν επειδή δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία σχετικά με το θέμα, και η μεταβολή των δεδομένων είναι τόσο ραγδαία ώστε να απαιτείται, σε ημερήσια βάση, η ανανέωση των πληροφοριών.

Για την μελέτη του θέματος εξετάστηκαν διεξοδικά τα δεδομένα των χρηματιστηριακών συγχωνεύσεων που είχαν σχεδιαστεί, αυτών που τελικά ολοκληρώθηκαν και αυτών που ακυρώθηκαν. Αναφερόμαστε στην προσπάθεια δημιουργίας ενοποιημένου χρηματιστηρίου από το χρηματιστήριο του Λονδίνου και το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης, η οποία κατέρρευσε σαν χάρτινος πύργος, αμέσως μετά την υποβολή πρότασης εξαγοράς στο χρηματιστήριο του Λονδίνου από το OM Groupen της Σουηδίας. Ακολουθεί η περιγραφή του σχεδίου συγχώνευσης και της λειτουργίας της πρώτης ολοκληρωμένης ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς, του Euronex

Έγινε έλεγχος ύπαρξης συσχέτισης ανάμεσα στον ελληνικό δείκτη και τους δείκτες άλλων ευρωπαϊκών χωρών με σκοπό την ανίχνευση της θέσης του ελληνικού χρηματιστηρίου σε σχέση με τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια αλλά και την τυχόν ύπαρξη κοινών στοιχείων. Τα αποτελέσματα του ελέγχου έδειξαν ότι με βάση τις ημερήσιες μεταβολές της τιμής των μετοχών το χρηματιστήριο Αθηνών ταιριάζει περισσότερο με το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που θα επηρεάσουν την διαδικασία ενοποίησης του Ελληνικού χρηματιστηρίου με κάποιον Ευρωπαϊκό όμιλο.

Συγκεντρώθηκαν όλες οι πληροφορίες που είχαν σχέση με το θέμα των ενοποιήσεων στον διεθνή χρηματιστηριακό κλάδο και οδήγησαν σε μια διεξοδική περιγραφή των καταστάσεων που ακόμα και σήμερα μεταβάλλονται διαρκώς. Στην παρούσα εργασία παρατίθενται τα δεδομένα, οι καταστάσεις και τα αποτελέσματα που αφορούν τις συγχωνεύσεις χρηματιστηρίων. Ακολουθούν τα συμπεράσματα που απαντούν στα ερωτήματα της έρευνας με βάση τα στοιχεία που μέχρι σήμερα υπάρχουν.

Ελπίζω αυτή η εργασία να αποτελέσει έναυσμα για την περαιτέρω μελέτη του θέματος, ώστε να είναι η ελληνική κεφαλαιαγορά καλύτερα προετοιμασμένη να αντιμετωπίσει το ενδεχόμενο μιας προτεινόμενης συγχώνευσης ή μιας πρότασης εξαγοράς. Το πεδίο έρευνας είναι αρκετά πρώιμο στο συγκεκριμένο ζήτημα, οπότε επιπλέον έρευνα θα πρέπει να πραγματοποιηθεί και διάφορες άγνωστες πτυχές ως προς τις διαδικασίες των ενοποιήσεων θα πρέπει να φωτιστούν και να ερευνηθούν.

Όταν θα έχει προσδιοριστεί το μέλλον του χρηματιστηρίου του Λονδίνου το πεδίο της έρευνας θα είναι πιο συγκεκριμένο και η συνέχιση της μελέτης αυτής θα έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Το μέλλον του Ελληνικού χρηματιστηρίου θα επηρεαστεί στο μέγιστο βαθμό από την έκβαση αυτής της συνένωσης, καθώς υπάρχει μεγάλος βαθμός συσχέτισης των δύο αγορών. Η έκβαση αυτή αναμένεται με μεγάλο ενδιαφέρον από όλες τις πλευρές – πολιτεία, επενδυτών, κεφαλαιαγορών, ακαδημαϊκών κτλ.

ΑΡΤΙΚΟΛΕΚΤΑ.....	4
ΛΙΣΤΕΣ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΣΧΗΜΑΤΩΝ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	6
1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
1.2. ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....	8
1.3. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	11
1.3.1 Ιστορικό του ομίλου ΧΑΑ.....	11
1.3.2 Νομοθετικό πλαίσιο.....	12
1.3.3 Περιγραφή Αντικειμένου Εργασιών - Περιουσιακά Στοιχεία -Μέτοχοι.....	13
1.4 Θεωρητική προσέγγιση των συγχωνεύσεων - εξαγορών - συμμαχιών.....	15
1.4.1 Εισαγωγή.....	15
1.4.2. Συγχωνεύσεις - Εξαγορές.....	15
1.4.3. Στρατηγικές Συμμαχίες.....	16
1.4.4. Στρατηγικές κατά των συγχωνεύσεων.....	18
1.5 Επίλογος.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	22
ΕΝΟΤΗΤΑ 1: Η ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΙΧ & NASDAQ.....	22
2.1 Εισαγωγή.....	22
2.2 Ιστορικό των Χρηματιστηρίων Λονδίνου – Φρανκφούρτης - Nasdaq.....	23
2.2.1 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης.....	23
2.2.2 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου.....	25
2.2.3 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου του Nasdaq.....	26
2.3 ΙΧ International Exchanges.....	27
2.3.1 Εισαγωγή – Γενικές πληροφορίες για την συγχώνευση.....	27
2.3.2 Η Συγχώνευση.....	28
2.3.3 ΙΧ και μελέτη των εξωτερικών παραγόντων (εξωτερικού περιβάλλοντος).....	30
2.4 Επιχειρησιακή Στρατηγική και προσφερόμενες υπηρεσίες.....	30
2.4.1 Τεχνολογία.....	30
2.4.2 Υπηρεσίες Διαπραγμάτευσης Εκκαθάρισης και Εξόφλησης.....	31
2.4.2.1 Υπηρεσίες εξόφλησης - πληρωμής - διακανονισμού (Settlement services).....	31
2.4.2.2 Υπηρεσίες πληροφόρησης (Information services).....	32
2.4.2.3 Άλλες υπηρεσίες.....	32
2.5 Κοινοπραξία ΙΧ και Nasdaq.....	33
2.6 Οφέλη από την συγχώνευση.....	34
2.6.1 Διοικητικό Συμβούλιο, Διοίκηση και Εργαζόμενοι.....	34
2.6.2 Επιμέρους θέματα της συγχώνευσης.....	35
2.6.3 Καταστατικό λειτουργίας και χρονοδιάγραμμα.....	36
2.7 Η Ακύρωση της Συμφωνίας.....	36
2.7.1 Γενική Συνέλευση του LSE στις 14/9/2000.....	37
ΕΝΟΤΗΤΑ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΚΑΙ EURONEXT.....	39
2.8 Εισαγωγή.....	39
2.9 Ιστορική Εξέλιξη των χρηματιστηρίων του Euronext.....	39
2.10 Ιστορικό της Συγχώνευσης.....	40
2.10.1 Σκοπός, Αποστολή και Δομή του Euronext.....	41
2.10.2 Λειτουργίες του Euronext.....	42

2.10.2.1 Εισαγωγή εταιριών στο Euronext	43
2.10.2.2. Λειτουργία της Διαπραγμάτευσης	43
2.10.2.3 Η Λειτουργία της Εκκαθάρισης Συναλλαγών	47
2.10.2.4. Η Λειτουργία του Διακανονισμού	48
2.10.2.5 Η τμηματοποίηση της αγοράς	48
2.10.2.6 Οι Λειτουργίες της αγοράς Παραγώγων	51
2.10.2.7 Η Λειτουργία της Εκκαθάρισης	54
2.10.2.8 Η Λειτουργία της Απόθεσης	56
2.10.2.9 Η Λειτουργία της Εποπτείας (Supervision)	56
2.11 Οι νέοι Δείκτες του Euronext	59
2.12 Συμπεράσματα «Το μέλλον του Euronext»	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	64
3.1 Εισαγωγή	64
3.2 Παρούσα Κατάσταση	64
3.3 Υποθέσεις προς έλεγχο	67
3.4 Περιγραφή Δεδομένων	69
3.5 Μεθοδολογία επεξεργασίας και ανάλυσης δεδομένων	70
3.6 Σύνοψη	70
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	71
4.1 Εισαγωγή	71
4.2 Η σχέση του Γαλλικού Χρηματιστηρίου με το ΧΑΑ	72
4.3. Η σχέση του Ολλανδικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ	74
4.4. Η σχέση του Βελγικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη ΧΑΑ	75
4.5 Η σχέση του Αγγλικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ	76
4.6 Η σχέση του Γερμανικό Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ	77
4.7 Η σχέση του Ισπανικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ	78
4.8. Η σχέση του Σουηδικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ	80
4.9 Η σχέση ανάμεσα στον FTSE 100 Αγγλικό Δείκτη και το Σουηδικό Δείκτη	81
4.10 Η σχέση ανάμεσα στον FTSE 100 Αγγλικό Δείκτη και το Γερμανικό Δείκτη	81
4.11. Σύνοψη - Συμπεράσματα	82
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	85
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	85
5.1 Το περιεχόμενο της έρευνας	85
5.2 Τα αποτελέσματα της έρευνας	86
5.3 Μελλοντικές Εξελίξεις	87
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ	90
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	94
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Pro Forma Οικονομικές καταστάσεις ομίλου EURONEXT 06.2000	94
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 : Μεταβολές Βασικών δεικτών ΧΑΑ από 01.09.98 έως 01.09.2000	95
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 : Mergers & Acquisitions in Financial Sector	96
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4 : Germany-Stock Price Index & leading indicators	97
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5 : Stock Prices Indexes (Worldwide)	98
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6 : Primary data used for the research	99

ΑΡΤΙΚΟΛΕΚΤΑ

TSV: trading System View

REV : Regulated Environment View

LSE: London Stock Exchange

DB: Deutsche Borse

iX: International exchanges plc

CSD: Central Securities Depository

STOXX: STOXX Ltd

Nasdaq: The Nasdaq Stock Market Inc.

Clearstream: Clearstream International S.A Luxembourg

AEX : Amsterdam Exchanges

BXS : Bruxelles Exchange

SBF : Paris Exchanges

Δ.Σ: Διοικητικό (α) Συμβούλιο (α)

ΕΧΑΕ : Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε

ΕΤΕΣΕΠ : Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων

ΛΙΣΤΕΣ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Λίστα Πινάκων

- Πίνακας 1: Οι μεγαλύτερες κεφαλαιαγορές (παγκοσμίως)
Πίνακας 2 : Εξέλιξη κεφαλαιοποίησης (κύριες και παράλληλες Αγορές Μετοχών)
Πίνακας 3 : Εξέλιξη αριθμού εισηγμένων εταιριών (κύριες και παράλληλες Αγορές)
Πίνακας 4 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 5 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 6 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 7 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 8 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 9 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 10 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 11 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 12 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης
Πίνακας 13 : Συγκεντρωτική παρουσίαση αποτελεσμάτων
Πίνακας 14 : Ερμηνεία συντελεστή Pearson

Λίστα σχημάτων

- Σχήμα 1: Η οργανωτική δομή του Deutsche Borse Group και οι θυγατρικές του
Σχήμα 2 : Μηχανισμοί διαπραγμάτευσης του Euronext
Σχήμα 3 : Τμηματοποίηση της Euronext Αγοράς
Σχήμα 4 : Ποσοστά συμμετοχής των Χρηματιστηρίων στο Euronext
Σχήμα 5 : Δείκτες Euronext
Σχήμα 6 : Ιστόγραμμα των παρατηρήσεων για το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ
Σχήμα 7 : Ιστόγραμμα των τιμών του Γαλλικού Δείκτη
Σχήμα 8 : Ιστόγραμμα των τιμών του Ολλανδικού Δείκτη
Σχήμα 9 : Ιστόγραμμα των τιμών του Δείκτη του Χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ
Σχήμα 10 : Ιστόγραμμα των τιμών του Δείκτη FTSE 100 του Λονδίνου
Σχήμα 11 : Ιστόγραμμα των τιμών του δείκτη της Φρανκφούρτης
Σχήμα 12 : Ιστόγραμμα των τιμών του δείκτη του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ****1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στον αστερισμό της παγκοσμιοποίησης και στη δίνη των ταχύτατων εξελίξεων και εντυπωσιακών ανακατατάξεων βρίσκονται σήμερα τα διεθνή χρηματιστήρια και οι κεφαλαιαγορές, ακολουθώντας, ή και σε ορισμένες περιπτώσεις προετοιμάζοντας, αλλαγές και μεταβολές στην οικονομία των χωρών και στη ζωή των επιχειρήσεων. Τα χρηματιστήρια λειτουργούν σήμερα ως κέντρα παροχής υπηρεσιών προς τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές εντός της εθνικής επικράτειας. Τον τελευταίο χρόνο όμως, κινούνται προς την κατεύθυνση της ενοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών και της ανάπτυξης των δραστηριοτήτων τους σε παγκόσμιο επίπεδο. Τα βλέμματα όλων είναι στραμμένα στο χορό των ενοποιήσεων και συγχωνεύσεων που λαμβάνουν χώρα στην Ευρωπαϊκή Ήπειρο, για τον λόγο αυτό ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον έχει η περιγραφή των φαινομένων αυτών. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η περιγραφή των φαινομένων αυτών.

Οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στον κόσμο στον οποίο διαδραματίζονται τα γεγονότα που περιγράφονται από την παρούσα έρευνα, καταγράφονται συνοπτικά στη δεύτερη ενότητα αυτού του κεφαλαίου. Οι επόμενες δύο ενότητες αφορούν δύο θέματα τα οποία έχουν μελετηθεί εκτενώς στο παρελθόν αλλά και που αποτελούν τους βασικούς άξονες εξέλιξης αυτής της έρευνας. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), η δημιουργία, η πορεία του και η σημερινή του κατάσταση είναι στοιχεία που προσδιορίζουν τις μελλοντικές εξελίξεις της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε σχέση με τις Ευρωπαϊκές. Η θεωρία συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάζεται σε γενικό πλαίσιο και δίνεται έμφαση σε σημεία που συναντάμε στην σημερινή κατάσταση των χρηματιστηρίων της Ευρώπης και κυρίως των ιδιαίτερων συνθηκών που επικρατούν αυτή την εποχή στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Με τα στοιχεία που προβάλλονται σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται πιο κατανοητό το κλίμα που επικρατεί σήμερα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές αλλά και στη ελληνική και έτσι

τα γεγονότα που παρουσιάζονται στη συνέχεια της έρευνας αιτιολογούνται καλύτερα και γίνονται επίκεντρο των εξελίξεων στον χρηματοοικονομικό χώρο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΟΙ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ (ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ)**

Νέα Υόρκη	11.437.597,30
Nasdaq	5.204.620,40
Τόκιο	4.455.348,10
ΙΧ	4.287.518,20
Λονδίνο/Στοκχόλμη*	3.228.628,90
Λονδίνο	2.855.351,20
Euronext	2.382.283,30
Παρίσι	1.502.951,80
Deutsche Boerse	1.432.167,00
Τορόντο	789.179,50
Ιταλία	728.240,40
Άμστερνταμ	695.196,00
Ελβετία	693.133,00

*Προτεινόμενη Συγχώνευση

**Πηγή: Ημερησία 30/8/2000 «Νέα επίσημη προσφορά των Σουηδών στο Λονδίνο» Κων/νος Ρομποτής

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, στην Αμερική υπάρχουν δύο μεγάλα χρηματιστήρια, της Ν. Υόρκης και του Nasdaq, με συνολική κεφαλαιοποίηση 16,6 δισ δολαρίων, μεγαλύτερη από όλα τα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια μαζί.¹ Στην Ιαπωνία υπάρχουν μόνο δύο χρηματιστήρια αυτό του Τόκιο, το οποίο είναι το τρίτο σε μέγεθος διεθνώς και το χρηματιστήριο της Οσάκα. Αντίθετα με τις ΗΠΑ, στην Ευρώπη οι κεφαλαιαγορές είναι χωρισμένες σε πολλές ανεξάρτητες αγορές. Πέρα από το διαφορετικό χώρο στον οποίο δραστηριοποιούνται τα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια παρουσιάζουν και σημαντικές διαφορές σχετικά με το μέγεθος, την οργανωτική δομή, τα συστήματα συναλλαγών και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας των κεφαλαιαγορών.

¹ Οικονομικό Δελτίο της Δ/σης Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank (Σεπτέμβριος 2000)

Την εποχή που η τιμή του πετρελαίου αγγίζει τις υψηλότερες τιμές της τελευταίας δεκαετίας και το Ευρώ χάνει διαρκώς έδαφος σε σχέση με το δολάριο οι Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές εξετάζουν το ενδεχόμενο της δικής τους ενοποίησης.

Τέτοια παραδείγματα συνιστούν τα σχέδια ενοποίησης των χρηματιστηρίων του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών με την δημιουργία του Euronex, όπου διαπραγματεύονται πάνω από 1.300 μετοχές συνολικής κεφαλαιοποίησης 2,3 Ευρώ. Η τύχη του χρηματιστηρίου του Λονδίνου μετά της ακύρωση της συμφωνίας συγχώνευσης με τη Φρανκφούρτη δεν έχει προσδιοριστεί ακόμα. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η διερεύνηση των πιθανοτήτων χρηματιστηριακών ενοποιήσεων στον ευρωπαϊκό –κυρίως- αλλά και στον παγκόσμιο χώρο παράλληλα με την προσπάθεια να αποκαλυφθούν οι συσχετισμοί, τα οφέλη αλλά και οι δυσκολίες, τα συμφέροντα αλλά και οι γενικότερες ώσεις που οδηγούν σε αυτές τις στρατηγικές συγχωνεύσεων και ενοποιήσεων, επίσης εξετάζεται και η δυναμική παρουσία το ΧΑΑ σε τέτοια σχήματα συγχωνεύσεων.

1.2. ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Στη νέα χιλιετία η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας είναι πλέον γεγονός. Με αυξανόμενους ρυθμούς, οι εθνικές οικονομίες ενοποιούνται. Στην δεκαετία του 1990 οι συγχωνεύσεις κατά γεωγραφική περιοχή εφαρμόστηκαν στην Β. Αμερική, στη Ν. Αμερική, στην Ασία και στην Ευρώπη. Στην επόμενη χιλιετία αναμένεται να υπάρξουν επιπλέον ενοποιήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο². Στο παρελθόν οι οικονομολόγοι επικέντρωναν την προσοχή τους στις εθνικές οικονομίες και τις διεθνείς επιδράσεις. Τώρα και στο μέλλον οι αναλυτές θα εξετάζουν τις παγκόσμιες δυνάμεις και το πώς αυτές επηρεάζουν τις τοπικές οικονομίες. Οι επενδυτές συνυπολογίζουν την πορεία ενός κλάδου παγκοσμίως και όχι μόνο μιας χώρας. «Οι Παγκόσμιες Οικονομικές Τάσεις» (Global Economic Trends) καταγράφονται για να απαντήσουν σε ερωτήματα όπως τα

² Alex Brown. Deutsche Bank

παραπάνω και χρησιμεύουν για να βοηθήσουν τους οικονομολόγους και τους επενδυτές να προσεγγίσουν και να καταλάβουν τα τεκταινόμενα στην Παγκόσμια Οικονομία.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες παγκόσμιες οικονομικές τάσεις στην επόμενη δεκαετία αναμένεται έξαρση στο κλάδο της υψηλής Τεχνολογίας (Global Tech-Led Boom) η οποία όμως δεν θα προκαλέσει αύξηση του πληθωρισμού επειδή στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας οι τιμές των προϊόντων πέφτουν διαρκώς εξαιτίας της γρήγορης απαξίωσης αυτών. Για να πετύχουν την κερδοφορία σε ένα γρήγορα εξελισσόμενο περιβάλλον, οι εταιρίες πρέπει σε συνεχή βάση να μειώσουν τα κόστη, να αυξήσουν την παραγωγικότητα, να καινοτομούν συνεχώς και να έχουν δίκτυα διανομής παγκοσμίως.

Η σημαντικότερη εξέλιξη σε επίπεδο παγκόσμιας οικονομίας έτσι όπως ομολογείται από τους περισσότερους μελετητές και εμπειρογνώμονες³ συνίσταται σε αυτό που ονομάζεται νέα οικονομία. Η ιδέα της νέας οικονομίας έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- Εντατική χρησιμοποίηση των νέων τεχνολογιών σε όλους τους τομείς της παραγωγικής εμπορικής δραστηριότητας.
- Συγκέντρωση των κεφαλαιουχικών πόρων και την παγκοσμιοποιημένη οργάνωση της οικονομικής δραστηριότητας.
- Ταχύρυθμα αυξανόμενη ένταση του ανταγωνισμού.

Με τις παραπάνω τάσεις να εδραιώνονται σε παγκόσμιο επίπεδο η Αμερική στον νέο αιώνα συνεχίζει την παρατεταμένη πορεία ανάπτυξης που ξεκίνησε την προηγούμενη δεκαετία και που αντιμετωπίζει τις αυξήσεις του πληθωρισμού με έγκαιρες αυξήσεις των επιτοκίων από τον Πρόεδρο της Κεντρικής Τράπεζας (FED) Alan Grinspan.

Η Ιαπωνία ανακάμπτει με βάση νέους κανόνες λειτουργίας του οικονομικού της συστήματος και κατά συνέπεια βελτιώνονται και οι δείκτες ανάπτυξης και των υπολοίπων χωρών της Ασίας. Σύμφωνα με την εξαμηνιαία έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και οι μεταρρυθμίσεις που εν τω μεταξύ υλοποιήθηκαν, συνέβαλαν στην ανάκαμψη των οικονομιών της ανατολικής Ασίας. Έχει αντιμετωπιστεί πλέον το πρόβλημα της φτώχειας που είχε διογκωθεί με την κρίση του 1997 και σύμφωνα με την αναθεωρημένη έκθεση της Ασιατικής Τράπεζας ανάπτυξης για την οικονομική ανάπτυξη στην Ασία το 2000

αναμένεται αύξηση του ΑΕΠ της περιοχής κατά 6,9%. Ο δείκτης κατανάλωσης ανθεί στην Αμερική και την Γαλλία, ενώ στη Γερμανία, την Ιαπωνία και την Ιταλία είναι πιο υποτιμημένος.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση τα κράτη αντιμετωπίζουν χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και μια αυξανόμενη τάση του πληθωρισμού. Το ευρωπαϊκό κοινό νόμισμα δεν καταφέρνει να κρατηθεί και σημειώνει τις χαμηλότερες τιμές του σε σχέση με το δολάριο από την αρχή της ύπαρξής του. Σε ειδικό παράρτημα που συνοδεύει την εξαμηνιαία έκθεση του Διεθνούς νομισματικού ταμείου για την παγκόσμια οικονομία⁴ αναφέρονται πιθανές αιτίες για την κακοδαιμονία του κοινού νομίσματος.

Τα τελευταία χρόνια ο ρυθμός ανάπτυξης στις ΗΠΑ υπερβαίνει σταθερά εκείνον της ευρω-ζώνης. Το γεγονός ότι στην αμερικανική οικονομία δεν τερματίζεται η περίοδος άνθησης - που διέρχεται-, επηρεάζει τις προσδοκίες στην αγορά με συνέπεια να μην αναμένεται αντιστροφή της κατάστασης. Η διαφορά των αμερικανικών και των ευρωπαϊκών επιτοκίων, επηρεάζει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ νομισμάτων. Οι ΗΠΑ προηγούνται στην κούρσα της «νέας οικονομίας» σε σχέση με την Ευρώπη. Η υιοθέτηση νέων τεχνολογιών και η προώθηση της επιχειρηματικότητας είναι πιο εύκολη στις ευέλικτες αγορές των ΗΠΑ με αποτέλεσμα να υπάρχει εκροή κεφαλαίων από την Ευρώπη προς τις ΗΠΑ.

Τον τελευταίο χρόνο έχει αυξηθεί σημαντικά η έκδοση ομολόγων σε ευρώ από επιχειρήσεις εκτός ευρω-ζώνης οι οποίες αμέσως μετά την έκδοση μετατρέπουν τα κεφάλαια σε μη ευρωπαϊκά νομίσματα. Επίσης, οι υπεύθυνοι της συναλλαγματικής πολιτικής στη ζώνη του Ευρώ συχνά επιτυγχάνουν διαφορετικά αποτελέσματα από αυτά που περιμένουν, λόγω κακών χειρισμών. «*Η επικοινωνιακή πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δεν είναι η σαφέστερη δυνατή*» σχολιάζουν οι αναλυτές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου⁵.

Το β' εξάμηνο του 2000 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανέλαβε την πρωτοβουλία να στηρίξει το Ευρώ χωρίς να αναμένεται η ανάμιξή της έκανε την πρώτη της παρέμβαση. Στην προσπάθεια αυτή είχε συμμάχους έξι ακόμη τράπεζες: την FED, την Κεντρική Τράπεζα του Καναδά, της Ιαπωνίας, της Γαλλίας, της Βρετανίας και της

³ C. Barnatt, "Cyber Business" W. Davidow & M. Malone "The virtual Corporation"

⁴ Ημερησσία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 "ΔΝΤ Αιτίες για τη πτώση του Ευρώ"

Γερμανίας. Ακολούθησαν δύο ακόμα παρεμβάσεις που δεν συνέβαλλαν ουσιαστικά στην πορεία του νομίσματος η οποία, ενισχύθηκε στις αρχές του 2001 τα νέα δεδομένα για τις οικονομίες της Ευρώπης και της Αμερικής. Οι ΗΠΑ περνούν περίοδο ύφεσης γεγονός που επιβεβαιώθηκε με την ανακοίνωση του πληθωρισμού για τον μήνα Ιανουάριο καθώς και την μείωση της βιομηχανικής παραγωγής, για τέταρτο συνεχή μήνα.⁶ Η αίσθηση ότι οι ΗΠΑ βρίσκονται στο χείλος του γκρεμού δημιουργείται κατά κύριο λόγο από τους αναλυτές που ασχολούνται με το χρηματιστήριο κυρίως το NASDAQ.⁷ Η Ευρώπη παρουσιάζει τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης⁸ και στο προσεχές μέλλον αναμένεται να πρωταγωνιστεί στις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως.

1.3. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.3.1 Ιστορικό του ομίλου ΧΑΑ

Οι χρηματιστηριακές πράξεις ξεκίνησαν ανεπίσημα κατά την διάρκεια του δεύτερου μισού του 19^{ου} αιώνα. Οι πρώτοι που πραγματοποίησαν συναλλαγές συναλλάγματος και αξιογράφων ήταν έλληνες εφοπλιστές και έμποροι στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης και των Αθηνών⁹.

Το 1876 ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με την έκδοση νόμου βασισμένου στον γαλλικό εμπορικό κώδικα. Το ΧΑΑ ξεκίνησε την λειτουργία του ως αυτοελεγχόμενο δημόσιο ίδρυμα. Τα πρώτα αξιόγραφα υπό διαπραγμάτευση σε αυτήν την νέα αγορά ήταν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Το πρώτο ΔΣ εκλέχθηκε τέσσερα χρόνια αργότερα και από το 1880 το ΧΑΑ λειτουργεί επίσημα μέχρι σήμερα.

⁵ Ημερησία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 “ΔΝΤ Αιτίες για τη πτώση του Ευρώ”

⁶ Ημερησία 17-18 Φεβρουαρίου «Αμφιβολίες για την ανάκαμψη της Αμερικανικής Οικονομίας»

⁷ Νόρμπερτ Βάλτερ Αναλυτής Deutsche Bank

⁸ Προβλέψεις επιτοκίων J P Morgan, ρυθμών ανάπτυξης Bank of America

1.3.2 Νομοθετικό πλαίσιο

Μέχρι το 1971 δεν υπήρχε επίσημη εποπτεία των δραστηριοτήτων στο ΧΑΑ και οι χρηματιστές και οι εκδότες αξιογράφων δεν είχαν νομοθετική ρύθμιση των καθηκόντων και των ευθυνών τους. Ο Ν. 3632/1928 προσδιορίζει τον ρόλο και τις ευθύνες των συναλλασσόμενων.

Το Προεδρικό Διάταγμα 348/85 ενσωμάτωσε στην Ελληνική Νομοθεσία την Οδηγία 80/390/ΕΟΚ της ΕΕ και προσδιόρισε το είδος και τον όγκο της πληροφόρησης που πρέπει να περιέχεται στα Ενημερωτικά Δελτία για την πώληση των αξιόγραφων στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το ΠΔ 350/85 έθεσε τους όρους εισαγωγής εταιριών στο Χρηματιστήριο με βάση την κοινοτική Οδηγία 79/279/ΕΟΚ. Το επόμενο μεγάλο βήμα στην πορεία του ΧΑΑ έγινε με τον Ν. 1806/1988, ο οποίος έθεσε τις βάσεις ώστε το ΧΑΑ να δύναται να συναγωνιστεί με άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Ο νόμος αυτός εισήγαγε νέες έννοιες στην λειτουργία και επίβλεψη του ΧΑΑ και παρείχε επίσης το νομικό πλαίσιο για την ίδρυση της Παράλληλης Αγοράς και της Α.Ε Αποθετηρίων Τίτλων (νυν Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε).

Το 1991 με τον Ν./1969 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αυτοτελές νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, η οποία ασκεί τον ρόλο της Εποπτικής και Κανονιστικής Αρχής. Ο Ν. 2166/1993 ενίσχυσε τον ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ ο Ν. 2198/1994 εισήγαγε την απούλοποίηση των εντόκων γραμματίων και ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Ο Ν. 2324/1995 μετέτρεψε το ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρία και εκσυγχρόνισε γενικώς την κεφαλαιαγορά με ειδικές ρυθμίσεις για τους όρους εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ. Τον Σεπτέμβριο του 1995 συστήθηκε η εταιρία «Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης ΑΕ» (ΦΕΚ 5492/25.9.95), με σκοπό τον εκσυγχρονισμό, την οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών του βορειοελλαδικού χώρου και την αποκέντρωση των εργασιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Ο Ν. 2533/1997 εισήγαγε το νομικό πλαίσιο για την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων (ΧΠΑ) και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Περιείχε επίσης διατάξεις για την προστασία των επενδυτών, τη διαφάνεια των συναλλαγών και των επιμέρους υποχρεώσεων και δικαιωμάτων των μελών του ΧΠΑ, της ΕΤΕΣΕΠ και των συναλλασσομένων.

⁹ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: «Ενημερωτικό Δελτίο Εισαγωγής ΕΧΑΕ στο ΧΑΑ»

Τον Οκτώβριο του 1998 ψηφίστηκε ο Ν. 2651, ο οποίος εναρμόνισε τις προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ σύμφωνα με αυτές που επικρατούν στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες της ΕΕ. Τον Νοέμβριο του 1999 το πληροφοριακό σύστημα «ΑΣΗΣ» αντικαταστάθηκε από το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών («ΟΑΣΗΣ»), το οποίο επιτρέπει σε κάθε χρήστη (θεσμικούς επενδυτές, χρηματιστές) να έχει πρόσβαση στις αγορές μετοχών και παραγώγων, από ένα τερματικό. Το 1997 το ΧΑΑ αριθμούσε 63 μέλη -ήτοι χρηματιστηριακές εταιρίες- ενώ σήμερα ο αριθμός των μελών του ΧΑΑ αριθμεί 82 μέλη.

1.3.3 Περιγραφή Αντικειμένου Εργασιών - Περιουσιακά Στοιχεία -Μέτοχοι

Η ΕΧΑΕ (Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρία) ιδρύθηκε με βασικό σκοπό να στηρίζει τις επιχειρήσεις που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου. Η πρώτη και μοναδική συμμετοχή της εταιρίας σήμερα αποτελεί το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ΑΕ. Ως εκ τούτου η εταιρία αυτήν την στιγμή συγκεντρώνει το οικονομικό όφελος από τη δραστηριότητα του ΧΑΑ.

Η εταιρία δεν έχει στην κατοχή της ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Το συνολικό μετοχικό της κεφάλαιο μετά την τελευταία αύξηση που πραγματοποίησε ανέρχεται σε 90.300.000.000 και είναι μοιρασμένο σε 52.500.000 μετοχές. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται σε 86.000.000.000 και η λογιστική αξία κάθε μετοχής είναι 1720 δρχ. Οι κύριοι μέτοχοι της ΕΧΑΕ είναι η ΔΕΚΑ με 40,6%, πιστωτικά ιδρύματα με 27,5% και εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες με 5,8%. Η κεφαλαιοποίηση της ΕΧΑΕ στις 3/10/2000 ήταν 286,125 εκ. δρχ. Στον Πίνακα 2 που ακολουθεί, καταγράφεται η εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών τα τελευταία τρία χρόνια. Η τάση που διακρίνεται είναι μια σαφέστατη αύξηση των κεφαλαίων που έχουν εισρεύσει στις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές με το μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης να παρουσιάζεται στις αγορές κεφαλαίου που ανήκουν στην ζώνη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στον Πίνακα 3 παρουσιάζεται η εξέλιξη του αριθμού των εισηγμένων εταιριών στα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια όπου επίσης διακρίνεται μια βίαια εκτόξευση του ποσοστού της αύξησης

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ (ΚΥΡΙΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ) -ΣΕ ΕΚΑΤ. ΔΟΛΑΡΙΑ ΤΗΝ 31/12-*

A/A	Χρηματιστήριο	1997	1998	1999
1	Άμστερνταμ	468.630,7	603.182,2	695.196,0
2	Αθηνών	33.783,7	80.125,8	196.846,9
3	Βρυξελλών	138.938,2	245.657,3	184.135,5
4	Κοπεγχάγης	93.766,4	98.881,0	105.292,7
5	Φρανκφούρτης	825.232,7	1.093.961,9	1.432.167,0
6	Ελσίνκι	73.322,2	154.832,8	349.393,6
7	Ιρλανδίας	49.371,4	66.593,1	68.773,2
8	Ιταλίας	344.665,0	569.731,8	728.240,4
9	Λισσαβόνας	38.953,9	62.954,3	68.147,4
10	Λονδίνου	1.996.225,1	2.372.738,1	2855.351,2
11	Λουξεμβούργου	33.892,2	38.182,4	35.938,7
12	Όσλου	66.502,6	46.272,6	63.695,3
13	Παρισίων	676.310,5	991.438,8	1.502.951,8
14	Ισπανίας	290.354,8	399.847,6	431.649,2
15	Στοκχόλμης	264.710,6	278.707,6	373.277,7
16	Ελβετίας	575.338,7	701.576,3	693.133,0
17	Βιέννης	37.280,5	35.779,0	33.023,0

*Πηγή : Ενημερωτικό Δελτίο Εισαγωγής ΕΧΑΕ στο ΧΑΑ σελ. 5

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΡΙΘΜΟΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ (ΚΥΡΙΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΕΣ ΑΓΟΡΕΣ)*

A/A	Χρηματιστήριο	1997	1998	1999
1	Άμστερνταμ	345	371	387
2	Αθηνών	210	229	262
3	Μαδρίτης	388	484	727
4	Βαρκελώνης	337	392	500
5	Μπλμπάο	255	259	275
6	Βρυξελλών	265	268	268
7	Κοπεγχάγης	249	254	242
8	Γερμανίας	2696	3525	Μη διαθέσιμα στοιχεία
9	Ελσίνκι	126	131	150
10	Ιρλανδίας	102	100	103
11	Ιταλίας	239	243	270
12	Λισσαβόνας	148	135	125
13	Λονδίνου	2513	2423	2274
14	Λουξεμβούργου	284	276	277
15	Όσλου	217	235	215
16	Παρισίων	924	1097	1144
17	Ισπανίας	980	1135	1502
18	Στοκχόλμης	261	276	300
19	Ελβετίας	428	424	412
20	Βιέννης	138	128	114

*Πηγή : Ενημερωτικό Δελτίο Εισαγωγής ΕΧΑΕ στο ΧΑΑ, σελ. 6

1.4 Θεωρητική προσέγγιση των συγχωνεύσεων - εξαγορών - συμμαχιών

1.4.1 Εισαγωγή

Η ανάπτυξη των πρώτων μεγάλων εταιρειών στην σύγχρονη οικονομική ιστορία έκανε την εμφάνισή της στην Αμερική το 1900 και συνεχίστηκε με αλματώδη πρόοδο μετά την ύφεση του 1930 και του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και συνέβαλε σταθερά στην ανάπτυξη της Αμερικανικής και Παγκόσμιας Οικονομίας. Η δημιουργία μεγάλων ανωνύμων εταιριών είναι αποτέλεσμα της συγκέντρωσης μεγάλων κεφαλαίων, απαραίτητων για την οικονομική ανάπτυξη και πρόοδο. Η εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων είναι το πρόβλημα που απασχολούσε και απασχολεί τόσο τις αναπτυγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι μεγάλες εταιρείες σύμφωνα με τον Παπαγεωργίου (1990) είναι σε θέση *“να βρίσκουν τα απαραίτητα κεφάλαια που απαιτούνται για την ίδρυση βιομηχανιών και έργων υποδομής, συγχρόνως όμως είναι φορείς υψηλής τεχνολογίας τόσο απαραίτητης για την βελτίωση της παραγωγικής ικανότητας μιας οικονομίας”*¹⁰.

Η διεθνοποίηση των αγορών έχει εντείνει το ενδιαφέρον και των ανταγωνισμών των πολυεθνικών και των διεθνών συγκροτημάτων, που προσπαθούν να εξασφαλίσουν τον έλεγχο της Παγκόσμιας Αγοράς για το δικά τους προϊόντα.

1.4.2. Συγχωνεύσεις - Εξαγορές¹¹

Στις απαιτήσεις της παγκοσμιοποίησης της αγοράς καλούνται να ανταποκριθούν οι διεθνείς επιχειρήσεις. Η καθιέρωση στην αγορά μιας σειράς παγκοσμίων προϊόντων είναι μια προσέγγιση του διεθνούς μάρκετινγκ, και στοχεύει στο να αντεπεξέλθει στις προκλήσεις της παγκόσμιας αγοράς. Η καθιέρωση αυτή ενισχύει και την προσπάθεια μιας ευρείας σειράς συγγενών προϊόντων που πωλούνται με την ίδια εταιρική εμφάνιση σε όλο τον κόσμο. Ένας βασικός τρόπος επίτευξης του άνω στρατηγικού στόχου είναι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιριών. Τί είναι όμως συγχώνευση; Ένας απλός και αρκετά περιεκτικός ορισμός σύμφωνα με τους (Groppelli A. & Nikbakht E. 1995 p. 441) υποστηρίζει ότι *“είναι η συνένωση δύο επιχειρήσεων (εταιριών), από τις οποίες η μία διατηρεί την ταυτότητά της”*.

¹⁰ Πηγή: Παπαγεωργίου Π. (1990) *“Εισαγωγή στο Διεθνές Management”*, εκδ. Σταμούλη, Πειραιάς σελ. 174

Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους γίνονται οι συγχωνεύσεις είναι η μείωση των φόρων, η απόκτηση τεχνογνωσίας, η επέκταση της παραγωγής νέων προϊόντων, η επίτευξη οικονομιών κλίμακας κτλ. Σύμφωνα με τον *Dicken (1992)*¹² ο βασικός στόχος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι:

- Η απόκτηση σημαντικής (κυρίαρχης) μερίδας της αγοράς.
- Η διαφοροποίηση και ο εμπλουτισμός του φάσματος των προϊόντων.
- Η διεθνής τυποποίηση των προϊόντων.
- Η απόκτηση τεχνολογίας.
- Η βελτίωση της κεφαλαιουχικής διάρθρωσης.
- Η καλύτερη οργάνωση των επιχειρήσεων με σύγχρονα συστήματα διοίκησης.

Οι επιμέρους στόχοι της αγοράστριας εταιρείας σύμφωνα με τον ίδιο είναι οι εξής:

- Η κυρίαρχη μερίδα στην τοπική και διεθνή αγορά.
- Η απόκτηση μίας καταξιωμένης και κυρίαρχης εταιρίας στην τοπική και διεθνή αγορά.
- Η δυνατότητα επεκτάσεως σε άλλες χώρες

Οι ειδικότεροι στόχοι της αγορασθείσας ή “υπό αγορά” εταιρείας πάλι με τον *Dicken* είναι:

- Η διαφοροποίηση και ο εμπλουτισμός του φάσματος των προϊόντων
- Η απόκτηση τεχνολογίας
- Η δυνατότητα εισροής κεφαλαίων για νέες επενδύσεις
- Η καλύτερη οργάνωση και σύγχρονη διοίκηση με συστήματα προηγμένης τεχνολογίας

1.4.3. Στρατηγικές Συμμαχίες

Στις (στρατηγικές) συμμαχίες δύο ή περισσότερες εταιρίες συνεργάζονται μεν, αλλά αυτή η συνεργασία τους δεν παίρνει τη νομική μορφή μιας καινούργιας ενιαίας

¹¹ Βλέπε: ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 – Mergers & Acquisitions in Financial Sector

εταιρείας. Οι στρατηγικές συμμαχίες μεταξύ εταιριών μπορεί να στοχεύουν σε ανταλλαγές και εκμεταλλεύσεις πατέντων, σε συνεργασία για εγκαθίδρυση τυποποιημένων διαδικασιών, σε συνεργασία για αντιμετώπιση νομικών-θεσμικών θεμάτων. Οι συμμαχίες, σε αντίθεση με τις συγχωνεύσεις, έχουν το πλεονέκτημα να δημιουργούνται με μεγαλύτερη ευκολία και να αποδεσμεύουν εύκολα τα εμπλεκόμενα μέρη.

Η κύριοι παράγοντες που εξηγούν την ανάπτυξη των στρατηγικών συμμαχιών σύμφωνα με τον *Genus* (1995)¹³ μπορούν να ταξινομηθούν και παρατίθενται παρακάτω:

- Μείωση του κόστους.
- Συμμετοχή και γνώση για το παραγόμενο προϊόν και βελτίωση των διαδικασιών.
- Πρόσβαση σε συμπληρωματικά κεφάλαια.
- Αύξηση ή μείωση των φραγμών εισόδου.
- Μείωση του χρόνου ανάπτυξης και εισαγωγής νέων προϊόντων ή υπηρεσιών.

Πιο πρακτικά αν το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί οι εταιρείες συγχωνεύονται ή συνεργάζονται ή συμμαχούν, ο συγγραφέας θα μπορούσε να συνοψίσει ότι οι λόγοι για τους οποίους γίνονται συγχωνεύσεις είναι όσες και οι συγχωνεύσεις¹⁴. Μερικές εταιρείες προβαίνουν σε συγχώνευση γιατί πιστεύουν ότι αυτή η ένωση θα φέρει ταχύτερη και πιο σταθερή αύξηση κερδών ανά μετοχή και για τις δύο εταιρείες. Η απόκτηση (εξαγορά) άλλων εταιρειών έχει επίσης πλεονεκτήματα και σε ότι αφορά την ανάπτυξη των προσόντα ορισμένων διευθυντικών στελεχών (human capital). Ακόμη, το κόστος της εγκατάστασης νέων συστημάτων περιφερειακής διανομής μπορεί να είναι απαγορευτικό. Μπορεί η επιχείρηση που κάνει την εξαγορά να έχει πλεονάζοντα κεφάλαια για επενδύσεις άλλα οι ευκαιρίες για την ανάπτυξή της να μην επαρκούν. Μερικές φορές, τα πλεονεκτήματα των συγχωνεύσεων – εξαγορών – συμμαχιών είναι τεχνολογικά. Για παράδειγμα, ένας κατασκευαστής υπολογιστών θα μπορούσε να εξαγοράσει μια εταιρεία ανάπτυξης λογισμικού για να βελτιώσει την εμπορευσιμότητα των προϊόντων του. Τέλος

¹² Πηγή : Dicken, P. (1992) "Global Shift: The Internationalization of Economic Activity", Paul Chapman, London pp. 256

¹³ Πηγή: Audey Genus (1995) "Flexible Strategic Management" Chapman & Hall, London, UK, p 129

¹⁴ Andersen Consulting Group "Annual Report for Mergers & Acquisitions 1999" New York

υπάρχουν και τα “συνεργατικά οφέλη”¹⁵ που προκύπτουν από την επίτευξη οικονομικών κλίμακας, από την αύξηση των πωλήσεων που θα προέλθει από τα βελτιωμένα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και από το χαμηλότερο κόστος λόγω καλύτερης αποδοτικότητας.

1.4.4. Στρατηγικές κατά των συγχωνεύσεων

Αν οι διαπραγματεύσεις μεταξύ των εταιρειών είναι φιλικές, δε θα υπάρξει πρόβλημα στην σύναψη συμφωνίας με αμοιβαία ικανοποιητικούς όρους. Μάλιστα, οι διαπραγματεύσεις μπορούν να γίνουν απ’ ευθείας, ανάμεσα στις δύο διοικήσεις. Σε μια φιλική εξαγορά γίνεται διαπραγμάτευση του δείκτη ανταλλαγής, και οι εταιρείες δέχονται ορισμένες αλλαγές χρηματοοικονομικής και διοικητικής πολιτικής μετά την συγχώνευση. Όταν τα δύο (ή περισσότερα) μέρη συμφωνήσουν, παρουσιάζουν τους όρους στους μετόχους και ζητούν την έγκρισή τους. Μερικές φορές, η εταιρία στόχος μπορεί να θεωρήσει ότι η συγχώνευση δεν είναι προς το συμφέρον της και οι διαπραγματεύσεις να διακοπούν. Αυτό μπορεί να συμβεί και όταν η εταιρεία που κάνει την εξαγορά προσπαθεί να ασκήσει υπερβολική πίεση ή να επιβάλει πάρα πολλούς όρους.

Σε γενικές γραμμές, όταν μια εταιρεία-στόχος έρχεται αντιμέτωπη με μια εχθρική προσπάθεια εξαγοράς από μια άλλη εταιρεία, χρησιμοποιεί διάφορες αμυντικές τακτικές που μπορεί να περιλαμβάνουν¹⁶ :

- Τα “δηλητηριώδη χάπια”
- Το “χρυσό αλεξίπτωτο”
- Το “λευκό υπόθη” ή “λευκό μαχαίρι”
- Δικαστικές ενέργειες

Μερικές φορές, η εταιρεία-στόχος συμφωνεί να καταβάλει υψηλές αμοιβές στα ανώτερα στελέχη σε περίπτωση που η συγχώνευση καταλήξει στην απώλεια της

¹⁵ Εννοούνται τα οφέλη που προκύπτουν από την επίτευξη συνεργιών

¹⁶ Groppelli A. & Nikbakht E. (1995) “Finance 3rd ed.”, Barton’s Educational Series, N.Y, pp. 457

εργασίας αυτών των στελεχών. Αυτά τα επονομαζόμενα “*χρυσά αλεξίπτωτα*” (*golden parachutes*) γίνεται προσπάθεια να μην υπερβαίνουν το τριπλάσιο των ετήσιων αποδοχών του στελέχους. Η εταιρεία-στόχος μπορεί να προσπαθήσει να αποφύγει την εξαγορά καταφεύγοντας στα δικαστήρια, ισχυριζόμενη την παραβίαση των αντιμονοπωλιακών νόμων. Μια άλλη αμυντική στρατηγική ονομάζεται “*δηλητηριώδες χάπι*” (*poison pill*). Αυτή η ενέργεια έχει στόχο να κάνει την εξαγορά λιγότερο ελκυστική. Περιλαμβάνει την πώληση ενός εξαιρετικά αποδοτικού τμήματος και την απόδοση του προϊόντος της πώλησης στους μετόχους, και την καταβολή υψηλού μερίσματος τοις μετρητοίς στους μετόχους, γεγονός που μειώνει την ρευστότητα της εταιρείας-στόχου. Για να αποτρέψει μια εχθρική εξαγορά, η εταιρία-στόχος μπορεί να αναζητήσει ένα “*λευκό ιππότη*” ή “*λευκό μαχαίρι*” (*white knight*). Αυτό σημαίνει να βρει μια άλλη, περισσότερο φιλική εταιρεία (της οποίας η διοίκηση να είναι πιο συνεργάσιμη) που θα ήταν πρόθυμη να συγχωνευτεί με την εταιρεία-στόχο.

Στην περίπτωση μιας εχθρικής συγχώνευσης, είτε διακόπτονται οι διαπραγματεύσεις, είτε η εταιρία που κάνει την εξαγορά, απευθύνεται άμεσα στους μετόχους της εταιρείας-στόχου κάνοντας μια “*δεσμευτική προσφορά*” (*tender offer*) προσπαθώντας να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας-στόχου. Η δεσμευτική προσφορά δεν απαιτεί την έγκριση της διοίκησης της εταιρείας-στόχου. Παρόλα αυτά, η εταιρεία που κάνει την εξαγορά είναι υποχρεωμένη από τον νόμο να ενημερώσει εκ των προτέρων την εταιρεία-στόχο και το Υπουργείο Εμπορίου, μια επιτροπή του οποίου αποτιμά την αξία των δύο εταιρειών, για το ότι προτίθεται να κάνει δεσμευτική προσφορά.

Οι συγχωνεύσεις που ιστορικά μέχρι σήμερα έχουν πραγματοποιηθεί είχαν αντιφατικά αποτελέσματα. Μερικές ήταν αρκετά επιτυχημένες άλλες πάλι πολύ λιγότερο από ικανοποιητικές. Το μόνο σίγουρο είναι πως η τάση για συγχωνεύσεις συνεχίζεται – στα πλαίσια της διαδικασίας της παγκοσμιοποίησης ακόμα περισσότερο-. Η ιδανική συγχώνευση είναι αυτή στην οποία δίνεται μεγαλύτερη προσοχή στον στόχο της μεγιστοποίησης του οφέλους και των δύο συμμετεχόντων στην συμφωνία για συγχώνευση (*win – win strategy*). Δεν υπάρχουν σταθεροί κανόνες πάνω στους οποίους μπορεί να στηριχθεί μια συγχώνευση. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η επιτυχία έρχεται έπειτα από προσεκτική ανάλυση, σχεδιασμό εκ των προτέρων, και εφαρμογή σύγχρονων

τεχνικών λήψης αποφάσεων ώστε να υπολογιστεί μια δίκαιη ανταλλαγή αξιών και μακροπρόθεσμων ωφελειών από την ενοποιημένη εταιρεία.

1.5 Επίλογος

Συνοψίζοντας, το κεφάλαιο αυτό εξέτασε το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο διαδραματίζονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στο χρηματιστηριακό χώρο της Ευρώπης. Το περιβάλλον που σχετίζεται με το θέμα από την άποψη της διεθνούς οικονομίας, των θεωριών συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και τις συνθήκες που επικρατούν στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Με την έρευνα αυτή επιχειρείται η καταγραφή του χρηματιστηριακού χάρτη της Ευρώπης σήμερα και η τοποθέτηση της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο χάρτη αυτό. Τα μέσα που χρησιμοποιούνται για την έρευνα της σημερινής κατάστασης είναι τα δεδομένα των ξένων χρηματαγορών που αφορούν εξαγορές και συγχωνεύσεις και η πορεία των δεικτών των χρηματιστηρίων αυτών. Σκοπός της έρευνας αυτής είναι να προσδιορίσει τις υφιστάμενες συνθήκες συγχωνεύσεων και εξαγορών και τις αγορές με τις οποίες θα συνεργαζόταν καλύτερα το Ελληνικό χρηματιστήριο. Το μέλλον της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι δύσκολο να οριοθετηθεί, θα επιχειρηθεί όμως ο εντοπισμός η ερμηνεία των παραγόντων που θα επηρεάσουν το μέλλον του στη ενωμένη Ευρωπαϊκή χρηματαγορά.

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφηκε το γενικότερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον που πλαισιώνει της συγχωνεύσεις των χρηματιστηρίων καθώς και το θεωρητικό υπόβαθρο λειτουργίας του Ελληνικού χρηματιστηρίου αλλά και των εξαγορών και των συγχωνεύσεων μεταξύ κεφαλαιαγορών. Το δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζει το σχέδιο συγχώνευσης ανάμεσα στα χρηματιστήρια του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης, την συνεργασία του πρώτου με το Nasdaq, την πρόταση εξαγοράς του χρηματιστηρίου του Λονδίνου από το OM Groupen και τις ενέργειες αντιμετώπισης αυτών των καταστάσεων από το LSE (London Stock Exchange). Το ίδιο κεφάλαιο επίσης περιγράφει το σχέδιο συγχώνευσης των χρηματιστηρίων του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών

καθώς και τις συνθήκες λειτουργίας του πρώτου ενοποιημένου χρηματιστηρίου της Ευρώπης.

Το τρίτο κεφάλαιο περιγράφει τη μεθοδολογία της παρούσας έρευνας ενώ το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα αποτελέσματα του ελέγχου για την ύπαρξη ή μη συσχέτισης μεταξύ των βασικών δεικτών των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Τέλος, το πέμπτο κεφάλαιο περιέχει μια περίληψη της έρευνας, τα κυριότερα συμπεράσματα καθώς και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΟΤΗΤΑ 1: Η ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΙΧ & NASDAQ

2.1 Εισαγωγή

Η μεγάλη ιδέα της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς βρήκε ανταπόκριση στην πραγματικότητα με τον σχεδιασμό δημιουργίας των iX και Euronext, αυτή ήταν η αρχή μιας σειράς συγχωνεύσεων και συνεργασιών που ακόμη δεν έχει τελειώσει. Το κεφάλαιο αυτό στοχεύει στο να δώσει στον αναγνώστη το θεωρητικό υπόβαθρο – μέσα από την περιγραφή συγκεκριμένων περιπτώσεων συγχώνευσης χρηματιστηριακών οργανισμών - έτσι ώστε να αντιληφθεί και να κατανοήσει τις ιδιαιτερότητες και ιδιομορφίες καθώς και την προβληματική που αναπτύσσεται σε συγχωνεύσεις ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών οργανισμών.

Στην πρώτη ενότητα του κεφαλαίου παρουσιάζεται η προσπάθεια της πολυσυζητημένης ενοποίησης (συγχώνευσης) του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης καθώς και η ενδεχόμενη σύνδεση των παραπάνω χρηματιστηρίων με το χρηματιστήριο υψηλής τεχνολογίας Nasdaq. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να δώσει στον αναγνώστη πληροφορίες για τις προοπτικές τις δυνατότητες αλλά και τις δυσκολίες που αντιμετωπίζονται σε τέτοιου είδους συγχωνεύσεις. Επιπρόσθετα σε αυτό το κεφάλαιο περιγράφονται οι προσπάθειες του iX γκρουπ σε σχέση με την συγχώνευση των επιμέρους χρηματιστηριακών δραστηριοτήτων και υπηρεσιών¹⁷ έτσι ώστε αυτές να προσφέρονται πλέον σε κοινή ενοποιημένη βάση. Πιο αναλυτικά στην αρχή της ενότητας γίνεται μια περιληπτική αναφορά στο ιστορικό των χρηματιστηρίων της Φρανκφούρτης του Λονδίνου και του Nasdaq, ενώ αμέσως μετά παρουσιάζονται μερικές γενικές πληροφορίες για την συγχώνευση έτσι ώστε να μην ξαφνιαστεί ο αναγνώστης. Αμέσως μετά παρατίθενται ειδικότερες πληροφορίες για την συγχώνευση καθώς και στοιχεία της στρατηγικής του iX και των υπηρεσιών που ο νέος οργανισμός θα προσφέρει. Στην συνέχεια δίνονται στοιχεία για την κοινοπραξία του iX με το Nasdaq, και τα οφέλη που θα προκύψουν από την ολοκλήρωση της συνένωσης. Τέλος παρατίθενται οι πιο πρόσφατες εξελίξεις που οδήγησαν στην ακύρωση της συγχώνευσης. Στην δεύτερη

ενότητα παρουσιάζεται το πρώτο ενοποιημένο χρηματιστήριο που λειτουργεί στην Ευρώπη, από ποια χρηματιστήρια σχηματίστηκε, πως εξελίχθηκε η διαδικασία συγχώνευσης καθώς και η τωρινή μορφή αυτού του οργανισμού. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά στις λειτουργίες των χρηματιστηρίων και το πως αυτές μεταβάλλονται για να σχηματίσουν τον ενιαίο οργανισμό. Στις 22/9/2000 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών. Η παρουσίαση αυτή συντελεί στην δημιουργία ολοκληρωμένης εικόνας που αφορά το πλαίσιο στο οποίο πραγματοποιούνται οι συγχωνεύσεις στην Ευρώπη. Η καταγραφή της νέας πραγματικότητας θα συνεισφέρει στην εξαγωγή συμπερασμάτων που θα αφορούν το μέλλον των υπολοίπων χρηματιστηριακών οργανισμών της Ευρώπης και πιο ειδικά της Ελλάδος. Η περιγραφή του ενοποιημένου χρηματιστηρίου Euronext, επαληθεύει όσους θεώρησαν ότι τα διαδικαστικά εμπόδια της διαφορετικής λειτουργίας κάθε χρηματιστηρίου μπορούν να ξεπεραστούν.

2.2 Ιστορικό των Χρηματιστηρίων Λονδίνου – Φρανκφούρτης - Nasdaq

2.2.1 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης

Οι ρίζες του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης εντοπίζονται για πρώτη φορά στην περίοδο του Μεσαίωνα. Στα μέσα του 9ου αιώνα, ο αυτοκράτορας Ludwig παραχώρησε στην πόλη της Φρανκφούρτης το αποκλειστικό δικαίωμα να διοργανώσει ετήσια ανοιξιάτικη εμπορική έκθεση. Από τότε η πόλη εξελίχθηκε σε σπουδαίο εμπορικό και χρηματοοικονομικό κέντρο.

Στις αρχές του 16^{ου} αιώνα, και με τις διεθνείς πλέον εκθέσεις της Φρανκφούρτης να γνωρίζουν όλο και μεγαλύτερη άνθηση ο Λούθηρος έφτασε στο σημείο να ονομάσει την πόλη *‘‘η τρύπα του αργυρού και του χρυσού’’*.¹⁸

Ήταν όμως η έκθεση του Φρανκφούρτης του 1585 που στην ουσία υπολόγισε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων των άλλων χωρών γιατί οι συναλλαγές κατά την διάρκεια της έκθεσης πριν τον υπολογισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν

¹⁷ Τέτοιες δραστηριότητες και υπηρεσίες αφορούν την διαπραγμάτευση, διακανονισμό, και εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών που θα πραγματοποιούνται στη ιΧ αγορά

¹⁸ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/historie1_e.htm

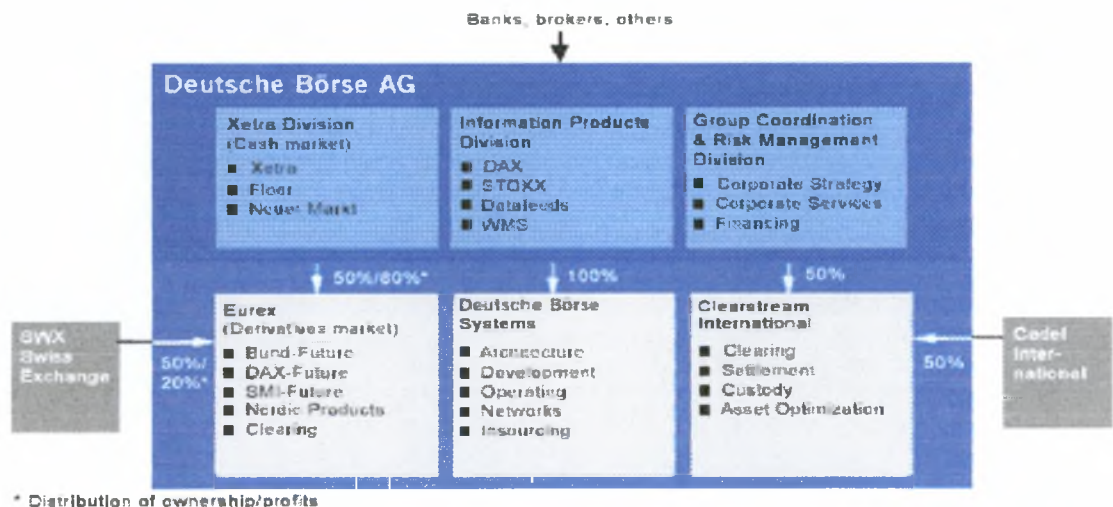
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

προβληματικές. Σήμερα, αυτό το γεγονός θεωρείται η γέννηση του Χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης. Το Deutsche Borse Group προσφέρει πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές τόσο σε εταιρείες όσο και στους επενδυτές. Το Deutsche Borse παρέχει ένα μεγάλο πλέγμα υπηρεσιών και εφαρμογών που απαιτούνται για να του χαρίσουν πρωταγωνιστικό ρόλο στις Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές.

Το Deutsche Borse Group περιλαμβάνει¹⁹:

- Την πλατφόρμα συναλλαγών “Xetra” η οποία έχει προάγει το DB στην δεύτερη μεγαλύτερη (ηλεκτρονικά αυτοματοποιημένη) κεφαλαιαγορά στον κόσμο
- Το Eurex το οποίο αποτελεί την μεγαλύτερη αγορά παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων στον κόσμο
- Τον Τομέα Πληροφόρησης για χρηματοοικονομικά προϊόντα του DB ο οποίος αναπτύσσει και παρέχει πληροφορίες για τιμές, δείκτες και στατιστικά στοιχεία
- Τον Ευρωπαϊκό οίκο εκκαθάρισης “Clearstream” ο οποίος προήλθε από την συγχώνευση του Luxembourgian Cedel και το DB Clearing στις αρχές του 2000
- Το “DB Systems” που είναι το εσωτερικό τεχνολογικό σύστημα

Σχήμα 1: Η οργανωτική δομή του Deutsche Borse Group και οι θυγατρικές του*



*Πηγή : http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/organigramm_e.htm

¹⁹ Πηγή: http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/mission_e.htm

Στις αρχές του Μαΐου του 2000, το DB Group ανακοίνωσε την συγχώνευση του με το LSE όσο και την πρόθεση του να έρθει σε κοινοπραξία με το US Nasdaq. Το DB έχει αναπτύξει στρατηγική συνεργασίας με τα χρηματιστήρια της Βιέννης του Ελσίνκι και του Δουβλίνου όσον αφορά την λειτουργία των χρηματοοικονομικών προϊόντων και των αγορών παραγώγων. Τέλος το Euronext έχει συνδεθεί με το US CboT σε στρατηγική συμμαχία.

2.2.2 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου²⁰

Οι ρίζες του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου γυρίζουν πίσω στους οίκους καφέ του Λονδίνου του 17^{ου} αιώνα, όπου οι άνθρωποι επένδυαν με στόχο να δημιουργήσουν κέρδη από αγοραπωλησίες μετοχών.

Η πρώτη εταιρική χρηματιστηριακή κοινοπραξία (Muscovy Company) ιδρύθηκε στο Λονδίνο το 1553. Το 1773 εκατόν πενήντα brokers από το Jonathan's Coffee House μετονόμασαν το Jonathan's House σε Χρηματιστήριο.

Το Χρηματιστήριο αναπτύχθηκε ραγδαία παίζοντας σημαντικό ρόλο στην χρηματοδότηση των αγγλικών βιομηχανικών μονάδων κατά την διάρκεια της Βιομηχανικής Επανάστασης. Κατά τον δέκατο ένατο αιώνα ένα σύνολο είκοσι χρηματιστηρίων υπήρχαν διασπαρμένα στην Βρετανική επικράτεια. Οι ανάγκες όμως της κεφαλαιαγοράς επέφεραν την ενοποίηση τους σε ένα ενιαίο κατά την διάρκεια του 20^{ου} αιώνα, οπότε το 1973 έχουμε την συγχώνευσή τους στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου παράλληλα με το ιστορικό γεγονός συμμετοχής στο Χρηματιστήριο γυναικών ως μελών. Το 1972 η βασίλισσα της Αγγλίας εγκαινίασε τις νέες εγκαταστάσεις του London Stock Exchange χωρητικότητας 230000 τετραγωνικών μέτρων.

Στις 27 Οκτωβρίου 1986 γνωστή στην ιστορία του LSE ως “Big Bang” μέρα μία μεγάλη δέσμη θεσμικών αλλαγών εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (όλες οι εισηγμένες εταιρείες απέκτησαν ρόλους broker και dealer, τα ανεξάρτητα μέλη του LSE απέκτησαν δικαίωμα ψήφου, δύο πληροφοριακά συστήματα υπολογιστών εισήχθησαν και έτσι επιτεύχθηκε η αποκέντρωση των συναλλαγών κτλ)

Την ίδια χρονιά το LSE και το DB ανακοίνωσαν την δημιουργία μιας στρατηγικής συμμαχίας με σκοπό την ενοποίηση των αγορών των Αγγλικών και

²⁰ Πηγή : http://www.londonstockexchange.com/about/about_05.asp

Γερμανικών μετοχών και την ανάπτυξη μιας κοινής ηλεκτρονικής πλατφόρμας συναλλαγών. Η πρώτη φάση της Συμμαχίας έγινε πραγματικότητα στις αρχές του Ιανουαρίου του 1999 όπου δημιουργήθηκε η δυνατότητα πακέτου κοινή πρόσβασης από κοινού και για τα δύο χρηματιστήρια. Αυτό ήταν το πρώτο βήμα στον δρόμο για την δημιουργία μιας πανευρωπαϊκής αγοράς μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, η οποία θα μειώσει το κόστος και την πολυπλοκότητα στις συναλλαγές μετοχών στην Ευρώπη.

2.2.3 Ιστορικό του Χρηματιστηρίου του Nasdaq²¹

Με την έναρξη της λειτουργίας του το 1971 το χρηματιστήριο εταιριών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq αποτέλεσε ένα καινοτόμο βήμα στον κλάδο των κεφαλαιαγορών. Με την εισαγωγή του –σαν της πρώτης παγκόσμιας ηλεκτρονικής αγοράς- το Nasdaq²² πρόσφερε τέτοια τεχνολογική καινοτομία στο σύστημα συναλλαγών που το έκανε παγκοσμίως ανταγωνιστικό. Σύμφωνα με τις τρέχουσες εξαγγελίες της διοίκησης του Nasdaq ο τωρινός στόχος είναι να οδηγηθεί το χρηματιστήριο στην πρώτη θέση της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς, μέσω του αποτελεσματικού περιβάλλοντος συναλλαγών που προσφέρει. Επιπρόσθετα το Δ.Σ τονίζει την συνεισφορά του Nasdaq στην ανάπτυξη των εισηγμένων σε αυτό εταιριών καθώς και την επιτυχημένη μετάβαση τους στην δημόσια ιδιοκτησία ‘*public ownership*’.

Οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο του Nasdaq άρχισαν το 1971. Την 8^η Φεβρουαρίου ήταν η πρώτη μέρα συναλλαγών για περισσότερες από 2500 (over the counter) μετοχές. Το 1982 οι κορυφαίες -εισηγμένες στο Nasdaq- εταιρείες κατηγοριοποιούνται και διαμορφώνουν την Εθνική Αγορά Nasdaq. (Nasdaq National Market). Το 1990 το Nasdaq αλλάζει επίσημα την επωνυμία του σε Χρηματιστήριο Nasdaq, ενώ το 1992 οι διεθνείς υπηρεσίες Nasdaq (Nasdaq International) δίνουν την δυνατότητα στις μετοχές του Nasdaq National Market να διαπραγματεύονται στις χρηματιστηριακές αγορές του Λονδίνου.

Τέλος το 1998 στέφεται με επιτυχία η συγχώνευση του Nasdaq και του AMEX και έτσι δημιουργείται το Nasdaq-Amex γκρουπ.

²¹ Πηγή: http://www.nasdaq.com/about/about_nasdaq.stm

²² Nasdaq : National Association of Securities Dealers Automated Quotation

2.3 IX International Exchanges

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι το μεγαλύτερο της Ευρώπης από άποψης ύψους κεφαλαιοποίησης και ο ρόλος του στις διαδικασίες και σενάρια συγχωνεύσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Στην αρχή του έτους αρνήθηκε την προσφορά συνεργασίας των χωρών που πλέον αποτελούν το Euronext και συνέπραξε με την Φρανκφούρτη στη δημιουργία του iX²³.

2.3.1 Εισαγωγή – Γενικές πληροφορίες για την συγχώνευση

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου και το χρηματιστήριο του Deutsche Borse ανακοίνωσαν στις 3 Μαΐου του 2000 τα από κοινού σχέδια τους για συγχώνευση. Το όνομα που δόθηκε στο σχήμα που θα προκύψει από την παραπάνω συνένωση και θα χαρακτηρίζει από εδώ και στο εξής τον καινούργιο οργανισμό είναι «iX». Επιπρόσθετα το iX σε συνεργασία με το χρηματιστήριο εταιριών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq υπόγραψαν μνημόνιο κατανόησης (memorandum of understanding)²⁴ που αποβλέπει στην δημιουργία μιας πανευρωπαϊκής υψηλής ανάπτυξης ενοποιημένης κεφαλαιαγοράς.

Η σύσταση του iX θα προκύψει από την συνένωση του χρηματιστηρίου του Λονδίνου (London Stock Exchange) σε ποσοστό 100% και του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης (Deutsche Borse) σε ποσοστό 50% - το υπόλοιπο 50% που είναι το ποσοστό το οποίο ανήκει στην εταιρία εκκαθάρισης Clearstream θα συνεχίσει να το κρατά το Deutsche Borse για λογαριασμό του. Οι μέτοχοι του Βρετανικού χρηματιστηρίου θα λάβουν μετοχές αξίας ίσης με το 50% της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου του iX και όμοιο ποσοστό θα διατεθεί και στους μετόχους του Deutsche Borse. Στην θέση του προέδρου του iX θα τοποθετηθεί ο Don Cuiicksank ενώ γενικός διευθυντής του iX θα είναι ο Werner Seifert²⁵.

Το iX θα αποτελέσει τον μεγαλύτερο διεθνή χρηματοοικονομικό οργανισμό κεφαλαιαγοράς που θα προσφέρει υπηρεσίες διαπραγμάτευσης για μετοχές, αγαθά και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, παράλληλα με την τεχνολογική υποστήριξη και

²³ Οικονομικός Ταχυδρόμος, 20 Μαΐου 2000 'Πανευρωπαϊκή Αγορά: Euronext εναντίον iX' σελ. 80

²⁴ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: <http://www.nasdaq-amexnews.com>

²⁵ Καθημερινή 22 Ιουλίου 2000 'Φρανκφούρτη - Λονδίνο προσδοκούν σωτηρία μέσω Nasdaq' Ζέζα Ζήκου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

την αναγκαία πληροφοριακή υποδομή που απαιτείται δίνοντας έμφαση στον τομέα του ηλεκτρονικού εμπορίου (e-commerce businesses). Το iX θα ελέγχει το μεγαλύτερο κομμάτι της Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς κατέχοντας το 53% των χρηματιστηριακών συναλλαγών και διαμέσω του Eurex (του ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου παραγώγων) θα αποτελέσει έναν από τους πρωταγωνιστές στην παγκόσμια αγορά των παραγώγων προϊόντων.

Το νέο χρηματιστήριο θα εδρεύει στο Λονδίνο. Οι κεντρικές διοικητικές υπηρεσίες θα εγκατασταθούν στο Λονδίνο παραρτήματα των οποίων θα υπάρχουν και στην Φρανκφούρτη. Το 45% των 300 μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων ανήκουν στις λίστες του ενός (LSE) ή του άλλου (DB) χρηματιστηρίου. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της εμπορευσιμότητας των μετοχών του LSE και του DB σε κοινή βάση (αθροιστικά δηλαδή) έφτασε το 35% τα τέσσερα τελευταία χρόνια.

Το ολοκληρωμένο ηλεκτρονικό σύστημα (πλατφόρμα) συναλλαγών για της χρηματαγορές του iX θα είναι το «Xetra». Το Xetra αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση του κόστους, να προσφέρει ολοκληρωμένες λύσεις σε θέματα ηλεκτρονικών συναλλαγών και συνεργιών και παράλληλα να απλοποιήσει τις λειτουργίες πληροφόρησης του iX προς τους πελάτες του.

Το LSE (London Stock Exchange) και το DB (Deutsche Borse) εφόσον θα συγχωνευτούν θα υποστηρίξουν τις πρωτοβουλίες για την δημιουργία ενός κεντρικού φορέα εκκαθάρισης των συναλλαγών που θα πραγματοποιεί απευθείας τη διαδικασία εκκαθάρισης με το χαμηλότερο κόστος για τους πελάτες του iX. Μέχρι τότε η εκκαθάριση θα πραγματοποιείται από το Clearstream και την Crest Co Limited²⁶.

Το LSE και το DB διερευνούν την πιθανότητα ένταξης (εισαγωγής) και άλλων χρηματιστηρίων (μελών) στο γκρούπ του iX. Στα πλαίσια αυτής της διεύρυνσης συζητήσεις και επαφές πραγματοποιούνται με το Μιλάνο και την Μαδρίτη²⁷.

2.3.2 Η Συγχώνευση

Το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ) και το Εποπτικό Συμβούλιο του DB σε σύμπνοια με το ΔΣ του LSE ανακοίνωσαν ότι συμφώνησαν την μεταξύ τους συγχώνευση και την

²⁶ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: <http://www.londonstockexchange.com/press/relaeses/12-09-00.asp>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

ίδρυση νέας εταιρίας (που θα ελέγχεται κατά το 50% από το LSE και κατά 50% από το DB) με την επωνυμία iX International Exchanges plc.). Το iX που θα έχει έδρα έναρξης εργασιών στην Αγγλία θα αποτελείται από το σύνολο της δραστηριότητας του LSE και το σύνολο της δραστηριότητας του DB εκτός του 50% των μετοχών²⁸ του DB.

Σύμφωνα με τους όρους της συγχώνευσης το LSE θα ελέγχει το 50% των νεοκδοθέντων μετοχών του iX, με το υπόλοιπο 50% του μετοχικού κεφαλαίου να κατανέμεται στο DB.

Επιπρόσθετα, η Nasdaq Europe Ltd και το iX θα αναπτύξουν ένα διεθνές (παγκόσμιο) δίκτυο διακίνησης και συναλλαγής μετοχών ευρωπαϊκών εταιριών. Το Nasdaq και το iX προτίθενται επίσης να εισέλθουν σε συζητήσεις για ευρύτερες επιχειρηματικές συνεργασίες, που θα αποσκοπούν στην εξέταση της προοπτικής για την δημιουργία μίας παγκόσμιας πλατφόρμας αποκομίζοντας οφέλη από την χρήση της επωνυμίας του Nasdaq.

Το iX²⁹ θα αποτελέσει το μεγαλύτερο Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο σε όρους εντάσεως κεφαλαίων και αξίας συναλλαγών. Ο στόχος του θα είναι να αναπτύξει και ισχυροποιήσει την θέση του μέσω της παροχής ευρέου φάσματος χρηματοοικονομικών και χρηματιστηριακών υπηρεσιών προς τους πελάτες του (μέλη του) σε τοπική, εγχώρια και διασυνοριακή βάση.

Ένα αξιοσημείωτο στοιχείο του οράματος της προσδοκώμενης συγχώνευσης είναι η στρατηγική ενοποίησης των δευτερευόντων συναλλακτικών-εμπορευματικών δραστηριοτήτων. Αυτή η στρατηγική προβλέπεται να επιτευχθεί με την χρησιμοποίηση της τεχνολογικής-πληροφοριακής πλατφόρμας «Xetra» η οποία βασίζεται σε ένα κοινό μοντέλο ανάλυσης της αγοράς και σε κοινή κανονιστική (regulatory) προσέγγιση, και η οποία θα προσφέρει την δυνατότητα πλήρους εμπορευσιμότητας και συναλλαγής όλων των μετοχών των ευρωπαϊκών εταιριών.

²⁷ Ημερησία 16-17 Σεπτεμβρίου 2000 "Φιλική προσέγγιση του LSE από Φραγκφούρτη, Μιλάνο, Μαδρίτη"

²⁸ Το άλλο 50% αναφέρεται στην εταιρία εκκαθάρισης των συναλλαγών Clearstream και που το DB θα συνεχίσει μετά την συγχώνευση να ελέγχει για λογαριασμό του.

²⁹ Για περισσότερες πληροφορίες: Information Document in respect of the Merger of London Stock Exchange and Deutsche Borse Newco στο http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne_section.html

2.3.3 IX και μελέτη των εξωτερικών παραγόντων (εξωτερικού περιβάλλοντος)

Το LSE και το DB δραστηριοποιούνται και λειτουργούν σε ένα ταχύρυθμα μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Το μάνατζμεντ του LSE και του DB επισημαίνουν ότι οι κυριότεροι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία τους είναι³⁰:

- Αποδιαμεσολάβηση και φιλελευθεροποίηση των οικονομιών σε παγκόσμια κλίμακα.
- δημογραφικές αλλαγές και πιέσεις για την μακροχρόνια χρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων
- τεχνολογικές αλλαγές και εξελίξεις στις επικοινωνίες και στα επιχειρησιακά συστήματα.
- η ενοποίηση της αγοράς και η τάση συγκεντροποίησης των εργασιών της
- τον έντονο και ολοένα αυξανόμενο ανταγωνισμό

Πιο αναλυτικά, όσο οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές μεταβαίνουν σε αυξανόμενα ομογενοποιημένες και ανταγωνιστικές, τόσο θα παρατηρούνται τάσεις για μείωση του αριθμού των χρηματιστηρίων και προφανώς θα κερδίζουν έδαφος οι προσπάθειες για συνεργασίες, συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ αυτών. Σαν συνέπεια των παραπάνω τα χρηματιστήρια παγκοσμίως επανεξετάζουν τις δραστηριότητες και την στρατηγική τους, και όσο αφορά τα ευρωπαϊκά ξεκίνησαν την διαδικασία ενοποίησης. Η πεποίθηση είναι ότι η συγχώνευση του LSE με το DB θα παρέχει μια απλή -κανονιστικά - πλατφόρμα χρηματιστηριακών συναλλαγών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, και διαμέσου της κοινοπραξίας του iX με το Nasdaq θα παρέχεται η δυνατότητα ανάπτυξής της σε παγκόσμιο επίπεδο.

2.4 Επιχειρησιακή Στρατηγική και προσφερόμενες υπηρεσίες

2.4.1 Τεχνολογία

Σκοπός του iX είναι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές να πραγματοποιούνται σε μια κοινή ομοιόμορφη βάση. Αυτό ευελπιστεί να το επιτύχει από την μία με την χρήση της Xetra τεχνολογική πλατφόρμα, (Xetra-based technology platform) και από την άλλη με την πραγματοποίηση των συναλλαγών σε ενιαίο νόμισμα που θα είναι το ευρώ (euro).

³⁰ Έτσι όπως αναφέρονται στο: Information Document in respect of the Merger of London Stock Exchange and Deutsche Borse Newco.

Οι αγορές θα οργανωθούν όπου χρειασθεί με τοπική (local) παρουσία του iX, εάν νομικοί, εμπορικοί ή οικονομικοί λόγοι το επιβάλουν.

Η τεχνολογία και των δύο οργανισμών (LSE & DB) θα μεταφερθεί στο iX. Το υπάρχον τεχνολογικό σύστημα του DB θα παραμείνει ο κύριος παροχέας των τεχνικών και τεχνολογικών υπηρεσιών προς το iX και θα συνεχίσουν να είναι εγκαταστημένα στην Γερμανία ενώ τεχνολογική υποστήριξη των ίδιων υπηρεσιών θα παρέχεται και στο Λονδίνο όπου και εκεί θα λειτουργούν επικουρικά συστήματα υποστήριξης.

2.4.2 Υπηρεσίες Διαπραγμάτευσης Εκκαθάρισης και Εξόφλησης

Η πρόθεση είναι το Eurex και το Eurex Clearing να συνεχίσουν να παρέχουν τις υπηρεσίες συναλλαγών και εκκαθάρισης που παρέχουν μέχρι σήμερα για όλα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Το νομικό πλαίσιο για αυτού του είδους των συναλλαγών θα μείνει αμετάβλητο.

2.4.2.1 Υπηρεσίες εξόφλησης - πληρωμής - διακανονισμού (Settlement services)

Υπάρχει η πεποίθηση ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές σε μια «ενοποιημένη» Πανευρωπαϊκή αγορά θα τροφοδοτήσουν ένα κεντρικό σχήμα (counterparty) το οποίο θα προσφέρει τα μεγαλύτερα δυνατά οφέλη στους πελάτες του.

Το μερίδιο και τα συμφέροντα του DB Clearstream θα συνεχίσουν να υφίσταται ως έχουν³¹. Τα Δ.Σ πιστεύουν ότι οι υπηρεσίες εξόφλησης θα πρέπει κατά κύριο λόγο να «μοιρασθούν» (διαχυθούν) - σε ενοποιημένη πάντα βάση- σε πανευρωπαϊκό επίπεδο σύμφωνα με τις εκάστοτε τοπικές απαιτήσεις και δομές. Το iX θα έρθει σαν «αρωγός» (consultant) σύμβουλος των πελατών του όσον αφορά θέματα μάνατζμεντ, ιδιοκτησίας και λειτουργικών δομών του συστήματος εξόφλησης- εκκαθάρισης. Εν τω μεταξύ οι υπηρεσίες εξόφλησης και εκκαθάρισης θα συνεχίσουν να παρέχονται από το Clearstream και την CrestCo Limited.

³¹ Με άλλα λόγια το Clearstream δεν θα συμμετέχει στην συγχώνευση από την οποία θα προκύψει το iX.

2.4.2.2 Υπηρεσίες πληροφόρησης (Information services)

Τα ΔΣ του LSE και του DB είναι πεπεισμένα ότι η συγχώνευση και η δημιουργία μιας ενοποιημένης πανευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς, θα αυξήσει το εύρος και το βάθος της πληροφορίας και της πληροφόρησης για (και προς) τις εισηγμένες - σε αυτή - εταιριών που θα είναι διαθέσιμη από το iX. Ο όγκος της πληροφορίας και της πληροφόρησης θα διαχύεται με την χρήση των κατάλληλων (απαραίτητων) μέσων στους τελικούς χρήστες (πελάτες) με γνώμονα πάντα την μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας και της προστιθέμενης αξίας που θα προκύπτει για τους πελάτες. Το iX θα αναπτύξει μια ενοποιημένη στρατηγική στο συγκεκριμένο ζήτημα έτσι ώστε για τους δείκτες των μετοχών των εταιριών που θα είναι εισηγμένες σε αυτό (iX) να υπάρχει ιδιαίτερη μεταχείριση στην παροχή υπηρεσιών.

2.4.2.3 Άλλες υπηρεσίες

Το iX θα δημιουργήσει μια έντονη δυναμική στους τομείς που το LSE και το DB έχει εξειδικευτεί σε σχέση με τον σχεδιασμό και την διεύρυνση της ευρύτερης αγοράς και των συστημάτων συναλλαγών και παράλληλα θα υιοθετήσει ένα επιχειρηματικό μοντέλο το οποίο θα «μεγιστοποιήσει» την τεχνογνωσία και τα οφέλη της τεχνολογικής - πληροφοριακής πλατφόρμας του για να προσφέρει και άλλες επιχειρηματικές υπηρεσίες. Τέτοιες υπηρεσίες θα αφορούν i) την παροχή υπηρεσιών σε τρίτους, ii) την παροχή «..com» εμπορευματικών - επιχειρησιακών υπηρεσιών, iii) ενεργειακής μορφής επιχειρηματικές υπηρεσίες, iv) business to business υπηρεσίες, και v) «OTC³²» υπηρεσίες. Το LSE και το DB οραματίζονται την ένταξη και άλλων χρηματιστηρίων στο γκρουπ του iX, σύμφωνα πάντα με την προϋπόθεση ότι αυτά θα καλύπτουν τα καθορισμένα κριτήρια. Σε αυτό το πλαίσιο της διεύρυνσης συνομιλίες έχουν ήδη συναφθεί με το Μιλάνο και την Μαδρίτη.

³² Over the counter bond trading facilities

2.5 Κοινοπραξία iX και Nasdaq

Η κοινοπραξία του iX με το Nasdaq των ΗΠΑ (χρηματιστήριο εταιριών υψηλής τεχνολογίας) θα φέρει σε σύμπραξη τη techMARK του Λονδίνου και την Neuer Markt της Γερμανίας στην βάση μίας νέας Πανευρωπαϊκά υψηλής ανάπτυξης χρηματιστηριακής αγοράς. Το Joint venture θα αντιπροσωπεύει (καλύπτει) το μεγαλύτερο κομμάτι της Ευρωπαϊκής χρηματιστηριακής αγοράς με μερίδιο γύρω στο 80%. Το iX και το Nasdaq θα είναι ισότιμοι (50% το καθένα) στην κοινοπραξία η οποία θα κυβερνάται διοικητικά από το Λονδίνο και συμπληρωματικά από την Φρανκφούρτη³³. Η Nasdaq Europe Ltd και το iX συμφώνησαν να συγχωνευτούν και από κοινού να δημιουργήσουν μια πανευρωπαϊκή αγορά για τα μετοχικά κεφάλαια υψηλής απόδοσης.

Η κοινοπραξία Nasdaq - iX θα ανήκει (περιουσιακά) κατά 50% από την Nasdaq Europe Ltd και κατά 50% από το iX. Θα δραστηριοποιείτε στην Αγγλία. Στο Λονδίνο θα εδρεύει γεωγραφικά και από εκεί θα ασκείται η κεντρική διοίκηση. Η εμπορική του επωνυμία θα είναι «Nasdaq» και θα λειτουργεί επίσης και στην Φρανκφούρτη κάτω βέβαια από το γερμανικό θεσμικό και νομικό πλαίσιο (περιβάλλον). Οι συνέταιροι στην κοινοπραξία στοχεύουν στο να χειραφετήσουν την συγκεκριμένη αγορά υψηλής κεφαλαιοποίησης και στα σχέδιά τους είναι να αναπτύξουν ενοποιημένο σύστημα χρηματιστηριακών δεικτών. Θα προσφέρουν επίσης την δυνατότητα διαπραγμάτευσης μετοχών διεθνών εταιριών, την δυνατότητα συναλλαγών διεθνών κεφαλαίων, και τέλος την δυνατότητα διασύνδεσης της συγκεκριμένης Nasdaq - αγοράς με άλλες Nasdaq χρηματιστηριακές αγορές. Η κοινοπραξία Nasdaq - iX θα υιοθετήσει την καλύτερη δυνατή δομή και πλατφόρμα συναλλαγών για τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που θα διαπραγματεύονται πάνω σε αυτή. Το συγκεκριμένο επιχειρησιακό μοντέλο θα προσφέρει ένα συνδυασμό ολοκληρωμένων υπηρεσιών με σκοπό την μεγαλύτερη δυνατή διατήρηση της ρευστότητας και της διαφάνειας των συναλλαγών με dealers ικανούς να αφομοιώσουν και να αναφέρουν τις συναλλαγές δια των μέσων που τους παρέχει η αγορά. Η δικτυακή και η συναλλακτική πλατφόρμα (σύστημα πάνω στο οποίο θα

³³ Καθημερινή 22 Ιουλίου 2000 "Φρανκφούρτη - Λονδίνο προσδοκούν σωτηρία μέσω Nasdaq" Ζέζα Ζήκου

γίνονται οι συναλλαγές) θα είναι το Xetra - σύστημα. Τα μέρη της κοινοπραξίας θα συνεργαστούν για τον σχεδιασμό και την ανάπτυξη της «επόμενης γενιάς» χρηματιστηριακών υπηρεσιών πάντα με την σύμφωνη γνώμη των μελών της³⁴ (πελατών, θεσμικών επενδυτών κτλ)

2.6 Οφέλη από την συγχώνευση

Το iX θα λειτουργήσει με αντικειμενικό σκοπό την μεγιστοποίηση του οφέλους των μετόχων της. Τα ΔΣ του LSE και του DB πιστεύουν ότι η προτεινόμενη συγχώνευση θα παράγει σημαντική υπεραξία για τα μέλη της. Αναλυτικότερα τα ΔΣ πιστεύουν ότι συνέργιες θα προκύψουν στις παρακάτω περιοχές:

- η κοινή πλατφόρμα συναλλαγών θα προσελκύσει το ενδιαφέρον των επενδυτών, μετόχων και κεφαλαίων, επιτρέποντας στο iX να διανείμει υψηλότερες αποδόσεις και υπεραξίες από ότι θα διένειμε ξεχωριστά το LSE ή (και) το DB.
- ο υψηλότερος όγκος συναλλαγών θα οδηγήσει σε μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους
- σημαντική μείωση του κόστους θα επιτευχθεί μέσω της χρήσης νέων Τεχνολογικών και πληροφοριακών συστημάτων.

Τα ΔΣ του LSE και του DB έχουν την πεποίθηση ότι η ανταγωνιστική θέση του iX θα είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή του LSE ή του DB ξεχωριστά.

2.6.1 Διοικητικό Συμβούλιο, Διοίκηση και Εργαζόμενοι

Το iX θα έχει ένα και μοναδικό Δ.Σ το οποίο θα αποτελείται από επιτελικά και κατώτερα στελέχη τα οποία θα ακολουθούν το Αγγλικό μοντέλο εταιρικής διοίκησης (ανάπτυξης). LSE και DB θα εκπροσωπούνται εξίσου στο νέο ΔΣ. Ο Don Cruishank θα είναι ο πρόεδρος και ο Werner Seifert θα είναι ο γενικός διευθυντής. Όλα τα υπόλοιπα επιτελικά και κατώτερα στελέχη θα ορισθούν σε εύλογο χρονικό διάστημα. Η κεντρική διοίκηση του iX θα εδρεύει στο Λονδίνο και η αγγλική γλώσσα θα είναι η επίσημη γλώσσα που θα χρησιμοποιείται. Τα Διοικητικά Συμβούλια έχουν την άποψη ότι η συγχώνευση θα δημιουργήσει εξαιρετικά θετικές προοπτικές για τους εργαζόμενους στο iX γκρουπ. Τα υπάρχοντα εργασιακά δικαιώματα (κεκτημένα) συμπεριλαμβανομένων

³⁴Για την λεπτομερή περιγραφή της εξαγοράς βλέπε: <http://www.nasdaq-amexnews.com>

και των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων τόσο των εργαζομένων του LSE όσο και των εργαζομένων στο DB θα διασφαλιστούν στο ακέραιο.

2.6.2 Επιμέρους θέματα της συγχώνευσης

Μια συνοπτική παρουσίαση των όρων της συγχώνευσης παρατίθενται παρακάτω:

- Το DB θα μεταφέρει όλες τις δραστηριότητές του και τα περιουσιακά του στοιχεία³⁵ σε νεοσύστατη θυγατρική εταιρία (NewCo).
- Η NewCo και το LSE θα προχωρήσουν σε συγχώνευση και το αποτέλεσμα της θα είναι το iX.
- Η συγχώνευση θα επηρεασθεί κατά μια έννοια από την εικόνα της διευθέτησης της μετατροπής των LSE μετοχών σε iX μετοχές και της μετατροπής των DB μετοχών σε NewCo μετοχών και τελικά της μετατροπής των NewCo μετοχών σε iX μετοχές.
- Η συναλλαγή (μετατροπή) θα τεθεί προς έγκριση από την συνέλευση των μετόχων του LSE και του DB, με ποσοστό 75% τουλάχιστον υπέρ να απαιτείται σε κάθε περίπτωση
- Η συναλλαγή θα τεθεί επίσης για έγκριση ως προς την νομική της ορθότητα και από τις επιτροπές ανταγωνισμού της Αγγλίας και της Γερμανίας
- Με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης το μετοχικό κεφάλαιο του iX θα ανήκει κατά 50% στους LSE μετόχους και κατά 50% από τους DB μετόχους

Στους κανονισμούς της δημιουργίας του iX θα περιλαμβάνεται το όριο του 4,9% ως ποσοστού συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο για κάθε μέτοχο ή θεσμικό επενδυτή. Το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης θα διατηρήσει την συμμετοχή του με το 50% στο μετοχικό κεφάλαιο χωρίς να έχει το δικαίωμα να το αυξήσει και θα διανείμει αυτό το ποσοστό αμέσως μόλις αυτό είναι πρακτικά δυνατό. Όλα τα θέματα που θα χρειάζονται έγκριση από τους μετόχους του iX θα πρέπει να συγκεντρώνουν πλειοψηφία 75% στην ψηφοφορία. Οι μετοχές στο LSE θα γίνουν προϊόν διαπραγμάτευσης σε μία εκτός αγοράς διαχειριστική δομή με διασταύρωση προσφορών από τους Cazenove and Co ακολουθώντας το σχέδιο του LSE για την συγχώνευση. Στους άμεσους στόχους του iX

³⁵ Εκτός αυτών που σχετίζονται με την Clearstream

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

είναι να εφαρμόσουν ένα παρόμοιο σύστημα διαπραγμάτευσης για τις μετοχές iX με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Κάθε απόφαση για την εισαγωγή του iX προς διαπραγμάτευση θα κρατηθεί υπό σκέψη κατά την διάρκεια της προόδου των εργασιών του iX.

2.6.3 Καταστατικό λειτουργίας και χρονοδιάγραμμα

Η πρόθεση είναι το επίσημο καταστατικό λειτουργίας της συγχώνευσης να καταρτισθεί από την συνέλευση των μετόχων του LSE και του DB το συντομότερο δυνατό. Το καταστατικό θα περιλαμβάνει κατευθύνσεις για τις απαιτούμενες συνελεύσεις των LSE και DB μετόχων καθώς και λεπτομερή καταγραφή των αναγκαίων ενεργειών που θα απαιτηθούν να γίνουν. Η ολοκλήρωση αναμενόταν να λάβει χώρα το φθινόπωρο του 2000. Σύμβουλος του LSE στην προτεινόμενη συγχώνευση θα είναι η Schroders & Merrill Lynch. Σύμβουλος του DB στην προτεινόμενη συγχώνευση θα είναι η Goldman-Sachs³⁶.

2.7 Η Ακύρωση της Συμφωνίας

Η ανακοίνωση απόσυρσης της πρότασης για συγχώνευση με το Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου έγινε αιφνιδίως στις 12/9/2000 και ενώ στις 14/9 ήταν προγραμματισμένη η ψηφοφορία για της επικύρωση της συγχώνευσης. Η δικαιολογία για την απόσυρση της πρότασης ήταν η πρόθεση του LSE να επικεντρώσει την προσοχή του αποκλειστικά στην αντιμετώπιση της επιθετικής προσφοράς εξαγοράς από το OM³⁷. Με την πρόταση συγχώνευσης το LSE προσδοκούσε να παίζει κυρίαρχο ρόλο στα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια, αλλά και παγκοσμίως με την προτεινόμενη συνεργασία με το NASDAQ. Για την ολοκλήρωση του σχεδίου έπρεπε να επιλυθούν θέματα που δεν άπτονταν των αρμοδιοτήτων του LSE. Το Δ.Σ. του LSE Ήταν πρωτίστως υπεύθυνο για την αντιμετώπιση της προσφοράς

³⁶ http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne_section00_111.html

³⁷ Καθημερινή 29 Αυγούστου 2000 "Χρηματιστήριο Λονδίνου: εμμένει στο γερμανικό φλέρτ, απορρίπτοντας τη σουηδική προσφορά εξαγοράς" Reuters

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

εξαγοράς από το ΟΜ και δεν θα μπορούσε παράλληλα να φροντίζει και για τα θέματα που αφορούσαν την συγχώνευση.

Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου συνεχίζει να υποστηρίζει την ιδέα της ενοποίησης των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων, που θα οδηγήσει στην αύξηση της ρευστότητας, την δραστική μείωση του κόστους συναλλαγών εκκαθάρισης και διακανονισμού καθώς και στην αύξηση του ενδιαφέροντος για τους επενδυτές, τους επιχειρηματίες και τους μετόχους. Η διοίκηση του χρηματιστηρίου του Λονδίνου πιστεύει πως κάθε επιθετική προσφορά εξαγοράς πρέπει να αντιμετωπισθεί με τέτοιο τρόπο ώστε η τελική κατάληξη της να μην επηρεάζει την θέση που θέλει να έχει αυτό στον ενοποιημένο οργανισμό που θα προκύψει. Επίσης, οι μέτοχοι επιθυμούν να λάβουν αντίτιμο αντάξιο της αξίας του LSE, όπως θα ήταν αναμενόμενο και για κάθε άλλη κερδοφόρα επιχείρηση αυτού του μεγέθους. Η πρόταση του ΟΜ δεν ανταποκρίνεται σε καμιά από αυτές τις προσδοκίες.

Η πρόεδρος του Δ.Σ. του χρηματιστηρίου του Λονδίνου δήλωσε για το θέμα:

«Λίγα από τα θέματα που προέκυψαν από τη διασυννοριακή συγχώνευση έχουν επιλυθεί και απομένει πολύ λίγος χρόνος για να κερδίσουμε την εμπιστοσύνη των μετόχων ως προς το γεγονός ότι αυτά θα επιλυθούν. Το LSE έχει μικρή πραγματική αξία παρά το γεγονός έχει αρκετούς μήνες... Όταν θα έχει εξαφανιστεί η πρόθεση των Σουηδών, θα επανεξεταστούν τα μέσα με τα οποία το Λονδίνο θα διαδραματίσει το ρόλο που θέλει στις Ευρωπαϊκές αγορές μετοχών, για το συμφέρον των πελατών και των μετόχων του.»

2.7.1 Γενική Συνέλευση του LSE στις 14/9/2000

Το βασικό θέμα της ψηφοφορίας για την συγκεκριμένη Γενική Συνέλευση δεν υφίσταται πλέον. Η συγχώνευση ακυρώθηκε και το Δ.Σ. του LSE αιτιολογεί τις ενέργειες του στον χειρισμό των θεμάτων που προέκυψαν. Ο πρόεδρος του LSE επικεντρώθηκε στην περιγραφή της νέας στρατηγικής τους, τις αλλαγές που έχουν γίνει και το επιτυχές έργο της υπάρχουσας διοίκησης.

Τις προθέσεις των μετόχων του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου διατύπωσε συνοπτικά ο Πρόεδρος του στη Γενική Συνέλευση λέγοντας:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

«Εν τω μεταξύ, δημιουργούμε σε γερή βάση. Έχουμε μια δυνατή επιχείρηση, ένα από τα πιο ενεργά χρηματιστήρια. Δεν είναι υποχρεωμένο να κάνει συμφωνίες. Μπορεί να κάνει, αν και δεν του είναι απαραίτητο. Θα αναπτυχθεί, θα δυναμώσει και θα συμμετάσχει σε συγχωνεύσεις και ενοποιήσεις στην κατάλληλη στιγμή. Πάνω από όλα, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου δεν είναι για πούλημα.»

Θα συνεχίσουν το διάλογο με τους πελάτες και τους μετόχους του χρηματιστηρίου, ενώ το αποτέλεσμα της ψηφοφορίας για τα μέλη του Δ.Σ. έδωσαν:

	ΥΠΕΡ	ΚΑΤΑ
Gavin Casey	56,3%	43,7%
Michael Marks	73,1%	26,9%
Don Cruickshank	66,5%	33,5%

Παραίτηση του Γενικού Δ/ντή

Τα αποτελέσματα της ψηφοφορίας μπορεί να μην έδειξαν αλλαγές στο Δ.Σ. του LSE αλλά η διαφορά ψήφων ανάμεσα στους δύο Γενικούς Δ/ντές . Ο Gavin Casey έχοντας πάρει λιγότερους θετικούς ψήφους υπέβαλλε την παραίτηση του στις 15/9/2000, μετά από τέσσερα χρόνια δημιουργικού έργου.

Το ενδιαφέρον της Διοίκησης του LSE εστιάζεται πλέον στην απόκρουση της επιθετικής προσφοράς του Σουηδικού Ομίλου OM.

ΕΝΟΤΗΤΑ 2:ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΚΑΙ EURONEXT

2.8 Εισαγωγή

Σε αντίθεση με το Λονδίνο και τη Φρανκφούρτη η προσπάθεια για συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Παρισιού, των Βρυξελλών και του Άμστερνταμ είχε αίσια έκβαση.

Η ιστορία του κάθε χρηματιστηρίου που ενοποιείται περιγράφεται στην πρώτη ενότητα και ακολουθεί η σύλληψη της ιδέας και το χρονικό της συγχώνευσης στη δεύτερη. Στην τρίτη ενότητα ακολουθεί η παρουσίαση του νέου χρηματιστηρίου και χωρίζονται οι υποενότητες που αφορούν τα κίνητρα, την αποστολή και τη δομή του. Στην δεύτερη υποενότητα γίνεται εκτενής αναφορά στις επιμέρους λειτουργίες του χρηματιστηρίου και το πως αυτές ενοποιήθηκαν. Η τελευταία υποενότητα περιλαμβάνει τους δείκτες του Euronext και το κεφάλαιο κλείνει με τα συμπεράσματα όπως αυτά θα χρησιμεύσουν στην συγκριτική ανάλυση που θα γίνει για τις συνενώσεις χρηματιστηρίων.

Μετά τη μελέτη της πρώτης συγχώνευσης χρηματιστηρίων στην Ευρώπη αποκαλύπτονται οι παράγοντες που έκαναν αυτή τη συγχώνευση γεγονός. Η ύπαρξη πλέον ιστορικών δεδομένων που αφορούν τις συνενώσεις χρηματιστηρίων (το ενοποιημένο χρηματιστήριο συμπληρώνει 10 μέρες λειτουργίας) βοηθά στην κατανόηση τη σημερινής πραγματικότητας και καθίσταται «εργαλείο» μελέτης και πρόβλεψης μελλοντικών εξελίξεων στον ευρωπαϊκό χρηματιστηριακό χώρο, σε συνάρτηση με τα υπόλοιπα στοιχεία που περιλαμβάνονται σε αυτή την έρευνα.

2.9 Ιστορική Εξέλιξη των χρηματιστηρίων του Euronext

Η προέλευση των χρηματιστηρίων που συγχωνεύτηκαν έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον που τονίζει την κύρια διαφορά τους, την εθνικότητα.

Το χρηματιστήριο των Βρυξελλών ιδρύθηκε από τον Ναπολέον στις 2 Ιουλίου το 1801 με την δημιουργία του "*Bourse de Fonds public et de change de Bruxelles*" Το 1967 δημιουργήθηκε το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία του χρηματιστηρίου και το 1873 ανεγέρθηκε το κτήριο το οποίο στεγάζει και σήμερα το χρηματιστήριο των Βρυξελλών.

Έκτοτε η λειτουργία του χρηματιστηρίου σταμάτησε κατά τη διάρκεια των δύο παγκοσμίων πολέμων. Από τις 4/1/1999 όλες οι μετοχές διαπραγματευόταν σε Ευρώ.

2.10 Ιστορικό της Συγχώνευσης

Η προτεινόμενη συγχώνευση μεταξύ των χρηματιστηρίων του Παρισιού, των Βρυξελλών και του Άμστερνταμ θα δημιουργήσει το Euronext, το πρώτο πλήρως ολοκληρωμένο, διασυνοριακό Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο αξιών και παραγώγων με ενιαίο νόμισμα. Το Euronext θέλει να αποτελέσει το κυρίαρχο ολοκληρωμένο χρηματιστήριο της Ευρώπης. Τα Διοικητικά Συμβούλια των τριών αυτών χρηματιστηρίων αποφάσισαν να αναπτύξουν τα πλάνα της συγχώνευσης προλαμβάνοντας την αύξηση της ζήτησης από την αγορά, για επιπλέον ενοποιήσεις στην Ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου και της επιθυμίας για αυξημένη ρευστότητα και μειωμένο κόστος. Αυτή η ζήτηση έγινε πιο εμφανής ακολουθώντας την εφαρμογή της οδηγίας για τις υπηρεσίες επένδυσης και την είσοδο του Ευρώ ως ενιαίου νομίσματος.

Τα τρία χρηματιστήρια ήρθαν σε επαφή μεταξύ τους το 1999 και συζήτησαν την ενοποίηση των εταιριών εκκαθάρισης τους. Αναγνωρίστηκε εκείνη την εποχή ότι τα τρία χρηματιστήρια είχαν πολλά κοινά, είχαν ιδιωτικοποιηθεί σε προηγούμενο στάδιο και γι' αυτό δεν ήταν πλέον καθοδηγούμενα από τα μέλη τους και είχαν ενοποιήσει τις αγορές αξιών με τις αγορές παραγώγων τους. Επιπλέον αυτά τα χρηματιστήρια ήταν τα μόνα στην Ευρώπη με ένα κεντρικό οργανισμό εκκαθάρισης παρέχοντας στους πελάτες τους τη ευκαιρία να έχουν εγγύηση για τη διεξαγωγή των συναλλαγών τους στο χρηματιστήριο καθώς και τη δυνατότητα να εκκαθαρίζουν τις συναλλαγές τους για λόγους διακανονισμού. Αυτή η δομή δεν είχε εφαρμογή μόνο στις αγορές παραγώγων αλλά και στις αγορές αξιών, των τριών χωρών. Επίσης οι τρεις χώρες λειτουργούν χρηματαγορές κεφαλαίου με παρόμοια δομή, αγορές που στηρίζονται σε ένα κεντρικό σύστημα με προτεραιότητα στις εντολές που πλειοδοτούν.

Τα τρία χρηματιστήρια συμφώνησαν να συνενωθούν όπως είναι με καθένα από αυτά να συνεισφέρει όλο το ενεργητικό του στη συγχώνευση. Αποφασίστηκε πως μετά τη συγχώνευση θα γίνουν οι απαραίτητες επιχειρησιακές αλλαγές ώστε να αξιοποιηθούν

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

οι οικονομίες κλίμακας που θα προκύψουν από την συνένωση. Αυτό επηρεάζει κυρίως τις λειτουργίες διακανονισμού των συναλλαγών και τον Ευρωπαϊκό οργανισμό εκκαθάρισης.

2.10.1 Σκοπός, Αποστολή και Δομή του Euronext³⁸

Το Euronext θέλει να γίνει το ηγετικό και ολοκληρωμένο χρηματιστήριο της Ευρώπης. Φιλοδοξεί να έχει ηγετικό ρόλο σε όρους ποιότητας υπηρεσιών, τεχνολογίας, αποδοτικότητας, καινοτομίας, εκκαθάρισης και διακανονισμού. Θέλει να παρέχει στους πελάτες του ένα τέλεια ολοκληρωμένο, με υψηλή ρευστότητα χώρο διαπραγμάτευσης, τώρα και στο μέλλον. Με πελατοκεντρικό σύστημα το Euronext θα είναι δίπλα στους πελάτες του. Θα προσφέρει ανταγωνιστικό περιβάλλον όπου οι εργαζόμενοι θα έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν στο έπακρο της ικανότητες τους. Έδωσε τη διαβεβαίωση στους μετόχους του ότι θα ωφεληθούν από τη συνεχόμενη κερδοφόρα ανάπτυξη.

Προσφέροντας στους επενδυτές, μεσολαβητές και εκδότες το πλήρη φάσμα χρηματιστηριακών προϊόντων: εισαγωγές εταιριών, μια πλατφόρμα για διασυνοριακή διαπραγμάτευση μετοχών και παραγώγων, υπηρεσίες στο χώρο της εκκαθάρισης και πληρωμής, διακανονισμού, ερμηνεία στοιχείων, συνδέσεις και υποστήριξη εσωτερικών συστημάτων θα εκτελέσουν την αποστολή για χρηματιστηριακή ολοκλήρωση.

Θα συνεχίσουν να μεγαλώνουν δημιουργώντας σχέσεις με άλλα μεγάλα χρηματιστήρια και στην Ευρώπη και σε άλλες χώρες του κόσμου, για να προσφέρουν υπηρεσίες όλο το εικοσιτετράωρο. Είναι ο συνδετικός κρίκος ανάμεσα στους εκδότες, χρηματιστές, διαμεσολαβητές και επενδυτές. Η πανευρωπαϊκή δράση είναι στοιχείο της αποστολής του Euronext.

Η προσδοκώμενη συγχώνευση είναι η συνένωση των χρηματιστηρίων αλλά όχι και της επίσημης κατάστασης τους ως χρηματιστήρια. Το Euronext θα λειτουργήσει με τρεις θυγατρικές εταιρίες συμμετοχών σε κάθε μια από τις χώρες. Κάθε θυγατρική θα έχει άδεια λειτουργίας στη τοπική αγορά κεφαλαίου.

Ο σκοπός είναι η δημιουργία ενός οργανισμού με ενιαία διοίκηση, που θα λειτουργεί με μια μοναδική υποδομή ανάμεσα στα τρία οικονομικά κέντρα των Βρυξελλών, του

Παρισιού και του Άμστερνταμ. Ο οργανισμός θα είναι δομημένος με γραμμές εργασίας. Ένας οργανισμός που λειτουργεί με μονάδες εργασίας επωφελείται από τις οικονομίες κλίμακας, συνδυάζει παρόμοιες λειτουργίες στα τρία κέντρα και διασφαλίζουν την εξειδίκευση. Κάθε μονάδα εργασίας θα έχει έναν μάνατζερ που θα είναι υπεύθυνος για τις ενέργειες των τριών γραφείων. Η ιδέα των γραμμών εργασίας θα εμπνεύσει δύναμη από τη διαφορετική κουλτούρα και θα προσφέρει επιπλέον εξειδίκευση γεγονός που έχει ιδιαίτερη σημασία για τους πελάτες. Η οργάνωση περιλαμβάνει λειτουργικές μονάδες και κεντρικές μονάδες υποστήριξης για να διατηρήσουν κοινή πολιτική και στις τρεις τοποθεσίες.

Η εταιρία συμμετοχών θα είναι μια Ολλανδική εταιρία, η οποία σύμφωνα με τον Ολλανδικό νόμο θα έχει δύο ειδών διοικητική δομή. Ατή αποτελείται από ένα Συμβούλιο Διοίκησης και ένα συμβούλιο επίβλεψης. Αυτού του είδους η δομή θεωρείται η πιο κατάλληλη για πολυεθνικές συγχωνεύσεις. Ο πρώτος Γενικός Δ/ντής Jean Francois Theodore (Παρίσι) θα ηγείται του Δ.Σ. και μέλη θα είναι ο George Möller, παρακολούθηση λειτουργιών, από το Άμστερνταμ και ο Olivier Lefebvre γενικός γραμματέας από τις Βρυξέλλες. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου επίβλεψης θα είναι ο Jan Michiel Hessels³⁹.

Η διοικητές των μονάδων εργασίας θα έχουν έδρα το Άμστερνταμ, το Παρίσι και τις Βρυξέλλες. Το Euronext θα είναι το πιο διεθνοποιημένο προσφέροντας υπηρεσίες βασισμένες σε ένα πολυεθνικό και πολυδικαιοδοτικό (multi-jurisdictional) πλαίσιο. Αυτή η λύση για την ευρωπαϊκή ενοποίηση δεν είναι μόνο εύχρηστη αλλά και η κατάλληλη για εξάπλωση με την συμμετοχή και άλλων χρηματιστηρίων.

2.10.2 Λειτουργίες του Euronext

Το Euronext θα παρέχει όλα τα οφέλη ενός ενοποιημένου χρηματιστηρίου, και τη ίδια ώρα δεν θέλει να χάσει τα οφέλη που θα κληρονομήσει, κυρίως τις ρίζες του στις τοπικές αγορές της Ευρώπης. Θα είναι μια ολοκληρωμένη αγορά από όλες τις απόψεις. Μια αγορά μετοχών και ομολόγων, μια αγορά παραγώγων και μια αγορά εμπορευμάτων.

³⁸ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: " Shareholders Circular" στο <http://www.bxs.be/flash.htm>

³⁹ Πηγή : <http://www.bourse-de-paris.fr/en/member10/fsg1010.htm>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Θα υπάρχουν διαφορετικοί κανόνες για κάθε αγορά. Την ίδια περίοδο το Euronext θα λειτουργεί κάτω από τρία διαφορετικά νομικά πλαίσια και θα πρέπει να σέβεται το καθένα, λόγω των ιδιαιτεροτήτων των οικονομιών της κάθε χώρας, οι διαφορές που υπάρχουν δεν είναι δυνατό ή σκόπιμο να εξαλειφθούν τώρα.

2.10.2.1 Εισαγωγή εταιριών στο Euronext

Η εταιρίες που θα επιδιώκουν την εισαγωγή τους στο Euronext μπορούν να επιλέξουν το σημείο εισαγωγής τους από τα τρία διαφορετικά οικονομικά κέντρα. Επιλέγοντας το σημείο εισαγωγής επιλέγουν την τοπική αγορά που προτιμούν και το θεσμικό πλαίσιο που ισχύει στο Βέλγιο, την Ολλανδία και τη Γαλλία. Η εταιρία θα έχει το πλεονέκτημα εισαγωγής σε ενοποιημένη αγορά και παράλληλα τα πλεονεκτήματα του νόμου της περιοχής την οποία έχει επιλέξει για τοπική αγορά.

Τα κριτήρια εισαγωγής και για τις τρεις αγορές είναι εναρμονισμένα και οι προϋποθέσεις εισαγωγής είναι οι ίδιες. Οι εταιρίες έχουν τη δυνατότητα να εισαχθούν και από δύο αγορές ταυτόχρονα χωρίς αυτό να αλλάζει την αξία τους γιατί θα γίνεται μόνο μια δημόσια εγγραφή.

Η περιοχή στην οποία θα γίνεται η δημόσια εγγραφή θα είναι υπεύθυνη για την τήρηση των κανονισμών από την προς εισαγωγή εταιρία και θα αναφέρει τυχόν παραβάσεις στην εποπτική αρχή του Euronext (κυρίως για θέματα εσωτερικής πληροφόρησης και καθοδήγησης της αγοράς. Η χώρα από την οποία γίνεται η εγγραφή θα αποφασίσει ποιος κανονισμός παραβιάζεται.

2.10.2.2. Λειτουργία της Διαπραγμάτευσης

Το Euronext θα εφαρμόσει ένα ολοκληρωμένο σχέδιο διαπραγμάτευσης για κάθε μια από τις αγορές του (μετοχών, παραγώγων, εμπορευμάτων) βασισμένο στη χρήση μοναδικής τεχνολογίας διαπραγμάτευσης για κάθε αγορά. Π.χ. όλες οι μετοχές του Euronext θα διαπραγματεύονται με βάση το NSC⁴⁰ σχέδιο.

⁴⁰ Είναι το κεντρικό σύστημα συναλλαγών που ήδη χρησιμοποιείται από το χρηματιστήριο του Παρισιού και το χρηματιστήριο των Βρυξελλών και το οποίο θα χρησιμοποιηθεί από το Euronext

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Από κάθε οικονομικό κέντρο θα υπάρξει πρόσβαση στις αγορές. Αυτό σημαίνει ότι, οι χρηματιστές που έχουν γίνει μέλη σε μια από τις αγορές του Euronext θα έχουν πρόσβαση απευθείας σε όλα τα προϊόντα του χρηματιστηρίου, οι πελάτες τους θα έχουν πρόσβαση σε ολόκληρη την αγορά. Έχει συμφωνηθεί ανάμεσα στα μέλη ότι όταν κάποιος έχει άδεια λειτουργίας σε μια από τις χώρες ταυτόχρονα έχει πρόσβαση και στις αγορές των υπολοίπων χωρών του Euronext. Η διαδικασία λήψης της αυτόματης άδειας λειτουργίας μπορεί να θεωρηθεί ως το οικονομικό ανάλογο της συνθήκης του Σέγκεν.

Από κάθε σημείο εισόδου στο Euronext (Άμστερνταμ, Παρίσι, Βρυξέλλες) θα παρέχονται υπηρεσίες ενημέρωσης για όλα τα προσφερόμενα προϊόντα μέσω των γραφείων εξυπηρέτησης πελατών που θα υπάρχουν. Το Euronext θα ιδρύσει γραφεία και σε άλλα μεγάλα οικονομικά κέντρα της Ευρώπης όπως το Λονδίνο και τη Φρανκφούρτη. Η ιδέα που θέλει να προβάλλει το Euronext είναι αυτή της εικονικής Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς η οποία θα είναι προσβάσιμη από όλα τα οικονομικά κέντρα της Ευρώπης. Από άποψη κανονισμών τα μέλη της αγοράς θα υπόκεινται στην δικαιοδοσία της χώρας από την οποία έχουν πάρει την πρώτη άδεια. Η επιλογή της χώρας εισαγωγής θα καθορίζει και τους κανονισμούς που θα διέπουν τις συνθήκες συνεργασίας μέλους ανάμεσα στο Euronext και το μέλος της αγοράς⁴¹.

Αυτή η πανευρωπαϊκή ιδέα διαπραγμάτευσης στο Euronext είναι μοναδική και μπορεί εύκολα να επεκταθεί αν άλλες αγορές θελήσουν να συμμετάσχουν στο Euronext. Ένας συνδυασμός κανονισμών που προσφέρει την πλήρη νομική κάλυψη. Το πλεονέκτημα είναι ότι αφήνει το τοπικό νομικό πλαίσιο να ισχύει και δεν επιβάλλει στους συμμετέχοντες νομική δομή η οποία δεν ανταποκρίνεται στη τοπική αγορά.

Το βιβλίο κανονισμών του Euronext θα παρέχει τέσσερις βασικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης:

1. Διαρκείς Διαπραγμάτευση

- χωρίς ειδικούς διαπραγματευτές (σύστημα συνεχούς παροχής τιμών)
- με ειδικούς διαπραγματευτές

⁴¹ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: <http://www.aex.nl/scripts/marktinfo/menu.asp>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

2. Διαπραγμάτευση πλειοδότησης

- χωρίς ειδικούς διαπραγματευτές (σύστημα συνεχούς παροχής τιμών)
- με ειδικούς διαπραγματευτές

Διαρκής διαπραγμάτευση χωρίς ειδικούς διαπραγματευτές (*Continuous trading without specialist*)

Το Euronext θα αποφασίσει με βάση αντικειμενικά κριτήρια όπως η κεφαλαιοποίηση και ο όγκος συναλλαγών της εταιρίας, ποιες μετοχές θα διαπραγματεύονται συνεχώς και χωρίς παροχή τιμών από το σύστημα. Οι μετοχές των δύο βασικών τμημάτων του Euronext θα περιλαμβάνονται αυτόματα σε αυτό το μηχανισμό διαπραγμάτευσης καθώς και άλλες μετοχές με μεγάλη ρευστότητα. Η διαπραγμάτευση σε αυτό το τμήμα θα γίνεται με ένα ηλεκτρονικό βιβλίο εντολών σε συνδυασμό με το μοντέλο αγοράς τη ευρωπαϊκής συμμαχίας χρηματιστηρίων (Άμστερνταμ, Βρυξέλλες, Φρανκφούρτη, Λονδίνο, Μαδρίτη, Μιλάνο, Παρίσι και Ζυρίχη).

Διαπραγμάτευση με πλειοδοτήσεις χωρίς ειδικούς διαπραγματευτές. (*Auction trading without specialist*)

Αρχικά όλες οι μετοχές που δεν θα υπάγονται στο ανωτέρω μηχανισμό διαπραγμάτευσης θα διαπραγματεύονται με αυτό το σύστημα. Θα υπάρχουν μόνο δύο πλειοδοτικοί μηχανισμοί τη μέρα για μετοχές και για συγκεκριμένα ομόλογα μόνο μία τη μέρα. Ο κανονισμός συνάντησης τιμών θα είναι αυτός που ισχύει από την ευρωπαϊκή ένωση χρηματιστηρίων.

Μετοχές του Euronext μπορεί να μεταφερθούν σε κάποιον από τους άλλους δύο μηχανισμούς διαπραγμάτευσης αν υπάρχουν διαπραγματευτές πρόθυμοι να παρέχουν τιμές και επιπλέον ρευστότητα. Η θέση του διαπραγματευτή είναι ανοικτή για όλα τα μέλη του Euronext που πληρούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Ο αριθμός των διαπραγματευτών ανά μετοχή δεν θα οριστεί αρχικά αν και αργότερα θα υπάρξουν περιορισμοί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Διαπραγμάτευση με πλειοδοτήσεις και ειδικό διαπραγματευτή. (*Auction trading with specialist*)

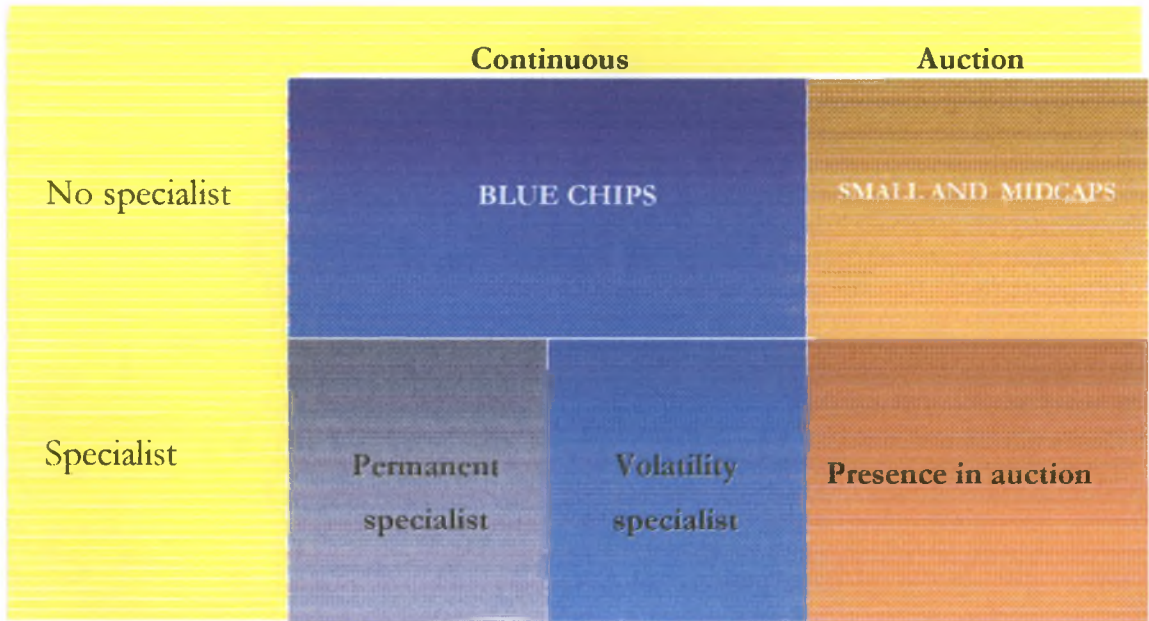
Αν ένας διαπραγματευτής αναλάβει μια μετοχή είναι προετοιμασμένος να βρίσκεται στην αγορά μόνο κατά τη διάρκεια των συγκεκριμένων πλειστηριασμών. Οι κανονικοί κανόνες πλειστηριασμού εφαρμόζονται αλλά οι διαπραγματευτές είναι υποχρεωμένοι να παρέχουν τιμές που πληρούν συγκεκριμένο εύρος και μέγεθος (*spread and size criteria*). Οι μετοχές θα έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από ότι θα ήταν διαφορετικά, χωρίς δηλαδή τη συμβολή του διαπραγματευτή, αλλά δεν μπορούν να περιληφθούν στο τμήμα Prime της αγοράς

Διαρκής Διαπραγμάτευση με Διαπραγματευτή (*Continuous trading with specialist*)

Αν οι διαπραγματευτές είναι προετοιμασμένοι να αποδεχτούν μεγαλύτερες υποχρεώσεις, οι μετοχές για τις οποίες είναι υπεύθυνοι θα διαπραγματεύονται διαρκώς με τη συμβολή τους. Τέτοιου είδους μετοχές συμμετέχουν στο Prime τμήμα Prime της αγοράς. Υπάρχουν δύο είδη υποχρεώσεων από τα οποία μπορούν να διαλέξουν οι διαπραγματευτές. 1. Απαιτεί την ανάμειξη τους κατά τη διάρκεια των συνεδριάσεων, 2. απαιτεί την ανάμειξη τους και στις συνεδριάσεις αλλά και καθόλη τη διάρκεια λειτουργίας της αγοράς.

Όλοι οι μηχανισμοί διαπραγμάτευσης θα χρησιμοποιούν δύο τιμές αναφοράς: τιμές δυναμικές και στατικές. Αν κάποιο από τα πεδία τιμών κλείσει, η συνεχείς συναλλαγές θα διακοπούν από έναν απρογραμμάτιστο πλειστηριασμό, ο οποίος θα έχει εκτεταμένη διάρκεια. Αυτό θα μειώσει τη μεταβλητότητα και θα δώσει τη δυνατότητα στην αγορά να βρει μια τιμή ισορροπίας με ορθό τρόπο. Η ανάμειξη του διαπραγματευτή εγγυάται την επιπρόσθετη προσοχή του όταν χρειάζεται και κυρίως όταν η τιμή της μεταβλητότητας υπερβαίνει τα όρια.

Σχήμα 2 : Μηχανισμοί διαπραγμάτευσης του Euronext



*Πηγή: <http://www.bxs.be/flash.htm>

Στο διάγραμμα παρατηρούμε πως κατανέμονται τα είδη των μετοχών στις κατηγορίες διαπραγμάτευσης. Όπως βλέπουμε στη διαρκή διαπραγμάτευση, χωρίς ειδικούς διαπραγματευτές υπάρχουν μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης και ανάλογα στο διάγραμμα φαίνεται η κατανομή κάθε κατηγορίας μετοχών.

2.10.2.3 Η Λειτουργία της Εκκαθάρισης Συναλλαγών

Σε αντίθεση με την διαπραγμάτευση, ο εκκαθάριση των συναλλαγών θα γίνει σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο που ισχύει μόνο στην Γαλλία. Καθώς η εκκαθάριση είναι απαραίτητη για την τακτοποίηση και την διασφάλιση των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στο δικό τους σύστημα διαπραγμάτευσης Euronext αποφάσισε ότι όλη εκκαθάριση της αγοράς θα γίνεται από ένα νομικό οργανισμό, τη θυγατρική τους Clearnet S.A. Η Clearnet είναι Γαλλική εταιρία και γι' αυτό το λόγο η γαλλική νομοθεσία θα ισχύει για την εγγύηση των συναλλαγών.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών θα γίνεται επίσης στο πνεύμα της ενοποιημένης Ευρώπης. Το Clearnet θα υπάρχει και σε άλλα κέντρα με τοπικά υποκαταστήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Σκοπός είναι να δεσμεύονται τραπεζικοί λογαριασμοί και να συμφωνούνται τα περιθώρια ασφάλειας με τις τοπικές τράπεζες σε όλες τις αναμειγνυόμενες αγορές και να διασφαλίζουν τον Πανευρωπαϊκό χαρακτήρα.

2.10.2.4. Η Λειτουργία του Διακανονισμού

Το Clearnet θα προμηθεύει με οδηγίες διακανονισμού που θα είναι αποτέλεσμα της υπηρεσιών εκκαθάρισης το Euroclear, που έχει επιλέγει ως ο προτεινόμενος οργανισμός διακανονισμού. (Υπεύθυνος για την διεξαγωγή πληρωμών και την παράδοση τίτλων). Το Clearnet μπορεί επίσης να προσφέρει τις υπηρεσίες του και σε κάθε άλλον ευρωπαϊκό οργανισμό εκκαθάρισης. Αναμένεται ότι και το Euroclear, θα λειτουργεί υποκαταστήματα στις ευρωπαϊκές πόλεις που θα υπάρχουν συναλλαγές. Το Euroclear, θα πρέπει να διασφαλίσει ότι μπορεί να διεκπεραιώσει διακανονισμούς ανάμεσα σε εμπορικές αλλά και κεντρικές τράπεζες. Ο διακανονισμός από το Euroclear θα υπόκεινται στους Βελγικούς νόμους.

2.10.2.5 Η τμηματοποίηση της αγοράς⁴²

Πάνω από 1.300 εταιρίες θα έχουν μετοχές εισηγμένες στο Euronext. Θα δημιουργηθεί το τμήμα Euronext 100 για τις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις που θα έχουν επιλεγεί με βάση τη κεφαλαιοποίηση τους και κριτήρια ελάχιστης ρευστότητας. Θα υπάρχει επίσης τμήμα Euronext 150 με τις επόμενες 150 μεγαλύτερες επιχειρήσεις που επιλέγονται με τα ίδια κριτήρια. Τα δύο αυτά τμήματα θα περιλαμβάνουν τις μεγαλύτερες εταιρίες που θα διαπραγματεύονται στο Euronext. Όλες οι εταιρίες διεκδικούν την είσοδο τους στα τμήματα αυτά άσχετα από την εθνικότητα του εκδότη ή του αντικειμένου εργασιών. Επίσης θα υπάρχει τμήμα της αγοράς για εταιρίες της νέας οικονομίας και θα βασίζεται στην πιστοποίηση κλάδου του χρηματιστηρίου των Financial Times (FTSE) Αυτή η πιστοποίηση κλάδου θα ισχύει για όλες τις μετοχές του

⁴² Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε: " Shareholders Circular" στο <http://www.bxs.be/flash.htm>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

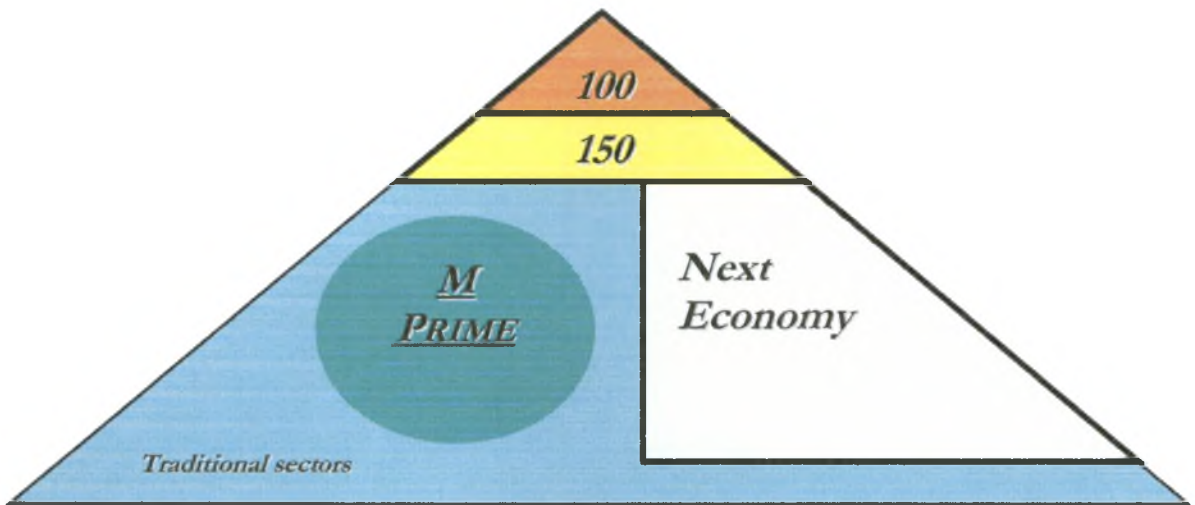
Euronext. Οι εταιρίες με αντικείμενο εργασιών στη νέα οικονομία (υπολογιστές, ηλεκτρονικό εμπόριο, λογισμικό κλπ) θα αποτελέσουν το τμήμα της επόμενης οικονομίας (Next Economy Segment) Ανάλογα με την περίπτωση στο τμήμα αυτό μπορούν να εισαχθούν και εταιρίες καλωδίων, δορυφορικές, φαρμακευτικές, ιατρικά εργαλεία κ.α.

Εκτός από τα εναρμονισμένα κριτήρια εισαγωγής, οι εταιρίες πρέπει να πληρούν και επιπρόσθετα κριτήρια για να γίνουν αποδεκτές σε αυτό το τμήμα. Τα επιπλέον κριτήρια περιλαμβάνουν αναφορές κάθε τρίμηνο, αναφορές στην αγγλική γλώσσα, τη χρήση των διεθνών λογιστικών αρχών, την περιοδική έκδοση εταιρικού ημερολογίου, ελάχιστο αριθμό αναφορών και αναλύσεων κάθε χρόνο, καταχωρήσεις στο Internet.

Οι εταιρίες της νέας οικονομίας είναι υποχρεωμένες να προσφέρουν υψηλότερο επίπεδο πληροφοριών στους μετόχους τους από αυτό που απαιτείται από τις άλλες εταιρίες (με εξαίρεση αυτές που ανήκουν στο M Prime όπως παρουσιάζεται παρακάτω). Εταιρίες που περιλαμβάνονται στα δύο κύρια τμήματα και που επίσης λειτουργούν στα πλαίσια της νέας οικονομίας θα προσαρμοστούν αυτομάτως στο M Prime τμήμα. Αρχικά σε όλες τις εταιρίες θα δοθεί συγκεκριμένη περίοδο για να προσαρμοστούν στα επιπλέον κριτήρια.

Επιπρόσθετα, για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παραδοσιακούς τομείς, το Euronext θα εφαρμόσει πρόγραμμα μάρκετινγκ για τις παραδοσιακές εταιρίες αυτές που πληρούν τα επιπλέον κριτήρια της νέας οικονομίας. Αυτές οι εταιρίες θα γίνουν δεκτές στο M Prime τμήμα, το οποίο θα έχει συγκεκριμένη δομή, εκτός από τα κριτήρια που έχουν αναφερθεί, η μετοχές του τμήματος αυτού θα διαπραγματεύονται σε συνεχή βάση. Οι εταιρίες των δύο βασικών δεικτών που μπορούν να συμμετέχουν στη νέα οικονομία θα εξαιρεθούν από το M Prime τμήμα επειδή αυτό έχει σχεδιαστεί για να προσφέρει υπηρεσίες σε εταιρίες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Σχήμα 3 : Τμηματοποίηση της Euronext Αγοράς*



*Πηγή: <http://www.bxs.be/flash.htm>

Η τμηματοποίηση που περιγράφηκε θα αντικαταστήσει τις τμηματοποιήσεις που υπήρχαν στις αγορές που συγχωνεύτηκαν. Στην κορυφή της πυραμίδας βρίσκουμε τις εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης και σε χωριστό τμήμα είναι οι εταιρίες της νέας οικονομίας. Στη βάση της πυραμίδας ανήκουν όλες οι υπόλοιπες εταιρίες το “M Prime” εταιρίες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης οι οποίες δεν χρειάζεται να πληρούν ιδιαίτερα κριτήρια για να ανήκουν σε αυτή την κατηγορία.

Ιδιαίτερα προϊόντα (*Special Products*)

Ένα ευρύ φάσμα προϊόντων θα καταχωρηθεί και θα διαπραγματεύεται στο τμήμα των *Special Products* όπως τα κεφάλαια επενδύσεων (exchange traded funds) EFTS, καλυμμένα προμήτοχα (covered warrants), και ομολογίες. Το Euronext θα παρέχει τα μέσα για την διαπραγμάτευση όλων αυτών των προϊόντων.

Ομόλογα

Το Euronext θα έχει τμήμα ομολόγων το οποίο θα διαπραγματεύεται κρατικά ομόλογα καθώς και εταιρικά. Σε αυτά περιλαμβάνονται και zero- coupon ομόλογα καθώς και αποταμιευτικά.

2.10.2.6 Οι Λειτουργίες της αγοράς Παραγώγων

Το EURONEXT είναι εξαιρετικά ισχυρό στον τομέα των μετοχικών παραγώγων, ενώ θα αυξήσει τη δύναμη του για να καλύψει και τους υπόλοιπους τομείς παραγώγων. Καθώς το EURONEXT θα έχει μια ενιαία αγορά παραγώγων προϊόντων, στην οποία θα υπάρχει πρόσβαση από τρία σημεία, θα καταστεί αναγκαία η μετάβαση από τη floor trading σε ένα ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών. Το πρώτο σημαντικό βήμα που έχει γίνει για την επιλογή της πλατφόρμας συναλλαγών παραγώγων είναι ο ορισμός του μοντέλου αγοράς.

Μια κατευθυνόμενη από εντολές αγορά θα παρέχει την αναγκαία ρευστότητα στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Για τα δικαιώματα όμως το Euronex υποστηρίζει ένα μοντέλο αγοράς στο οποίο υπάρχει το στοιχείο της προσφοράς τιμών. Είναι βασικό οι τιμές να είναι διαρκώς διαθέσιμες σε ένα ενιαίο ηλεκτρονικό βιβλίο εντολών κατά τη διάρκεια των συναλλαγών για όσο το δυνατόν περισσότερες σειρές δικαιωμάτων. Αν αυτές οι τιμές δεν προκύπτουν από εντολές πρέπει να λαμβάνονται από την προσφορά εύρους τιμών από τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου B. Αυτό είναι ένα μοναδικό πλεονέκτημα. Το Euronex εγγυάται ρευστότητα στις τιμές προσφοράς και ζήτησης ή στο εύρος των τιμών τους. Η απαίτηση προσφοράς τιμών που αποτελεί τη βάση των χρηματιστηρίων παραγώγων στην Ευρώπη, δεν είναι επαρκής. Το γεγονός ότι ένα σύστημα προσφοράς τιμών θεωρείται βασικό θα έχει επίδραση στην τελική επιλογή του συστήματος συναλλαγών. Η τεχνολογική πλατφόρμα στην οποία διαπραγματεύονται τα προϊόντα έχει εξαιρετικά μεγάλη σημασία, ιδιαίτερα στον τομέα των παραγώγων. Η πλατφόρμα πρέπει να είναι τελειοποιημένη σε επίπεδο απόδοσης και λειτουργικότητας και πρέπει να είναι διαβαθμισμένη, αξιόπιστη και εύκολα προσβάσιμη. Αυτό θα είναι ένα από τα πλεονεκτήματα του Euronex και θα θέσει τις βάσεις για μια εκπληκτική απόδοση συναλλαγών. Εξετάζουμε τώρα διάφορες εναλλακτικές και αναμένουμε να αποφασίσουμε για την τελική λύση αργότερα.

Συνδυασμένες εντολές μετρητών με συντελεστή ευαισθησίας δέλτα (θέσεις με ουδέτερο δέλτα)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Ένα χρηματιστήριο προσανατολισμένο προς τους πελάτες παραμετροποιεί τα προϊόντα του όσο το δυνατόν περισσότερο, ενώ διατηρεί ένα συγκεκριμένο βαθμό τυποποίησης. Το EURONEXT θα προσφέρει συνδυασμένες θέσεις που περιλαμβάνουν διαφορετικές σειρές δικαιωμάτων με διαφορετικές τιμές εξάσκησης (πχ. ανοίγματα και straddles), ενώ θα προσφέρει επίσης τη δυνατότητα για συναλλαγές με ουδέτερο δέλτα. Αυτό το είδος συνδυασμένης εντολής θα συσχετίζεται με την υποκείμενη αξία, το οποίο αποτελεί ένα μοναδικό πλεονέκτημα για τους συμμετέχοντες στην αγορά του EURONEXT.

Μια συνδυασμένη εντολή μετρητών είναι παρόμοια με μια απλή εντολή (υπολογισμός τιμών για κάθε σκέλος της σύνθετης θέσης, καθορισμός στρατηγικής, κατεύθυνση και επεξεργασία). Επιπλέον, η τιμή της υποκείμενης αξίας και το δέλτα (για κάθε σκέλος της σύνθετης θέσης) εισάγονται από το μέλος και διαχέονται στην αγορά.

Εναρμόνιση των προϊόντων

Οι προδιαγραφές τω συμβολαίων για τα δικαιώματα μετοχών θα εναρμονιστούν στους ακόλουθους τομείς: μέγεθος συμβολαίου, λήξη, τελευταία ημέρα συναλλαγών και τύπος (Ευρωπαϊκός, Αμερικάνικος). Τα προτεινόμενα στάνταρτ είναι σύμφωνα με τους διεθνείς κανόνες όπου είναι δυνατόν. Η εναρμόνιση των προδιαγραφών των συμβολαίων είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους ιδιώτες επενδυτές, όμως η διαδικασία εναρμόνισης θα είναι σταδιακή. Μόνο τα νέα προϊόντα θα υιοθετήσουν τα νέα εναρμονισμένα στάνταρτ, ενώ τα υπάρχοντα συμβόλαια δε θα αλλαχθούν, αλλά θα εξαλειφθούν στο μετά τη λήξη τους. Τα νέα συμβόλαια σε υπάρχουσες σειρές θα βασιστούν στις νέες εναρμονισμένες προδιαγραφές συμβολαίων.

Η εναρμόνιση του όγκου των συμβολαίων θα επιτευχθεί με τέτοιο τρόπο ώστε οι αμοιβές για τα δικαιώματα να παραμείνουν ίδιες ή να μειωθούν κατά μέσο όρο. Θα μεταβληθούν μόνο αν προσαρμοστούν ανάλογα και οι προμήθειες των άλλων πελατών. Το Euronext θα χρησιμοποιήσει τον κύκλο Μαρτίου/ Ιουνίου/ Σεπτεμβρίου/ Δεκεμβρίου για τις λήξεις των δικαιωμάτων.

Εμπορεύματα (Commodities)

Το Euronext θα έχει ενεργή αγορά παραγώγων σε εμπορεύματα, που θα προσφέρει παράγωγα σε αγροτικά προϊόντα. Το συμβόλαια για το κρασί είναι ένα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

παράδειγμα εφαρμογής σύγχρονων τεχνικών σε παραδοσιακά προϊόντα. Η αγορά εμπορευμάτων του Χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ και του Παρισιού είναι συμπληρωματικές και ως μια συνδυασμένη αγορά θα προσφέρουν πολύ ελκυστικό εύρος προϊόντων στον αγροτικό τομέα στους επενδυτές και τα μέλη της αγοράς.

Θα εξεταστεί η πιθανότητα δημιουργίας χρηματιστηρίου παραγώγων ενέργειας με αρκετούς από τους υπάρχοντες ιδρυτές για να εξετάσει αν αυτό θα προσδώσει επιπλέον προστιθέμενη αξία σε τέτοιες πρωτοβουλίες.

Εκκαθάριση και Διακανονισμός

Ένας από τους στόχους του Euronext είναι να έχει ξεχωριστές πλατφόρμες για την εκκαθάριση και το διακανονισμό προσφέροντας αποδοτικές συναλλαγές χαμηλού κόστους.

Ο διακανονισμός και η εκκαθάριση είναι λειτουργίες υποστηρικτικές,(Back – office) οι οποίες έπονται των χρηματιστηριακών και μη χρηματιστηριακών συναλλαγών. Αυτές οι λειτουργίες θα πρέπει να ειδικωθούν στο πλαίσιο του συναλλακτικού – διαπραγματευτικού κύκλου, από τη συναλλαγή, την εκκαθάριση, το διακανονισμό ως τη διαδικασία της απόθεσης (αποθετήριο).

Ο διακανονισμός των κεφαλαίων στο Βέλγιο, στη Γαλλία και την Ολλανδία λαμβάνει χώρα κυρίως διαμέσου, των εθνικών κεντρικών τραπεζών, παρόλα αυτά οι εμπορικές τράπεζες μπορούν επίσης να αναλάβουν τέτοιες λειτουργίες.

Σε συζητήσεις σε επίπεδο στρατηγικής μεταξύ διαφόρων χρηματιστηρίων, η αποτελεσματικότητα του υποστηρικτικού συστήματος γενικά θεωρείται ο δρόμος προς την επιτυχία και τις σωστές εργασίες.

Η διαδικασία μπορεί να απεικονιστεί ως εξής::

Σημεία τομής μεταξύ εκκαθάρισης και διακανονισμού

Η λειτουργία της εκκαθάρισης περιλαμβάνει την φύλαξη των αρχικών θέσεων, των υποχρεώσεων του διακανονισμού κατά της διάρκειας του διακανονισμού, και τη φύλαξη των δικαιωμάτων και των προθεσμιακών συμβολαίων για όλη τη σειρά. Ο τομέας εκκαθάρισης προετοιμάζει τις οδηγίες διακανονισμού και κατά τη διάρκεια του οποίου οι εκκαθαριστές απαιτείται να διατηρούν χρηματικά διαθέσιμα και κεφαλαιακά αποθέματα για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου στο τμήμα εκκαθάρισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

Αξίζει να σημειωθεί ότι η Ολλανδική εταιρία εκκαθάρισης έχει καταθέσει τα παραπάνω χρηματικά αποθεματικά συμπληρωματικά με την Ολλανδική κεντρική τράπεζα, σύμφωνα με τη νομοθεσία του εκδόθηκε από την Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα. Αυτό το αποθεματικό μένει ως ενέχυρο στην κεντρική τράπεζα σαν «δεξαμενή» για πιστωτικούς σκοπούς. Η Ολλανδική κεντρική τράπεζα με τη σειρά της εγγυάται στο τμήμα εκκαθάρισης ότι τα όρια και τα κεφάλαια εκκαθάρισης θα προσφερθούν όταν ζητηθούν εάν απαιτηθεί από τον οίκο εκκαθάρισης. Επιπρόσθετα ο οίκος εκκαθάρισης διαθέτει ρευστότητα μαζί με την κεντρική τράπεζα για συμφωνίες που μπορεί να αθετηθούν από κάποιο μέλος του συστήματος εκκαθάρισης. Σχεδιάζεται η εμπλοκή της Ευρωπαϊκής τράπεζας να επεκταθεί και σε άλλες ευρωπαϊκές αγορές.

Το Euronext θα ενοποιήσει όλες τις λειτουργίες που παρατέθηκαν παραπάνω και που προς το παρόν παρέχονται από τα κατά μέρους χρηματιστήρια, με εξαίρεση το τμήμα διακανονισμού του Παρισιού και του αποθετηρίου του. Το κεντρικό αποθετήριο της Γαλλίας και η εταιρία εκκαθάρισης (CSD) τους είναι ιδιοκτησία Γαλλικών τραπεζών.

2.10.2.7 Η Λειτουργία της Εκκαθάρισης

Οι λειτουργίες εκκαθάρισης που προαναφέρθηκαν θα συγκεντρωθούν στην Clearnet SA μια εταιρία εξολοκλήρου θυγατρική του Γαλλικού χρηματιστηρίου. Οι κύριοι λόγοι για τη συγκεντροποίηση των λειτουργιών είναι οι εξής:

- Οι κίνδυνοι μπορούν να συγκεντρωθούν. Σαν αποτέλεσμα οι κεφαλαιακές ανάγκες μπορούν να τοποθετηθούν πιο αποδοτικά και με τον κεντρικό έλεγχο του κινδύνου θα επαυξηθεί ο έλεγχος και θα μειωθούν τα κόστη. Επίσης, η εκκαθάριση θα εξασφαλίσει τη μέγιστη αποτελεσματικότητα στον διακανονισμό θέσεων των μετοχών και στις αντίστοιχες χρηματικές ροές.
- Το Clearnet εγκατέστησε το πρόγραμμα λογισμικού “Clearing 21” Αυτό το λογισμικό θα θεωρείται το πιο προηγμένο τεχνολογικά. Το σύστημα επιτρέπει έλεγχο του κινδύνου και τον καθορισμό του περιθωρίου ασφάλειας με τέτοιο τρόπο που είναι παρόμοιος με τις προδιαγραφές που χρησιμοποιούν τα χρηματιστήρια του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών, τα οποία πρόκειται να τα αντικαταστήσουν σύντομα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

- Η Clearnet έχει και άδεια λειτουργίας τράπεζας και έτσι μπορεί εύκολα να επεκτείνει τις υπηρεσίες της στην Ευρώπη ανοίγοντας υποκαταστήματα στο εξωτερικό.

Οι υπάρχοντες τομείς εκκαθάρισης στα χρηματιστήρια του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών θα μεταφέρουν τα κεφάλαια τους και τις υποχρεώσεις τους στο Clearnet, το συντομότερο δυνατό μετά το πέρας της συγχώνευσης. Την ίδια στιγμή υποκαταστήματα του Clearnet θα συνεχίσουν να συνεργάζονται με τα τοπικά μέλη εκκαθάρισης στο Βέλγιο και την Ολλανδία. Σαν αποτέλεσμα οι δραστηριότητες των υπάρχοντων οργανισμών εκκαθάρισης στις δύο αυτές πόλεις θα αλλάξουν. Τα κύρια καθήκοντα των υποκαταστημάτων θα είναι να συνεργάζονται με τα μέλη της εκκαθάρισης, να ενημερώνουν τα νέα μέλη και να αναλαμβάνουν δράση σε θέματα που σχετίζονται με κίνδυνο. Από νομικής απόψεως οι δραστηριότητες εκκαθάρισης που πραγματοποιούνται στο Βέλγιο και την Ολλανδία θα χαρακτηρίζονται από την ίδια πολυδικαιοδοτικότητα όπως αυτή του Clearnet

Από τη στιγμή που οι λειτουργίες εκκαθάρισης και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για να παρακολουθούν τον κίνδυνο και να υπολογίζουν τα περιθώρια ασφάλειας, στους τρεις αυτούς οργανισμούς είναι σε μεγάλο βαθμό οι ίδιες, η διαδικασίες μετανάστευσης των μελών εκκαθάρισης στο Παρίσι θα μετριαστούν.

Ο έλεγχος του κινδύνου δεν θα βασίζεται μόνο στο σύστημα που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του περιθωρίου ασφάλειας, αλλά και στο σύστημα εποπτείας των διαπραγματευτών, που χρησιμοποιεί αλγοριθμικό λογισμικό και στην παρούσα φάση λειτουργεί στην Ολλανδία. Το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ θα μεταδώσει την τεχνογνωσία του στον έλεγχο του κινδύνου και στα υπόλοιπα μέλη του Euronext.

Επίσης, η εμπλοκή της κεντρικής τράπεζας στην διαχείριση «συμπληρωματικού» (Collateral) στο πλαίσιο των κεντρικών τραπεζών της Γαλλίας και του Βελγίου. Η πρόθεση είναι να υπάρχει μια κεφαλαιακή δομή η οποία να χρησιμοποιεί ένα μείγμα από χρηματοοικονομικά αποθεματικά: κεφαλαιακές απαιτήσεις, ημερήσια περιθώρια, κεφάλαια εκκαθάρισης και πολιτικές ασφάλειας.

Η ιδέα των Clearnet υποκαταστημάτων μπορεί εύκολα να γίνει αποδεκτή και από άλλες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και γι' αυτό το λόγο χρησιμεύουν σαν καταλύτης για

περαιτέρω ομοιογένεια στις επιχειρήσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Όσο ψηλότερη είναι η ομοιογένεια τόσο υψηλότερο θα είναι και το επίπεδο εκκαθάρισης και θα μειώνονται τα κόστη. Οι εκκαθαρίσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο θα διασφαλίσουν την μείωση του διακανονιστικού κόστους στα επίπεδα των ΗΠΑ. Αυτός ο στόχος μπορεί να επιτευχθεί με τα υποκαταστήματα του Cleargnet.

2.10.2.8 Η Λειτουργία της Απόθεσης

Ο διακανονισμός περιλαμβάνει οδηγίες για τη μεταβίβαση ιδιοκτησίας των μετοχών. Η αλλαγή ιδιοκτησίας μπορεί να λάβει χώρα με ή χωρίς χρηματικό διακανονισμό. Τόσο το CIK όσο και το Necigef έχουν ολοκληρωμένα συστήματα διακανονισμού και καταγραφής θέσεων τα οποία θα αναλάβουν τις εργασίες.

Στην Γαλλία τα χρεόγραφα (μετοχές) έχουν ήδη αποϋλοποιηθεί. Στην Ολλανδία το Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ επιχείρησε την διαδικασία της αποϋλοποίησης κατά την διάρκεια του β' εξαμήνου του 1999. Αναμένεται ότι όσο πιο γρήγορα τροποποιηθεί το νομοθετικό πλαίσιο τόσο πιο σύντομα θα μειωθεί σε ποσοστό 70% ο αριθμός των μετοχών σε υλική μορφή (physical form) σε χρονικό ορίζοντα δύο ετών. Στο Βέλγιο επίσης οι συζητήσεις που διεξάγονται για το συγκεκριμένο θέμα συγκλίνουν προς την ίδια κατεύθυνση. Το Euroclear δεν είναι εναποθηκευτικός οργανισμός (αποθετήριο) και εξαιτίας αυτού δεν μπορεί να διαδραματίσει ένα ρόλο εθνικού κεντρικού αποθετηρίου. Στην Γαλλία έχει ήδη ολοκληρωθεί η διαδικασία της αποϋλοποίησης των τίτλων και για αυτό τον λόγο το Sicovam⁴³ δεν κρατά προς φύλαξη μετοχές σε φυσική μορφή (physical form).

2.10.2.9 Η Λειτουργία της Εποπτείας (Supervision)

Η πρόταση (για συγχώνευση) θα απαιτήσει την έγκριση των υπουργείων οικονομικών αλλά ενδεχόμενα και άλλων αρμοδίων υπουργείων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ρόλος των εθνικών κεντρικών αποθετηρίων και το απαιτούμενο νομοθετικό πλαίσιο το οποίο θα εξασφαλίσει τα συμφέροντα των επενδυτών θα πρέπει να συζητηθεί. Επιπρόσθετα μια προσέγγιση κεντρικής εποπτείας για τις διακανονιστικές και αποθετικές

⁴³ Είναι το Γαλλικό κεντρικό αποθετήριο

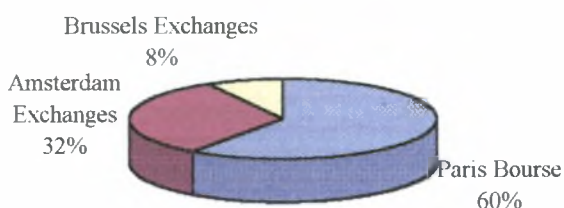
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

δραστηριότητες κρίνεται αναγκαία, και αυτή θα πρέπει να βασίζεται σε κανόνες και κανονισμούς σύμφωνους με αυτούς του Euroclear, και επιπρόσθετα σύμφωνους με το εκάστοτε εθνικό νομικό πλαίσιο. Η πεποίθηση είναι ότι το μοντέλο «υποκαταστημάτων» (branch model) θα είναι η καταλληλότερη απάντηση στους παραπάνω προβληματισμούς, παρόλα αυτά αρκετή ακόμα συζήτηση θα πρέπει να πραγματοποιηθεί στο συγκεκριμένο ζήτημα από τις συμμετέχουσες στο Euronext χώρες.

Η Χρηματοοικονομική πρόταση

Οι συμμετέχοντες στην συγχώνευση προσέλαβαν την ABN-AMBRO για χρηματοοικονομικό τους σύμβουλο με καθήκον να κάνει εκτίμηση βασισμένη στην μεθοδολογία της παρούσας αξίας. Η παραπάνω εκτίμηση είχε ως αποτέλεσμα (εύρημα) να υποδείξει ένα ενδεικτικό ποσοστό συμμετοχής για τα τρία χρηματιστήρια που συμμετέχουν ως συνέταιροι στην συγχώνευση. Τα ποσοστά είναι: Χρηματιστήριο του Παρισιού 60%, Χρηματιστήριο του ‘Αμστερνταμ 32% και Χρηματιστήριο των Βρυξελλών 8%

Σχήμα 4 : Ποσοστά συμμετοχής των Χρηματιστηρίων στο Euronext



Η χρηματοοικονομική προσφορά που θα γίνει, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο η συγχώνευση θα οικοδομηθεί, θα λάβει μορφή μνημονίου που θα συνταχθεί σε εύλογο χρονικό διάστημα. Οι παραπάνω δείκτες συμμετοχής στο Euronext είναι με άλλα λόγια το ποσοστό των μετοχών που το Euronext θα διαθέσει σε καθένα από τα τρία συμμετέχοντα χρηματιστήρια. Στην περίπτωση του χρηματιστηρίου του ‘Αμστερνταμ οι

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

μετοχές του Euronext θα διανεμηθούν εσωτερικά ανάμεσα στους κατόχους κοινών μετοχών και στο 7% των κατόχων προνομιούχων μετοχών.

Πληροφοριακή Τεχνολογία

Το Euronext διαθέτει σημαντικές δυνατότητες στο πεδίο της πληροφορικής τεχνολογίας. Ο συνδυασμός των εξειδικεύσεων των διαφορετικών χρηματιστηρίων συνάμα με τους πόρους που προσφέρει το ATOS⁴⁴ θα εξασφαλίσει τα απαραίτητα μέσα και πόρους που θα οδηγήσουν το Euronext στην κορυφή της χρηματιστηριακής πληροφορικής τεχνολογίας. Η κοινοπραξία μεταξύ Euronext και ATOS, γνωστή σαν ATOS - Euronext θα είναι ο (προηγμένος) εκείνος παράγοντας που θα «στήσει» και θα «τρέξει» τα πληροφοριακά χρηματιστηριακά συστήματα. Το Euronext θα λειτουργεί τμήμα πληροφορικής τεχνολογίας, το οποίο θα εστιάσει την προσοχή του στο να ανιχνεύει τις ανάγκες και να χαράζει στρατηγική πληροφορικής τεχνολογίας παράλληλα με την υποχρέωσή του να διαχειρίζεται προγράμματα και να οργανώνει αποτελεσματικά τους πόρους του. Συστήματα πληροφορικής τεχνολογίας που ήδη λειτουργούν είναι το NSC και το Clearing 21.

Ο ακρογωνιαίος λίθος των σχεδίων μετανάστευσης έχει ήδη συμφωνηθεί:

- Οι Βρυξέλλες θα μεταναστεύσουν στις αρχές του 2001 ενώ το Άμστερνταμ θα ακολουθήσει αργότερα
- Η μετατροπή του NSC συστήματος συναλλαγών θα λάβει χώρα ξεχωριστά από την μετατροπή του Clearing 21 (συστήματος εκκαθάρισης)
- Στο τέλος του 2001 οι πλατφόρμες συναλλαγών και εκκαθάρισης θα έχουν μετεγκατασταθεί και εγκατασταθεί σε όλες τις έδρες του Euronext

Το Euronext διαμορφώνει την ακριβή διαδικασία καθορισμού της μετανάστευσης για όλα τα συστήματα των χρηματιστηρίων που θα συμμετάσχουν. Ελπίζει επίσης να είναι έτοιμο να παρουσιάσει το αναλυτικό σχέδιο μετανάστευσης το συντομότερο δυνατό.

⁴⁴ ATOS : είναι γαλλικό γκρουπ εταιριών που δραστηριοποιείται στον τομέα της πληροφορικής τεχνολογίας

2.11 Οι νέοι Δείκτες του Euronext

Το Euronext θα συνεχίσει να προσφέρει πληροφόρηση για τους υπάρχοντες δείκτες στο σύνολο των πελατών του. Τα χρηματιστήρια του 'Αμστερνταμ, Βρυξελλών, Παρισιού αριθμούν προς το παρόν 145 δείκτες, από τους οποίους οι 14 έχουν σχεδιαστεί ειδικά για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές παραγώγων. Οι υπόλοιποι δείκτες σχεδιάστηκαν για εμπορικούς σκοπούς. Η ποικιλία των δεικτών είναι αρκετά μεγάλη και περιλαμβάνει ευρύτερες εμπορικές συναλλαγές, κλαδικές συναλλαγές, δείκτες υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips index), και ομαδική διαπραγμάτευση κλάδου. Οι προσεγγίσεις που ήδη ακολουθούνται από τους συμμετέχοντες στην συγχώνευση είναι κατά μια έννοια διαφορετικές αλλά στο κοντινό μέλλον μια πιο συνεπής (σταθερή) προσέγγιση θα υιοθετηθεί από το Euronext.

Εξαιτίας του αριθμού των προϊόντων (και παραγώγων και άλλων) που είναι άμεσα συνδεδεμένα με την χρησιμοποίηση των δεικτών το Euronext θα συνεχίζει να υπολογίζει τους υπάρχοντες δείκτες υψηλής κεφαλαιοποίησης (AEX, BEL 20, CAC 40 δείκτες). Το Euronext θα συνεχίσει επίσης να συλλέγει τους παραπάνω δείκτες προς χρήση και πληροφόρηση άλλων εθνικών αγορών. Η βασική (κύρια) κατεύθυνση θα είναι η μεγαλύτερη δυνατή εναρμόνιση με σκοπό να διασφαλιστεί η αξιοπιστία στα μέλη της αγοράς παράλληλα με την προσπάθεια οι αλλαγές που θα πραγματοποιηθούν να είναι οι ελάχιστες (όσον το δυνατό ανώδυνες). Αλλαγές που πρόκειται να συμβούν στο κοντινό μέλλον περιλαμβάνουν την εναρμόνιση (στην συχνότητα) των υπολογισμών. Η συχνότητα των περιοδικών αναφορών και επιθεωρήσεων θα παραμείνει η ίδια, αλλά οι ημερομηνίες όπου θα πραγματοποιούνται θα συγχρονιστούν.

Το Euronext προτίθενται να δημιουργήσει εθνικούς κλαδικούς δείκτες για την Ευρωπαϊκή αγορά στην οποία θα απευθύνονται, βασισμένους στο σύστημα κατάταξης FTSE. Τα μέλη της αγοράς θα μπορούν να χρησιμοποιούν δείκτες για benchmarking σκοπούς, ή για την δημιουργία προϊόντων (συνδεδεμένων με τους δείκτες) βασισμένα πάνω σε αυτούς (index-linked products)

Δείκτες για την συνδυασμένη (κοινή) Euronext αγορά θα παρασχεθούν από τα μέλη της συγχώνευσης μαζί με μια ποικιλία από τοπικούς δείκτες (local indices) οι

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

οποίοι θα έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν επιπρόσθετα με τους Πανευρωπαϊκούς ομοίους τους. Οι Euronext δείκτες θα αντανακλούν τις ανάγκες που διαμορφώνονται στις τρεις ευρωπαϊκές αγορές:

I) Ο δείκτης Euronext 100

Ο συγκεκριμένος δείκτης θα οικοδομηθεί από τις 100 μεγαλύτερες (σε χρηματιστηριακή αξία) μετοχές στο χρηματιστήριο του Euronext και θα επανεξετάζονται (αναθεωρούνται) ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Ο Euronext 100 θα αντιπροσωπεύει μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips) στην σφαίρα ευθύνης του Euronext και θα εκπροσωπεί το 87% περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης της συνολικής αγοράς.

II) Ο δείκτης Next 150

Το Euronext θα κατασκευάσει επίσης ένα χρηματιστηριακό δείκτη ο οποίος θα αποτελείται από μετοχές 150 εταιριών (οι οποίες δεν θα περιλαμβάνονται στον Euronext 100) «μεσαίας» κεφαλαιοποίησης. Οι μετοχές των εταιριών που θα συστήσουν τον Next 150 θα επιλεγούν με βάση το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης.

III) Ο δείκτης της Νέας Οικονομίας (Next Economy Index)

Στην προσπάθεια του Euronext να δώσει την ευκαιρία στους παράγοντες της αγοράς να «επενδύσουν» στους κλάδους της νέας οικονομίας θα δημιουργηθεί ο δείκτης Next Economy. Ο δείκτης αυτός θα συσταθεί από μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνται σε κλάδους τηλεπικοινωνιών, ΜΜΕ, πληροφορικής τεχνολογίας, καλωδιακών και δορυφορικών εφαρμογών, βιομηχανιών διασκέδασης, ηλεκτρικού και ηλεκτρονικού εξοπλισμού, βιοτεχνολογίας και ηλεκτρονικού εμπορίου.

IV) Ο δείκτης Prime

Για να βελτιώσει την βιωσιμότητα εταιριών υψηλής ποιότητας (high quality companies) σε παραδοσιακούς κλάδους, το Euronext προτίθενται να δημιουργήσει τον δείκτη Prime. Οι εταιρίες που στοχεύουν την εισαγωγή τους σε αυτό τον δείκτη θα πρέπει να πληρούν επιπλέον κριτήρια, όπως του να παρέχουν περισσότερες πληροφορίες

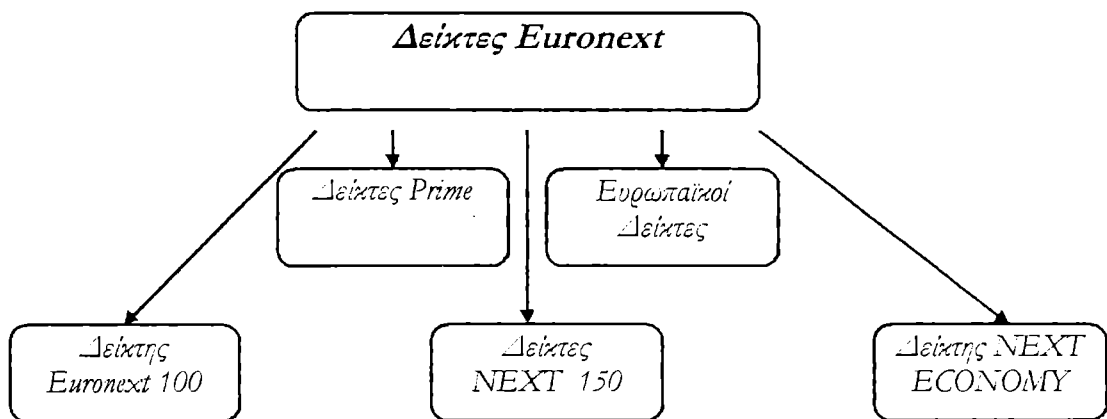
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

στους μετόχους και να δημοσιεύουν αποτελέσματα και στοιχεία σε τακτά χρονικά διαστήματα.

V) Ευρωπαϊκοί δείκτες

Το Euronext θα συνεχίσει να κάνει χρήση του δικαιώματος του για εκμετάλλευση των Dow Jones STOXX και FTSE δεικτών. Επιπλέον δείκτες θα «κατασκευαστούν» με στόχο να προσφέρει ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών δεικτών στους πελάτες (μέλη) του.

Σχήμα 5: Δείκτες Euronext



Διαπραγματευόμενα κεφάλαια

Όσο οι χρηματιστηριακές συναλλαγές των δεικτών θα εξαπλώνονται (θα γίνονται δηλ. πιο δημοφιλής) το Euronext θα προσφέρει επιπλέον υπηρεσίες και χρηματοοικονομικά προϊόντα έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες των πελατών του. Το κυριότερο προϊόν είναι τα διαπραγματευόμενα κεφάλαια (exchange traded funds «EFT's»), τα οποία θα συστήσουν και τον αντίστοιχο δείκτη. Τα διαπραγματευόμενα κεφάλαια θα πάρουν την μορφή UCIT θα διαχειρίζονται από εξειδικευμένο χρηματιστηριακό μανάτζερ και θα εποπτεύονται από το αποθετήριο. Η UCIT δομή εσωκλείνει μεγάλο αριθμό πλεονεκτημάτων. Είναι φορολογικά απελευθερωμένα, με μειωμένο κόστος, είναι αξιόπιστα (σίγουρα) μπορούν να

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

επενδυθούν σε όλη την Ευρωπαϊκή επικράτεια και αναφέρονται σε όλους τους τύπους των επενδυτών (θεσμικούς, διαχειριστές αμοιβαίων, αντικριστές, επενδυτές). Τα EFT's θα εμπορεύονται με τον ίδιο τρόπο που διαπραγματεύονται οι μετοχές. Το Euronext προτίθενται να εισαγάγει τα EFT's στο Dow Jones Euro STOXX 50 και στο FTSE Eurotop 100. Στα μελλοντικά σχέδια του Euronext EFT's βασισμένα σε άλλους δείκτες θα προωθηθούν στην αγορά.

2.12 Συμπεράσματα «Το μέλλον του Euronext»

Η παγκοσμιοποίηση και η ψηφιακοποίηση της οικονομίας είναι οι σημαντικότερες εξελίξεις που χαρακτηρίζουν την σημερινή πραγματικότητα. Μεγάλη προσοχή θα πρέπει λοιπόν να αποδοθεί στις νέες τεχνολογίες ως αναπτυξιακού μοχλού για την περαιτέρω ισχυροποίηση της θέσης του Euronext.

Στην εποχή λοιπόν των ταχύρυθμα εξαπλωμένων επικοινωνιών το Euronext θα χρησιμοποιήσει προηγμένες τεχνολογικά εφαρμογές που θα παρέχουν πληροφόρηση στους πελάτες του και θα διαθέσει σημαντικούς υλικούς πόρους για επενδύσεις σε υποδομές υψηλής τεχνολογίας. Η πληροφόρηση (πληροφορία) είναι ο πυρήνας του Euronext, επειδή οι επενδυτές σε παγκόσμιο επίπεδο λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις και διαμορφώνουν την επενδυτική τους στρατηγική βασισμένοι σε δεδομένα που αλλάζουν ταχύτατα και σε δεδομένα που εμπεριέχουν μεγάλη προστιθέμενη αξία. Επικοινωνιακά μέσα όπως το Διαδίκτυο και οι WAP υπηρεσίες θα διαδραματίσουν αποφασιστικό ρόλο. Η τοποθέτηση του Euronext βασίζεται στις αρχές της προσβασιμότητας και της αξιοπιστίας. Το Euronext αποζητά η ιστοσελίδα του στο Διαδίκτυο να αποτελέσει την νούμερο ένα χρηματιστηριακή ιστοσελίδα, παρέχοντας ένα πλήρες πακέτο υπηρεσιών προς τους πελάτες του, παραμένοντας όμως απόλυτα αξιόπιστο, γρήγορο και κρατώντας απόλυτη ουδετερότητα.

Προσφέροντας πληροφορίες για τιμές, νέα της χρηματιστηριακής αγοράς αναλύσεις και χαρτοφυλάκια η ιστοσελίδα του Euronext (το euronext.com) θα δημιουργήσει ένα μαζικό επενδυτικό φόρουμ στο οποίο τα μέλη του θα μπορούν να κάνουν χρήση των χρηματιστηριακών υπηρεσιών (δικτυακά) και θα έχουν δικαίωμα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ IX & EURONEXT

πρόσβασης προς όλες τις κατευθύνσεις (π.χ με άλλους επενδυτές). Με αυτή την έννοια το Euronext θα είναι πανέτοιμο για όλες τις μελλοντικές εξελίξεις που σχετίζονται με την διεκπεραίωση εντολών.

Το Euronext⁴⁵ θα δώσει έμφαση στην παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών για μετοχές, παράγωγα και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα καθώς και διακανονισμού και εκκαθάρισης. Η πρότυπη διεθνής πλατφόρμα συναλλαγών σε συνδυασμό με την απευθείας διευθέτηση των συναλλαγών και πλαισιωμένη από τις προηγούμενες μορφές διάχυσης της πληροφορίας θα δώσουν στο Euronext ηγετική θέση στον επενδυτικό κόσμο.

Σαν φορέας δια μέσου του οποίου οι εταιρίες θα δύναται να προσελκύσουν πελάτες, οι μεσάζοντες θα προσελκύουν τους πελάτες τους και όλα τα εμπλεκόμενα μέρη θα αποκτούν πληροφόρηση και εκπαίδευση. Το Euronext θα πρωτοστατήσει στον μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό και τεχνολογικό περιβάλλον και θα διαδραματίσει σπουδαίο ρόλο για όλα τα εμπλεκόμενα χρηματικά μέρη.

Το Euronext επιθυμεί να εισέλθει σε συμφωνίες και με άλλα χρηματιστήρια όπως το NYSE, να δημιουργήσει μια παγκόσμια αγορά για τις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης επεκτεινόμενη από το Τόκιο και το Χονγκ-Κονγκ έως την άλλη άκρη του Ατλαντικού.

Το Euronext πιστεύει ότι θα ενισχυθεί στο μέλλον βασιζόμενο στον εαυτό του και εφαρμόζοντας μια στρατηγική ευρύτερων συγχωνεύσεων και με άλλα χρηματιστήρια στην Ευρώπη. Οι αποφάσεις που έχουν ληφθεί για τη δομή του, και η αρχική ιδέα σύλληψης αποτελούν μια πραγματικά πανευρωπαϊκή λύση και το ενδεχόμενο να προσχωρήσουν και άλλα χρηματιστήρια είναι μια επωφελής λύση για όλους.

⁴⁵ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Pro Forma Ισολογισμός & Αποτελέσματα Χρήσεως του Euronext

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

3.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι υποθέσεις προς έλεγχο και η μεθοδολογία της εμπειρικής έρευνας. Οι υποθέσεις που θα ελεγχθούν, τα δεδομένα, ο τρόπος επεξεργασίας τους καθώς και η ερμηνεία όλων αυτών. Το κεφάλαιο αυτό αποτελείται από πέντε ενότητες. Η σειρά με την οποία παρουσιάζονται είναι η ίδια με αυτή που ακολουθήθηκε κατά τη διάρκεια της έρευνας. Αρχικά περιγράφεται η παρούσα κατάσταση για να προσδιοριστεί το πώς προέκυψε αυτή η έρευνα και να οριστεί καλύτερα ο σκοπός για τον οποίο θα γίνει ο έλεγχος των υποθέσεων, οι οποίες παρουσιάζονται στην τρίτη ενότητα. Ακολουθεί η περιγραφή των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν στην έρευνα και τέλος η μεθοδολογία με την οποία θα γίνει η επεξεργασία των δεδομένων αυτών.

3.2 Παρούσα Κατάσταση

Η καινούργια χλιετία ξεκίνησε με έντονη κινητικότητα στις κεφαλαιαγορές της Ευρώπης. Το χρηματιστήριο υψηλή τεχνολογίας των ΗΠΑ δεν έμεινε αμέτοχο στις εξελίξεις των Ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών. Έκανε τις απαραίτητες ενέργειες και εξασφάλισε την συνεργασία με το i.X. Με την κατάρρευση της συγχώνευσης των χρηματιστηρίων του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης, το χρηματιστήριο του Nasdaq έκανε νέες επαφές και παρακολουθεί από κοντά τις εξελίξεις με σκοπό την τελική συμμετοχή του σε κάποιο από τα ενοποιημένα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Η κατάσταση που επικρατεί σήμερα στον Ευρωπαϊκό Χρηματιστηριακό χώρο είναι κατάσταση αναμονής σημαντικών εξελίξεων. Μόλις ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Euronext και οι ιδρυτές αυτής της ενοποιημένης αγοράς σχεδιάζουν την υποβολή της δικής τους πρότασης εξαγοράς στο χρηματιστήριο του Λονδίνου⁴⁶. Έτσι θα εξασφαλίσουν το ρόλο τους ως το μεγαλύτερο χρηματιστήριο της Ευρώπης και θα θέσουν τις βάσεις για την δημιουργία της παγκόσμια μεγαλύτερης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

χρηματιστηριακής αγοράς. Ήδη οι ιδρυτές του Euronext έχουν έρθει σε επαφή με την αγορά υψηλής κεφαλαιοποίησης στην Νέα Υόρκης.

Την επιπλέον αναστάτωση στο μεταβαλλόμενο χρηματιστηριακό χώρο της Ευρώπης δημιούργησε η εντελώς ξαφνική και επιθετική προσφορά εξαγοράς του χρηματιστηρίου του Λονδίνου από το OM Gruppen⁴⁷. Η εταιρία OM ιδιοκτήτρια του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης και γενικότερα εταιρία του κλάδου τεχνολογίας και χρηματαγορών με 15 χρόνια ενεργητικής λειτουργίας κατέθεσε πρόταση επιθετικής εξαγοράς στο χρηματιστήριο του Λονδίνου το οποίο σε ένα χρόνο συμπληρώνει 200 χρόνια λειτουργίας.⁴⁸ Η προσφορά ήταν του ύψους των £ 800 million (\$1,2 billion) δηλαδή 472 δις δραχμών περίπου. Αυτή η προσφορά όμως δεν ήταν για μια απλή εταιρία αλλά για μια ολόκληρη αγορά. Η πρόσφατη μετατροπή του LSE σε μετοχική εταιρία προς διαπραγμάτευση έδωσε την δυνατότητα εφαρμογής του μέτρου των εξαγορών ακόμα και στην περίπτωση του. Αυτή η πρόταση εξαγοράς ανέτρεψε το τοπίο των ενοποιημένων αγορών της Ευρώπης και έφερε στην επιφάνεια και τις υπόλοιπες δυσκολίες που αφορούσαν την συγχώνευση Λονδίνου – Φρανκφούρτης.

Αυτή η κίνηση έφερε και την αναστάτωση στους μετόχους του LSE γεγονός που οδήγησε στην αμφισβήτηση της επερχόμενης συγχώνευσης με το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης. Στην παρούσα φάση αναμένεται η αμυντική στάση που θα κρατήσει το LSE καθώς και οι προσφορές που θα υποβληθούν από τα υπόλοιπα χρηματιστήρια. Ως φιλική προσέγγιση χαρακτηρίζουν την προσφορά τους τα χρηματιστήρια της Φρανκφούρτης, του Μιλάνου και της Μαδρίτης και υποβάλλουν τη δική τους πρόταση εξαγοράς στο LSE.⁴⁹ Η ιδέα είναι να παρέχουν την απαραίτητη στήριξη στο LSE και ταυτόχρονα να υλοποιηθεί έστω και με άλλη μορφή η ιδέα των Διεθνών Χρηματιστηρίων iX.

Το Ελληνικό χρηματιστήριο σύντομα θα ανήκει στις ανεπτυγμένες αγορές σύμφωνα με δημοσιεύματα της Morgan Stanley. Η διοίκηση του ΧΑΑ έχει εκδηλώσει την επιθυμία να συμμετάσχει σε κάποιο ενοποιημένο σχήμα χρηματιστηριακών αγορών. Ήδη προωθείται η συνεργασία με το χρηματιστήριο της Κύπρου. Σε χρονικό ορίζοντα

⁴⁶ Financial Times 18/9/2000 Boland & Pretzlik "Euronext plans new LSE move"

⁴⁷ The Economist 2-8/9/2000 «What? Sell the exchange?"

⁴⁸ The Economist 2-8/9/2000 "Shocking times in Throgmorton Street"

⁴⁹ Ημερησία 16/9/2000 «Ελπίδες για σύσταση διευρυμένης πανευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

δύο χρόνων από σήμερα το ΧΑΑ θα είναι ενταγμένο σε κάποιο ευρύτερο σχήμα χρηματιστηρίων. Οι τρέχουσες εξελίξεις και τα γεγονότα δημιουργούν ερωτηματικά που αφορούν, το σχήμα του ενοποιημένου ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου και την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στους δείκτες των υποψήφιων για συγχώνευση χρηματιστηρίων. Αυτά τα ερωτήματα τα οποία περιγράφονται διαδοχικά στη συνέχεια οδήγησαν στις υποθέσεις της έρευνας και την στατιστική προσέγγιση τους. Αν είναι δυνατή η συνένωση του ΧΑΑ με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και με ποιό από τα εμπλεκόμενα στα σενάρια των συγχωνεύσεων χρηματιστήρια, έχει παρόμοια πορεία και ανάλογες αποδόσεις. Αντίστοιχα το χρηματιστήριο του Λονδίνου εξετάζεται συγκριτικά και με τα χρηματιστήρια της Στοκχόλμης και της Φρανκφούρτης.

Όσον αφορά την Ελληνική αγορά εξετάζονται διάφορα σενάρια τα οποία αφορούν ακόμα και το γεγονός μιας προσφοράς εξαγοράς του Ελληνικού χρηματιστηρίου από τις μεγάλες κεφαλαιαγορές της Ευρώπης που υπάρχουν, ή που θα προκύψουν. Η ενοποίηση του ΧΑΑ με έναν ευρωπαϊκό όμιλο χρηματιστηρίων θα είναι θετικό βήμα για την πρόοδο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, αρκεί αυτό να γίνει με τους κατάλληλους όρους συγχώνευσης. Θα ήταν πιο συμφέρον για την Ελληνική Αγορά να βρεθεί σε έναν όμιλο Χρηματιστηρίων όπου θα υπήρχε κάποιου είδους σχέση ανάμεσα στην πορεία του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και της πορείας των δεικτών που θα συμμετέχουν στην εν λόγω ενοποιημένη αγορά. Από τα ιστορικά τουλάχιστον στοιχεία, να διαφαίνεται η παρόμοια αντίδραση των επενδυτών των συγκεκριμένων αγορών απέναντι στα γενικότερα οικονομικά φαινόμενα. Πρόσφατο παράδειγμα τέτοιου φαινομένου είναι η πετρελαϊκή κρίση η οποία επηρεάζει πτωτικά το σύνολο των Ευρωπαϊκών δεικτών⁵⁰. Το μέγεθος της πτώσης σε κάθε περίπτωση μπορεί να ομαδοποιήσει κάποια από τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Το είδος της σχέσης ανάμεσα στους ευρωπαϊκούς δείκτες οδηγεί σε συμπεράσματα που αφορούν ακόμα και την ομοιογένεια των πελατών αυτών των χρηματιστηρίων, όμως δεν αποτελούν το μοναδικό κριτήριο για τις συνενώσεις. Πρέπει να εξεταστεί και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των αγορών αυτών και οι αλλαγές που έχουν συντελεστεί από τους παραδοσιακούς τρόπους συναλλαγής.

⁵⁰ Πηγή πληροφοριών Reuters 20-21/9/2000

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Κάθε επίπεδο λειτουργίας της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να χρειαστεί μεταβολές για την συνένωση με ομίλους χρηματιστηρίων που επί το πλείστον είναι καλύτερα οργανωμένοι από το Ελληνικό Χρημαστήριο. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς της Ελλάδος και η ΕΧΑΕ λειτουργούν με διαφορετικούς κανονισμούς που αφορούν λειτουργικά θέματα, όπως το ωράριο διεξαγωγής των συναλλαγών, το οποίο έχει μικρότερη διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες και κατά συνέπεια δεν συμπίπτουν χρονικά οι συνεδριάσεις, τον διορισμό των εποπτικών οργάνων κ.α. Υπάρχουν όμως και ζητήματα όπως ο τρόπος σχεδιασμού των δεικτών κεφαλαιοποίησης και των κλαδικών όπου στο εξωτερικό οι δείκτες αυτοί δημιουργούνται και με βάση το Free Float των εταιριών. Ο πρόεδρος της ΕΧΑΕ έχει εξαγγείλει μια σειρά αλλαγών στο πλαίσιο λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς προς την κατεύθυνση της εναρμόνισης του ΧΑΑ με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και σε βάθος χρόνου οι απαραίτητες μετατροπές αναμένετε να έχουν συντελεστεί.

3.3 Υποθέσεις προς έλεγχο

Οι υποθέσεις που θα ερευνηθούν έχουν ως κύριο άξονα την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Με δεδομένο την κατάσταση του ελληνικού χρηματιστηρίου σήμερα και τις ιστορικές τιμές του γενικού δείκτη του ΧΑΑ θα εξεταστούν οι υποθέσεις που ακολουθούν για να διαπιστώσουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ των δεικτών των χρηματιστηρίων όσον αφορά την πορεία τους, τις αποδόσεις καθώς και τη μεταβλητότητα τους.

Θα εξεταστεί η ύπαρξη ή μη συσχέτισης καθώς και το μέγεθος της συσχέτισης μεταξύ του γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και των βασικών δεικτών των χρηματιστηρίων του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών, των χρηματιστηρίων δηλαδή που αποτελούν το Euronext. Οι υποθέσεις έχουν ως εξής:

μηδενική υπόθεση: $H_{10} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του CAC (Γαλλικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{1ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

μηδενική υπόθεση: $H_{2o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του AMX (Ολλανδικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{2ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

μηδενική υπόθεση: $H_{3o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του BEL (Βελγικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{3ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

Θα υπολογιστεί επίσης η ύπαρξη η μη σχέσης μεταξύ του ελληνικού γενικού δείκτη και των βασικών δεικτών του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, της Φρανκφούρτης, της Μαδρίτης και της Στοκχόλμης.

μηδενική υπόθεση: $H_{4o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του FTSE (Αγγλικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{4ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

μηδενική υπόθεση: $H_{5o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του DAX (Γερμανικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{5ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

μηδενική υπόθεση: $H_{6o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του MADR (Ισπανικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{6ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

μηδενική υπόθεση: $H_{7o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του STOCKH (Σουηδικός δείκτης) και του Γ.Δ. του ΧΑΑ

εναλλακτική υπόθεση : $H_{7ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

Θα εξεταστεί η ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην πορεία του δείκτη του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και των χρηματιστηρίων της Φρανκφούρτης και της Στοκχόλμης (χώρες που είναι οι κύριοι διεκδικητές στα σενάρια για την εξαγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

μηδενική υπόθεση: $H_{8o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του FTSE (Αγγλικός δείκτης) και του STOCKH (Σουηδικός δείκτης)

εναλλακτική υπόθεση : $H_{8ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

μηδενική υπόθεση: $H_{9o} : r=0$ Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ του FTSE (Αγγλικός δείκτης) και του DAX (Γερμανικός δείκτης)

εναλλακτική υπόθεση : $H_{9ε} : r \neq 0$ Υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών.

Εκτός από τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των χρηματιστηρίων που αναφέρθηκαν στα πρώτα κεφάλαια της μελέτης αυτής υπάρχουν και τα ποσοτικά χαρακτηριστικά που θα παίξουν χαρακτηριστικό ρόλο στην επιτυχία των συγχωνεύσεων, όπως είναι οι μεταβολές των δεικτών σε μια ενιαία αγορά. (όταν σε αυτή συμμετέχουν επενδυτές διαφορετικών εθνοτήτων).

3.4 Περιγραφή Δεδομένων

Τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί αφορούν τις Ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές καθώς και το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Οι δομές στις οποίες στηρίζεται η λειτουργία αυτών των αγορών έχουν περιγραφεί στα προηγούμενα κεφάλαια και θα αποτελέσουν βασικά στοιχεία για την διεξαγωγή συμπερασμάτων. Τα ποσοτικά πρωτογενή στοιχεία που έχουν συλλεχθεί αφορούν τις ημερήσιες τιμές⁵¹ των δεικτών των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Οι περίοδος που καλύπτουν τα στοιχεία που έχουν συλλεχθεί αφορά τα δύο ακριβώς προηγούμενα έτη. Από την 1 Σεπτεμβρίου του 1998 μέχρι και 31 Αυγούστου το 2000⁵², το διάστημα αυτό επιλέχθηκε μεγάλο για να δώσει τη δυνατότητα συλλογής 500 και πάνω παρατηρήσεων για κάθε μεταβλητή καθώς επίσης και για να μειωθεί η σημασία το ιδιαιτέρων φαινομένων που παρουσίασε το Ελληνικό χρηματιστήριο στο τέλος του 1999. Επιλέχθηκαν οι Δείκτες των χρηματιστηρίων που σχημάτισαν το Euronex για να μελετήσουμε την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην Ελληνική αγορά και τον πρώτο ενοποιημένο όμιλο χρηματιστηρίων στην Ευρώπη. Επίσης θα μελετηθούν οι δείκτες του χρηματιστηρίου του Λονδίνου της

⁵¹ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6: Ημερήσιες τιμές των τιμών του δείγματος

⁵² Τα πλήρη στοιχεία παρατίθενται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α'

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Φρανκφούρτης, του Μιλάνου, της Μαδρίτης και της Στοκχόλμης που είναι στο προσκήνιο των εξελίξεων για την επόμενη συγχώνευση χρηματιστηρίων της Ευρώπης.

3.5 Μεθοδολογία επεξεργασίας και ανάλυσης δεδομένων.

Τα δεδομένα θα επεξεργαστούν με το ηλεκτρονικό πρόγραμμα εφαρμογών στατιστικής του SPSS , με τη βοήθεια του οποίου θα υπολογιστεί η ύπαρξη η μη συσχέτισης μεταξύ των δεικτών του χρηματιστηρίου της Αθήνας και όλων των Ευρωπαϊκών δεικτών που αναφέρθηκαν και επιμέρους ανάμεσα στο δείκτη του Λονδίνου και τους Δείκτες της Στοκχόλμης και της Φρανκφούρτης για να υπολογίσουμε με ποιά αγορά συμβαδίζει περισσότερο το Λονδίνο. Ο συντελεστής συσχέτισης που θα χρησιμοποιηθεί θα είναι ο Pearson κατάλληλος για τον υπολογισμό συσχέτισης μεταξύ δύο ποσοτικών μεταβλητών.

3.6 Σύνοψη

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται το κίνητρο διερεύνησης του θέματος, τα ερωτήματα που προέκυψαν και ο τρόπος ο οποίος επιλέχθηκε για να απαντηθούν με τον καλύτερο τρόπο. Γίνεται πλήρη αναφορά στις υποθέσεις που πρόκειται να ελεγχθούν και στα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για τη υλοποίηση της έρευνας. Τα δεδομένα που έχουν επιλεγεί είναι τα κατάλληλα για την εκτέλεση των στατιστικών ελέγχων με όσο το δυνατόν πιο αντιπροσωπευτικά στοιχεία δείγματος. Αναφέρονται επίσης τα χαρακτηριστικά των δεδομένων και το πρόγραμμα που βοηθά στην επεξεργασία τους. Παρέχονται όλες οι πληροφορίες που θα οδηγήσουν ομαλά στο επόμενο κεφάλαιο όπου παρατίθενται τα αποτελέσματα του ελέγχου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

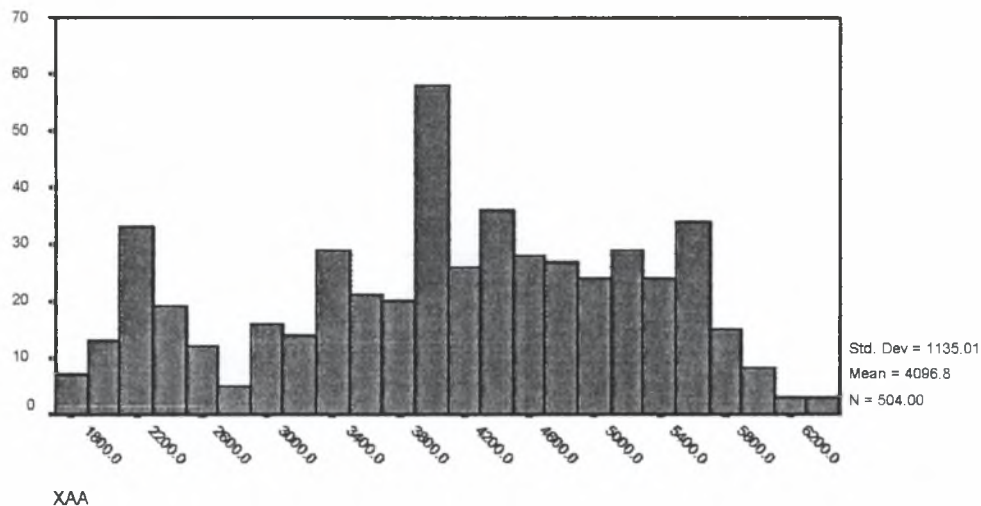
4.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα αυτής του εμπειρικού τμήματος της έρευνας αυτής. Περιέχονται δηλαδή, αναλυτικά όλα τα στοιχεία που προέκυψαν από την εφαρμογή του ελέγχου των υποθέσεων που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Αναλύονται τα ποσοτικά στοιχεία αυτής της έρευνας καθώς και η σχέση που έχουν μεταξύ τους. Η παρουσίαση αυτή συντελεί στον τελικό προσδιορισμό τους αποτελέσματος αυτής της έρευνας. Συγκεκριμένα, διατυπώνεται η ύπαρξη σχέσης του ελληνικού χρηματιστηρίου με κάποιο από τα Ευρωπαϊκά, στο επίπεδο των διαχρονικών διακυμάνσεων του βασικού δείκτη του κάθε χρηματιστηρίου⁵³. Η ποιότητα τη μελέτης εξαρτάται άμεσα από την αποδοτικότητα των μεθόδων συλλογής στοιχείων που χρησιμοποιούνται, του οργάνου δηλαδή με το οποίο πραγματοποιούμε τη μέτρηση κάθε μεταβλητής. Οι πληροφορίες που διαθέτουμε για την παρούσα μελέτη είναι όσο το δυνατόν αξιόπιστες και αμερόληπτες σύμφωνα με τα διαθέσιμα μέσα συλλογής τους. Οι μεταβλητές αυτού του δείγματος είναι μεταβλητές αναλογίας. Ο συντελεστής συσχέτισης που χρησιμοποιούμε είναι το στατιστικό μέτρο που χρησιμοποιείται για την αναζήτηση της έντασης και της φύσης της σχέσης μεταξύ δύο ποσοτικών μεταβλητών.

Οι ενότητες του κεφαλαίου αυτού χωρίζονται με βάση τον κάθε έλεγχο ύπαρξης συσχέτισης που έχει γίνει μεταξύ του ελληνικού γενικού δείκτη και των δεικτών των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Στο διάγραμμα που ακολουθεί βλέπουμε την τυπική απόκλιση των τιμών του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ από την μέση τιμή του.

⁵³ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5: Διεθνής δείκτες οι τιμές του και οι αποδόσεις τους ανά μετοχή

Σχήμα 6 : Ιστόγραμμα των παρατηρήσεων για το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ



Ακολουθούν οι ενότητες που αφορούν το βασικό δείκτη του χρηματιστηρίου του Λονδίνου “FTSE 100”.

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου των υποθέσεων που διατυπώθηκαν αναλυτικά σε προηγούμενη ενότητα. Συνεπώς, ολοκληρώνεται η εμπειρική έρευνα που αφορά τον συσχετισμό των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών δεικτών.

Έλεγχος για την ύπαρξη ή μη συσχέτισης μεταξύ του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και των βασικών δεικτών των μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

4.2 Η σχέση του Γαλλικού Χρηματιστηρίου με το ΧΑΑ

Συγκρίνοντας τις διακυμάνσεις των τιμών των δεικτών των δύο χρηματιστηρίων για την ίδια περίοδο παρατηρούμε το μέγεθος της συσχέτισης που πιθανόν υπάρχει ανάμεσα στους δύο δείκτες.

Πίνακας 4. Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης

Correlations

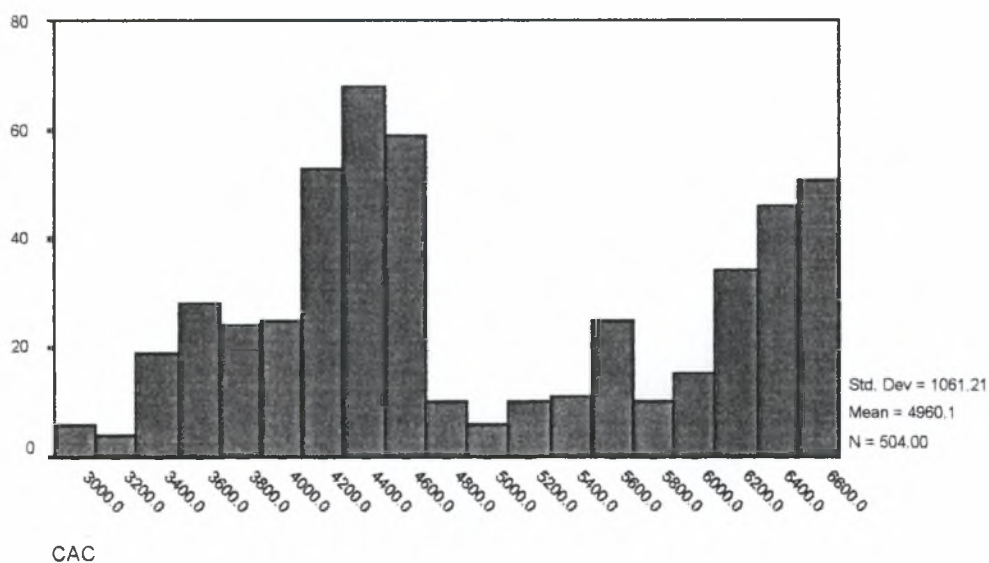
		XAA	CAC
XAA	Pearson Correlation	1.000	.567**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
CAC	Pearson Correlation	.567**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

Η σχέση του Γενικού δείκτη του XAA με τον CAC εξετάστηκε με βάση το συντελεστή συσχέτισης Pearson και με τη βοήθεια του προγράμματος SPSS. Χρησιμοποιήθηκαν 504 παρατηρήσεις που αφορούν την τιμή κλεισίματος των δεικτών ημερησίως για τα τελευταία δύο χρόνια.

Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής συσχέτισης r είναι ίσος με 0,567 γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει μέτρια γραμμική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Η τυπική απόκλιση των τιμών είναι 1061,21 και η μέση τιμή τους 4960,1.

Σχήμα 7 : Ιστόγραμμα των τιμών του Γαλλικού Δείκτη



4.3. Η σχέση του Ολλανδικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ

Στην εξαγωγή πληρέστερων συμπερασμάτων θα βοηθήσει η διερεύνηση όλων των σεναρίων διεξοδικά. Για το λόγο αυτό γίνεται έλεγχος της συσχέτισης του ΧΑΑ με τους βασικούς δείκτες όλων των χρηματιστηρίων που συμμετέχουν στο Euronext. Στο πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα για τη συσχέτιση του δείκτη του Ολλανδικού χρηματιστηρίου με τον Ελληνικό Γενικό Δείκτη.

Πίνακας 5. Αποτελέσματα ελέγχου συσχέτισης

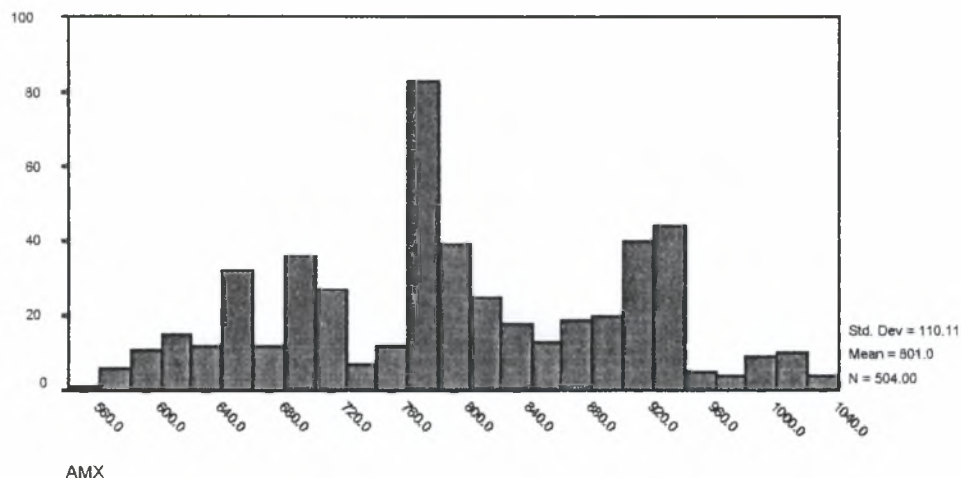
Correlations

		ΧΑΑ	ΑΜΧ
ΧΑΑ	Pearson Correlation	1.000	.660**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
ΑΜΧ	Pearson Correlation	.660**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

Τα αποτελέσματα του υπολογισμού της ύπαρξης συσχέτισης θα συνοπολογίζονται με αυτά του CAC και του BEL οι οποίοι πλέον αποτελούν ένα ενοποιημένο χρηματιστήριο. Το Ολλανδικό χρηματιστήριο έχει ισχυρή γραμμική σχέση με το χρηματιστήριο της Αθήνας. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson έχει τιμή 0,660, η τυπική απόκλιση του δείγματος είναι 110,11 και η μέση τιμή του 801.

Σχήμα 8 : Το Ιστόγραμμα του Ολλανδικού Δείκτη.



4.4. Η σχέση του Βελγικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη ΧΑΑ

Το Βέλγιο είναι η τρίτη χώρα που συμμετέχει στο Euronext. Η περίπτωση αυτή έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον επειδή ανατρέπει το θετικό κλίμα στις συσχετίσεις του ελληνικού Γενικού Δείκτη με τους δείκτες του ευρωπαϊκού χρηματιστηρίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3. Αποτελέσματα ελέγχου συσχέτισης

Correlations

		XAA	BEL
XAA	Pearson Correlation	1.000	-.350**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
BEL	Pearson Correlation	-.350**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

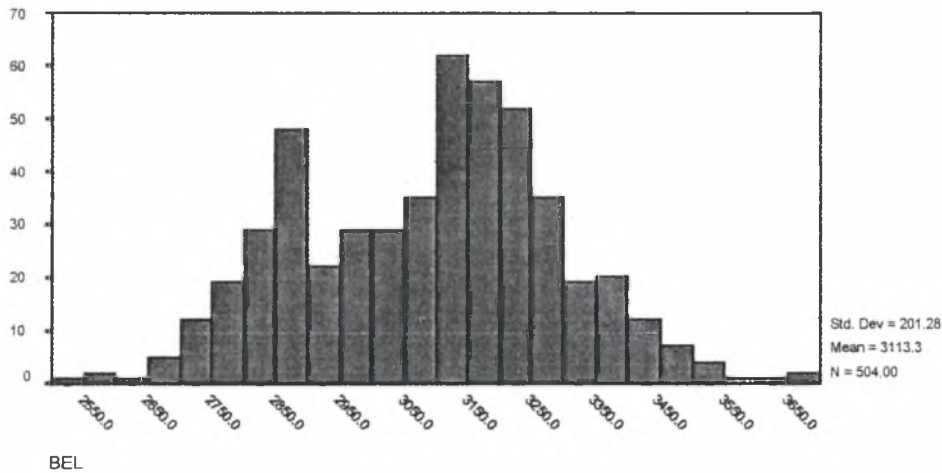
** . Correlation is significant at the 0.01 level

Αυτή η περίπτωση αποτελεί εξαίρεση σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες. Όπως παρατηρούμε ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και του BEL των Βρυξελλών έχουν αρνητική συσχέτιση. Σε κάθε περίπτωση χρησιμοποιείται ο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

ίδιος συντελεστής, το ίδιο πρόγραμμα και το ίδιο μέγεθος παρατηρήσεων. Όμως η τιμή του συντελεστή συσχέτισης είναι $-0,350$, η τυπική απόκλιση του δείγματος $201,3$ και η μέση τιμή $3113,3$.

Σχήμα 9. Ιστόγραμμα των τιμών του Δείκτη του Χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ



4.5 Η σχέση του Αγγλικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ

Το μήλον της έριδος αυτή την στιγμή για τα χρηματιστήρια της Ευρώπης αποτελεί το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Στην παρούσα μελέτη θα εξετάσουμε αν υπάρχει και τι είδους σχέση μεταξύ του ελληνικού Γενικού Δείκτη και του FTSE 100.

Πίνακας 7. Αποτελέσματα ελέγχου συσχέτισης

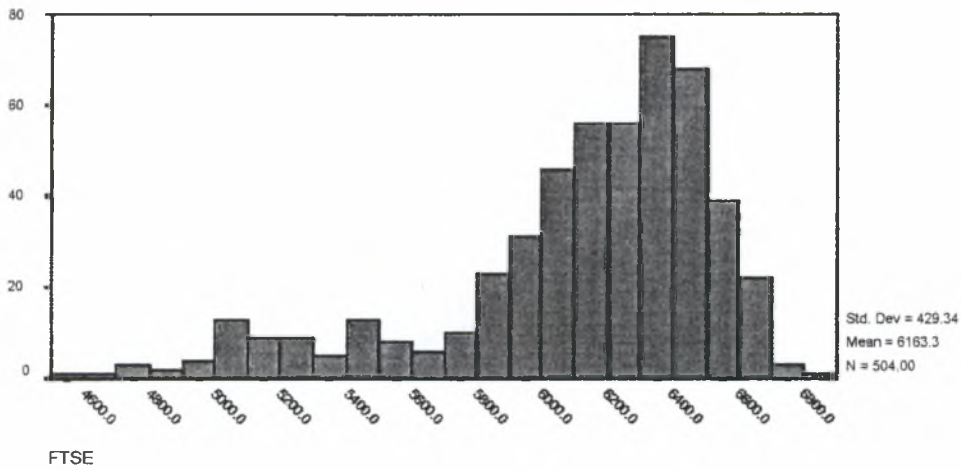
Correlations

		XAA	FTSE
XAA	Pearson Correlation	1.000	.686**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
FTSE	Pearson Correlation	.686**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

Το ελληνικό χρηματιστήριο έχει την πιο ισχυρή γραμμική σχέση με το χρηματιστήριο του Λονδίνου. Ο συντελεστής Pearson έδειξε την μεγαλύτερη τιμή του (0,686) , κατά τον υπολογισμό της σχέσης του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και του FTSE.

Σχήμα 10 : Ιστόγραμμα των τιμών του Δείκτη FTSE 100 του Λονδίνου



4.6 Η σχέση του Γερμανικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ

Το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης⁵⁴ έχει πολλές πιθανότητες να αποτελέσει το κύριο σύμμαχο του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και για το λόγο αυτό έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η ύπαρξη συσχέτισης ανάμεσα στον Ελληνικό γενικό δείκτη και τον βασικό δείκτη του χρηματιστηρίου του Λονδίνου.

⁵⁴ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4: Γερμανικός Δείκτης DAX

Πίνακας 8 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης

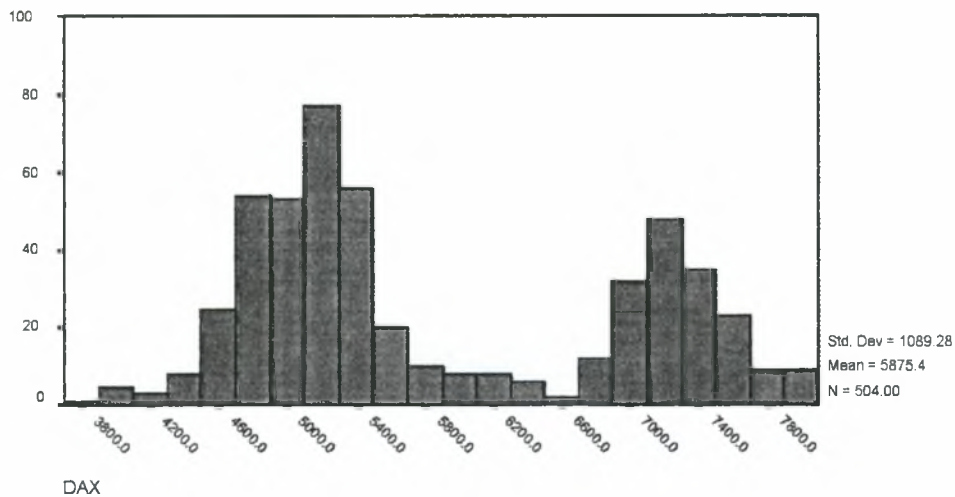
Correlations

		XAA	DAX
XAA	Pearson Correlation	1.000	.505**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
DAX	Pearson Correlation	.505**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson έχει τιμή 0,505 και η τυπική απόκλιση του δείγματος είναι 1089,28 και η μέση τιμή του 5875,4. Η υπάρχει μέτρια γραμμική σχέση μεταξύ του Γενικού δείκτη του XAA και του Δείκτη της Φρανκφούρτης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5. Ιστόγραμμα των τιμών του δείκτη της Φρανκφούρτης



4.7 Η σχέση του Ισπανικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του XAA

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Ο Ισπανικός Δείκτης είναι ο εκπρόσωπος των μεσογειακών χωρών στο δείγμα. Έχει ενδιαφέρον η ύπαρξη συσχέτισης με τον δείκτη αυτής της χώρας επειδή η Ισπανία έχει ήδη εκδηλώσει το ενδιαφέρον να συμμετάσχει σε κάποιο από τα ενοποιημένα χρηματιστήρια.

Πίνακας 9. Αποτελέσματα ελέγχου συσχέτισης

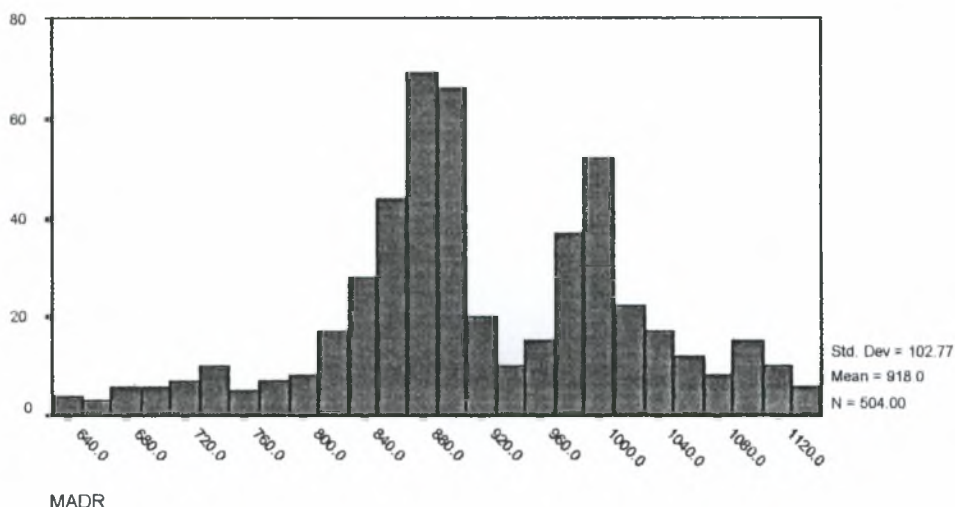
Correlations

		XAA	MADR
XAA	Pearson Correlation	1.000	.599**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
MADR	Pearson Correlation	.599**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

Η συσχέτιση ανάμεσα στους δύο δείκτες είναι ισχυρή και η τιμή του συντελεστή συσχέτισης είναι 0.599 και η τυπική απόκλιση του δείγματος 102,77 και η μέση τιμή του 918.

Σχήμα 12 : Ιστόγραμμα των τιμών του δείκτη του χρηματιστηρίου της Μαδρίτης



4.8. Η σχέση του Σουηδικού Δείκτη με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ.

Το Σουηδικό χρηματιστήριο επιδιώκει να δημιουργήσει το μεγαλύτερο χρηματιστήριο της Ευρώπης υποβάλλοντας πρόταση εξαγοράς στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Πίνακας 10 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης

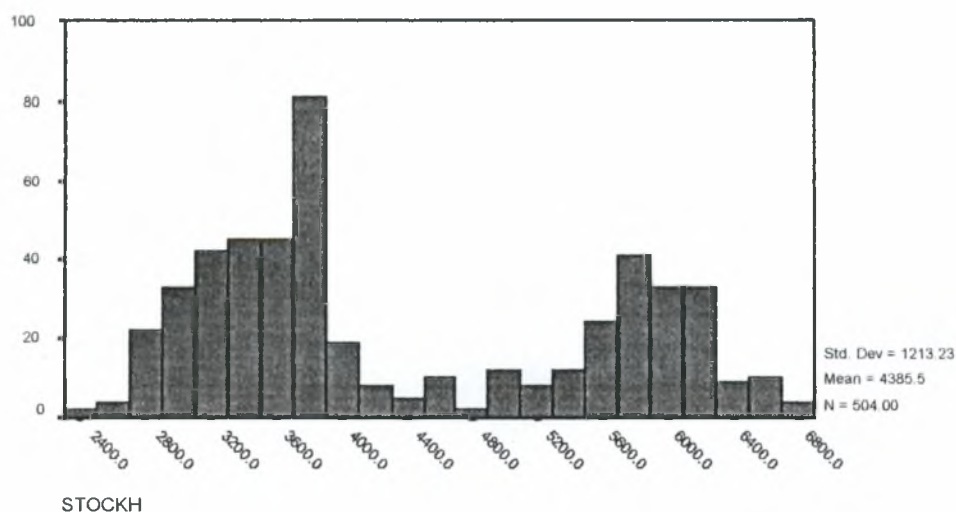
Correlations

		XAA	STOCKH
XAA	Pearson Correlation	1.000	.555**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
STOCKH	Pearson Correlation	.555**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Με το Σουηδικό χρηματιστήριο ο Γενικός δείκτης της Αθήνας έχει μέτρια γραμμική σχέση και ο συντελεστής συσχέτισης έχει τιμή 0,555, τυπική απόκλιση 1212,23 και μέση τιμή 4385,5.

Σχήμα 12 : Ιστόγραμμα των τιμών του δείκτη του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης



4.9 Η σχέση ανάμεσα στον FTSE 100 Αγγλικό Δείκτη και το Σουηδικό Δείκτη.

Πραγματοποιήθηκε έλεγχος για την ύπαρξη ή όχι σχέσης μεταξύ δύο ποσοτικών μεταβλητών που στη περίπτωση αυτή ήταν ο βασικός δείκτης των Financial Times του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου της Στοκχόλμης. (Το οποίο έχει υποβάλλει πρόταση επιθετικής εξαγοράς στο χρηματιστήριο του Λονδίνου) Οι τιμές του δείγματος για τις δύο μεταβλητές αφορούν περίοδο 2 ετών.

Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson μας δείχνει ότι υπάρχει ισχυρή γραμμική σχέση μεταξύ των μεταβολών των δύο δεικτών.

Πίνακας 11 : Αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης

Correlations

		STOCKH	FTSE
STOCKH	Pearson Correlation	1.000	.618**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
FTSE	Pearson Correlation	.618**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

4.10 Η σχέση ανάμεσα στον FTSE 100 Αγγλικό Δείκτη και το Γερμανικό Δείκτη

Πραγματοποιήθηκε έλεγχος για την ύπαρξη σχέσης μεταξύ του Δείκτη FTSE του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και του DAX βασικού δείκτη του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης. Είναι οι δείκτες των χρηματιστηρίων που θα αποτελούσαν το iX.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Ο συντελεστής Pearson μας έδειξε ότι υπάρχει ισχυρή γραμμική σχέση μεταξύ των δύο δεικτών όμως όχι τόσο ισχυρή όσο αυτή μεταξύ του FTSE και του Γενικού δείκτη της Στοκχόλμης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12. Αποτελέσματα ελέγχου συσχέτισης

Correlations

		FTSE	DAX
FTSE	Pearson Correlation	1.000	.602**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	504	504
DAX	Pearson Correlation	.602**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	504	504

** . Correlation is significant at the 0.01 level

4.11. Σύνοψη - Συμπεράσματα

Στον επίλογο αυτού του κεφαλαίου τα συμπεράσματα έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Παρατηρούμε πλέον τα αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης και την εξαιρετική συσχέτιση που διατυπώθηκε ανάμεσα στο δείκτη της Αθήνας και του Λονδίνου καθώς και τη άκρως αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στον δείκτη της Αθήνας και των Βρυξελλών. Ο βαθμός στον οποίο αυτά τα αποτελέσματα επηρεάζουν το μέλλον των ενοποιήσεων των χρηματιστηρίων δεν είναι ακόμα γνωστός. Το νέο μοντέλο χρηματιστηριακών αγορών μόλις άρχισε να λειτουργεί με αισιόδοξες προοπτικές όμως δεν υπάρχει ιστορικό σχετικό με το θέμα, συνεπώς στο μέλλον θα εντοπιστεί η σημασία αυτών των αποτελεσμάτων.

Το δείγμα τιμών που χρησιμοποιήθηκε από το χρηματιστήριο του Λονδίνου είχε μικρή τυπική απόκλιση και τη μεγαλύτερη συσχέτιση με τον ελληνικό γενικό δείκτη, γεγονός που σημαίνει ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών στην Ελλάδα και την Αγγλία έχουν σχέση ικανή να δημιουργήσει ομοιόμορφο κλίμα στο ενδεχόμενο μιας ενοποιημένης αγοράς. Το αντίθετο συμβαίνει με τους επενδυτές της Ολλανδίας όπου οι

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

αντιδράσεις τους στα οικονομικά φαινόμενα παρατηρούνται αντίθετες από αυτές των Ελλήνων επενδυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13. Συγκεντρωτική παρουσίαση αποτελεσμάτων

		Pearson Correlation	Standard Deviation	Mean	Sample Size N
1	ΕΛΛΑΔΑ	1,000	1135	4096,8	504
2	ΓΑΛΛΙΑ	0,567	1061,21	4960	504
3	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	0,660	110,11	801	504
4	ΒΕΛΓΙΟ	- 0.350	201,2	3113,3	504
5	ΑΓΓΛΙΑ	0,686	429,34	6163	504
6	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,505	1089,2	5875	504
7	ΣΟΥΗΔΙΑ	0,555	1213,23	4385,5	504
8	ΙΣΠΑΝΙΑ	0,599	102,77	918	504

Ο ανωτέρω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα συσχέτισης του ελληνικού γενικού δείκτη με τους δείκτες όλων των χωρών που εξετάστηκαν. Υπενθυμίζουμε ότι αντικειμενικός μας στόχος είναι να προσδιοριστούν οι αγορές με τις οποίες θα συνεργαζόταν καλύτερα το Ελληνικό χρηματιστήριο και μια παράμετρος που προσδιορίζει τις αγορές είναι οι δείκτες και γι' αυτό κάνουμε αυτή την ανάλυση. Έτσι επιτυγχάνεται και η απάντηση στο ερώτημα που είχε τεθεί στην αρχή της μελέτης αυτής (υπόθεση εργασίας σχετικά με την ύπαρξη ή μη συσχέτισης μεταξύ των βασικών δεικτών των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων κεφ. 1 σελ. 21) Για την καλύτερη ερμηνεία των αποτελεσμάτων παραθέτουμε την ερμηνεία του συντελεστή συσχέτισης Pearson.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14. Ερμηνεία συντελεστή Pearson

Pearson "r" (γραμμική συμμεταβολή / [-1,1])

R	
[0-(-1)]	Αρνητική σχέση
0	Απουσία γραμμικής σχέσης
(0 , 0.3]	Ασθενής θετική γραμμική σχέση
(0.3 , 0.6]	Μέτρια θετική γραμμική σχέση
(0.6 , 1)	Ισχυρή θετική γραμμική σχέση
1	Απόλυτη θετική γραμμική σχέση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Κλείνοντας, εν συντομία παρατηρούμε ότι η εμπειρική έρευνα δείχνει ότι δεν υπάρχουν μεγάλες και ανυπέρβλητες διαφορές μεταξύ των χρηματιστηρίων που μελετήθηκαν, συνεπώς οι συνενώσεις χρηματιστηρίων διευκολύνονται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

5.1 Το περιεχόμενο της έρευνας

Το περιεχόμενο της μελέτης αυτής συνίσταται από την περιγραφή των πλέον προσφάτων εξελίξεων στην Οικονομία και τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως. Οι κεφαλαιαγορές της Ευρώπης και της Αμερικής ζουν τον τελευταίο χρόνο στη δίνη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αυτό το περίπλοκο σκηνικό επιχειρήσαμε να περιγράψουμε και να προσδιορίσουμε τη θέση της ΕΧΑΕ σε μια ενωμένη χρηματαγορά. Στην προσπάθεια αυτή αναφερθήκαμε αρχικά στην καταγραφή των συνθηκών που επικρατούν στην παγκόσμια οικονομία καθώς και του πλαισίου λειτουργίας του Ελληνικού χρηματιστηρίου σήμερα. Στα επόμενα κεφάλαια υπάρχει εκτενής αναφορά στις συνθήκες συγχωνεύσεων που επικράτησαν τους τελευταίους μήνες στην Ευρώπη, καθώς και στα σενάρια και τις συζητήσεις των συγχωνεύσεων που συνεχίζονται μέχρι σήμερα.

Η προσπάθεια συγχώνευσης του χρηματιστηρίου του Λονδίνου με το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης που δεν ολοκληρώθηκε ποτέ, δίνει την ευκαιρία παρατήρησης των ελλείψεων που είχε το σχέδιο συγχώνευσης, καθώς και της ελλιπής προετοιμασίας των πληροφοριών που ήταν απαραίτητες για την λήψη αποφάσεων από τους μετόχους. Το γεγονός αυτό οδήγησε στην πτώση του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Σε αντίθεση με τα προηγούμενα, στην έρευνα αυτή παραθέτουμε το ολοκληρωμένο πλέον σχέδιο συγχώνευσης των χρηματιστηρίων του Euronext, όπου η προσπάθεια ήταν πιο καλά οργανωμένη, και ολοκληρώθηκε χωρίς προβλήματα στις 22/9/2000.

Το εμπειρικό τμήμα αυτής της έρευνας αφορούσε την συσχέτιση των δεικτών των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων με τον γενικό δείκτη του Ελληνικού χρηματιστηρίου. Υπολογίζοντας στο δείγμα τις ημερήσιες τιμές των δεικτών (τα προηγούμενα δύο χρόνια) των Χρηματιστηρίων που πιθανόν να συμμετέχουν σε μελλοντικά σχήματα ενοποιημένων κεφαλαιαγορών. Ανάλογη έρευνα έχει πραγματοποιήσει και ο κ. Ι.

Τσιτσιμπής, προϊστάμενος του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης του ΧΑΑ ενόψει της αναβάθμισης του ΧΑΑ σε ώριμη χρηματιστηριακή αγορά. Η μελέτη αφορούσε την σύγκριση των μεγεθών του συνόλου των αναβαθμισμένων χρηματιστηρίων (συσχέτιση και μεταβλητότητα).

5.2 Τα αποτελέσματα της έρευνας

Ο έλεγχος ύπαρξης συσχέτισης ανάμεσα στους δείκτες του δείγματος ολοκληρώθηκε δίνοντας νέα δεδομένα στην έρευνα. Χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής συσχέτισης Pearson ο οποίος μας οδήγησε σε συμπεράσματα χρήσιμα για το μέλλον των χρηματιστηριακών συγχωνεύσεων. Ενώ θεωρητικά το Euronext είναι η πιο ολοκληρωμένη συγχώνευση το χρηματιστήριο του Λονδίνου έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με το ΧΑΑ. Το γεγονός ότι το χρηματιστήριο του Λονδίνου αποδείχθηκε το πιο άμεσα σχετιζόμενο με τον γενικό δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου δικαιολογείται από τον αντίκτυπο που έχουν οι εξελίξεις της αγγλικής χρηματιστηριακής στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο της Ηπείρου και αυτό είναι ευρέως γνωστό στους Έλληνες επενδυτές.

Στο άλλο άκρο της έρευνας βρίσκουμε τη σχέση του γενικού δείκτη της Ελλάδος με τον δείκτη του χρηματιστηρίου των Βρυξελλών στο Βέλγιο. Οι επενδυτές των δύο αυτών χωρών έχουν αντίθετες αντιδράσεις. Όλες οι παρατηρήσεις που έγιναν οδηγούν σε συμπεράσματα για το μέλλον του ελληνικού χρηματιστηρίου σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Στα πλαίσια του συγχωνεύσεων που προγραμματίστηκαν και υλοποιήθηκαν και αυτών που έμειναν σχεδιασμένες μπορούμε να παρατηρήσουμε πιθανές αιτίες για επιτυχή συγχώνευση καθώς επίσης και λόγους αποτυχίας. Η καλή οργάνωση και οι σταθερότητα των αποφάσεων των χωρών που συμμετέχουν στο Euronext συντέλεσαν ουσιαστικά στην σωστή ολοκλήρωση του σχεδίου συγχώνευσης. Η προσπάθεια των χρηματιστηρίων του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης δεν παρουσίασε την ίδια σταθερότητα και πίστη στην απόφαση συγχωνεύσεως, κυρίως από την πλευρά των Άγγλων. Το σχέδιο συγχώνευσης είχε ελλείψεις και οι μελέτες που έγιναν από

οικονομικούς αναλυτές (Morgan Stanley, SSSB) παρουσίαζαν προβλήματα στην επικείμενη συγχώνευση.

Δρόμος μετ'εμποδίων για τη συγχώνευση

Με την ολοκλήρωση της έρευνας αυτής ήρθε στη δημοσιότητα η έκθεση της επιτροπής των Σοφών της Ε.Ε. για τη σύγκλιση και την ενσωμάτωση των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, πρόεδρος της οποίας είναι ο Βαρόνος Lamfalussy. Διατυπώθηκαν από την επιτροπή αυτή τα εξής κρίσιμα θέματα για την ενσωμάτωση των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

1. Ενιαίος τύπος ενημερωτικών δελτίων για εισαγόμενες εταιρίες στα χρηματιστήρια
2. Απελευθέρωση χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων ασφαλιστικών ταμείων
3. Αποσαφήνιση καθεστώτος επαγγελματία επενδυτή
4. Καλοί επιχειρηματικοί κανόνες
5. Πρόσθετες ασφάλειες
6. Διαφορές δικαίου για καταχρήσεις κεφαλαίων
7. Εφαρμογή σχεδίου δράσης για τα χρηματοοικονομικά
8. Εκσυγχρονισμός αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων

Έτσι διατυπώνονται τα βασικά θέματα που πρέπει να επιλυθούν ώστε να υπάρχουν καλύτερες συνθήκες για να ευδοκιμήσουν εγχειρήματα όπως αυτά του ΙΧ και του Euronext.

5.3 Μελλοντικές Εξελίξεις

"Θα πάμε ή θα έρθουν αυτοί και θα μας φέρουν"⁵⁵ ήταν ερώτηση που έκανε ο δημοσιογράφος Α. Παπαγιάννης στον πρόεδρο του ΧΑΑ κ. Π. Αλεξάκη και αποτελεί το κύριο ερώτημα που αφορά το μέλλον του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στη συνέντευξη αυτή ο πρόεδρος του ελληνικού χρηματιστηρίου αναφέρει ότι έχουν γίνει ήδη επαφές με το χρηματιστήριο του Euronext και με τον όμιλο ΟΜ της Σουηδίας. Όσο αφορά τις προθέσεις της Διοίκησης της ΕΧΑΕ ο κ. Αλεξάκης δήλωσε ότι σκοπεύουν να βελτιώσουν τις συνθήκες στην Ελληνική αγορά ώστε να γίνει πιο ανταγωνιστική. Για το λόγο αυτό προωθήθηκε η αλλαγή των κλαδικών δεικτών του ΧΑΑ καθώς και η

⁵⁵ Οικονομικός Ταχυδρόμος 30/9/2000 «Α. Παπαγιάννη ερώτηση στον κ. Αλεξάκη» σελ. 27

εφαρμογή του μέτρου Margin Account. Βασικός στόχος είναι η σύναψη συνεργασιών για να αποκτηθεί διαπραγματευτική ικανότητα. Ελπίδα της διοίκησης της ΕΧΑΕ είναι να έχει κάποια συγκεκριμένη αρμοδιότητα το ελληνικό χρηματιστήριο και μην μεταφερθεί απλά η ρευστότητα του σε κάποια άλλη χώρα της Ευρώπης. Στις συνομιλίες της ΕΧΑΕ με το Euronexτ συζητείται η πιθανή ανάληψη από την ΕΧΑΕ της διαχειρίσεις της περιοχής των Βαλκανίων και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.(Θέματα που αφορούν εισαγωγές εταιριών στο Euronexτ και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου)

Όπως έχουν διαμορφωθεί οι μέχρι σήμερα συγχωνεύσεις η ΕΧΑΕ θα συμβιβαστεί με κάποια προσφορά που θα της γίνει καθώς δεν είναι ακόμα σε θέση να διαπραγματευτεί και οι εξελίξεις είναι ταχύτατες. Το τοπίο στο Euronexτ έχει ήδη διαμορφωθεί άρα η μέγιστη επιτυχία για την ΕΧΑΕ θα είναι να ενοποιηθεί σαν ισότιμο μέλος. Στην περίπτωση κάποιας άλλης ενοποιημένης αγοράς η οποία δεν έχει διαμορφωθεί ακόμα η ΕΧΑΕ θα πρέπει να εκτιμήσει την πρόταση που θα της γίνει και να απαντήσει ανάλογα. Αυτή η περίπτωση ίσως είναι πιο συμφέρουσα αφού η νέα χρηματιστηριακή αγορά θα περιέχει και το χρηματιστήριο του Λονδίνου το οποίο είναι το μεγαλύτερο στην Ευρώπη και το πιο ισχυρά σχετιζόμενο με την Ελληνική κεφαλαιαγορά.

Τα σχέδια της ΕΧΑΕ για αποφάσεις στο συγκεκριμένο θέμα δεν πρέπει να είναι μακροπρόθεσμα επειδή οι εξελίξεις είναι άμεσες και πρέπει να επιτευχθεί ισότιμη συμμετοχή στις ενοποιημένες αγορές της Ευρώπης.

Αν το χρηματιστήριο του Λονδίνου επιχειρήσει να ενταχθεί σε μια νέα χρηματιστηριακή αγορά στην οποία θα έχει ηγετικό ρόλο⁵⁶ τότε οι συνθήκες λειτουργίας αυτής της αγοράς θα καθορίσουν και το αν θα είναι συμφέρον για την ΕΧΑΕ να συμμετέχει σε αυτή.

Παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον μία μόνο ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά, όμως αυτό δεν είναι πολύ πιθανό να συμβεί με δεδομένη την Αγγλική κουλτούρα και τα δείγματα που έχει δώσει μέχρι σήμερα για τις Ευρωπαϊκές ενοποιήσεις (η στάση της στην νομισματική ενοποίηση). Μένει λοιπόν να καθοριστούν οι όροι σχηματισμού και λειτουργίας της δεύτερης ενοποιημένης χρηματιστηριακής της Ευρώπης. Η πρόταση εξαγοράς του OM Gruppen απορρίφθηκε και το χρηματιστήριο του Λονδίνου συζητά τις

⁵⁶ Press Release from Londonstockexchange.com 25/9/2000

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

νέες εξελίξεις με την νέα Διευθύνουσα σύμβουλο του Clara Furse. Το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης άρχισε να διαπραγματεύεται μετά από Δημόσια Εγγραφή στις 5 Φεβρουαρίου 2001 και συγκέντρωσε 980 εκατ. Ευρώ, ρευστότητα που του επιτρέπει να έχει σημαντικό ρόλο στις χρηματιστηριακές συνενώσεις.

Η επιτροπή των Σοφών της Ε.Ε. πρότεινε την δημιουργία μιας ενιαίας επιτροπής αξιόγραφων της Ε.Ε. που θα συγκροτείται από στελέχη της Κομισιόν και εκπροσώπους των χωρών-μελών. Με τον τρόπο αυτό ξεκινά η υιοθέτηση κοινής εποπτικής αρχής από τις κεφαλαιαγορές και ανοίγει ο δρόμος για την Ενωμένη Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά. Η Ελληνική θέση στο θέμα είναι για ακόμα μια φορά η ίδια με το παρελθόν, «προσπάθεια» για να προλάβουμε τις εξελίξεις. Η ΕΧΑΕ έχει αρχίσει από νωρίς τις προσπάθειες συντονισμού στις εξελίξεις και είναι σε θέση να ανταποκριθεί επαρκώς στις προκλήσεις που μπορεί να προκύψουν.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

- ☐ WILLIAM F. SHARPE, GORDON J. ALEXANDER, JEFFERY V. BAILEY (1999), *Investments*, New Jersey; Prentice Hall.
- ☐ AUDEY GENUS (1995) *Flexible Strategic Management* Chapman & Hall, London, UK
- ☐ GROPELLI A. & ΝΙΚΒΑΚΗΤ Ε. (1995) *Finance 3rd ed.*, Barron's Educational Series, N.Y
- ☐ Π. ΑΛΕΞΑΚΗΣ, Π. ΠΕΤΡΑΚΗΣ (1990), «Το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα κάτω από τις εσωτερικές, τις κοινοτικές, και τις άλλες διεθνείς εξελίξεις», Αθήνα, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ
- ☐ DICKEN, P. (1992) *Global Shift: The Internationalization of Economic Activity*, Paul Chapman, London
- ☐ ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ Π. (1990) *Εισαγωγή στο Διεθνές Management*, εκδ. Σταμούλη, Πειραιάς
- ☐ Σ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ, Μ. ΞΑΝΘΑΚΗΣ, (1990) «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Αθήνα, ΕΕΓ. Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ.
- ☐ ATHENS STOCK EXCHANGE (2000), *Fact Book 2000*
- ☐ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (2000) *Ενημερωτικό Δελτίο* Ιούνιος 2000

Περιοδικός Τύπος

- ☞ Business Week, September 11th 2000 *"A surprise from sweden's OM"* pp.66
- ☞ The Economist, July 22nd - 28th 2000 *"A global Stock Exchange?"* pp.78
- ☞ The Economist, September 2nd - 8th 2000 *"London's Stock Exchange in play"* pp.69
- ☞ The Economist, September 9th - 15th 2000 *"London's Stock Exchange in play"* pp.69
- ☞ Οικονομικός Ταχυδρόμος, 20 Μαΐου 2000 *«Πανευρωπαϊκή Αγορά: Euronext εναντίον iX»* σελ. 80
- ☞ Οικονομικός Ταχυδρόμος, 30 Σεπτεμβρίου 2000 *"Συνέντευξη Παν. Αλεξάκη"* σελ. 27

Εφημερίδες

- ☐ Financial Times 2-3 September 2000 *"GPG finance house hopes to increase stake in exchange"* Francesco Guerrera, Aline van Duyn and Charles Pretzlik
- ☐ Financial Times 2-3 September 2000 *"Exchange values"*
- ☐ Financial Times 2-3 September 2000 *"Raider ambushes LSE merger"* Francesco Guerrera
- ☐ Financial Times 13 September 2000

- ▣ Αξία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Το Euronext ρίχνεται στη μάχη για την απόκτηση του London Stock*’
- ▣ Βήμα 25 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Ζητεί πίστωση χρόνου η διοίκηση του χρηματιστηρίου του Λονδίνου*’
- ▣ Εξουσία 24 Αυγούστου 2000 ‘*Φρένο στην συγχώνευση Λονδίνου - Φρανκφούρτης*’ Εφη Ευθυμίου
- ▣ Εξουσία 13 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Οριστικό πλέον το διαζύγιο Λονδίνου και Φραγκφούρτης*’ Μήτση Περασάνη
- ▣ ‘Εξυπνο Χρήμα 2-3 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Θρίλερ στο Λονδίνο με το iX από την σφήνα των Σουηδών*’ Παναγιώτης Γκρουμούτη
- ▣ Επενδυτής 2-3 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Ποιος θα πάρει τελικά το LSE:*’ Κατερίνα Καρυγιάννη
- ▣ Ημερησία 19-20 Αυγούστου 2000 ‘*Επιστρέφουν στην Σοφοκλέους οι επενδυτές των αναδυόμενων αγορών*’, Πέτρος Μπάρκας
- ▣ Ημερησία 23 Αυγούστου 2000 ‘*Ενιαίο Χρηματιστήριο: Διατηρούνται οι δομές διακανονισμού*’
- ▣ Ημερησία 24 Αυγούστου 2000 ‘*Οι μέτοχοι του City αντίθετοι στην συνένωση με Φραγκφούρτη*’ Κων/νος Ρομποτής
- ▣ Ημερησία 28 Αυγούστου 2000 ‘*Σουηδική επίθεση στο χρηματιστήριο του Λονδίνου*’ Κων/νος Ρομποτής
- ▣ Ημερησία 30 Αυγούστου 2000 ‘*Νέα επίσημη προσφορά των Σουηδών στο Λονδίνο*’ Κων/νος Ρομποτής
- ▣ Ημερησία 4 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Επίθεση στο Λονδίνο ετοιμάζει και το Euronext*’ Κων/νος Ρομποτής
- ▣ Ημερησία 8 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Απίθανη η ενοποίηση Λονδίνου- Φρανκφούρτης*’ Κων/νος Ρομποτής
- ▣ Ημερησία 14 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Εχθρική προσφορά στο LSE: ενδέχεται να υποβάλουν οι Γερμανοί*’
- ▣ Ημερησία 16-17 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Φιλική προσέγγιση του LSE από Φραγκφούρτη, Μιλάνο, Μαδρίτη*’
- ▣ Ημερησία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Αποτελεσματική παρέμβαση για το ευρώ από τις κεντρικές τράπεζες*’ Κατερίνα Παράσχου
- ▣ Ημερησία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘*Ελπίδες για λήξη της κρίσης*’ Γιώργος Παυλόπουλος
σελ. 5

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

- ▣ Ημερησία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘Μυστικές συμφωνίες για να κρατηθούν ψηλά οι τιμές’ Γιώργος Δαράτος σελ. 6
- ▣ Ισοτιμία 3 Αυγούστου 2000 ‘Επιθετική Εξαγορά εναντίον του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου’
- ▣ Ισοτιμία 5-6 Αυγούστου 2000 ‘Οι νέες εκθέσεις των ξένων’
- ▣ Ισοτιμία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘Πως είδαν οι διεθνείς οίκοι την παρέμβαση στο ευρώ’ σελ. 20
- ▣ Ισοτιμία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘Μονόδρομος η τήρηση της ίδιας πολιτικής’ σελ. 6
- ▣ Ισοτιμία 23-24 Σεπτεμβρίου 2000 ‘Μεγάλη πτώση των τιμών πετρελαίου’ σελ. 20
- ▣ Καθημερινή 22 Ιουλίου 2000 ‘Φρανκφούρτη - Λονδίνο προσδοκούν σωτηρία μέσω Nasdaq’ Ζεζα Ζήκου
- ▣ Καθημερινή 29 Αυγούστου 2000 ‘Χρηματιστήριο Λονδίνου: εμμένει στο γερμανικό φλέρτ, απορρίπτει τις σουηδική προσφορά εξαγοράς’ Reuters
- ▣ Κέρδος, 24 Αυγούστου 2000 ‘Τις μεγαλύτερες απώλειες διεθνώς έχει η Σοφοκλέους’ Ρ. Μποβή
- ▣ Ναυτεμπορική 3 Αυγούστου 2000 ‘Νέο... εργαλείο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων’ Κίμωνας Στεριώτης
- ▣ Ναυτεμπορική 14 Σεπτεμβρίου 2000 ‘Αναγκαία η αναζήτηση Ευρωπαϊού εταίρου’
- ▣ Το Χρηματιστήριο 24 Αυγούστου 2000 ‘Νέα εμπόδια στη δημιουργία του iX’ Ε. Ακριτά

Ιστοσελίδες Διαδικτύου (Internet sites)

- ▣ http://newsite.ftse.com/newsinfo/news/A1864_nr.html
- ▣ <http://www.ase.gr>
- ▣ <http://www.aex.nl/scripts/marktinfo/menu.asp>
- ▣ <http://www.borsaitalia.it/en/274/699.html>
- ▣ <http://www.bourse-de-paris.fr/en/news7/p77252.htm>
- ▣ <http://www.bourse-de-paris.fr/en/member10/fsq1010.htm>
- ▣ <http://www.ctnwebcast.co./tavistock/home.htm>
- ▣ <http://www.eiu.com/latest/321911.asp>
- ▣ http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/historie1_e.htm
- ▣ http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/mission_e.htm
- ▣ http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/inside/organigramm_e.htm

- ☞ <http://www.fibv.com>
- ☞ http://www.finix.at/fin/bv130_box.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/ibex35_box.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/ibex35_list.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/ibex35_text.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/mib30_box.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/mib30_list.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/mib30_text.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/psi20_box.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/psi20_list.html
- ☞ http://www.finix.at/fin/psi20_text.html
- ☞ <http://www.ir.omgroup.com/news/pressdetail/86>
- ☞ http://www.londonstockexchange.com/about/about_05.asp
- ☞ http://www.londonstockexchange.com/defence/press/press_25-09-00.asp
- ☞ <http://www.londonstockexchange.com/press/relaeses/12-09-00.asp>
- ☞ <http://www.londonstockexchange.com/press/relaeses/14-09-00.asp>
- ☞ <http://www.londonstockexchange.com/press/relaeses/14a-09-00.asp>
- ☞ <http://www.londonstockexchange.com/press/relaeses/15-09-00.asp>
- ☞ <http://www.nasdaq-amexnews.com>
- ☞ http://www.nasdaq.com/about/about_nasdaq.stm
- ☞ <http://www.rnw.nl/hotspots/html/euronext000320.html>
- ☞ <http://www.spss.com>
- ☞ <http://www.time.com/time/europe/magazine/2000/0403/fringe.html>
- ☞ <http://www.wallstreetandtech.com/story/inDepth/WS120000612S0081>
- ☞ http://financial.flash.gr/world/cosmos1/2000/9/18/1124id/print_version.htm

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Pro Forma Οικονομικές καταστάσεις ομίλου EURONEXT 06.2000

Amsterdam, 14 March 2001 – The Supervisory Board of Euronext NV, meeting in Amsterdam on 13 March 2001, has adopted the 2000 annual accounts. This press release is based on the consolidated pro forma accounts under IAS GAAP as if the Company had been established on 1st January 1999.

Key figures (pro forma)

In millions of euro	2000	1999	Change
Revenues	752 (1)	562 (1)	+34%
EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)	256	170	+ 51%
EBIT (earnings before interest, tax and amortization of goodwill)	218	136	+60%
Interest Income	32	22	+45%
Profit from operations before exceptional items and goodwill amortization	250	158	+58%
Net Profit before amortization of goodwill	146	106	+38%
Net Profit	127	87	+46%

(1) of which EUR 56 million in non-operating revenue for 2000 (EUR 9 million for 1999)

Steep rise in revenues from operations

Breakdown of Euronext operating revenues

In millions of euro	2000	1999	Change
Cash trading and Listing fees	241	182	+32%
Derivatives trading	87	71	+23%
Clearing, settlement & custody	196	150	+31%
Information services	69	57	+21%
Sale of developed software solutions	88	63	+40%
Other income	15	30	- 50%
Total operating revenues	696	553	+26%

Figures confirm that 2000 was an exceptional year for all Euronext markets.

The number of equity trades represented volumes of 128 million trades in 2000, totalling EUR 1,706.7 billion, a rise of roughly 60% from 1999. 108 new companies were listed on Euronext regulated markets.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 : Μεταβολές Βασικών δεικτών ΧΑΑ από 01.09.98 έως 01.09.2000

01/09/1998 01/09/2000

Δείκτης	Τιμή	Τιμή	Μεταβολή	Μετ.%	Ελάχιστη	Ημερομηνία	Μέγιστη	Ημερομηνία	Μέση Τιμή
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	2.092,61	3.601,99	1.509,38	72,13	1.733,82	12/10/1998	6.484,38	17/09/1999	4.095,84
ΤΡΑΠΕΖΩΝ	3.825,82	6.914,68	3.088,86	80,74	3.013,84	12/10/1998	11.861,71	21/09/1999	8.001,20
ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	1.050,35	2.185,90	1.135,55	108,11	923,35	12/10/1998	4.802,72	17/09/1999	2.602,40
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	672,04	1.412,18	740,14	110,13	582,78	12/10/1998	3.440,62	23/09/1999	1.709,22
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΣ	1.469,09	2.249,50	780,41	53,12	1.261,77	09/10/1998	4.038,45	13/10/1999	2.497,85
ΣΥΝΜΕΤΟΧΩΝ	1.696,20	4.042,04	2.345,84	138,3	1.407,21	09/10/1998	10.265,26	13/10/1999	4.433,93
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ	462,75	1.685,23	1.222,48	264,18	364,78	12/10/1998	5.356,70	17/09/1999	2.093,27
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	159,46	604,46	445	279,07	144,33	12/10/1998	2.224,05	17/09/1999	844,478
FTSE/ASE 20	1.269,61	2.041,24	771,63	60,78	1.026,88	12/10/1998	5.722,12	17/11/1999	2.312,27
FTSE/ASE 40	0	490,63	490,63	0	463,23	30/08/2000	1.077,28	04/01/2000	711,646

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 : Mergers & Acquisitions in Financial Sector

FIND articles .COM A LookSmart™ Service

Return to article page

To print: Select File and then Print from your browser's menu.

This story was printed from FindArticles.com, located at <http://www.findarticles.com>.

Kiplinger's Personal Finance Magazine
Jan, 1998

Look behind you, Chase and Citicorp: NationsBank is coming on strong in its quest to be number one. (growth of Charlotte, North Carolina-based NationsBank)

Author/s: Ken Sheets

Nationsbank is aptly named because that's exactly what chairman and chief executive officer Hugh McColl wants it to be -- the nation's banker. During the past decade, the 62-year-old ex-Marine transformed what was once North Carolina National Bank into the nation's third-largest bank in terms of assets, behind Chase Manhattan and Citicorp, and the second-largest in stock-market capitalization, behind Citicorp. And he's not finished. Declares McColl: "Our goal is to build the number-one consumer, small-business and commercial banking franchise in the U.S."

Based in Charlotte, NationsBank hit the big time in 1989 when it bought First Republicbank, Texas's largest bank, for \$1.3 billion. The Houston bank was on the block after being shut down by the Federal Deposit Insurance Corp. in the wake of the collapse of the Texas real estate market. That enabled Nationsbank, then known as NCNB, to nearly double its assets and gain entry into one of the fastest-growing regions of the U.S.

Recently, Nationsbank added to its strength in the South by putting the finishing touches on the buy that will catapult it to near the top of the U.S. banking industr. Its \$15.5-billion purchase of Florida's Barnett Banks was the most expensive bank sale ever until the November purchase of CoreStates Financial by First Union. In the fall, NationsBank also acquired Montgomery Securities, the San Francisco investment bank, for \$1.2 billion, and renamed it Nationsbanc Montgomery Securities.

THE CASE FOR INVESTING

Although a number of analysts argue that NationsBank paid too much for Barnett, McColl is confident that he can make it pay. He expects to recover \$915 million over the next two years, or 55% of the sale price, through cost-cutting, sale of assets and consolidation of operations. "NationsBank has a great track record for making acquisitions work," notes John Mason, an analyst at the Charlotte brokerage of Interstate/Johnson Lane.

The acquisition of Barnett gives NationsBank one-third of all bank deposits in Florida and the number-one position in nearly all the cities in that state. Wheat First Butcher Singer analyst Edward Najarian, one of those who believes that NationsBank overpaid for Barnett, concedes that the Florida market is one of the most attractive in the nation.

Analysts believe McColl will use Montgomery, with its West Coast roots and extensive contacts, as its battering ram to enter the banking business in California. In a recent speech, president Kenneth Lewis said that NationsBank will expand beyond its current 16-state region through acquisitions. "California," he noted, "has an economy that would place it among the five or six largest

countries in the world."

So far, NationsBank's strategy of growth through acquisitions has served investors well. The stock's total return over the past five years to November 7 was an annualized 24.5%, versus 20% for Standard & Poor's 500-stock index. The consensus of analysts surveyed by Zacks Investment Research is that earnings will grow at an annualized rate of 12% for the next five years. At its recent price of \$59, NationsBank traded for 14 times its 1997 earnings estimate of \$4.27 per share and 12 times its 1998 estimate of \$4.94 per share. The stock recently paid a 2.5% dividend.

RISKS TO CONSIDER

Value Line Investment Survey analyst Theresa Brophy says it best: NationsBank "has its plate full." She says it will take a while for the company to absorb Barnett and Montgomery. Wheat First's Najarian says that because of the high price paid for Barnett, NationsBank's earnings growth will be slowed for the next year or so. Moreover, Najarian is skeptical that NationsBank can achieve the huge savings it envisions without any significant revenue loss. Adds Brophy: "Investors may want to wait until both Montgomery and Barnett are on board for a quarter or two before making new commitments."

Diebold comes in where bank tellers leave off

IN AN EFFORT to reduce costs and increase convenience, NationsBank is closing many "brick and mortar" branch banks and replacing them with ATMs at grocery stores, shopping malls, airports, hotel lobbies and just about every other available space. So is every other bank in the country. That's good news, indeed, for Diebold (symbol DBD, NYSE, recent price \$46), the nation's largest manufacturer of the ubiquitous ATMs.

Something of a rarity just 20 years ago, ATMs now number 160,000 in the U.S., and their ranks are growing by about 20% per year. Diebold, headquartered in Canton, Ohio, has a 55% share of the U.S. market and is the world's second-largest provider of ATMs.

But Diebold considers the U.S., Europe and Japan mature markets and is looking elsewhere for future growth, particularly in Latin America, where ATMs are just catching on. The company earns 22% of its revenues from foreign sales, but expects that to become 35% in the next three to five years.

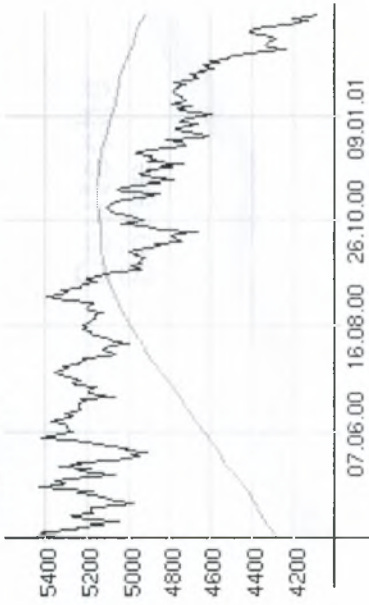
At home, Diebold's ATMs are becoming ever more versatile. Its new Interactive Marketing Terminal, for example, provides bank customers with 24-hour access to statements, interest-rate quotes, loan applications and investment services (not to mention cash). Another new product, the MicroBranch, allows banks to install highly automated branches in grocery stores and shopping malls at one-tenth the cost of a regular branch.

Zacks Investment Research reports that a consensus of analysts says earnings will increase from \$1.42 per share in 1996 to \$1.76 per share in 1997 and \$2.12 in 1998. The stock recently yielded 1.1% and was selling for 26 times estimated 1997 earnings and 22 times estimated 1998 earnings. For shareholder information, call 800-766-5859. For the dividend reinvestment plan, call 800-432-0140.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4 : Germany-Stock Price Index & leading indicators

Detailansicht Indizes

DOW JONES EURO STOXX 50 (PRICE INDEX)
EU0009658145



Zugehörige Warrants

12 Monate

■ Kurs
■ 200 Tage Durchschnitt

AKTUELLE DATEN

Letzte Aktualisierung: 20.03.2001, 10:14:08

INDEX	DIFFERENZ VORTAG	LETZTER STAND	DATUM UHRZEIT	HOCH TIEF	ERÖFFNUNG	SCHLUSS VORTAG
DOW JONES EURO STOXX 50 (P...)	+1.46% +59.53	4.145.06	20.03.01 09:59:00	4153.77 4096.06	4.096,06	4.085,53

HISTORISCHE DATEN

Weitere historische Daten: ip_hotline@exchange.de oder Tel.: 0 69-21 01-18 00

INDEX	AKT. MONAT HOCH TIEF	AKT. JAHR HOCH TIEF	52 WOCHEN HOCH/TIEF	AB BASISDATUM HOCH TIEF
DOW JONES EURO STOXX 50 (P...)	4436.72 4007.27	4812.49 4007.27	5484.03 4007.27	5522.42 3494.01

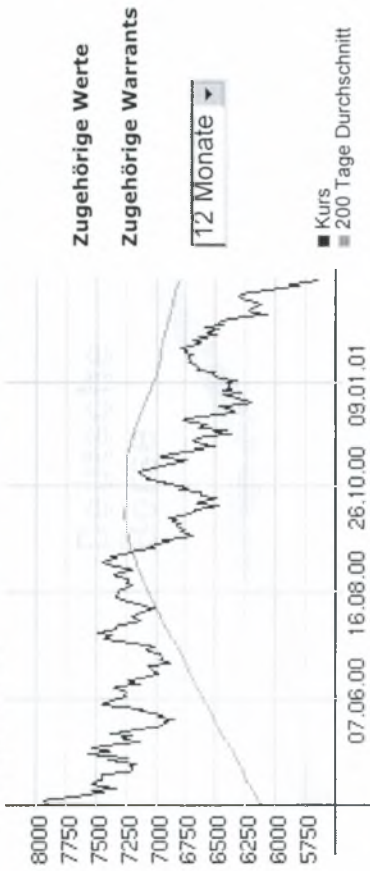
STAMMDATEN

INDEX	ISIN	WKN	KÜRZEL	BASISDATUM	BASIS
DOW JONES EURO STOXX 50 (P...)	EU0009658145	965814	SX5E	31.12.1991	1000

© Deutsche Börse AG

Detailansicht Indizes

DEUTSCHER AKTIENINDEX (DAX) (PERFORMANCEINDEX)
DE0008469008



AKTUELLE DATEN

Letzte Aktualisierung: 20.03.2001, 10:16:17

INDEX	DIFFERENZ VORTAG	LEZTER STAND	DATUM UHRZEIT	HOCH TIEF	ERÖFFNUNG	SCHLUSS VORTAG
DT. AKTIENINDEX (DAX) (PER...	+1,62% +91,41	5.748,70	20.03.01 10:16:15	5756,17 5663,66	5.663,66	5.657,29

HISTORISCHE DATEN

Weitere historische Daten: ip_hotline@exchange.de oder Tel.: 0 69-21 01-18 00

INDEX	AKT. MONAT HOCH TIEF	AKT. JAHR HOCH TIEF	52 WOCHE HOCH TIEF	AB BASISDATUM HOCH TIEF
DT. AKTIENINDEX (DAX) (PER...	6342,54 5650,30	6795,14 5650,30	8031,21 5650,30	8136,16 931,18

STAMMDATEN

INDEX	ISIN	WKN	KÜRZEL	BASISDATUM	BASIS
DT. AKTIENINDEX (DAX) (PER...	DE0008469008	846900	DAX	30.12.1987	1000

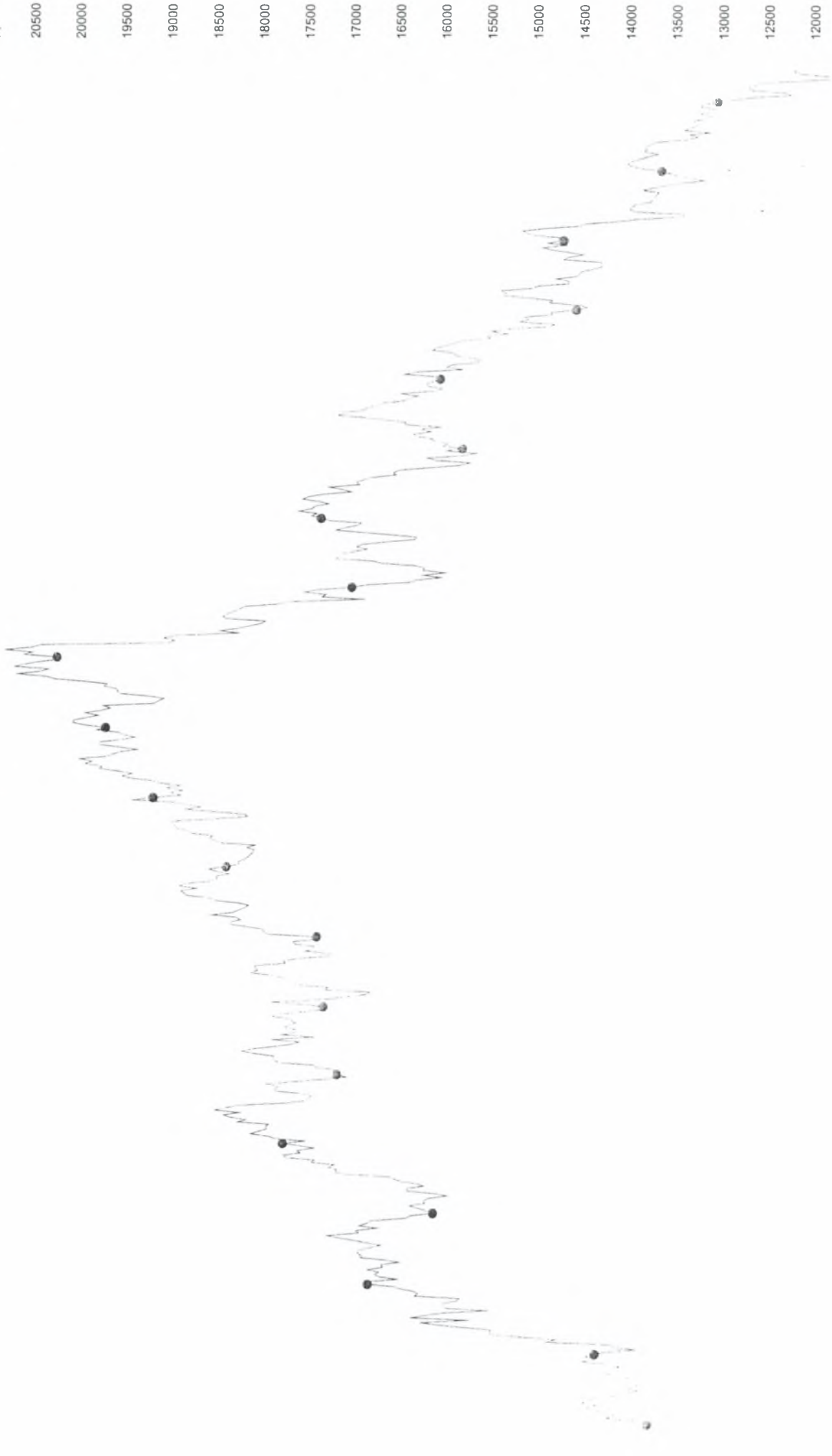
© Deutsche Börse AG

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5 : Stock Prices Indexes (Worldwide)

.N225, Close(Last Trade) [Line] Daily

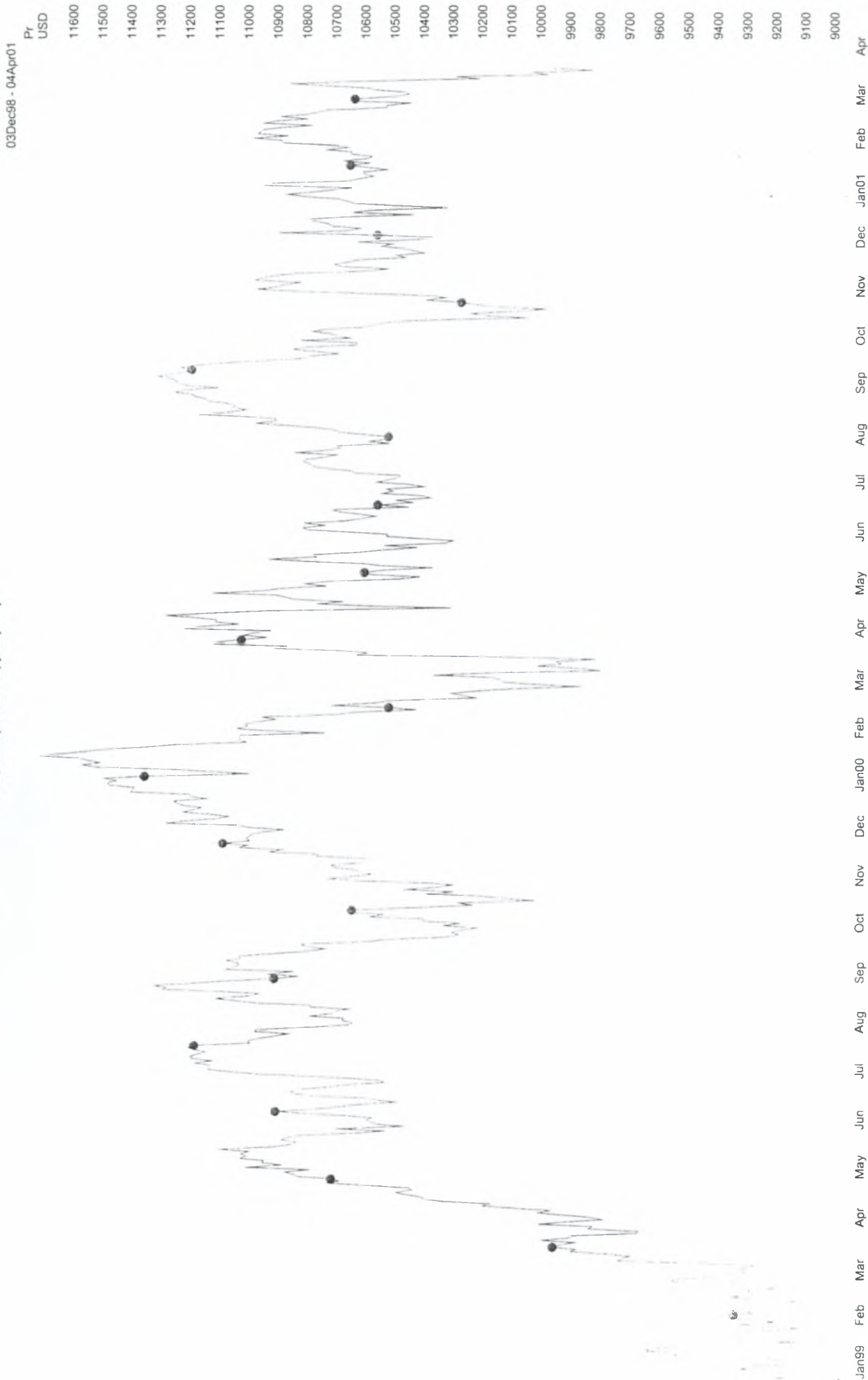
01-Jan99 - 03-Apr01

Pr



Jan99 Feb Mar Apr May Jun Jul Aug Sep Oct Nov Dec Jan01 Feb Mar Apr

.DJI, Close(Last Trade) [Line] Daily



/FTSE, Close(Last Trade) [Line] Daily



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6 : Primary data used for the research

xaa	cac	dax	del	amx	ftse	madr	stockh
2092,61	3646,29	4855,9	3121,78	588,68	5169,1	731,5	3036,9
2200,4	3729,67	4948,5	3254,68	602,61	5235,8	755,5	3061
2117,11	3646,46	4797,1	3225,68	598,7	5118,7	742,1	2974,7
2096,38	3690,75	4865	3291,79	602,71	5167	740	3048,3
2126,87	3695,35	4945,7	3312,71	624,73	5347	749,8	3102,5
2180,35	3803,74	5095,6	3364,23	613,44	5344,2	771,1	3167,5
2214,23	3762,13	4958,4	3305,73	606,23	5311,3	758	3108,7
2210,36	3589,35	4744,1	3204,93	613,21	5136,6	710,4	3020,7
2157,21	3578,34	4754,7	3171,34	619,3	5118,6	694,5	2984,7
2225,08	3714,81	4893,5	3232,18	624,28	5268,6	711,4	3017,8
2198,62	3698	4851,6	3228,12	629,13	5281,7	705,2	2973,1
2222,84	3729,32	4872,2	3222,37	621,25	5291,7	719,7	2945,9
2184,45	3525,26	4629	3133,69	627,16	5132,9	689,7	2832,4
2173,58	3465,22	4623,4	3087,68	628,33	5055,6	687	2795,5
2081,96	3342,65	4439,1	3008,35	633,45	4990,3	652	2740,7
2140,28	3347,98	4549,2	3002,24	646,08	5103,3	674,7	2774,2
2141,06	3423,78	4723	3053,62	642,3	5214,7	711,1	2867,2
2188,89	3381,13	4611,3	3041,53	639,99	5167,6	702	2829,6
2154,24	3310,59	4584,4	2996,2	640,12	5061	707,3	2826,3
2152,35	3337,64	4677,6	3044,88	628,35	5093,5	715,5	2887,3
2159,75	3337,05	4600,3	3034,91	621	5108,7	716,3	2885,5
2120,9	3197,95	4430,9	2959,2	608,5	5064,4	687,7	2809,1
2042,19	3038,01	4094,6	2829,67	609,47	4908,2	644,8	2716
1892,62	3039,14	4019,3	2739,36	593,21	4750,4	644,8	2665
1889,69	2979,89	3971	2723,92	593,09	4648,7	642,3	2554,8
1905,06	3136,48	4185,4	2796,21	585,77	4854	673,4	2595,6
1930,56	3097,69	4064,2	2817,8	563,75	4828,9	662,5	2537,8
1829,55	2959,97	3861,9	2762,91	574,73	4698,9	643,5	2367,8
1772,09	3092,9	3973,4	2816,29	581,01	4823,4	656,8	2462,5
1739,61	3263,32	4271,6	2944,36	577,86	5037,6	681,4	2719,3
1782,49	3278,85	4253,1	2997,89	583,01	4990,1	699	2722,1
1855,39	3361,04	4371,1	3041,04	598,66	5038,4	708,3	2798,8
1918,28	3362,26	4391,6	3100,21	604,5	5056,3	738,7	2855,2
2040,47	3390,1	4469,1	3106,65	605,72	5133,1	741,4	2914,7
2027,8	3395,35	4466,2	3095,17	616,27	5077,5	755,9	2889,2
2051,19	3492,52	4657,9	3170,13	620,55	5251,9	744,6	2943,7
2087,81	3440,78	4534,6	3123,69	628,87	5206,6	728,4	2854
2097,05	3420,92	4449,1	3151,72	628,21	5229,9	739,6	2788,8
2076,81	3393,76	4480,4	3107,97	634,55	5217,1	744,6	2816,3
2104,4	3449,48	4579,6	3135,95	632,38	5231,5	763,4	2831,9
2140,39	3550,75	4682,7	3218,21	634,52	5331,2	749,3	2912
2105,01	3493,6	4564,1	3172,77	637,48	5293,9	750,4	2835
2162,93	3483,43	4569,7	3142,45	645,41	5358,5	771,7	2851
2289,6	3522,93	4691	3156,09	656,62	5438,4	789,5	2925,7
2273,28	3569,6	4762,5	3231,17	664,42	5525,5	784,6	3034,4
2299,09	3583,64	4709,3	3262,84	665,5	5503,9	800	2998,3
2254,37	3684,16	4878,2	3307,72	668,02	5622,9	800,6	3060,3
2255,74	3596,18	4795,3	3257,41	670,8	5479,8	809	2996,3
2250,59	3588,63	4809,7	3241,72	666,11	5491	800,8	3016,9
2253,46	3585,32	4762,4	3249,89	665,09	5433,9	788,3	2994,7
2246,85	3544,74	4681,3	3184,7	663,81	5432,3	789,8	2989,9
2228,94	3560,23	4705,3	3171,38	666,88	5476,8	794	3019,3
2234,26	3562,23	4645,9	3172,27	668,36	5449	783	3003,8
2316,08	3621,85	4643,8	3183,58	667,72	5463,2	799,7	3001
2303,86	3601,57	4785,8	3172,09	666,89	5510,5	794,3	3045,7
2352,6	3612,5	4718,3	3155,05	667,85	5502,7	793,3	3040,3
2433,85	3706,76	4700,7	3175,09	673,22	5474	813,6	3098,6
2464,02	3802,7	4805,7	3225,71	675,01	5606,2	828,6	3131
2477,26	3845,81	4911,4	3255,64	672	5717,5	830,4	3143,6
2495,06	3839,38	5024,5	3245,2	666,83	5848,4	832,4	3189,6
2476,75	3849,84	4954,5	3238,11	669,34	5798,3	835	3164,6
2455,16	3915,53	4956,5	3294,2	673,92	5755,3	853,9	3211,6
2478,37	3950,94	5068	3313,16	663,58	5827,9	862,1	3266,5
2511,82	3843,38	5159,2	3276,26	663	5844,2	845	3320,5
2470,09	3688,34	5026,1	3201,81	659,94	5743,9	820,5	3283
2500,04	3649,91	4777,2	3222,35	653,53	5537,5	813,1	3193,2
2413,45	3715,67	4712,2	3248,49	660,39	5507,2	821,4	3167,9
2469,07	3738,59	4812,3	3248,92	664,34	5566,1	825	3140,4
2570,73	3771,22	4802,8	3278,95	666,25	5581,9	830	3156,2
2566,73	3765,41	4721,2	3292,79	666,02	5576,7	839,7	3198,9
2541,59	3772,61	4708,2	3296,26	662,16	5615,7	830,2	3189,1
2536,88	3746,97	4676,6	3267,02	657,76	5669,1	812,6	3304,4
2460,72	3695,7	4650,3	3250,49	647,99	5660,3	813,3	3150,1
2407,05	3663,21	4543	3241,75	646,11	5541,7	814,4	3079,5

2423,83	3673,76	4563,3	3308,95	651,44	5534,5	821,2	3025,6
2488,89	3707,47	4569,7	3344,33	650,43	5557,1	820	3005
2481,9	3751,17	4686,7	3397,48	651,25	5630,4	821,4	3068,1
2498,73	3691,89	4732,1	3416,89	654,12	5685,2	841,9	3095,9
2526,48	3803,41	4666,7	3505,08	655,35	5741,9	847,7	3049,6
2542,19	3820,47	4826,7	3474,79	664,78	5876,5	863,8	3096,1
2605,87	3872,42	4879,5	3458,94	666,49	5843,3	872,4	3130
2655,46	3873,1	4978,6	3503,31	665,58	5908,8	871,7	3225,7
2670,61	3891,1	5040,2	3526,61	670,75	5867,2	867,8	3259,9
2665,12	3942,66	5056,2	3531,92	672,07	5941,5	918,9	3240,6
2709,18	4147,5	5006,6	3514,51	688,99	5882,6	931,6	3234,5
2737,55	4200,78	5290,4	3645,94	683,61	5879,4	916	3329,4
2921,28	4294,82	5263,4	3679,7	692,21	5958,2	914,9	3362,4
2907,14	4230,67	5442,9	3681,92	701,47	6148,8	903	3380,1
3000,75	4245,42	5345,7	3608,86	703,98	6101,2	885,3	3383,4
3003,54	4201,9	5370,5	3573,96	707,76	6147,2	827,8	3330
2983,56	4100,7	5266,5	3540,3	707,32	6085	828,2	3274,9
2983,34	3958,72	5196,1	3496,83	699,65	6033,6	844,9	3183,2
2798,21	3997,06	4982,1	3415,15	699,39	5850,1	889,6	3214
2896,4	4054,81	4902,8	3461,41	698,16	5820,2	880,7	3218,6
2883,34	4151,68	4973,8	3386,29	709,29	5941	889,1	3306,1
2987,36	4115,99	5076,9	3486,35	707,61	6123,9	876,8	3312,4
2960,85	4190,01	5038,5	3478,72	712,37	6027,6	852,6	3311
3001,53	4154,03	5197,2	3491,13	704,99	6105,6	856,8	3268,5
3005,21	4019,33	5163,5	3441,63	704,69	6022,3	851	3213,9
2985,75	4050,8	5008,2	3383,77	706,01	5861,2	853,6	3208,5
2917,38	4071,28	4988,6	3364,86	706,36	5880,9	870,3	3198,5
3032,25	4098,1	5001,2	3377,05	707,19	5885,7	873,9	3226,7
3045,5	4199,67	5038,2	3363,52	713,93	5876,4	884,1	3288,3
3093,81	4251,8	5080,9	3405,91	714,86	5872,5	880,1	3306,8
3149,5	4303,92	5180,3	3411,59	712,63	5896	880,6	3350,3
3233,11	4243,57	5239,6	3444,9	709,63	6012,4	874,1	3346
3278,03	4188,84	5165	3455,19	713,27	6013	870,5	3340,6
3306,06	4167,42	5090,1	3440,47	707,12	5940,3	858,1	3365,3
3293,21	4147,3	5061,3	3458,72	706,26	5939,9	846,2	3360,3
3307,62	4154,02	5097,5	3474,56	702,9	5855,3	857,9	3329,8
3322,63	4038,49	5052,4	3446,17	692,24	5834,9	861,6	3273,7
3219,91	4001,93	4850,7	3385,19	688,82	5779,9	864,9	3239,8
3224,47	4072,34	4814	3328,73	699,41	5770,2	877,4	3235,7
3323,69	4060,36	4869,3	3353,2	696,12	5888,5	870,1	3266,2
3392,86	4065,19	4896,7	3389,26	695,84	5950,7	870,1	3275
3466,95	4052,32	4889	3408,03	688,65	6023,2	867,1	3303,5
3396,85	3985,49	4895,1	3403,37	689,82	6108,6	875,1	3261,9
3430,46	4039,41	4820,4	3375,08	692,57	6078,4	882,7	3275,4
3359,22	4130,48	4871,1	3382,28	700,03	6074,9	899,5	3311,7
3248,94	4165,86	4823,3	3416,3	700,92	6031,2	906,1	3372,5
3052,04	4207,95	4887,7	3444,94	695,79	6069,9	892,3	3377,5
3270,05	4213,7	5012,6	3444,3	693,47	6155,2	890,4	3385,1
3369,43	4152,56	5058,3	3405,25	698,29	6307,6	878,1	3364,8
3377,58	4092,94	4918,6	3404,84	698,29	6206,5	877	3360,8
3394,47	4032,05	4904	3361,88	699,21	6175,1	867,6	3302,1
3318,02	4048,63	4779,1	3300,03	694,45	6060,9	876,9	3332,1
3340,39	4004,16	4797,8	3304,33	698,52	6061,3	890,3	3328,4
3232,02	4087,99	4668,5	3294,41	707,41	6048,3	879,2	3332,6
3253,67	4189,56	4722,7	3282,98	712,18	6101,4	883,2	3386,1
3334,86	4175,97	4840,8	3346,17	711,45	6205,5	884,7	3360,6
3444,09	4159,8	4791,4	3322,45	715,14	6208,8	904,4	3364,4
3468,24	4162,31	4790,5	3305,39	721,65	6237,7	896,8	3325,8
3471,98	4184,38	4730,1	3277,54	721,21	6241,5	898,3	3339,5
3537,9	4175,03	4785,4	3302,18	720,91	6335,7	904,8	3337,6
3625,2	4185,12	5031,1	3319,57	716,31	6282,2	897,3	3332,3
3598,09	4186,35	5043,2	3343,8	715,83	6206,8	890,6	3353,1
3630,82	4170,01	5090,9	3348,24	714,86	6201,9	893,7	3331,9
3660,26	4152,37	5062,6	3342,52	711,87	6140,6	885,1	3272,9
3774,29	4219,65	5025,8	3315,17	717,36	6114,3	866,9	3334,6
3759,45	4197,06	5108,8	3322,49	703,32	6163,2	864,3	3307,8
3637,8	4079,47	5034,7	3290,82	703,6	6152,8	876,7	3299,8
3471,48	4058,16	4870,5	3214,6	712,4	6060,5	859,3	3249
3548,46	4137,01	4797,3	3165,75	718,74	6016,7	865,4	3341
3496,31	4115,71	4863,8	3235,11	717,88	6085	859,3	3368,2
3511,02	4153,65	4799,6	3227,95	711,63	6139,2	866,7	3399,5
3376,37	4141,98	4867,2	3254,37	710,3	6252,9	887,8	3396,9
3121,39	4197,88	4841,2	3260,8	711,3	6264,1	889,3	3431,8
3303,49	4229,85	4865,3	3251,45	721,24	6295,3	894,6	3446,9
3218,06	4304,48	4901,8	3265,25	715,21	6330	894,2	3548,5

3300,2	4318,04	5022,3	3299,06	717,3	6415,3	890,9	3548,6
3535,66	4330,7	5027,3	3333,94	721,93	6473,2	897,3	3552,9
3621,53	4363,14	5067,8	3321,41	727,5	6437,9	894,1	3559,8
3720,16	4355	5133,9	3330,59	735,32	6472,8	887,6	3524,9
3732,64	4367,41	5167,6	3323,59	737,8	6441,2	870,1	3557,6
3640,94	4349,26	5225,2	3327,75	736,12	6513,1	875,2	3571,9
3559,32	4310,64	5186,8	3330,96	737,93	6493,6	860,8	3516,5
3386,09	4300,91	5189,7	3320,93	745,41	6466,1	869,7	3561,3
3373,62	4379,34	5143	3284,59	735,11	6420,6	872	3604,1
3350,56	4253,27	5252,4	3301,57	736,98	6515,3	879,7	3541,3
3281,96	4291,6	5101,4	3223,27	750,59	6319,8	880,4	3588
3312,88	4291,85	5175,6	3255,71	758,38	6311	892,6	3607
3252,09	4262,43	5226,6	3254,23	770,36	6413,6	888,1	3601,8
3431,31	4284,4	5187,9	3233,35	771,6	6428	888,8	3626,5
3549,7	4390,92	5269,1	3244,67	774,07	6503,6	887,3	3647,4
3523,54	4374,7	5364,8	3257,86	777,69	6593,6	895,3	3617
3617,42	4371,53	5352,7	3237,47	779	6598,8	889,2	3608,5
3806,33	4405,35	5323,1	3233,43	776,97	6497,6	887,8	3608,1
3776,18	4442,84	5360,4	3227,69	786,67	6552,2	893,5	3671,7
3799,36	4438,55	5383,2	3257,66	785,7	6533,1	899,5	3674,3
3962,38	4368,17	5377,4	3251,54	785,49	6401,7	900,9	3620,7
4037,02	4333,24	5295,2	3232,23	787,81	6406,6	901,5	3579,6
4002,05	4289,56	5275,6	3204,23	787,29	6356	902,2	3569,2
4104,69	4347,15	5276,5	3180,46	787,08	6348,8	909,7	3582,3
4089,48	4349,98	5261	3204,91	789,29	6378,3	901,9	3618,1
3996,68	4354,79	5297,5	3238,83	798,35	6343,1	885,4	3627,3
4032,22	4415,88	5249,2	3213,39	800,39	6456,6	887	3612,4
3936,59	4323,83	5183,5	3159,83	788,81	6300,4	901,3	3579,4
4106,5	4248,94	5102	3097,11	784,94	6165,8	900,5	3619
4109,1	4312,74	5160,5	3091,8	782,72	6206,4	904,5	3668
4165,36	4375,91	5213,3	3154,44	788,36	6266,7	901,8	3692,5
4206,76	4421,91	5243,2	3186,59	792,03	6368,2	899,2	3694,7
4182,57	4398,13	5253,8	3199,12	795,37	6353,1	895,1	3655,9
4111,9	4373,78	5165,7	3176,69	785,41	6322,1	887	3635
4010,93	4376,68	5183,1	3150,22	778,84	6249,3	889,4	3604,7
3961,79	4326,44	5064,3	3096,99	782,66	6236,8	892,6	3593,6
3934,67	4315,04	5071	3107,61	774,39	6199,5	891,4	3602,7
4106,43	4351,29	5068,6	3101,42	778,74	6226,2	891,9	3602,6
4071,31	4313,69	5010,7	3107,16	776,11	6250	903,7	3619,2
4123,02	4315,34	5040,3	3076,59	771,23	6302,2	905,8	3665,2
4063,15	4354,52	5124,1	3086,02	775,94	6348,6	908,9	3692
4098,96	4344,25	5212,9	3135,04	780,98	6361,5	904,4	3734,2
4053,95	4404,24	5196,9	3167,97	778,15	6412	906,2	3736
4060,1	4407,58	5250,6	3201,99	772,92	6431,5	895,3	3771,8
4043,8	4422,39	5201,5	3204,87	772,99	6453	903,1	3735,8
4039,78	4380,99	5296	3159,37	768,25	6403,4	895,4	3781,3
4020,75	4385,83	5291,5	3196,71	765,82	6484,8	901,1	3772,5
3994,04	4372,39	5344,9	3176,36	762,69	6430,1	901,5	3728,6
3985,63	4418,18	5382,7	3191,45	763,92	6451,2	901,9	3753,3
3954,19	4481,75	5415,5	3199,92	764,92	6504,9	913,1	3752,8
3968,04	4508,77	5337,2	3198,9	768,69	6493,6	917	3813
4001,77	4539,56	5468,5	3226,6	768,57	6527,8	917,3	3846,2
3950,62	4545,09	5468,7	3241,12	765,75	6581,2	916,1	3816,1
3897,33	4538,04	5399,1	3216,58	765,47	6552,4	912,3	3791,4
3925,95	4481,66	5327,6	3153,71	771,16	6496,5	909,9	3791,1
3948,78	4434,21	5301,2	3123,95	769,15	6416,7	909,6	3802,8
3976,71	4416,89	5357	3133,72	772,02	6435,4	910,7	3828,2
3990,23	4465,23	5359,5	3150,44	774,1	6405,7	904,4	3795,6
4031,64	4503,83	5378,5	3153,01	777,48	6307,1	920	3825,5
4124,79	4536,61	5480,2	3135,16	797,93	6318,5	922,6	3860
4152,55	4609,26	5519,1	3151,42	794,95	6488,9	935	3894,1
4350,13	4620,67	5625,6	3175,18	802,42	6491,9	929,6	3867,7
4314,7	4697,84	5612,9	3179,55	804,89	6592	923,9	3784,7
4285,84	4692,51	5588,5	3147,69	802,14	6620,6	915,8	3775,2
4245,34	4662,2	5607,1	3124,48	808,69	6597,4	917,4	3802,2
4225,05	4631,13	5639	3099,85	812,73	6557,3	916,6	3814,5
4259,65	4647,83	5652	3122,98	815,54	6562,6	901,3	3767,6
4241,71	4662,28	5573,8	3106,49	812,33	6545,5	892,8	3777,4
4240,94	4594,65	5610,9	3099,57	813	6445,6	903,4	3809,7
4308,91	4665,67	5619,3	3143,58	821,73	6473,1	902,5	3787,7
4410,33	4656,79	5619,9	3167,03	818,1	6575	908,4	3809,8
4528,38	4618,75	5624,7	3104,69	817,66	6563,2	897,7	3779,1
4483,9	4548,31	5491,3	3111,23	805,9	6483,7	893,5	3735,9
4471,22	4501,27	5414,2	3083,97	806,81	6392	884,6	3700,1
4528,97	4489,57	5340,9	3064,69	799,77	6329,8	874,4	3727,1

4509,29	4440,45	5310,6	3012,56	796,29	6297,8	865,9	3735,8
4507,76	4395,91	5206,4	2981,22	790,79	6207,4	858,1	3746,7
4425,84	4426,12	5224,2	3008,83	792,62	6169,1	856,6	3785,7
4392,24	4428,71	5229,6	3052,94	789,6	6262,8	834,1	3728,4
4378,37	4306,4	5052,3	2991,06	784,59	6297,2	843,2	3770,9
4345,13	4382,06	5101,9	3026,58	788,23	6117,5	845,2	3752
4312,25	4377,87	5129,5	2990,64	783,64	6231,9	848,2	3729,1
4328,79	4354,75	5107,7	2948,06	780,47	6288,3	847,9	3720
4402,42	4326,2	5119,4	2945,02	776,96	6250,6	828,7	3650,9
4404,27	4240,7	4978,5	2883,5	776,09	6235,4	823,6	3689,5
4443,44	4223,64	5010,5	2885,14	777,92	6101,6	838,9	3735,4
4511,97	4292,9	5087,3	2905,71	777,87	6121	830	3694,2
4585,26	4245,35	5000,9	2865,59	770,77	6126,4	840,8	3728,9
4591,34	4268,95	5019,7	2885,55	777,37	5978,4	843,9	3801,3
4696,91	4365,66	5127,4	2943,64	780,65	6014,4	856,5	3824,2
4799,62	4434,28	5219,4	3029,47	783,74	6153,3	850,5	3841,9
4884,22	4458,75	5257,1	3051,05	779,5	6245,1	861,9	3845,5
4889,65	4479,75	5259,9	3090,79	782,51	6235,4	859	3836,2
4958,82	4479,26	5230,5	3119,01	783,92	6166,4	858,7	3798,8
4885,56	4408,9	5186,9	3088,54	785,07	6201,8	872,2	3861,9
4939,69	4472	5254,1	3108,59	787,79	6118	871,4	3911,4
5066,39	4487,35	5302	3166,45	792,51	6180,8	882,1	3901,9
5056,49	4540,4	5324	3144,67	789,42	6322,1	888,6	3930,9
5224,15	4629,23	5400,3	3201,73	785,88	6315,1	888,4	3940
5122,57	4629,37	5389,3	3232,93	784,12	6369,5	899,5	3942
5144,34	4642,71	5420,4	3236,03	782,52	6383,9	895,7	3907
5220,28	4657,44	5392,5	3237,77	775,21	6375,2	880,5	3839,2
5205,34	4589,22	5270,8	3207,23	775,41	6246,4	888	3856,1
5371,57	4633,38	5317,1	3188,54	783,19	6276,2	871,9	3821,6
5440,93	4550,6	5189,9	3126,37	779,21	6195,6	891,2	3898,2
5407,85	4672,37	5336,2	3178,78	786,39	6332,1	894	3933,6
5621,67	4668,04	5400,6	3201,64	793,67	6375,7	886,3	3911,6
5705,1	4679,93	5391,4	3186,83	792,39	6309,5	887,9	3877,5
5740,47	4680,61	5400,7	3199,6	804,03	6253,6	898,6	3879,3
6032,85	4717,42	5436,9	3219,97	805,95	6260,6	897,6	3905,8
6053,69	4745,48	5484	3224,94	804,5	6191	889,8	3891,1
6181,05	4716,78	5446,9	3204,88	801,48	6169	879,3	3884,6
6321,31	4697,39	5401,5	3198,01	797,48	6116	875,2	3841,2
6355,04	4662,02	5387,2	3194,31	790,8	6067,7	868,5	3833,7
6331,8	4640,55	5304,4	3220,4	794,44	6014,6	874,9	3859,9
6020,87	4644,32	5303,9	3252,09	792,85	6039,8	874,5	3895,8
6054,76	4680,49	5352	3232,99	784,98	6056,5	866,4	3878,8
5818,37	4612,93	5282,8	3200,24	782,45	5957,3	868,2	3846
5503,47	4568,12	5238,8	3181,54	777,5	5913,9	873,3	3876,9
5283,42	4601,24	5299,6	3169,72	771,79	5969,7	864,7	3836,3
5591,28	4540,87	5186,5	3151,48	779,23	5937,6	871,2	3873,5
5596,84	4596,6	5239,6	3171,22	772,85	6078,6	865,6	3864,5
5667,6	4543,92	5119,1	3132,68	780,04	6007,2	858,9	3827,1
5632,27	4535,08	5135,6	3092,19	788,23	6020,6	857,3	3830,6
5654,65	4591,42	5149,8	3074,67	786,53	6029,8	854,1	3836,5
5825,45	4550,57	5124,6	3033,85	789,83	5970,7	863,8	3845
5884,05	4603,24	5218,9	3004,37	784,65	6052,9	867,4	3846,7
5911,47	4661,13	5301,9	3021,34	787,43	6084,5	865	3885,7
5926,08	4691,72	5353,3	3024,64	784,36	6097,5	872,6	3919,6
5972,75	4742,26	5419,3	3059,03	781,49	6200,4	876	3951,3
6127,74	4721,93	5419,3	3049,72	790,02	6199,4	879,4	3970,4
6155,21	4722,35	5414,5	3026,55	792,11	6234,8	861,3	3938,4
5916,68	4658,54	5358,5	3003,28	789,41	6174,8	857,5	3907,5
5788,49	4602,85	5295,4	2982,02	785,95	6113,4	842,6	3891,9
5429,25	4583,63	5220,3	2995,24	777	6039,4	833,9	3831,9
5392,32	4524,42	5184,2	2962,6	774,49	5907,3	843,5	3787,9
5704,26	4495,3	5156,3	2910,27	775,92	5869,2	843,1	3852,7
5670,43	4591,2	5296,9	2960,7	786,43	5993,7	831,6	3846,1
5600,15	4577,83	5291,2	2986,23	786,09	6006,7	841,3	3829,3
5577,89	4602,39	5246,5	2980,84	792,61	5939,3	834,9	3953,9
5524,32	4677,8	5357,8	3000,13	791,22	6058,9	845,6	3967,5
5390,37	4669,28	5320,4	2962,77	789,89	6009,4	843,2	4019,8
5442,14	4706,59	5388,8	2960,03	786,31	6092,4	858,7	4033,4
5630,27	4695,05	5363,9	2974,48	793,55	6045,7	870,3	4079,7
5649,6	4748,62	5478,9	3014,73	800,8	6149,1	878,9	4145,5
5548,09	4888,62	5525,4	3085,62	804,97	6255,7	885,3	4142,1
5530,85	4898,52	5524,9	3102,32	804,52	6284	898,7	4161,8
5617,65	4917,84	5547	3143,34	804,08	6252	907,8	4182,6
5753,6	4943,74	5560,9	3199,25	807,47	6280,8	916	4241
5728,14	4975,9	5635,6	3248,29	809,21	6331,3	909,7	4246

5704,53	4994,77	5658,1	3244,05	809,47	6356,6	916,5	4290,4
5657,06	4997,56	5647,9	3261,36	812,31	6374,3	926	4268,4
5702,21	5051,83	5694,7	3284,42	815,81	6435,5	923,9	4311,9
5722,99	5132,08	5742,4	3354,22	819,23	6447	931,9	4381,4
5683,06	5141,51	5802,4	3361,58	823,07	6551,4	937,2	4371,2
5654,07	5178,13	5791,1	3393,86	830,66	6511,6	937,9	4438,4
5571,67	5191,01	5859,3	3388,99	827,01	6533,6	943,3	4486
5610,5	5178,23	5909,5	3392,29	823,4	6583	947,2	4542
5603,09	5246,33	5870,2	3329,05	822,74	6555,7	933,1	4627,1
5532,44	5263,23	5950,1	3273,9	826,12	6550,8	937,7	4555,1
5381,76	5147,96	5956	3245,11	828,12	6482,3	941,1	4528,3
5418,6	5152,87	5819,9	3196,72	822,86	6442	958,6	4537,6
5616,89	5189,38	5814,7	3246,66	825,15	6534,2	960,3	4517,7
5806,33	5352,6	5818,7	3185,94	830,4	6561,8	952,7	4590,5
5712,26	5396,99	5961,5	3163,74	832,12	6682,8	957,7	4645,4
5653,94	5373,91	5958,1	3140,19	832,81	6684,8	966,9	4679
5577,46	5341,62	5888,9	3142,22	834,58	6692,3	972,5	4627,6
5560,14	5381,41	5896	3188,12	833,36	6597,2	982,8	4719,7
5489,02	5354,19	5933,8	3262,5	835,5	6646	1000	4786,2
5349,18	5468,05	5937,2	3234,5	829,82	6653,7	999,9	4903,4
5271,42	5509,97	6119,2	3207,54	830,02	6742,2	989,7	4967,5
5289,45	5534,51	6142,2	3159,34	829,22	6694	993,2	4975,8
5418,32	5487,12	6158,8	3127,25	829,3	6660,9	995,1	5217
5624,55	5548,62	6115,6	3122,45	827,86	6619,4	986,1	5087,9
5574,16	5481,1	6118,1	3190	828,69	6680,8	991,4	5046,7
5432,34	5535,76	6097,9	3163,03	827,78	6739,5	1006	5098,7
5190,99	5564,47	6127,2	3177,16	838,94	6710,7	1010	5142,8
5224,67	5530,13	6188	3158,5	833,86	6702,1	1002	5004,9
5034,85	5540,16	6232,8	3177,71	829,8	6633,8	1004	5029,9
4967,23	5502,4	6341,3	3185,21	831,15	6672	1013	5081,8
4998,08	5521,11	6353,9	3150,94	834,64	6724,6	1007	5050
4789,37	5529,24	6378,7	3186,24	839,43	6731,2	998	5032,3
4801,76	5621,29	6418,7	3249,31	846,28	6707,5	1003	5115,7
5040,95	5731,35	6492,5	3321,49	843,48	6728,6	1009	5184,6
5230,61	5852,5	6782,4	3295,7	842,53	6776,8	1012	5213,8
5359,11	5834,47	6837,4	3288,97	851,86	6806,5	978,3	5262
5535,09	5827,08	6861,5	3302,77	866,12	6835,9	952,8	5321,8
5794,85	5837,75	6859,6	3340,43	876,97	6930,2	971,7	5381,7
5588,65	5958,32	6958,1	3311,05	868,74	6665,9	980,9	5409,3
5369,38	5917,37	6750,8	3172,21	849,65	6535,9	971,7	5268
5410,82	5672,02	6587	3057,53	858,88	6447,2	960,8	5058,8
5353,14	5479,7	6502,1	3061,09	857,76	6504,8	970,8	5156,6
5190,17	5450,11	6474,9	3138,55	863,76	6607,7	995,4	5306,4
5187,33	5539,61	6781	3203,75	882,75	6518,9	1015	5323,3
5181,73	5646,12	6925,5	3148,9	865,51	6532,8	1000	5319,9
5273,83	5613,9	6891,3	3110,25	857,98	6531,5	996,5	5352,7
5362,3	5582,5	6912,8	3133,58	866,63	6658,2	989,4	5462,2
5238,29	5633,24	6956	3128,5	869,74	6669,5	978,4	5589,8
5067,31	5787,44	7173,2	3074,18	886,34	6504,6	978,8	5476,4
5068,36	5842,78	7258,9	2972,1	890,57	6445,4	973,5	5475,4
5102,12	5672,95	7072,1	2977,53	899,61	6348,7	991,5	5499,6
5081,95	5649,46	7091	2971,57	912,28	6346,3	1008	5514
5022,41	5709,74	7112,7	2930,97	905,49	6379,8	989,3	5584,1
4936,69	5681,32	6992,8	2925,35	915,36	6274,1	974,7	5511,5
4941,6	5690,86	6932	2857,82	912,21	6375,6	986,7	5545
5020,22	5597,5	6809,6	2878,83	882,8	6441	1003	5500,7
4990,02	5646,32	6969,4	2891,47	868,24	6375,6	1031	5612,5
5141,83	5688,35	7126,1	2884,6	860,25	6268,5	1034	5501,9
5209,24	5731,05	7066,6	2806,29	873,08	6290,9	1029	5665,6
5297,32	5659,81	6835,6	2786,03	877,69	6302,8	1057	5868,3
5379,08	5773,42	7050,5	2789,58	888,33	6324,3	1064	5920
5489,3	5946,86	7172	2888,4	882,97	6185	1069	5959,8
5550,4	6149,67	7354,3	2924,13	884,08	6118,6	1102	6044,9
5594,36	6275,72	7444,6	2891,62	885,34	6285,8	1104	6102,8
5499,97	6203,58	7296,3	2910,99	880,28	6315,4	1081	6117,4
5502,38	6297,66	7549,9	2815,06	892,99	6279,8	1087	6130
5460,44	6271,6	7629,1	2741,63	889,47	6193,3	1095	6160,2
5413,73	6207,52	7709,3	2769,49	893,48	6068,6	1099	6054,8
5328,49	6287,01	7611,6	2839,91	894,32	6005,2	1091	5885,2
5222,78	6268,32	7644,8	2832,35	902,25	6147,4	1078	5999,9
5277,05	6092,63	7396,1	2830,28	937,46	6209,3	1099	6033
5186,3	6046,27	7490,3	2820,69	931,96	6165	1102	6134,9
5109,81	6154,96	7580,5	2800,1	934,46	6081,6	1131	6145,3
5097,9	6062,72	7573,8	2780,48	934,99	6014,7	1113	6030,9
5234,62	5967,28	7590,5	2721,34	935,62	6144,1	1124	6112

5203	5963,31	7607,9	2730	943,54	6086,7	1121	6171,7
5034,55	6031,25	7699	2765,79	964,38	6198	1136	6350,4
5002,23	6078,78	7640,5	2761,46	973,23	6099,6	1140	6362,1
5063,45	6188,64	7738,7	2727,49	1002	6232,6	1146	6378,2
5174,18	6102,73	7587,1	2746,08	1003,5	6364,9	1135	6520,3
5116,98	6190,96	7644,6	2756,03	1013,7	6432,1	1135	6722,8
5100,63	6256,32	7727,9	2777,18	1022,4	6487,5	1127	6785,5
4941,3	6477,55	7945,8	2746,84	1016,9	6567,8	1122	6812,7
4868,13	6514,11	7960	2731,79	1001,4	6466,5	1110	6805,6
4865,63	6545,98	7975,8	2698,78	1018,8	6411,2	1126	6556,9
4863,55	6441,85	8065	2690,06	1033,3	6532,1	1104	6585,1
4542,65	6344,97	7987	2655,65	1018,9	6568,7	1105	6680
4553,76	6423,43	7949,2	2594,07	1015,5	6466,9	1115	6517,6
4759,89	6510,28	7976	2532,24	996,12	6487,1	1115	6519,8
4845,08	6336,93	7693,9	2579,05	1017,7	6447	1111	6290,5
4849,07	6350,35	7650,1	2721,82	1011	6557,2	1101	6249,6
4755,42	6188,94	7414,5	2906,66	1006,3	6558	1094	6412,8
4723,15	6258,53	7584	2835,08	1003,8	6624,5	1107	6596,7
4650,77	6304,28	7710,9	2852,02	1030,2	6617,9	1105	6534,8
4685,17	6352,51	7872,4	2800,39	1036,4	6609,6	1110	6584,5
4675,67	6320,87	7807,9	2891	1032,5	6594,6	1100	6446,9
4664,01	6279,29	7798,6	2907,93	1023,9	6738,5	1078	6521
4754,29	6268,31	7694,8	2919,33	1016,5	6687,2	1084	6488,2
4782,04	6364,26	7932,4	2821,42	1000,9	6650,1	1065	6375,7
4793,47	6450,85	7892,5	2851,84	995,99	6598,8	1058	6302,4
4807,42	6524,3	7931,9	2826,82	1005	6445,2	1038	6116,7
4813,37	6505,48	7864,8	2778,29	978	6540,2	1058	6127,9
4813,02	6313,82	7644,9	2777,84	942,52	6462,1	1073	6051,1
4811,62	6286,05	7599,4	2824,12	956,71	6427	1071	5995,2
4934,81	6130,27	7429,2	2900,06	979,8	6379,3	1050	5832,1
4941,32	6221,94	7522,8	2885,79	988,69	6451,1	1053	6111,2
4916,25	6036,94	7330,8	2898,22	958,04	6569,9	1062	6202,4
4877,91	6224,02	7446,2	2868,17	944,87	6533,4	1038	6224,7
4724,84	6308,04	7522,2	2861,37	926,79	6379,2	1024	6034,1
4475,1	6364,9	7517	2913,37	915,23	6350,8	1028	5922,2
4064,85	6261,42	7442,7	2970,73	857,97	6357	1035	5804,2
3951,85	6238,7	7443,1	2994,05	848,97	6178,1	1049	5628,9
4257,85	6264,34	7449,1	2951,14	877,36	5994,6	1043	5660,8
4314,11	6065,71	7214,8	2897,1	886,23	6074	1048	5789,1
4395,16	6060,54	7187,1	2934,8	897,64	6184,9	1031	5959,8
4362,79	6147,44	7196,5	2881,72	880,72	6241,2	1047	5887
4224,45	6166,46	7216,7	2843,73	896,04	6283	1080	5895,6
4147,23	6234,51	7158	2830,36	896,43	6256,5	1064	6027,8
4249,45	6320,29	7280,5	2871,4	902,09	6179,3	1058	6096,9
4368,21	6390,87	7388,6	2825,21	922,45	6327,4	1055	6203,2
4381,14	6247,86	7221,7	2813,28	936,18	6373,4	1034	6346,1
4358,26	6419,72	7414,7	2835,53	925,72	6184,8	1015	6208,9
4416,6	6562,41	7555,9	2837,84	914,4	6199,6	994,3	6255,2
4475,06	6435,65	7376,9	2834,13	921,05	6238,8	1011	6262,5
4454,01	6491,74	7386,7	2822,48	928,69	6216,3	1017	6145,1
4500,06	6545,76	7530,8	2816,45	926,1	6123,8	1009	6078,7
4527,71	6514,42	7408,1	2840,12	924,22	6100,6	1028	5921,9
4581,65	6369,61	7280,5	2827,87	912,7	6245,9	1001	5935,1
4686,75	6263,34	7120,9	2832,96	926,1	6283,5	1000	6039,2
4709,82	6380,13	7259,5	2840,57	936,21	6247,7	970,8	5977
4703,61	6449,27	7269,3	2872,77	945,55	6318,4	952,1	6202,4
4740,79	6392,27	7195,2	2898,5	940,6	6196,2	956,8	6155,7
4802,61	6557,39	7371,1	2901,48	935,09	6232,9	954,1	6196,1
4691,93	6453,05	7211,5	2916,07	928,52	6045,4	972,4	5970,1
4672,23	6451,97	7181,6	2885,8	914,03	6035,5	962	5745,7
4551,12	6196,05	6989	2885,89	903,63	6086,8	972,1	5870,1
4560,84	6094,17	6913	2898,76	889,3	6118,6	979,4	5638,3
4596,7	6148,32	6927,7	2900,92	887,89	6231,1	983,6	5837,5
4593,95	6027,1	6834,9	2909,34	883,49	6216,9	1000	5740,2
4570,19	6129,66	6978,9	2841,87	881,41	6359,6	1023	5772,8
4608,24	6129,15	6938,3	2860,72	897,85	6359,3	1013	5950,4
4534	6205,13	7016,7	2884,46	904,97	6470,5	993,9	6000,2
4534,83	6325,49	7119,3	2849,43	912,45	6626,4	985,9	6256,4
4494,99	6426,26	7109,7	2895,37	923,32	6546,7	994,6	6170,6
4465,7	6599,71	7272,8	2891,73	920,57	6546,8	1001	6167,4
4348,85	6673,52	7439	2898,45	928,18	6503,8	994,1	6123
4387,37	6656,26	7408	2898,75	934,96	6496,6	995,7	6156,2
4436,45	6589,77	7359,8	2857,34	937,77	6443,8	1002	6149,4
4379,32	6498,5	7293	2865,33	939,75	6430,9	1001	5962,4
4316,7	6523,66	7243,1	2914,72	942,47	6447,1	988,3	5929,4

4366,61	6549,05	7254,5	2886,5	946,55	6536,3	977,4	5828,2
4393,08	6532,84	7235,6	2906,34	943,22	6490,8	975,3	5816
4369,16	6608,1	7268,9	2922,5	940,01	6526	957,4	5751,1
4304,4	6512,98	7350,9	2895,31	935,89	6490,2	968,1	5965,3
4254,8	6456,26	7328,6	2900,04	934,27	6526,9	973,6	5894,6
4193,1	6505,16	7131,4	2899,12	940,84	6477,8	969,5	5815,1
4145,76	6554,92	7198,8	2909,9	938,22	6413,8	971,6	5783,2
4041,37	6490,76	7227,3	2891,01	932,91	6391,5	975	5680,9
4173,35	6474,88	7100,1	2890,43	933,41	6405,2	956,3	5789
4098,09	6545,35	7053,7	2910,33	934,83	6375,3	974,1	5606,6
4071,4	6586,26	6980,4	2908,08	935,27	6313,5	984,2	5733,5
4054,41	6568,09	7027,2	2903,58	937,62	6239	998,3	5838,1
4020,29	6607,96	7049	2953,28	939,34	6312,7	990,7	5891,1
3978,98	6400,82	7056,1	2954,64	935,89	6470,4	988,8	5829,6
4026,18	6446,54	6874,5	2955,46	943,4	6417	1002	5844,9
3968,83	6508,47	6898,2	2967,86	921,71	6382,5	996,3	5978
3914,03	6494,77	6959	2953,06	927,88	6419,6	999,3	5977,3
3916,42	6462,7	6944,4	2977,72	936,48	6497,5	1000	5919,6
3953,51	6453,97	6961,7	2996,43	936,56	6466,2	998,6	5992,2
3920,57	6565,97	6951,1	3016,93	953,2	6475,8	1012	6096,1
3926,73	6487,42	7052,2	3030,84	954,97	6518,5	1007	6158,3
4006,41	6490,35	7070,8	3027,36	939,43	6475,7	995,6	6259,1
4081,52	6536,51	7004	3013,9	942,38	6475,4	1000	6152,2
4102,51	6570,36	7066	3021,05	943,66	6525,5	1012	6083,9
4044,13	6619,25	7196	3014,61	943,75	6450,5	1003	6188,6
4063,05	6514,54	7318,4	3000,64	937,16	6465,4	1000	5917,7
4054,21	6495,11	7430,7	3024,89	939,78	6469	991,3	5949,4
4041,82	6563,77	7406,9	3031,56	927,64	6378,4	993,5	5889,6
3988,26	6464,12	7366,6	3039,62	918,24	6381,3	990,9	5874,1
3950,41	6502,57	7480,1	3037,16	910,27	6390,7	977,9	5709,4
3973,46	6463,91	7373,3	3059,78	915,19	6387,1	977	5704,8
3997,99	6493	7328,3	3060,17	912,33	6352,1	979	5779,4
3988,28	6511,53	7329	3068,61	902,8	6335,7	987,5	5734,2
3998,57	6415,72	7302,1	3050,49	906,44	6365,3	972,3	5673,9
3981,61	6542,49	7183,4	3054,98	911,92	6379,3	982,7	5493,3
3918,37	6532,29	7128,3	3046,28	912,74	6391,3	994,6	5522,9
3866,95	6529,91	7190,4	3086,45	906,58	6317,1	1007	5603,2
3731,44	6354,93	7145,5	3112,43	907,97	6363,5	1013	5617,5
3763,59	6461,35	7112,5	3132,66	915,46	6387,8	1025	5693,4
3720,49	6519,04	7037,9	3164,96	914,3	6358,1	1025	5637,1
3675,56	6532,44	7016,6	3163,84	907,31	6414	1035	5554,1
3743,29	6570,18	7113,2	3180,15	910,26	6387,3	1035	5637,3
3806,64	6562,54	7123,8	3190,32	923,74	6384,5	1046	5591,7
3750,84	6553	7226,7	3185,57	928,87	6419,9	1033	5672,3
3728,14	6609,36	7281	3185,27	912,78	6475,5	1028	5712,3
3757,83	6636,61	7323	3154,83	908,08	6532	1030	5714,7
3752,16	6684,08	7331,7	3153,9	914,55	6518,2	1019	5715
3758,34	6635,34	7307,4	3174,5	917,49	6543,7	1009	5799,8
3751,16	6594,35	7315,3	3160,74	920,52	6542,2	1002	5758,5
3676,62	6571,63	7278,4	3162,3	922,75	6584,8	1009	5744,9
3631,01	6513,71	7232,4	3164,76	924,1	6566,2	1016	5769,1
3558,99	6501,7	7199,3	3162,99	931,94	6557	1010	5791,6
3524,16	6461,93	7249,2	3172,03	934,81	6563,7	1013	5764,8
3429,64	6595,11	7232,8	3161,02	934,97	6586,3	1014	5789,5
3557,15	6615,02	7230,3	3134,8	933,48	6615,1	1036	5885,5