

**ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ
ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α**

Βασίλειος Θ. Μπέκας
Πτυχίο Νομικού Τμήματος Σχολής Νομικών Οικονομικών και Πολιτικών Επιστημών
Πανεπιστημίου Αθηνών

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των
Επιχειρήσεων**

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2007

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου Θωμά και Μαρίνα, στην αδερφή μου Εύη και στην Ελένη

ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α

Βασίλειος Θ. Μπέκας

Σημαντικοί όροι : Ομολογιακά δάνεια, ομολογίες, ομόλογα, τιτλοποίηση απαιτήσεων, πρωτογενής αγορά, δευτερογενής αγορά, κεφαλαιαγορά των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Η.Π.Α.), ελληνική κεφαλαιαγορά

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εν λόγω εργασία εστιάζει στην παρουσίαση της λειτουργίας του θεσμού των ομολογιακών δανείων καθώς και εκείνου της τιτλοποίησης απαιτήσεων τόσο στην ελληνική κεφαλαιαγορά όσο και στην αγορά των Η.Π.Α. Κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια πιο εκτενής αναφορά στην πρώτη αγορά και μια πιο συνοπτική απεικόνιση της δεύτερης, δεδομένου ότι η τελευταία έχει αποτελέσει πολλάκις αντικείμενο ενδελεχούς μελέτης και έρευνας από διάφορους μελετητές ανά τον κόσμο. Επιπλέον, στους στόχους του συγκεκριμένου πονήματος συγκαταλέγεται και η παρουσίαση των πλέον βασικών χαρακτηριστικών και εννοιών που σχετίζονται με την πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά ομολογιακών δανείων διεθνώς. Οι απαραίτητες για τους σκοπούς της εργασίας πληροφορίες αντλήθηκαν μέσω της μελέτης επιστημονικών συγγραμμάτων και πληροφοριακών εντύπων ελληνικών και μη, της έρευνας στο διαδίκτυο και της ανάγνωσης νομοθετημάτων και νομολογιακών ευρημάτων που αφορούν κυρίως στην ελληνική νομοθετική και δικαστική πραγματικότητα.

Το συμπέρασμα που εξήχθη από την εκπόνηση της παρούσας εργασίας είναι ότι μπορεί ο βαθμός ανάπτυξης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, όσον αφορά στα ομολογιακά δάνεια και στην τιτλοποίηση απαιτήσεων, να είναι αρκετά μικρός συγκριτικά με ανεπτυγμένες αγορές όπως αυτή των Η.Π.Α., αλλά δεν πρέπει να διαλάθει της προσοχής μας το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια συνεχής ενίσχυση του ρόλου των εν λόγω προϊόντων στην ελληνική αγορά, που ευνοείται κυρίως από τον εκσυγχρονισμό της σχετικής νομοθεσίας και δη την ψήφιση του ν. 3156/2003.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Σελίδα

| | |
|---|------------|
| ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ..... | I |
| ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ..... | II |
| ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ..... | IV |
| ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ..... | VII |
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ : Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ..... | 1 |
| 1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ | 4 |
| 1.1 Ο ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ..... | 4 |
| 1.1.1 Γενικά..... | 4 |
| 1.1.2 Ορισμός και σύντομη περιγραφή των ομολογιακών δανείων..... | 4 |
| 1.1.3 Τα βασικά στοιχεία μιας ομολογίας | 7 |
| 1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ..... | 12 |
| 1.2.1 Διάκριση σύμφωνα με τον εκδότη του δανείου..... | 12 |
| 1.2.2 Διάκριση σύμφωνα με το σκοπό του δανείου..... | 13 |
| 1.2.3 Διάκριση σύμφωνα με τη διάρκεια του δανείου | 13 |
| 1.2.4 Διάκριση σύμφωνα με το επιτόκιο του δανείου | 14 |
| 1.2.5 Διάκριση σύμφωνα με τα προνόμια που δίδονται στον ομολογιούχο..... | 16 |
| 1.2.6 Διάκριση σύμφωνα με την παρεχόμενη εξασφάλιση της απαίτησης του ομολογιούχου..... | 17 |
| 1.2.7 Διάκριση σύμφωνα με τον τρόπο εξόφλησης..... | 18 |
| 1.3 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΥΝ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΟΝΤΕΣ ΣΕ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ..... | 22 |
| 1.3.1 Γενικά..... | 22 |
| 1.3.2 Ο κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου ή πιστωτικός κίνδυνος | 23 |
| 1.3.3 Ο κίνδυνος επιτοκίου..... | 25 |

| | | |
|-----------|---|----|
| 1.3.4 | Ο κίνδυνος επανεπένδυσης | 26 |
| 1.3.5 | Ο κίνδυνος πληθωρισμού | 27 |
| 1.3.6 | Ο κίνδυνος ρευστότητας..... | 28 |
| 1.3.7 | Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας | 28 |
| 1.3.8 | Ο κίνδυνος ανάκλησης..... | 29 |
| 1.3.9 | Ο κίνδυνος χώρας και ο πολιτικός κίνδυνος..... | 30 |
| 1.3.10 | Ο κίνδυνος πλημμελούς εκτίμησης του κινδύνου | 30 |
| 1.3.11 | Η Αξία σε Περίπτωση Κινδύνου ως μέθοδος μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων..... | 30 |
| 1.4 | Η ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΗ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥΣ | 31 |
| 1.4.1 | Γενικά..... | 31 |
| 1.4.1.1 | Η έννοια της τιμής μιας ομολογίας..... | 31 |
| 1.4.1.2 | Το επιτόκιο αγοράς και η καμπύλη απόδοσης..... | 33 |
| 1.4.1.2.1 | Η φύση και τα συστατικά μέρη του επιτοκίου αγοράς..... | 33 |
| 1.4.1.2.2 | Η καμπύλη απόδοσης..... | 34 |
| 1.4.1.2.3 | Οι αδυναμίες της χρήσης της καμπύλης απόδοσης κρατικών ομολογιών..... | 36 |
| 1.4.2 | Η τρέχουσα τιμή των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου..... | 38 |
| 1.4.2.1 | Υπολογισμός της τρέχουσας τιμής των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου..... | 39 |
| 1.4.2.2 | Σχέση επιτοκίου αγοράς και τρέχουσας τιμής των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου..... | 42 |
| 1.4.3 | Η τρέχουσα τιμή των ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου | 43 |
| 1.4.4 | Υπολογισμός της τρέχουσας τιμής των ανακλήσιμων και των επιστρέψιμων ομολογιών | 46 |
| 1.4.4.1 | Ομολογίες με δικαίωμα ανάκλησης..... | 46 |
| 1.4.4.2 | Ομολογίες με δικαίωμα επιστροφής..... | 50 |
| 1.4.5 | Η μεταβλητότητα της τρέχουσας τιμής των ομολογιών | 50 |
| 1.4.5.1 | Γενικά..... | 51 |
| 1.4.5.2 | Μέθοδοι μέτρησης της μεταβλητότητας..... | 53 |
| 1.4.5.2.1 | Αξία της μεταβολής της απαιτούμενης απόδοσης κατά μία μονάδα βάσης..... | 53 |
| 1.4.5.2.2 | Μεταβολή της απαιτούμενης απόδοσης της ομολογίας για δεδομένη μεταβολή της τρέχουσας τιμής της..... | 53 |
| 1.4.5.2.3 | Σταθμισμένη διάρκεια ομολογίας..... | 54 |
| 1.4.5.3 | Η κυρτότητα της καμπύλης που δείχνει τη σχέση τιμής-απαιτούμενης απόδοσης και η μέτρησή της..... | 57 |
| 1.5 | ΤΑ ΕΙΔΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΙΑΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ..... | 62 |
| 1.5.1 | Απόδοση στη λήξη..... | 62 |
| 1.5.2 | Ονομαστική απόδοση | 63 |
| 1.5.3 | Τρέχουσα απόδοση | 63 |
| 1.5.4 | Κεφαλαιακή απόδοση | 64 |

| | | |
|--|---|-----------|
| 1.5.5 | Απόδοση μέχρι την ανάκληση..... | 64 |
| 1.5.6 | Συνολική απόδοση..... | 65 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ..... | | 68 |
| 2. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α..... | | 71 |
| 2.1 | Η ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α..... | 71 |
| 2.1.1 | Εισαγωγή..... | 71 |
| 2.1.2 | Η πρωτογενής αγορά ομολογιών..... | 72 |
| 2.1.2.1 | Γενικά..... | 72 |
| 2.1.2.2 | Η δημόσια προσφορά..... | 73 |
| 2.1.2.3 | Η ιδιωτική τοποθέτηση..... | 77 |
| 2.1.3 | Η δευτερογενής αγορά ομολογιών..... | 78 |
| 2.1.3.1 | Γενικά..... | 78 |
| 2.1.3.2 | Χώροι λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς ομολογιών..... | 80 |
| 2.1.3.3 | Ο ρόλος των διαπραγματευτών και των μεσιτών..... | 81 |
| 2.2 | ΟΙ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α..... | 83 |
| 2.2.1 | Ομολογίες εκδιδόμενες από το Υπουργείο Οικονομικών..... | 83 |
| 2.2.1.1 | Γενικά..... | 83 |
| 2.2.1.2 | Ομολογίες βραχυ - μεσοπρόθεσμης λήξης..... | 85 |
| 2.2.1.3 | Ομολογίες μακροπρόθεσμης λήξης..... | 85 |
| 2.2.1.4 | Ομολογίες με αποκομμένο τοκομερίδιο..... | 85 |
| 2.2.1.5 | Η πρωτογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α..... | 86 |
| 2.2.1.6 | Η δευτερογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. και των ομολογιών με αποκομμένο τοκομερίδιο..... | 88 |
| 2.2.2 | Ομολογίες εκδιδόμενες από ομοσπονδιακά ιδρύματα και από δημόσιες επιχειρήσεις..... | 90 |
| 2.2.2.1 | Γενικά..... | 90 |
| 2.2.2.2 | Ομολογίες εκδιδόμενες από ομοσπονδιακά ιδρύματα..... | 91 |
| 2.2.2.3 | Ομολογίες εκδιδόμενες από δημόσιες επιχειρήσεις..... | 92 |
| 2.2.2.4 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδουν τα ομοσπονδιακά ιδρύματα και οι δημόσιες επιχειρήσεις των Η.Π.Α..... | 94 |
| 2.3 | ΟΙ ΔΗΜΟΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α..... | 96 |
| 2.3.1 | Γενικά..... | 96 |
| 2.3.2 | Ομολογίες γενικής υποχρέωσης..... | 98 |
| 2.3.3 | Ομολογίες εσόδων..... | 99 |
| 2.3.4 | Ειδικό και παράγωγο ομολογιακό τίτλο..... | 101 |

| | | |
|-----------|---|-----|
| 2.3.4.1 | Ειδικοί ομολογιακοί τίτλοι..... | 101 |
| 2.3.4.2 | Παράγωγοι ομολογιακοί τίτλοι..... | 104 |
| 2.3.5 | Η πρωτογενής αγορά των δημοτικών ομολογιών στις Η.Π.Α..... | 104 |
| 2.3.6 | Η δευτερογενής αγορά των δημοτικών ομολογιών στις Η.Π.Α..... | 105 |
| 2.4 | ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α..... | 106 |
| 2.4.1 | Γενικά..... | 106 |
| 2.4.2 | Κατηγορίες επιχειρηματικών ομολογιών | 107 |
| 2.4.3 | Η πρωτογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α..... | 109 |
| 2.4.4 | Η δευτερογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α..... | 110 |
| 2.5 | Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΕΝΥΠΟΘΗΚΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α..... | 112 |
| 2.5.1 | Τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στην αγορά των Η.Π.Α..... | 112 |
| 2.5.1.1 | Γενικά..... | 112 |
| 2.5.1.2 | Οι κυριότεροι κίνδυνοι της επένδυσης σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια και σε τίτλους προερχόμενους από αυτά..... | 115 |
| 2.5.1.3 | Συνήθη είδη ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων..... | 117 |
| 2.5.2 | Τίτλοι προερχόμενοι από τιτλοποίηση απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στην αγορά των Η.Π.Α..... | 119 |
| 2.5.2.1 | Γενικά..... | 119 |
| 2.5.2.2 | Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων..... | 120 |
| 2.5.2.2.1 | Γενικά..... | 120 |
| 2.5.2.2.2 | Τίτλοι εγγυημένοι από δημόσια επιχείρηση..... | 121 |
| 2.5.2.2.3 | Τίτλοι εγγυημένοι από ιδιωτική επιχείρηση..... | 123 |
| 2.5.2.2.4 | Η εκτίμηση του ρυθμού προπληρωμής του κεφαλαίου των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και οι παράγοντες επιρροής του..... | 125 |
| 2.5.2.2.5 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τίτλων που εξασφαλίζονται με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων..... | 128 |
| 2.5.2.3 | Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα δανείων, δημιουργούμενη από άλλες ομάδες δανείων..... | 129 |
| 2.5.2.3.1 | Γενικά..... | 129 |
| 2.5.2.3.2 | Είδη ομάδων δημιουργούμενων από άλλες ομάδες δανείων..... | 130 |
| 2.5.2.4 | Τίτλοι με αποκομμένο τοκομερίδιο εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ενυπόθηκα στεγαστικά ή και άλλα δάνεια..... | 133 |
| | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ..... | 136 |

3. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ 137

| | | |
|---------|--|-----|
| 3.1 | Η ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ..... | 137 |
| 3.1.1 | Γενικά..... | 137 |
| 3.1.1.1 | Ιστορική αναδρομή..... | 137 |
| 3.1.1.2 | Η σημερινή πραγματικότητα..... | 140 |
| 3.1.2 | Η πρωτογενής αγορά ομολόγων και ομολογιών..... | 142 |
| 3.1.2.1 | Γενικά..... | 142 |
| 3.1.2.2 | Η δημόσια εγγραφή..... | 144 |
| 3.1.2.3 | Η ιδιωτική τοποθέτηση..... | 147 |
| 3.1.3 | Η δευτερογενής αγορά ομολόγων και ομολογιών..... | 148 |
| 3.1.3.1 | Γενικά..... | 148 |
| 3.1.3.2 | Χώροι λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς..... | 149 |
| 3.1.4 | Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και το Σύστημα Άυλων Τίτλων..... | 150 |
| 3.1.5 | Το Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή..... | 152 |
| 3.1.6 | Ο ρόλος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά ομολόγων..... | 154 |
| 3.1.6.1 | Γενικά..... | 154 |
| 3.1.6.2 | Οι δραστηριότητες των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά..... | 157 |
| 3.1.7 | Η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων..... | 160 |
| 3.1.7.1 | Γενικά..... | 160 |
| 3.1.7.2 | Η διατύπωση προσφορών και εντολών αγοράς ή πώλησης από τα Μέλη της Η.Δ.Α.Τ..... | 161 |
| 3.1.7.3 | Η εποπτεία της Η.Δ.Α.Τ..... | 164 |
| 3.2 | ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ..... | 166 |
| 3.2.1 | Γενικά..... | 166 |
| 3.2.2 | Βασικές εκδόσεις ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου..... | 169 |
| 3.2.2.1 | Γενικά..... | 170 |
| 3.2.2.2 | Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου σταθερού επιτοκίου..... | 170 |
| 3.2.2.3 | Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου..... | 174 |
| 3.2.2.4 | Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου μηδενικού τοκομεριδίου..... | 175 |
| 3.2.2.5 | Ομόλογα ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα ξένου νομίσματος..... | 176 |
| 3.2.3 | Εκδόσεις ειδικών ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου..... | 176 |
| 3.2.3.1 | Γενικά..... | 176 |
| 3.2.3.2 | Αποταμιευτικά ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου..... | 177 |
| 3.2.3.3 | Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου..... | 178 |
| 3.2.3.4 | Προμέτοχα ή μετοχοποιήσιμοι τίτλοι του ελληνικού Δημοσίου..... | 178 |
| 3.2.4 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου..... | 180 |
| 3.3 | ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ..... | 182 |

| | | |
|---------|--|------------|
| 3.3.1 | Γενικά..... | 183 |
| 3.5.2 | Τα είδη επιχειρηματικών ομολογιακών δανείων που προβλέπει ο ν. 3156/2003 και ο τρόπος εξασφάλισής τους..... | 183 |
| 3.3.3 | Ο ρόλος της ομάδας των ομολογιούχων | 188 |
| 3.3.4 | Η πρωτογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών | 190 |
| 3.3.5 | Η δευτερογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών | 195 |
| 3.4 | ΕΙΔΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ..... | 201 |
| 3.4.1 | Τα δημοτικά ομόλογα..... | 201 |
| 3.4.1.1 | Γενικά..... | 201 |
| 3.4.1.2 | Η πρωτογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που εκδίδουν οι Ο.Τ.Α. | 202 |
| 3.4.1.3 | Η δευτερογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που εκδίδουν οι Ο.Τ.Α..... | 203 |
| 3.4.2 | Τα τραπεζικά ομόλογα | 204 |
| 3.4.2.1 | Γενικά..... | 204 |
| 3.4.2.2 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τραπεζικών ομολόγων..... | 206 |
| 3.5 | Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ..... | 208 |
| 3.5.1 | Γενικά..... | 208 |
| 3.5.2 | Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου, Ν.Π.Δ.Δ. και δημοσίων επιχειρήσεων..... | 210 |
| 3.5.2.1 | Γενικά..... | 210 |
| 3.5.2.2 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων..... | 212 |
| 3.5.3 | Η τιτλοποίηση απαιτήσεων του ν. 3156/2003 | 215 |
| 3.5.3.1 | Γενικά..... | 215 |
| 3.5.3.2 | Η τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων..... | 216 |
| 3.5.3.3 | Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα..... | 219 |
| 3.5.3.4 | Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που προέρχονται από την τιτλοποίηση του ν. 3156/2003..... | 222 |
| | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ..... | 224 |
| | ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΚΕΨΕΙΣ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ..... | 227 |
| | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ..... | 230 |

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ, κατ' αρχάς, να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στην κα Πηνελόπη Αγαλλοπούλου, Τακτική Καθηγήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς, η συνεργασία με την οποία υπήρξε άριστη σε όλα τα επίπεδα.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους κ.κ. Γεώργιο και Παναγιώτη Αρτίκη, Τακτικό Καθηγητή και ειδικό επιστήμονα του Πανεπιστημίου Πειραιώς αντίστοιχα, για τις πολύτιμες συμβουλές τους και την εν γένει συνδρομή τους κατά την από πλευράς μου εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Ιωάννη Φαρσαρώτα, Αναπληρωτή Προϊστάμενο Τμήματος Έρευνας και Ανάλυσης Διεθνών Αγορών της Τράπεζας της Ελλάδος, για την τόσο σημαντική βοήθεια που μου παρέσχε κατά την προσπάθεια συλλογής πληροφοριών σχετικών με τη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

| | | |
|-------------|---|-----|
| ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1 | ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΚΔΟΤΗ..... | 25 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 | ΟΙ ΔΕΚΑ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΑΝΑΔΟΧΟΙ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α. ΤΟ 2001..... | 77 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2 | ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (%) ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΒΡΑΧΥ-ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΛΗΞΗΣ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΣΤΙΣ 28/3/2007..... | 90 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3 | ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΗ ΛΗΞΗ (%) ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΑΑ ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 26/3/2007..... | 102 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4 | ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΚΑΙ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ..... | 115 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 | ΜΕΡΙΚΟΙ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΚΥΡΙΟΤΕΡΟΥΣ ΠΑΡΟΧΕΙΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΕΝΤΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ..... | 147 |

| | | |
|-------------|---|-----|
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 | ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΟ 2006..... | 156 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3 | ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΝΕΑΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΔΕΚΑΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑΣ..... | 172 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4 | ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΟΥ ΔΕΚΑΕΤΟΥΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ ΜΕΤΑΞΥ 22/2/2005 ΚΑΙ 17/1/2007..... | 173 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5 | ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΠΟΥ ΗΤΑΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΑ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΟΝ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2007..... | 199 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6 | ΟΙ ΠΕΝΤΕ (5) ΠΙΟ ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ..... | 207 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7 | ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ Υ.Α. 2/79834/0049/2000 ΕΚΔΟΣΗΣ ΤΙΤΛΩΝ ΠΡΟΕΣΟΔΩΝ..... | 214 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8 | ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ Υ.Α. 2/38581/0094/2006 ΕΚΔΟΣΗΣ ΤΙΤΛΩΝ ΠΡΟΕΣΟΔΩΝ..... | 215 |

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σελίδα

| | | |
|---------------|--|----|
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1 | ΟΙ ΤΕΣΣΕΡΙΣ (4) ΔΥΝΑΤΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ..... | 35 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2 | ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΤΟ ΝΟΕΜΒΡΙΟ ΤΟΥ 1994..... | 38 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3 | ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ – ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ..... | 43 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4 | ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ - ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΙΑΣ ΑΝΑΚΛΗΣΙΜΗΣ ΚΑΙ ΜΙΑΣ ΜΗ ΑΝΑΚΛΗΣΙΜΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ..... | 49 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5 | ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΣΧΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ - ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΜΕ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΗ ΚΥΡΤΟΤΗΤΑ..... | 61 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 | ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%) ΤΩΝ ΥΠΟ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΕΚΔΟΘΕΝΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΙΣ 15/4/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 14/4/2007..... | 84 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2 | ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΟΔΩΝ | |

| | | |
|---------------|--|-----|
| | ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 28/3/2006..... | 98 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3 | ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α., ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 28/3/2006..... | 107 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4 | ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΗ ΛΗΞΗ (%) ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΑΑ, ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΓΕΝΙΚΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΗΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΑΑ ΚΑΙ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΩΝ 1996 - 2006..... | 111 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1 | ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ 31/12/06..... | 141 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2 | ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΚΔΟΘΕΝΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟ 2006..... | 169 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3 | ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α., ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ ΜΕΤΑΞΥ ΤΗΣ 1 ^{ΗΣ} /01/2004 ΚΑΙ ΤΗΣ 19 ^{ΗΣ} /9/2006..... | 174 |
| ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4 | ΑΝΤΙΠΑΡΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%) ΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΗΣ 31 ^{ΗΣ} /10/2006 ΜΕ ΕΚΕΙΝΗ ΤΗΣ | |

30^{ΗΣ}/12/2005.....182

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5 Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2007.....200

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

| | |
|-------------|--|
| Α.Π. | Άρειος Πάγος |
| Απόφ.Ε.Κεφ. | Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς |
| αρ. | άρθρο/α |
| αριθμ. | αριθμός |
| βλ. | βλέπε |
| ΓΝΜΔ | Γνωμοδότηση |
| Ε.Β.Ε. | Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο |
| ΕπισκΕΔ | Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (νομικό περιοδικό) |
| επ. | επόμενα |
| κ.ά. | και άλλα |
| κ.ν. | κωδικοποιημένος νόμος |
| κ.τ.λ. | και τα λοιπά |
| ν. | νόμος |
| ν.δ. | νομοθετικό διάταγμα |
| Ν.Π.Δ.Δ. | Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου |
| Ν.Σ.Κ. | Νομικό Συμβούλιο του Κράτους |
| ό.π. | όπως προηγούμενα |
| Ο.Τ.Α. | Οργανισμός/οί Τοπικής Αυτοδιοίκησης |
| παρ. | παράγραφος/οι |
| Π.Δ.Τ.Ε. | Πράξη Διοικητή Τράπεζας της Ελλάδας |

| | |
|------|---------------------|
| π.χ. | παραδείγματος χάριν |
| σ. | σελίδα |
| Υ.Α. | Υπουργική Απόφαση |

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ : Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Οι επιχειρήσεις, αποτελώντας οικονομικές μονάδες που μέσω της χρήσης κεφαλαίων αποβλέπουν στη συνεχή πραγματοποίηση κέρδους, χρήζουν διαρκούς χρηματοδότησης, ούτως ώστε να καταφέρουν να επιτύχουν αυτό που η σύγχρονη οικονομική θεωρία ονομάζει «μεγιστοποίηση της αξίας» (wealth maximization). Ένας από τους πλέον διαδεδομένους τρόπους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που εδρεύουν σε ανεπτυγμένες χώρες είναι η σύναψη ομολογιακού δανείου. Πρόκειται για ένα προϊόν της κεφαλαιαγοράς, το οποίο τυγχάνει ευρύτατης αποδοχής από τις επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα, ενώ, παράλληλα, αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα μέσα άντλησης κεφαλαίων για τις δημόσιες επιχειρήσεις, τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου και τα ίδια τα Κράτη. Επιπλέον, η ρευστότητα που παρουσιάζει, στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, η διαπραγμάτευση των τίτλων στους οποίους διαιρείται κάθε ομολογιακό δάνειο (ομολογίες), η συνεχής διαφοροποίηση των χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των τίτλων αυτών, ούτως ώστε να προσαρμόζονται στις ανάγκες των επενδυτών, αλλά και η δημιουργία πληθώρας παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων βασιζόμενων σε αυτούς (π.χ. δικαιώματα, αμοιβαία κεφάλαια κ.ά.) δικαιολογούν ακόμα περισσότερο τον κυρίαρχο ρόλο που διαδραματίζουν τα ομολογιακά δάνεια στις ανεπτυγμένες χώρες και δη στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.). Όσον αφορά στην ελληνική πραγματικότητα, η χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης ομολογιακού δανείου γίνεται εδώ και αρκετά χρόνια αντικείμενο ευρύτατης χρήσης

από πλευράς ελληνικού Δημοσίου (εκτός από τους Ο.Τ.Α.), αλλά δεν ισχύει το ίδιο και για τις ελληνικές επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα. Παρά ταύτα, είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια σταδιακή στροφή των επιχειρήσεων προς το συγκεκριμένο τρόπο χρηματοδότησης και μια συνεχής βελτίωση και ανάπτυξη της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς ομολογιακών τίτλων στην Ελλάδα.

Είναι σαφές ότι το ενδιαφέρον που παρουσιάζουν τα ομολογιακά δάνεια ως μέσο χρηματοδότησης είναι μεγάλο, δεδομένου ότι αποτελούν ένα αρκετά διαδεδομένο χρηματοοικονομικό προϊόν της διεθνούς αγοράς, το οποίο έχει αρχίσει να αποκτά έντονη παρουσία και στην Ελλάδα. Σκοπός της ανά χειράς διπλωματικής εργασίας είναι η συνοπτική παρουσίαση της αγοράς - πρότυπο, όσον αφορά στα ομολογιακά δάνεια και στην τιτλοποίηση απαιτήσεων (ιδίως εκείνων που προέρχονται από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια), δηλαδή της κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., και η πιο αναλυτική παρουσίαση της λειτουργίας της αντίστοιχης ελληνικής αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, στο *Κεφάλαιο 1* γίνεται μια σύντομη ανάπτυξη των βασικότερων εννοιών και χρηματοοικονομικών παραμέτρων που αφορούν στα ομολογιακά δάνεια. Στο *Κεφάλαιο 2* παρουσιάζονται συνοπτικά, δεδομένου ότι χυθεί πολλή μελάνη για το συγκεκριμένο θέμα, οι αγορές ομολογιακών τίτλων και τίτλων παραγόμενων μέσω τιτλοποίησης απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στις Η.Π.Α. (πρόκειται για την πλέον διαδεδομένη μορφή τιτλοποίησης απαιτήσεων στην αγορά των Η.Π.Α.). Τέλος, στο *Κεφάλαιο 3* γίνεται μια παρουσίαση της λειτουργίας των ελληνικών αγορών ομολογιακών τίτλων και

τίτλων προερχόμενων από τιλοποίηση απαιτήσεων, κυρίως μέσα από το πρίσμα του περίπλοκου πλέγματος διατάξεων που αφορούν στα συγκεκριμένα αντικείμενα. Η άντληση των απαραίτητων για τη συγγραφή του παρόντος πονήματος πληροφοριών έγινε από συγγράμματα της διεθνούς και της εγχώριας βιβλιογραφίας, επιστημονικά και μη, από το διαδίκτυο και από σχετικά με το αντικείμενο της εργασίας νομοθετήματα και νομολογιακά ευρήματα.

1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

1.1 Ο ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

1.1.1 Γενικά

Δεδομένου ότι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης διακρίνεται σε εσωτερική, προερχόμενη τόσο από την παραγωγική της διαδικασία όσο και από τις αποδόσεις των επενδεδυμένων κεφαλαίων της, και σε εξωτερική, προερχόμενη από κεφάλαια που διαθέτουν είτε οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης είτε τρίτοι επενδυτές¹, η έκδοση ομολογιακού δανείου εντάσσεται στο δεύτερο είδος χρηματοδότησης. Μέσω αυτού του χρηματοοικονομικού προϊόντος, ο δανειζόμενος (ο εκδότης του δανείου) αποκτά τη δυνατότητα μακροχρόνιας χρήσης κεφαλαίων με όρους, κατά κανόνα, ευνοϊκότερους από τους αντίστοιχους ενός τραπεζικού δανείου.

1.1.2 Ορισμός και σύντομη περιγραφή των ομολογιακών δανείων

Τα ομολογιακά δάνεια είναι μακροπρόθεσμα δάνεια (κατά κανόνα διάρκειας άνω

των δέκα ετών) μεγάλου ύψους, που εκδίδονται από Κράτη, Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου και επιχειρήσεις του δημόσιου ή του ιδιωτικού τομέα. Κάθε ομολογιακό δάνειο διαιρείται σε επιμέρους τίτλους, συνήθως άυλους, που ονομάζονται ομολογίες ή ομόλογα (bonds). Τους τίτλους αυτούς αναλαμβάνουν να εκδώσουν και να διαθέσουν στην πρωτογενή αγορά (primary market), κατά κανόνα, τράπεζες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που ονομάζονται ανάδοχοι (underwriters). Η εν λόγω διάθεση των τίτλων, ανάλογα με τον εκδότη του δανείου (issuer) και τη νομοθεσία κάθε χώρας, μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους, αλλά συνήθως γίνεται είτε μέσω δημοπρασίας (auction) είτε μέσω κοινοπραξίας (syndicate) πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι δανειστές (ομολογιούχοι) αντιπροσωπεύονται από το θεματοφύλακα της έκδοσης (trustee) ή τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, που προασπίζει τα συμφέροντά τους και φροντίζει για την τήρηση, από πλευράς εκδότη, των όρων της υπογραφείσης σύμβασης (indenture). Οι τίτλοι στους οποίους διαιρείται το ομολογιακό δάνειο διαθέτουν τοκομερίδιο (coupon) και δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα είσπραξης, από τον εκδότη του δανείου (bond issuer), αφενός ορισμένου τόκου ανά εξάμηνο ή έτος - εξαιρούνται οι ομολογίες μηδενικού επιτοκίου (zero-coupon bonds) - και αφετέρου της ονομαστικής αξίας των εν λόγω τίτλων κατά τη λήξη τους (maturity). Οι ομολογίες και τα ομόλογα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά (secondary market), που λειτουργεί είτε εντός χρηματιστηρίου είτε, ως είθισται, εκτός χρηματιστηρίου (Over The Counter, OTC), και διαμορφώνουν τρέχουσες αξίες, δίνοντας τη δυνατότητα στους κατόχους τους (bondholders) να αποκομίσουν κεφαλαιακά κέρδη.

Επιχειρώντας να δώσουμε έναν πιο συνοπτικό, αλλά περιεκτικό ορισμό, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ως ομολογιακό δάνειο νοείται «το σύνολο της τοκοφόρου αγοραστικής δυνάμεως, που μεταβιβάζεται από τον δανειστή στον δανειζόμενο (οφειλέτη) και έχει διαιρεθεί σε ίσα ποσά, που απεικονίζονται σε τίτλους μεταβιβάσιμους (τις ομολογίες) εξοφλούμενους κατά τους όρους του δανείου»².

Από πλευράς νομικής φύσης, βάσει της ελληνικής νομοθεσίας, το ομολογιακό δάνειο είναι δάνειο κατά την έννοια των Α.Κ. 806 επ.³ Κάθε ομολογία αποτελεί αξιόγραφο και πιο συγκεκριμένα χρεόγραφο, στο οποίο ενσωματώνεται έντοκη απαίτηση του ομολογιούχου κατά του εκδότη του δανείου⁴. Το περί ου ο λόγος αξιόγραφο είναι δυνατό να είναι ονομαστικό ή, όπως κατά κανόνα συμβαίνει, ανώνυμο.

Όσον αφορά στην ελληνική κεφαλαιαγορά, θα πρέπει να αποφεύγεται η σύγχυση της ομολογίας με το ομόλογο, καθώς το δεύτερο αποτελεί παρεμφερούς φύσης διαπραγματεύσιμο χρεόγραφο, το οποίο, όμως, δεν προϋποθέτει την έκδοση ομολογιακού δανείου και εκδίδεται κατά κανόνα από το δημόσιο ή από εξαρτώμενα από αυτό νομικά πρόσωπα με στόχο το μεσοπρόθεσμο δανεισμό τους (ένα με πέντε έτη)⁵. Παρά ταύτα, είναι σύνηθες το φαινόμενο της μη διάκρισης μεταξύ των δύο προαναφερθεισών εννοιών, ίσως επειδή τα χρηματοοικονομικής φύσης χαρακτηριστικά των σχετικών χρεογράφων είναι σχεδόν ταυτόσημα.

1.1.3 Τα βασικά στοιχεία μιας ομολογίας

Τα βασικά στοιχεία μιας ομολογίας είναι τα εξής :

- i. **Ονομαστική αξία (par value)** : είναι το τμήμα του κεφαλαίου του ομολογιακού δανείου που αντιπροσωπεύεται από την ομολογία και εισπράττεται από τον ομολογιούχο κατά τη λήξη της ή, σε ορισμένες περιπτώσεις, και πριν από αυτήν.
- ii. **Επιτόκιο (coupon interest rate)** : είναι το ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της ομολογίας, βάσει του οποίου προσδιορίζεται ο τόκος που εισπράττει ανά τακτά χρονικά διαστήματα ο ομολογιούχος. Είναι δυνατόν να είναι σταθερό (fixed coupon interest rate) ή κυμαινόμενο (floating coupon interest rate), βασιζόμενο σε κάποιο επιτόκιο αναφοράς (benchmark rate), όπως είναι το ευρωπαϊκό διατραπεζικό επιτόκιο (Euro Interbank Offered Rate, EURIBOR). Βέβαια, υπάρχουν και ομολογίες μηδενικού επιτοκίου (zero coupon bonds, z-bonds).
- iii. **Χρόνος πληρωμής των τόκων (schedule of interest payments)** : είναι το χρονικό διάστημα που παρεμβάλλεται μεταξύ δύο πληρωμών τόκου. Στην αμερικανική αγορά το διάστημα αυτό είναι σχεδόν πάντα εξαμηνιαίο, ενώ σε άλλες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, είναι κατά κανόνα

ετήσιο.

- iv. **Χρονική διάρκεια της ομολογίας (maturity)** : είναι ο χρόνος μέχρι τη λήξη της ομολογίας. Η χρονική διάρκεια μιας ομολογίας μπορεί να εκτείνεται από ένα (1) μέχρι εκατό (100) χρόνια (π.χ. τα centuries στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής), ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις ομολογιών αορίστου λήξεως (π.χ. τα consols στην Αγγλία)⁶.
- v. **Δυνατότητες απόσυρσης μέρους ή του συνόλου των ομολογιών που αποτελούν το ομολογιακό δάνειο (provisions for paying off bonds)** : είναι οι δυνατότητες οι σχετικές με την απόσυρση των ομολογιών, οι οποίες δίδονται στον εκδότη ή στους ομολογιούχους. Ακολουθεί σύντομη αναφορά τους :
- *Καταβολή της ονομαστικής αξίας* των ομολογιών στους κομιστές τους κατά τη λήξη τους.
 - *Δυνατότητα ανάκλησης (call feature)* μέρους ή του συνόλου των ομολογιών, με καταβολή της τιμής ανάκλησης που αποτελείται από την ονομαστική τους αξία και την υπερτίμηση ανάκλησης (call premium), η οποία, κατά κανόνα, μειώνεται όσο περισσότερο πλησιάζει το δάνειο στη λήξη του. Η ανάκληση μπορεί να συμφωνηθεί να γίνει είτε μετά το πέρας ενός καθορισμένου χρονικού διαστήματος είτε ανά πάσα στιγμή. Πρόκειται για έναν πολύ

συνηθισμένο όρο στις συμβάσεις ομολογιακών δανείων, που δίνει τη δυνατότητα στον εκδότη να ανακαλέσει το δάνειο σε περίπτωση πτώσης των επιτοκίων αγοράς και διαμόρφωσης της τρέχουσας τιμής των ομολογιών* σε επίπεδα ανώτερα της τιμής ανάκλησης.

- Έκδοση σειριακών ομολογιών (*serial bonds*), κατανεμημένων σε ομάδες που έχουν διαφορετικές, μεταξύ τους, χρονικές διάρκειες (*maturities*), με αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση του κεφαλαίου του ομολογιακού δανείου, πριν τη λήξη του. Οι «ομολογίες γενικής υποχρέωσης» (*general obligation bonds*) στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής εκδίδονται κατά κανόνα με αυτή τη μορφή⁷. Οι εν λόγω ομολογίες είναι δυνατόν να μην έχουν εκδοθεί στο σύνολό τους κατά τη σύναψη του δανείου, αλλά να εκδίδονται σε μεταγενέστερους χρόνους κατά σειρές (*series bonds*), με διαφορετικές λήξεις. Πρόκειται, δηλαδή, για τμηματική πώληση δανείου σε διαφορετικές χρονικές στιγμές⁸.
- Χρήση χρεολυτικού κεφαλαίου (*sinking fund*) για την ανάκληση συγκεκριμένου αριθμού ομολογιών ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Το εν λόγω κεφάλαιο συγκεντρώνεται μέσω ισόποσων, συνήθως, περιοδικών καταβολών από τον εκδότη στο θεματοφύλακα, ο οποίος, στη συνέχεια, προβαίνει είτε σε ανάκληση είτε σε αγορά του συμφωνηθέντος, για κάθε περίοδο, αριθμού ομολογιών από τη δευτερογενή αγορά⁹. Εναλλακτικά,

* Για τους λόγους που αναλύονται κατωτέρω στην ενότητα 1.4.

υπάρχει η δυνατότητα αγοράς από τον εκδότη του προσυμφωνηθέντος αριθμού ομολογιών και παράδοσής τους στο θεματοφύλακα¹⁰. Η ανάκληση γίνεται, κατά κανόνα, στην ονομαστική τιμή της ομολογίας ή σε τιμή προσεγγίζουσα αρκετά αυτήν¹¹.

- *Μετατροπή (conversion)*, σε περίπτωση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, ή *ανταλλαγή (exchange)*, σε περίπτωση έκδοσης ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου, των ομολογιών, πριν τη λήξη τους. Στην πρώτη περίπτωση η μετατροπή των τίτλων γίνεται σε μετοχές, ενώ στη δεύτερη η ανταλλαγή γίνεται τόσο με μετοχές όσο και με άλλες κινητές αξίες που ανήκουν στον εκδότη του δανείου*. Το δικαίωμα μετατροπής ή ανταλλαγής συνοδεύει, κατά κανόνα, ομολογίες που παρέχουν και δικαίωμα ανάκλησης στον εκδότη. Για το λόγο αυτό μπορεί μεν τα συγκεκριμένα δικαιώματα να ασκούνται με πρωτοβουλία του ομολογιούχου, στην ουσία όμως το «φόβητρο» μιας ενδεχόμενης ανάκλησης σε περιπτώσεις πτώσης των επιτοκίων δανεισμού στην αγορά δεν τους δίνει, συνήθως, περιθώρια επιλογής και τους οδηγεί σε «βεβιασμένη μετατροπή/ανταλλαγή» (forced conversion/exchange). Η μετατροπή ή η ανταλλαγή γίνεται βάσει προκαθορισμένων τιμών, οι οποίες, διαιρούμενες με την ονομαστική αξία κάθε ομολογίας, δίνουν τον αντίστοιχο δείκτη μετατροπής (conversion ratio) ή ανταλλαγής (exchange ratio), δηλαδή τον αριθμό μετοχών ή άλλων κινητών αξιών, που αντιστοιχούν σε κάθε ομολογία¹².

* Στην υποενότητα 1.2.7 κατωτέρω γίνεται περαιτέρω ανάλυση των δύο αυτών ειδών ομολογιών.

- *Ακύρωση ομολογιών (bond defeasance)* μέσω της αγοράς χρεογράφων του δημοσίου, τα οποία αποφέρουν εισροές ταυτόσημες, ως προς το μέγεθος και τη χρονική τους κατανομή, με τις εκροές του ομολογιακού δανείου, και παράδοσής τους σε ένα θεματοφύλακα που μεριμνά για την περαιτέρω εξόφληση του ομολογιακού δανείου¹³.

- vi. **Ύπαρξη ή μη δυνατότητας επιστροφής των ομολογιών (put feature):** είναι η ύπαρξη ή η έλλειψη δυνατότητας επιστροφής της ομολογίας, πριν τη λήξη της, από τον ομολογιούχο στον εκδότη με ταυτόχρονη καταβολή, από τον δεύτερο στον πρώτο, της ονομαστικής της αξίας. Το συγκεκριμένο δικαίωμα ασκείται, συνήθως, στην περίπτωση αύξησης των επιτοκίων της αγοράς και μείωσης της τρέχουσας αξίας της ομολογίας* σε τιμή κατώτερη της ονομαστικής αξίας, η οποία καταβάλλεται κατά την επιστροφή.

- vii. **Ύπαρξη ή μη εμπράγματης εξασφάλισης της απαίτησης των ομολογιούχων επί του κεφαλαίου ή/και των τόκων (collateral) :** είναι η ύπαρξη ή μη πράγματος ή πραγμάτων, κινητών ή/και ακινήτων, που βάσει της σύμβασης του ομολογιακού δανείου, αποτελούν αντικείμενο εμπράγματης ασφάλειας (με τη μορφή *ενεχύρου* ή *υποθήκης*) για τις απαιτήσεις των ομολογιούχων έναντι του εκδότη. Βέβαια, είναι δυνατόν η απαίτηση του ομολογιούχου να εξασφαλίζεται και με άλλους τρόπους, όπως

* Για τους λόγους που αναλύονται κατωτέρω στην ενότητα 1.4.

είναι η *ρήτρα χρυσού, συναλλάγματος ή τιμαρίθμου*.

- viii. **Τρέχουσα τιμή** : είναι η διαρκώς μεταβαλλόμενη τιμή που φέρει η εισαχθείσα στη δευτερογενή αγορά ομολογία. Σε μια αποτελεσματική αγορά η εν λόγω τιμή ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών εισροών, που επιφέρει η μέχρι τη λήξη της διατήρηση της ομολογίας στην κυριότητα του αγοραστή, προεξοφλημένων με την εκάστοτε απαιτούμενη από την κεφαλαιαγορά απόδοση (yield).

1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

1.2.1 Διάκριση σύμφωνα με τον εκδότη του δανείου

Ακολουθώντας τη φιλοσοφία της μεγαλύτερης αγοράς ομολογιών στον κόσμο, της αγοράς των Η.Π.Α., τα ομολογιακά δάνεια, βάσει του εκδότη τους, διακρίνονται σε **κυβερνητικά ή κρατικά (government bonds)**, **δημοτικά (municipal bonds)** και **επιχειρηματικά (corporate bonds)**. Στην πρώτη περίπτωση, εκδότες είναι το κράτος και νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου. Στη δεύτερη περίπτωση, εκδότες είναι οι Πολιτείες, οι πόλεις και άλλες μικρότερες διοικητικές περιφέρειες (στην περίπτωση της Ελλάδας εκδότες αυτών των δανείων είναι μόνον οι Ο.Τ.Α.). Στην τρίτη, τέλος, περίπτωση, εκδότες είναι επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων και

των τραπεζών (στη χώρα μας η ισχύουσα νομοθεσία επιτρέπει μόνο σε ανώνυμες εταιρίες την έκδοση ομολογιακού δανείου).

1.2.2 Διάκριση σύμφωνα με το σκοπό του δανείου

Ένα ομολογιακό δάνειο μπορεί, βάσει του σκοπού του, να είναι **αναπτυξιακό**, στοχεύοντας στην ανάπτυξη της παραγωγικής δυναμικότητας μιας επιχείρησης, **αποταμιευτικό**, έχοντας ως στόχο την αποταμίευση, αλλά και **δάνειο κεφαλαιοποίησης υποχρεώσεων ή αντικατάστασης παλαιότερου ομολογιακού δανείου (refinancing)**, απσκοπώντας στο να υποκαταστήσει υφιστάμενες υποχρεώσεις του εκδότη ή στο να αντικαταστήσει παλαιότερο ομολογιακό δάνειο, αντίστοιχα¹⁴. Στην τελευταία κατηγορία εντάσσονται και οι **ομολογίες εισοδήματος (income bonds)**, οι οποίες αντικαθιστούν παλαιότερες ομολογίες μιας επιχείρησης που αντιμετωπίζει σοβαρό οικονομικό πρόβλημα και παρέχουν τόκο στους δανειστές, μόνον αν η εκδότρια παρουσιάσει κέρδη¹⁵. Τέλος, πρέπει να αναφερθεί και το **ομολογιακό δάνειο ενοποίησης**, που έχει ως σκοπό την ενοποίηση παλιών ομολογιακών δανείων σε ένα.

1.2.3 Διάκριση σύμφωνα με τη διάρκεια του δανείου

Στις Η.Π.Α. τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται, βάσει της διάρκειάς τους, σε

βραχείας (short – term bonds), μέσης (intermediate – term bonds) και μακράς διάρκειας (long – term bonds). Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν τα δάνεια με διάρκεια από ένα μέχρι πέντε έτη, στη δεύτερη τα δάνεια με διάρκεια από πέντε μέχρι δώδεκα έτη και στην τρίτη τα δάνεια που διαρκούν πέραν των δώδεκα ετών¹⁶. Βέβαια, υπάρχουν και περιπτώσεις διηνεκών ομολογιών (π.χ. τα consols στην Αγγλία). Στην Ελλάδα η έννοια του ομολογιακού δανείου αναφέρεται σε χρηματοδότηση μακράς διάρκειας, ενώ η αντίστοιχης φύσης χρηματοδότηση μικρότερης διάρκειας γίνεται, κατά κανόνα, μέσω της έκδοσης ομολόγων.

1.2.4 Διάκριση σύμφωνα με το επιτόκιο του δανείου

Βάσει του επιτοκίου τους, τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται σε **μηδενικού (zero - coupon bonds), σταθερού (fixed – rate bonds) και κυμαινόμενου επιτοκίου (floating – rate bonds).** Στην πρώτη περίπτωση, οι ομολογίες πωλούνται με αρκετά μεγάλη έκπτωση (discount) σε σύγκριση με την ονομαστική τους αξία και μάλιστα η έκπτωση αυτή ισούται με την παρούσα αξία των τόκων που θα εισέπραττε ο επενδυτής, αν αγόραζε αντίστοιχης ποιότητας ομολογίες σταθερού επιτοκίου. Στη δεύτερη περίπτωση, το επιτόκιο του δανείου είναι σταθερό, ενώ στην τρίτη περίπτωση, αναπροσδιορίζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα, βάσει ενός προσυμφωνημένου περιθωρίου απόδοσης (spread), που προστίθεται σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο επιτόκιο αναφοράς (benchmark rate), όπως είναι το EURIBOR. Στην τελευταία κατηγορία ανήκουν και οι **ομολογίες με ανάστροφα**

κυμαινόμενο επιτόκιο (inverse floaters), δηλαδή οι ομολογιακοί τίτλοι με επιτόκιο κινούμενο αντίθετα από ό,τι κάποιο επιτόκιο αναφοράς¹⁷.

Από τα τέλη της δεκαετίας του '70 και μετά άρχισαν να προβάλλουν στην αμερικανική κεφαλαιαγορά **ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης (junk bonds)**, οι οποίες έτυχαν θερμής υποδοχής καθώς η απόδοσή τους θεωρήθηκε υψηλότερη από την απόδοση που απαιτούνταν για να αντισταθμιστεί ο αναλαμβανόμενος, με την αγορά τους, κίνδυνος. Οι ομολογίες αυτού του είδους συνεχίζουν να υπάρχουν στη διεθνή αγορά, αν και λιγότερο ενεργά, ενώ σήμερα στις Η.Π.Α. απαντώνται, κυρίως, με τις ακόλουθες μορφές¹⁸ :

- *Ομολογίες αναβαλλόμενου επιτοκίου (deferred – interest bonds)*, οι οποίες πωλούνται με μεγάλη έκπτωση, ούτως ώστε να λειτουργούν ως ομολογίες μηδενικού επιτοκίου για ένα χρονικό διάστημα (συνήθως τριών έως επτά ετών), ενώ μετά το πέρας αυτού του διαστήματος αποδίδουν τόκο στους επενδυτές.
- *Ομολογίες σταδιακώς αυξανόμενου επιτοκίου (step – up bonds)*, οι οποίες αρχικά έχουν χαμηλό επιτόκιο και στη συνέχεια το αυξάνουν κλιμακωτά.
- *Ομολογίες πληρωμής σε είδος (payment – in – kind bonds)*, οι οποίες παρέχουν στον εκδότη τη δυνατότητα, αντί να πληρώσει μετρητοίς τον τόκο, να δώσει στους ομολογιούχους ομολογίες ονομαστικής αξίας ίσης με τον μη

καταβληθέντα τόκο και επιτοκίου ίδιου με το επιτόκιο του δανείου.

- *Ομολογίες επεκτάσιμου αναπροσδιορισμού επιτοκίου (extendable reset bonds)*, οι οποίες προβλέπουν τον αναπροσδιορισμό του επιτοκίου από τον εκδότη ανά τακτά ή μη χρονικά διαστήματα, ούτως ώστε η τρέχουσα τιμή των ομολογιών να βρίσκεται συνεχώς σε συγκεκριμένα επίπεδα.

1.2.5 Διάκριση σύμφωνα με τα προνόμια που δίδονται στον ομολογιούχο

Υπάρχει πληθώρα προνομίων που μπορούν να κάνουν πιο ελκυστική την έκδοση ενός ομολογιακού δανείου. Μεταξύ αυτών μπορούμε να αναφέρουμε το *δικαίωμα επιστροφής (put feature)* της ομολογίας από τον ομολογιούχο στον εκδότη, το οποίο ασκείται συνήθως σε περιόδους αύξησης των επιτοκίων της αγοράς (όπως έχει ήδη αναφερθεί ανωτέρω), την *προσαρμογή του επιτοκίου της ομολογίας στον πληθωρισμό (ομολογίες αγοραστικής δύναμης, purchasing power bonds)* και το *δικαίωμα συμμετοχής του ομολογιούχου στα κέρδη της δανειζόμενης εταιρίας (συμμετοχικές ομολογίες, participating bonds)*¹⁹. Επιπλέον, προνόμιο αποτελούν *φοροαπαλλαγές* που ενδεχομένως προβλέπονται από το κράτος, του οποίου η νομοθεσία διέπει τη σύμβαση δανείου, ενώ τρόπος προσέλκυσης επενδυτών είναι και η *έκδοση λαχειοφόρων ομολογιών ή ομολογιών με δώρο*. Οι τελευταίες προβλέπουν την απόδοση δώρου με ή χωρίς κλήρωση, αντίστοιχα, στους επενδυτές που κατέχουν ομολογίες πρόωρα εξοφλούμενες λόγω ανάκλησής τους

από τον εκδότη²⁰. Τέλος, ως προνόμιο χαρακτηρίζεται και το *πιστοποιητικό αγοράς μετοχών (warrant)* που φέρουν κάποιες ομολογίες, δίνοντας τη δυνατότητα στους ομολογιούχους να αποκτήσουν νεοεκδιδόμενες μετοχές της δανειζόμενης εταιρίας σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης, *exercise price*). Κάθε τέτοια ομολογία παρέχει δικαίωμα αγοράς τόσων μετοχών όσο είναι το πηλίκο (δείκτης μετατροπής, *conversion ratio*) της διαίρεσης της ονομαστικής της αξίας με τη συμφωνηθείσα τιμή άσκησης. Τα δικαιώματα αγοράς μετοχών, μάλιστα, είθισται να αποσπώνται από τις ομολογίες και να αποτελούν χωριστό αντικείμενο διαπραγμάτευσης, διαμορφώνοντας τρέχουσες τιμές.

1.2.6 Διάκριση σύμφωνα με την παρεχόμενη εξασφάλιση της απαίτησης του ομολογιούχου

Σε πολλές περιπτώσεις η σύμβαση του ομολογιακού δανείου δεν προβλέπει καμία εξασφάλιση ενοχικής ή εμπράγματης φύσης σχετικά με τις απαιτήσεις των ομολογιούχων που αφορούν στους τόκους και στο κεφάλαιο του δανείου (**ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης, debentures**). Βέβαια, υπάρχουν και συμβάσεις ομολογιακών δανείων που προβλέπουν διάφορους τρόπους εξασφάλισης των απαιτήσεων των ομολογιούχων. Πρόκειται, δηλαδή, για τις λεγόμενες **«εξασφαλισμένες ομολογίες»**, στις οποίες η εξασφάλιση είναι δυνατό να συνίσταται σε *παροχή εγγύησης από μια τρίτη εταιρία για τις εκ του δανείου υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρίας (εγγυημένες ομολογίες, guaranteed bonds)*²¹,

σε κάποια μορφή *εμπράγματος ασφάλειας* (ενέχυρο ή υποθήκη) ή και σε *ύπαρξη ρήτρας χρυσού, συναλλάγματος ή τιμαρίθμου*²². Στην τελευταία περίπτωση, η ονομαστική τιμή, στην οποία βασίζεται η εξόφληση των ομολογιών στη λήξη τους, καθορίζεται βάσει της πορείας της τιμής του χρυσού, του ορισθέντος ξένου νομίσματος ή του συμφωνηθέντος τιμαρίθμου (π.χ. του δείκτη τιμών καταναλωτή), αντιστοίχως. Πέραν των ανωτέρω εξασφαλίσεων, είναι δυνατόν η σύμβαση του δανείου να προβλέπει ως υποχρέωση της εκδότριας επιχείρησης τη *διατήρηση αποθεματικού* για την κάλυψη των υποχρεώσεών της από το δανεισμό, ενώ δεν αποκλείεται και η *παροχή ασφαλιστικής κάλυψης* στην εκδούσα από μια ασφαλιστική εταιρία.

1.2.7 Διάκριση σύμφωνα με τον τρόπο εξόφλησης

Οι ομολογίες είναι δυνατόν να εξοφληθούν τόσο **στη λήξη του δανείου** όσο και **πριν από αυτή**, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις **διηλεκτών ομολογιών** (π.χ τα consolidated funds ή consols στην Αγγλία). Οι πλέον συνήθεις μορφές ομολογιών που εξοφλούνται πριν από τη λήξη του ομολογιακού δανείου είναι οι *σειριακά εξοφλούμενες (serial bonds)*, οι *επιστρέψιμες από τον ομολογιούχο στον εκδότη πριν τη λήξη τους (puttable bonds)*, οι *παρέχουσες στον εκδότη δικαίωμα ανάκλησης (callable bonds)*, οι *μετατρέψιμες (convertible bonds)* και οι

ανταλλάξιμες (exchangeable bonds) *.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες δίνουν τη δυνατότητα στον ομολογιούχο να τις αντικαταστήσει, ανά πάσα στιγμή, με μετοχές της εκδότριας εταιρίας σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης). Το ελάχιστο επίπεδο το οποίο μπορεί να αγγίξει η τρέχουσα τιμή μιας μετατρέψιμης ομολογίας ισούται με την αξία μετατροπής της ή με την άμεση αξία της (έννοιες που αναλύονται κατωτέρω), αναλόγως με το ποια είναι μεγαλύτερη. Οι μετοχές με τις οποίες ισοδυναμεί μια ομολογία δίδονται από το δείκτη μετατροπής, ο οποίος, όπως έχει ήδη αναφερθεί, προσδιορίζεται από το εξής πηλίκο :

$$\Delta.M. = \frac{O.A.O}{T.A.} \quad (1.1)$$

Όπου :

$\Delta.M.$ = Δείκτης Μετατροπής

$O.A.O.$ = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

$T.A.$ = Τιμή Άσκησης

Πέραν του δείκτη μετατροπής, οι μετέχοντες στην αγορά κάνουν χρήση και άλλων δεικτών ή εννοιών σχετικών με τις μετατρέψιμες ομολογίες. Θα μπορούσαμε να

* Στην υποενότητα 1.1.3 ανωτέρω γίνεται αναφορά και στα πέντε (5) αυτά είδη ομολογιών, ιδίως δε στις σειριακά εξοφλούμενες, στις επιστρέψιμες και στις ανακλήσιμες ομολογίες. Στην παρούσα υποενότητα κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια πιο εκτενής αναφορά στις μετατρέψιμες και στις ανταλλάξιμες ομολογίες.

αναφέρουμε σχετικά την καθαρή ή άμεση αξία της ομολογίας (*pure bond value or straight value*), την αξία μετατροπής (*conversion value*) και την υπερτίμηση μετατροπής (*conversion premium*)²³. Η καθαρή αξία της μετατρέψιμης ομολογίας (*pure bond value*) ισούται με την τρέχουσα τιμή που θα είχε η ομολογία αν δεν ήταν μετατρέψιμη, ενώ η αξία μετατροπής (*conversion value*) αναφέρεται στην τρέχουσα αξία των μετοχών, στις οποίες είναι δυνατό να μετατραπεί η ομολογία και δίδεται από τον τύπο:

$$A.M. = \Delta.M. \times T.T.M. \quad (1.2)$$

Όπου :

A.M. = Αξία Μετατροπής

Δ.Μ. = Δείκτης Μετατροπής

T.T.M. = Τρέχουσα Τιμή Μετοχής

Η υπερτίμηση μετατροπής (*conversion premium*) αναφέρεται στη διαφορά της τρέχουσας τιμής και της αξίας μετατροπής της μετατρέψιμης ομολογίας ως ποσοστό επί της τελευταίας. Η συγκεκριμένη υπερτίμηση αποτελεί μια επιπλέον πληρωμή από πλευράς του επενδυτή, η οποία μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους, όπως η αυξημένη μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής ή η μεγάλη διάρκεια της ομολογίας, χαρακτηριστικά, δηλαδή, που συνεπάγονται μεγάλη πιθανότητα αύξησης της αξίας μετατροπής και συνεπώς της τρέχουσας τιμής της ομολογίας. Η υπερτίμηση μετατροπής προκύπτει από τον ακόλουθο τύπο :

$$Y.M. = \frac{T.T.O. - A.M.}{A.M.} \quad (1.3)$$

Όπου :

Y.M. = Υπερτίμηση Μετατροπής

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

A.M. = Αξία Μετατροπής

Οι ανταλλάξιμες ομολογίες δίνουν στον ομολογιούχο τη δυνατότητα να τις ανταλλάξει (βάσει ενός δείκτη ανταλλαγής που έχει αντίστοιχη λειτουργία με τον προαναφερθέντα δείκτη μετατροπής) με άλλες κινητές αξίες (όχι απαραίτητα μετοχές) του εκδότη ή τρίτου, οι οποίες θα πρέπει να υφίστανται εκ των προτέρων. Είναι, επομένως, εμφανές ότι σε περίπτωση ανταλλαγής των ομολογιών με μετοχές της εκδότριας επιχείρησης δεν απαιτείται αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των μετατρέψιμων ομολογιών καθώς και εκείνων που συνοδεύονται από πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

1.3 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΥΝ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΟΝΤΕΣ ΣΕ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

1.3.1 Γενικά

Όπως ισχύει για κάθε τίτλο που γίνεται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια αγορά, έτσι και οι ομολογιακοί τίτλοι ενέχουν διάφορους κινδύνους για τους επενδύοντες σε αυτούς. Οι βασικότεροι κίνδυνοι είναι οι εξής :

- *κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου ή πιστωτικός κίνδυνος (default ή credit risk)*
- *Ο κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)*
- *Ο κίνδυνος επανεπένδυσης (reinvestment risk)*
- *Ο κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk)*
- *Ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)*
- *Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας (exchange rate risk)*

- Ο κίνδυνος ανάκλησης (*call risk*)
- Ο κίνδυνος χώρας (*country risk*) και ο πολιτικός κίνδυνος (*political risk*)
- Ο κίνδυνος πλημμελούς εκτίμησης του κινδύνου (*risk risk*)

1.3.2 Ο κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου ή πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος (*default* ή *credit risk*) αναφέρεται στην αδυναμία του εκδότη του δανείου να προβεί στην καταβολή των τόκων του δανείου ή/και της ονομαστικής του αξίας κατά τη λήξη του. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερη είναι και η απόδοση (*yield*) που απαιτούν οι ομολογιούχοι*. Εξαιτίας της σημασίας του πιστωτικού κινδύνου, τα ομολογιακά δάνεια καθώς και οι εκδότες τους (ακόμα και οι εν δυνάμει εκδότες) υπόκεινται σε συνεχείς αξιολογήσεις (*credit ratings*) από διεθνούς κύρους εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπως είναι η Moody's Investors Service, η Standard & Poor's Corporation, η Fitch Investors Service και η Duff & Phelps Credit Rating Co. Στον **Πίνακα 1.1** παρατίθεται ο κατάλογος των διαβαθμίσεων, που μπορεί να λάβει ένα ομολογιακό δάνειο, αξιολογούμενο από τις

* Όπως αναλύεται και κατωτέρω στην ενότητα 1.4.

προαναφερθείσες εταιρείες²⁴. Οι ομολογίες υψηλής αξιοπιστίας (κατάταξης μέχρι και Baa3 ή BBB) χαρακτηρίζονται ως επενδυτικής κλάσης (investment – grade bonds), ενώ εκείνες με χαμηλή ή πολύ χαμηλή αξιοπιστία ως μη επενδυτικής κλάσης (non investment – grade bonds). Στην περίπτωση του δεύτερου είδους ομολογιών, ο αναλαμβανόμενος από τους επενδυτές κίνδυνος είναι υψηλός και, επομένως, η απαιτούμενη από αυτούς απόδοση αυξάνει αρκετά. Αξίζει να επισημανθεί ότι η ανωτέρω αναφερθείσα αξιολόγηση μπορεί να μεταβληθεί δραστικά κατά τη διάρκεια ζωής του ίδιου δανείου, είτε λόγω ελάττωσης της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη είτε λόγω τυχηρών (event risk), όπως είναι τα βιομηχανικά ατυχήματα, η αλλαγή της κείμενης νομοθεσίας ή η εξαγορά της εκδότριας εταιρείας από κάποια άλλη²⁵. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι οι ομολογίες και τα ομόλογα που εκδίδονται από κράτη ή ν.π.δ.δ. έχουν σχεδόν μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο, αν και η περίπτωση της Νέας Υόρκης, που το 1975 περιήλθε σε αδυναμία αποπληρωμής ομολόγων εκδοθέντων από την ίδια, αποδεικνύει ότι ο εν λόγω κίνδυνος ελλοχεύει παντού.

Πίνακας 1.1 : Διαβαθμίσεις των ομολογιών βάσει της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη

| ΠΟΙΟΤΗΤΑ | MOODY'S | S&P | FITCH | D&P |
|---|---------|------|-------|------|
| Υψηλή Αξιοπιστία (investment grade) | Aaa | AAA | AAA | AAA |
| | Aa1 | AA+ | AA+ | AA+ |
| | Aa2 | AA | AA | AA |
| | Aa3 | AA- | AA- | AA- |
| | A1 | A+ | A+ | A+ |
| | A2 | A | A | A |
| | A3 | A- | A- | A- |
| | Baa1 | BBB+ | BBB+ | BBB+ |
| | Baa2 | BBB | BBB | BBB |
| | Baa3 | BBB- | BBB- | BBB- |
| Χαμηλή Αξιοπιστία | Ba1 | BB+ | BB+ | BB+ |
| | Ba2 | BB | BB | BB |
| | Ba3 | BB- | BB- | BB- |
| | B1 | B+ | B+ | B+ |
| | B2 | B | B | B |
| | B3 | B- | B- | B- |
| Πολύ Χαμηλή Αξιοπιστία (non investment grade) | | CCC+ | | |
| | Caa | CCC | CCC | CCC |
| | | CCC- | | |
| | Ca | CC | CC | |
| | C | C | C | |
| | | CI | | |
| | | | DDD | |
| | | | DD | DD |
| | D | D | | |

Πηγή : BOND MARKETS, ANALYSIS AND STRATEGIES, THIRD EDITION, Frank Fabozzi, Prentice Hall, U.S.A. 1996, σ. 143

1.3.3 Ο κίνδυνος επιτοκίου

Η μορφή με την οποία εκδηλώνεται ο κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk) είναι άμεσα συνυφασμένη με το αν το επιτόκιο της ομολογίας είναι κυμαινόμενο ή σταθερό. Στην πρώτη περίπτωση, ο συγκεκριμένος κίνδυνος αφορά, κυρίως, στη μείωση των ταμειακών εισροών του επενδυτή, αν επέλθει πτώση των επιτοκίων της αγοράς και κατ' επέκταση πτώση των τόκων που αποφέρει η ομολογία.

Αντιθέτως, στην περίπτωση των ομολογιών σταθερού ή και μηδενικού επιτοκίου, ο κίνδυνος επιτοκίου αναφέρεται στην πτώση της τρέχουσας τιμής των ομολογιών, αν σημειωθεί άνοδος των επικρατούντων στην αγορά επιτοκίων, τα οποία αποτελούν την ελάχιστη απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα, αν τα επιτόκια της αγοράς πραγματοποιήσουν άνοδο σε σχέση με το ύψος που είχαν κατά την αγορά της ομολογίας από τον επενδυτή, ο ομολογιούχος που θα θελήσει να πωλήσει την ομολογία στη δευτερογενή αγορά θα πραγματοποιήσει κεφαλαιακή ζημία λόγω της πτώσης της τρέχουσας τιμής του τίτλου κάτω από την τιμή, στην οποία τον αγόρασε. Από την άλλη πλευρά, αν ο επενδυτής επιλέξει να κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της, θα αναγκαστεί να υποστεί ένα, ενδεχομένως, μεγάλο κόστος ευκαιρίας, δεδομένου ότι θα πρέπει να ανεχθεί το χαμηλό, για τα δεδομένα της αγοράς, επιτόκιο της ομολογίας. Είναι εύλογο, λοιπόν, ότι όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μιας ομολογίας, σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος επιτοκίου και είναι φυσικό επακόλουθο στους μακράς διάρκειας τίτλους να απαιτείται από τους επενδυτές η αύξηση της απόδοσής τους κατά μία «αμοιβή» κινδύνου μείωσης της τιμής τους (maturity risk premium)²⁶.

1.3.4 Ο κίνδυνος επανεπένδυσης

Ο κίνδυνος επανεπένδυσης (reinvestment risk) αφορά, κατά κύριο λόγο, στις ομολογίες σταθερού επιτοκίου και αναφέρεται στην περίπτωση πτώσης των

επιτοκίων της αγοράς, με αποτέλεσμα ο επενδυτής να αναγκάζεται να επενδύσει τα χρήματα που εισπράττει από την ομολογία είτε στη λήξη της είτε κατά τη διάρκεια της ζωής της, με χαμηλή απόδοση εν συγκρίσει με το επιτόκιο του τίτλου που κατέχει. Είναι προφανές ότι ο κίνδυνος επανεπένδυσης λειτουργεί αντίθετα από ό,τι ο κίνδυνος επιτοκίου και, ως εικός, το μέγεθός του είναι αντιστρόφως ανάλογο της διάρκειας της ομολογίας. Ας σημειωθεί, επιπλέον, ότι όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο μιας ομολογίας, τόσο μεγαλύτερη είναι και η έκθεσή της στον κίνδυνο επανεπένδυσης. Τέλος, οι ομολογίες μηδενικού επιτοκίου (z-coupon bonds) δεν είναι εκτεθειμένες στον κίνδυνο αυτό, αφού δεν καταβάλλουν περιοδικά τόκους, αλλά τους προκαταβάλλουν μέσω της έκπτωσης (discount) επί της τιμής αγοράς τους.

1.3.5 Ο κίνδυνος πληθωρισμού

Ο κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk) σχετίζεται με την επίδραση που μπορεί να έχει ο πληθωρισμός επί της πραγματικής απόδοσης μιας ομολογίας*, δεδομένου ότι :

$$\text{Π.Α.Ο.} = \frac{\text{Ο.Α.Ο.} - \Delta.\text{Π.}}{1 + \Delta.\text{Π.}} \quad (1.4)$$

Όπου :

Π.Α.Ο. = Πραγματική Απόδοση Ομολογίας

Ο.Α.Ο. = Ονομαστική Απόδοση Ομολογίας

Δ.Π. = Δείκτης Πληθωρισμού

1.3.6 Ο κίνδυνος ρευστότητας

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα να μην είναι δυνατή η μετατροπή μιας ομολογίας σε μετρητά, χωρίς καθυστέρηση και σε μια εύλογη αξία (fair value)²⁷. Ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk) μειώνεται σε περιπτώσεις εκδόσεων μεγάλων ομολογιακών δανείων με ευρεία διασπορά, ενώ σημαντικότερο ρόλο διαδραματίζει και η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς, η οποία πρέπει να έχει μεγάλο μέγεθος και να είναι αποτελεσματική και καλά οργανωμένη. Μία από τις πιο χαρακτηριστικές ενδείξεις για τη ρευστότητα που υπάρχει στη δευτερογενή αγορά είναι η απόσταση μεταξύ των τιμών πώλησης και αγοράς των ομολογιών (bid – ask spread), η οποία είναι αντιστρόφως ανάλογη με το μέγεθος της ρευστότητας²⁸. Οι επενδυτές που δεν σκοπεύουν να διατηρήσουν στην κυριότητά τους τις ομολογίες μέχρι τη λήξη τους, απαιτούν αυξημένη απόδοση (liquidity premium), όταν υφίσταται κίνδυνος χαμηλής ρευστότητας των τίτλων.

1.3.7 Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας

* Η ενότητα 1.5, κατωτέρω, αφορά στα είδη αποδόσεων των ομολογιών.

Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας (exchange rate risk) αφορά στις ομολογίες με ρήτρα συναλλάγματος και αναφέρεται στην πιθανότητα ζημίας του επενδυτή λόγω δυσμενούς, για αυτόν, μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ του νομίσματος στο οποίο είναι εκφρασμένη η ονομαστική αξία της ομολογίας και του νομίσματος βάσει του οποίου γίνεται η πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου²⁹.

1.3.8 Ο κίνδυνος ανάκλησης

Ο κίνδυνος ανάκλησης (call risk) αναφέρεται στις ομολογίες που παρέχουν στον εκδότη το δικαίωμα να τις ανακαλέσει ανά πάσα στιγμή ή μετά το πέρας ενός χρονικού διαστήματος. Αποτέλεσμα αυτής της δυνατότητας είναι η έλλειψη σιγουριάς του επενδυτή για τις εισροές που θα έχει λόγω της ομολογίας και ο περιορισμός των πλαισίων, στα οποία μπορεί να κινηθεί η τρέχουσα τιμή του τίτλου*³⁰. Επιπλέον, το δικαίωμα ανάκλησης, όσον αφορά στις ομολογίες σταθερού επιτοκίου, συνεπάγεται και την έκθεση του ομολογιούχου σε κίνδυνο επανεπένδυσης, δεδομένου ότι οι ομολογίες ανακαλούνται σε περιόδους πτώσης των επιτοκίων της αγοράς, δηλαδή σε περιόδους πτώσης του κόστους χρηματοδότησης του εκδότη. Επομένως, είναι λογικό οι επενδυτές να απαιτούν υψηλότερη απόδοση (call premium) και να διαμορφώνουν χαμηλότερη τρέχουσα αξία για τις ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα ανάκλησης.

* Όπως αναλύεται και κατωτέρω στην υποενότητα 1.4.4.1.

1.3.9 Ο κίνδυνος χώρας και ο πολιτικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος χώρας (country risk) και ο πολιτικός κίνδυνος (political risk) αφορούν σε ομολογίες εκδιδόμενες σε τρίτες χώρες, οι οποίες χαρακτηρίζονται από οικονομική και πολιτική αστάθεια. Η εκτίμηση του ύψους των κινδύνων αυτών απαιτεί τη λήψη υπόψη πολιτικών παραγόντων, της αναλογίας εισαγωγών/συναλλαγματικών αποθεμάτων, του ύψους του εξωτερικού δημόσιου χρέους καθώς και της δομής των χρηματοοικονομικών αγορών της τρίτης χώρας.

1.3.10 Ο κίνδυνος πλημμελούς εκτίμησης του κινδύνου

Ο κίνδυνος πλημμελούς εκτίμησης του κινδύνου (risk risk) αφορά στην πιθανότητα να μην έχει γίνει, από πλευράς επενδυτών, επαρκής εκτίμηση του αριθμού και του μεγέθους των κινδύνων που φέρουν οι ομολογίες³¹.

1.3.11 Η Αξία σε Περίπτωση Κινδύνου ως μέθοδος μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων³²

Μία από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων που αφορούν στα χρεόγραφα (άρα και στις ομολογίες) είναι η λεγόμενη

«Αξία σε Περίπτωση Κινδύνου» (Value At Risk, VAR), της οποίας ευρύτατη χρήση κάνει και η Τράπεζα της Ελλάδος (Τ.τ.Ε.) Πρόκειται για μια μέθοδο που μετρά κυρίως τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο των επιτοκίων, κάνοντας χρήση στατιστικών εργαλείων. Σε ένα πρώτο στάδιο, επιχειρείται, μέσω της χρήσης ποσοτικών μεθόδων πρόβλεψης, ο προσδιορισμός των αναμενόμενων τρεχουσών τιμών του χρεογράφου ή των χρεογράφων για το χρονικό διάστημα που αφορά η μέτρηση του κινδύνου. Στη συνέχεια γίνεται κατάταξη των τιμών αυτών σε αύξουσα σειρά και ορίζεται ένα διάστημα εμπιστοσύνης (συνήθως μεταξύ 90% και 99%), ούτως ώστε να καταστεί δυνατός ο τελικός υπολογισμός της μέγιστης δυνατής ζημίας του κατόχου του χρεογράφου μέσα στα πλαίσια της πιθανότητας που έχει επιλεγεί.

1.4 Η ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΗ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥΣ

1.4.1 Γενικά

1.4.1.1 Η έννοια της τιμής μιας ομολογίας

Η τιμή μιας ομολογίας έχει διπλή έννοια, καθώς αναφέρεται τόσο στην τιμή

διάθεσης του τίτλου στην πρωτογενή αγορά, μετά την έκδοσή του, όσο και στην τρέχουσα τιμή, που διαμορφώνει ο ίδιος στη δευτερογενή αγορά. Η υπό την πρώτη έννοια τιμή είναι δυνατό να είναι ίση με (έκδοση στο άρτιο, at par), υπέρ την (έκδοση υπέρ το άρτιο) ή υπό την ονομαστική αξία της ομολογίας (έκδοση υπό το άρτιο) και έχει σημασία μόνο κατά το χρόνο έκδοσης και διάθεσης του τίτλου στους επενδυτές. Από την άλλη πλευρά, η τρέχουσα τιμή της ομολογίας εκφράζεται ως ποσοστό (επί τοις εκατό) της ονομαστικής αξίας, μεταβάλλεται διαρκώς και ισούται με την παρούσα αξία των εισροών (inflows), που πρόκειται να αποφέρει ο ομολογιακός τίτλος στον ομολογιούχο. Επιχειρώντας να συνοψίσουμε τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τους ακόλουθους τρεις³³ :

- *Το επιτόκιο αγοράς*, δηλαδή την απόδοση που απαιτεί η αγορά για επενδύσεις αντίστοιχης φύσης και ιδίου κινδύνου, αποτελούμενη από την απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk - free rate) και από την «αμοιβή» ή υπερτίμηση λόγω κινδύνου (risk premium).
- *Τη μεταβολή της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη του ομολογιακού δανείου* και κατ' επέκταση τη μεταβολή της αντίστοιχης απαιτούμενης αύξησης της απόδοσης λόγω πιστωτικού κινδύνου (default risk premium).
- *Την εγγύτητα της ομολογίας στη λήξη της οικονομικής ζωής της*, δεδομένου ότι όσο πλησιάζει προς αυτή, τόσο προσεγγίζει η τρέχουσα αξία την

ονομαστική.

1.4.1.2 Το επιτόκιο αγοράς και η καμπύλη απόδοσης

Τόσο το επιτόκιο αγοράς όσο και η καμπύλη απόδοσης αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες διαμόρφωσης της τρέχουσας τιμής ενός ομολογιακού τίτλου.

1.4.1.2.1 Η φύση και τα συστατικά μέρη του επιτοκίου αγοράς

Ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί η παρούσα αξία των ταμειακών εισροών και κατ' επέκταση η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας, συναρτάται άμεσα με το επιτόκιο αγοράς, δηλαδή με την απόδοση (yield) η οποία απαιτείται, κάθε φορά, από τους επενδυτές. Η συγκεκριμένη δε απόδοση αποτελείται από τα εξής δύο συστατικά μέρη:

- i. *Την απόδοση των τίτλων που δεν φέρουν κίνδυνο και έχουν ίδια διάρκεια με την υπό εξέταση ομολογία (π.χ. τα αντίστοιχης διάρκειας κρατικά ομόλογα).*

Η απόδοση αυτή προκύπτει, κατά κανόνα, από την καμπύλη απόδοσης (yield curve) των κρατικών ομολόγων .

- ii. *Την επιπλέον απόδοση (yield spread), η οποία θεωρείται ως κατάλληλη*

«αμοιβή» για τον κίνδυνο που εμπεριέχει η ομολογία και σχετίζεται κυρίως με τον εκδότη και τον πιστωτικό του κίνδυνο, την ύπαρξη δικαιωμάτων υπέρ του εκδότη (π.χ. δικαίωμα ανάκλησης), τη φορολογική αντιμετώπιση των εισροών, τη ρευστότητα αλλά και τη διάρκεια του τίτλου³⁴.

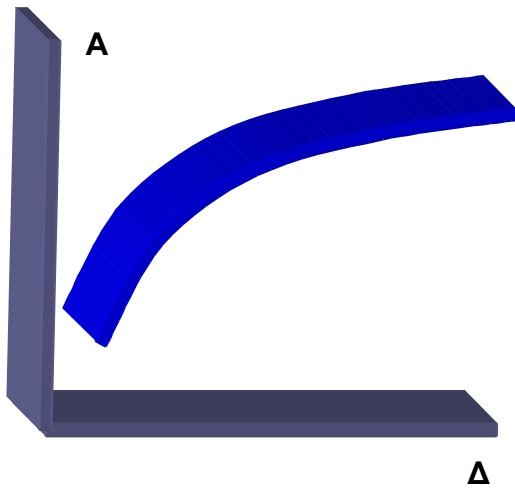
1.4.1.2.2 Η καμπύλη απόδοσης

Η καμπύλη απόδοσης (yield curve) αποτελεί τη γραφική απεικόνιση της σχέσης μεταξύ των απαιτούμενων, από πλευράς επενδυτών, αποδόσεων και των λήξεων τίτλων που ταυτίζονται ως προς όλα τα χαρακτηριστικά τους, εκτός από τη διάρκεια τους (maturity). Η καμπύλη δε αυτή προκύπτει από μια άλλη καμπύλη, η οποία απεικονίζει τη σχέση που συνδέει τα επιτόκια που αφορούν σε τίτλους μηδενικού ή πολύ χαμηλού κινδύνου και τις διάρκειες των τελευταίων (term structure of interest rates). Άρα, οι δύο καμπύλες ταυτίζονται μόνο στην περίπτωση τίτλων μηδενικού ή σχεδόν μηδενικού κινδύνου, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα (απαλλαγμένα, κυρίως, από τον πιστωτικό κίνδυνο και από τον κίνδυνο ρευστότητας), η καμπύλη απόδοσης των οποίων είναι χρήσιμη για τον προσδιορισμό του πρώτου εκ των δύο συστατικών στοιχείων του επιτοκίου αγοράς*. Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1** απεικονίζει τις τέσσερις (4) μορφές που μπορεί να έχει μια καμπύλη απόδοσης, με πλέον συνηθισμένη την πρώτη (κανονική), δεδομένου ότι οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων επενδύσεων εμπεριέχουν μεγαλύτερη «αμοιβή» κινδύνου σε

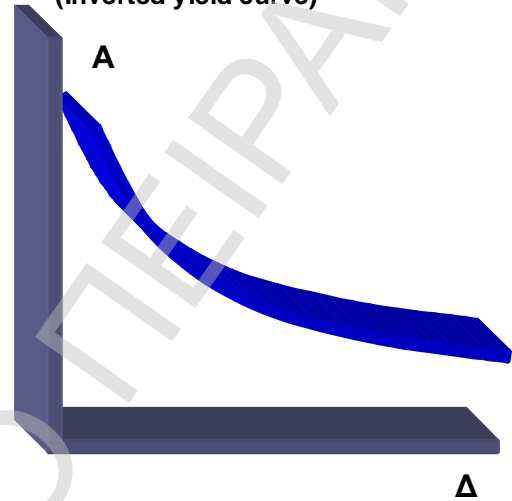
* Κατά τη σειρά που τα στοιχεία αυτά παρατίθενται στην προηγούμενη υποδιάκριση 1.4.1.2.1

σχέση με εκείνες των αντίστοιχων βραχυπρόθεσμων επενδύσεων.

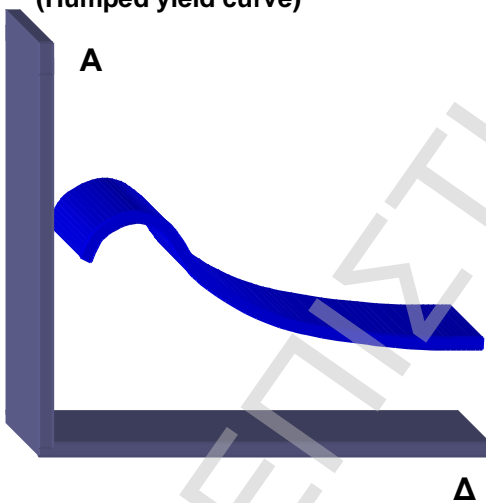
Κανονική καμπύλη απόδοσης
(Normal yield curve)



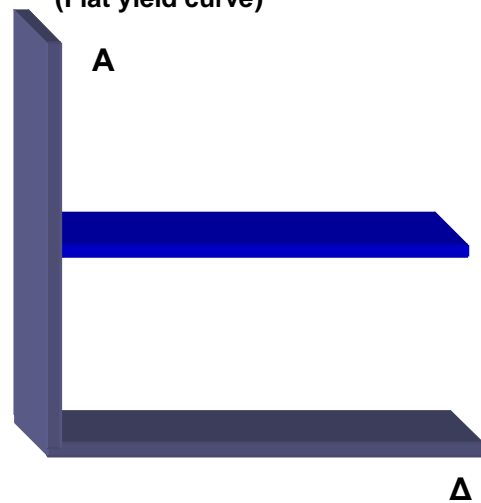
Αντεστραμμένη καμπύλη απόδοσης
(Inverted yield curve)



Κυρτωμένη καμπύλη απόδοσης
(Humped yield curve)



Επίπεδη καμπύλη απόδοσης
(Flat yield curve)



A : Απόδοση

Δ : Διάρκεια μέχρι τη λήξη

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1 : ΟΙ ΤΕΣΣΕΡΙΣ (4) ΔΥΝΑΤΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Πηγή : Fabozzi, ό.π., σ. 97

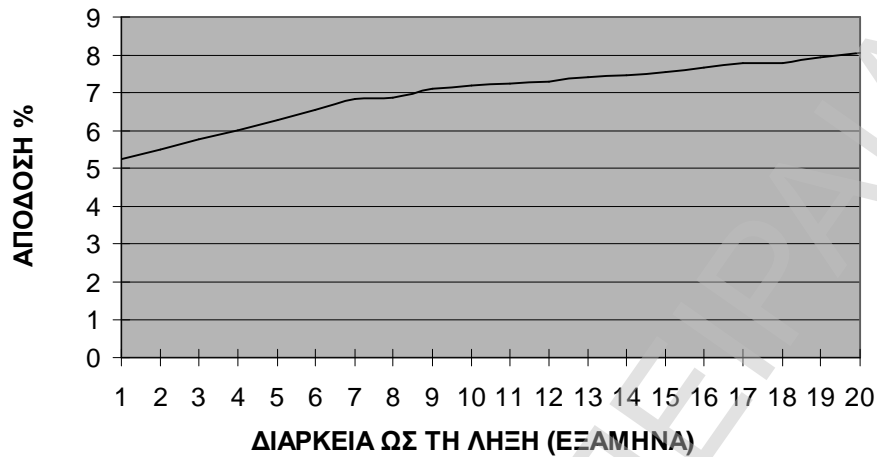
1.4.1.2.3 Οι αδυναμίες της χρήσης της καμπύλης απόδοσης κρατικών ομολογιών³⁵

Όπως έχουμε ήδη επισημάνει, η απόδοση που απαιτεί η αγορά για ομολογίες απαλλαγμένες κινδύνου, σε συνάρτηση με τη διάρκειά τους, προσδιορίζεται, συνήθως, βάσει της καμπύλης απόδοσης των κρατικών ομολογιών ή ομολόγων. Οι αποδόσεις, όμως, που παρουσιάζει η συγκεκριμένη καμπύλη δεν επηρεάζονται μόνο από τη διάρκεια ως τη λήξη αλλά και από το ύψος του τοκομεριδίου κάθε κρατικής ομολογίας. Για αυτόν αλλά και για άλλους λόγους ένας επιστημονικά άρτιος υπολογισμός της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας δεν μπορεί, για τις ανάγκες προσδιορισμού του επιτοκίου αγοράς, να θεωρήσει ως απόδοση χωρίς κίνδυνο, την απόδοση που δίδει η εν λόγω καμπύλη απόδοσης για ένα κρατικό ομόλογο ίσης διάρκειας με την ομολογία. Μπορούμε, λοιπόν, να καταλήξουμε σε έναν ορθότερο προσδιορισμό της τρέχουσας αξίας μιας ομολογίας, προβαίνοντας στις ακόλουθες ενέργειες :

- i. Θεωρούμε κάθε ομολογία σαν ένα σύνολο «παράγωγων» ομολογιών μηδενικού επιτοκίου. Η ονομαστική αξία καθεμιάς εξ αυτών θα ισούται με την εισροή που θα αποφέρει η «μητρική» ομολογία σε κάθε τοκοφόρο περίοδο, ενώ ο αριθμός τους θα ταυτίζεται με τον αριθμό των περιόδων εκτοκισμού του «μητρικού» τίτλου. Είναι εύλογο ότι η λήξη κάθε ομολογίας μηδενικού επιτοκίου θα ταυτίζεται με την έλευση της περιόδου εκτοκισμού,

στην οποία θα αντιστοιχεί.

- ii. Για να προσδιορίσουμε την απόδοση χωρίς κίνδυνο που θα αντιστοιχεί σε κάθε ομολογία μηδενικού επιτοκίου, βάσει της διάρκειας της, κατασκευάζουμε μια θεωρητική καμπύλη απόδοσης των κρατικών ομολόγων μηδενικού επιτοκίου (theoretical spot rate curve), όπως είναι αυτή που παραθέτουμε στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2**. Στις περιπτώσεις όπου για συγκεκριμένες διάρκειες ως τη λήξη (maturities) υπάρχουν μόνο κρατικές ομολογίες που φέρουν τοκομερίδιο, στη θεωρητική καμπύλη απόδοσης εισάγονται οι αποδόσεις που θα είχαν οι συγκεκριμένες ομολογίες, αν δεν είχαν τοκομερίδιο (με χρήση της μεθόδου bootstrapping).
- iii. Για τον προσδιορισμό του επιτοκίου αγοράς με το οποίο θα προεξοφληθεί η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας μηδενικού επιτοκίου, προσθέτουμε στην προαναφερθείσα απόδοση χωρίς κίνδυνο την «αμοιβή» κινδύνου που απαιτεί η αγορά για την υπό τιμολόγηση «μητρική» ομολογία (στην περίπτωση αυτή ονομάζεται «στατικό περιθώριο απόδοσης», «static spread») και η οποία είναι σταθερή για κάθε «παράγωγη» ομολογία.
- iv. Προεξοφλούμε την ονομαστική αξία κάθε ομολογίας μηδενικού επιτοκίου με το αντίστοιχο επιτόκιο αγοράς και προσθέτουμε τα αποτελέσματα, δίδοντας τη θεωρητική αξία (theoretical value) της «μητρικής» ομολογίας, η οποία σε μια αποτελεσματική αγορά ισούται με την τρέχουσα αξία της.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2 : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΤΟ ΝΟΕΜΒΡΙΟ ΤΟΥ 1994

Πηγή : Goldman, Sachs & Co., «Fixed Income Research», Weekly Market Update, 18 Νοεμβρίου 1994, σ. Α - 1.

1.4.2 Η τρέχουσα τιμή των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου

Η τρέχουσα τιμή των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου υπολογίζεται πολύ ευκολότερα από ό,τι η τιμή των τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου, καθώς ο βαθμός βεβαιότητας των μελλοντικών ταμειακών εισροών από τις πρώτες είναι αρκετά αυξημένος σε σχέση με τις εισροές που θα προκύψουν από τις τελευταίες.

1.4.2.1 Υπολογισμός της τρέχουσας τιμής των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας σταθερού επιτοκίου, που γίνεται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια αποτελεσματική δευτερογενή αγορά, ταυτίζεται με την παρούσα αξία τόσο των εναπομενόντων, ως τη λήξη της, τόκων όσο και της ονομαστικής της αξίας, η οποία εισπράττεται στο τέλος της οικονομικής ζωής του τίτλου. Θα μπορούσαμε να παραστήσουμε μαθηματικά τα ανωτέρω αναφερθέντα, με τον ακόλουθο τύπο :

$$T.T.O. = \sum_{\tau=1}^v \frac{T}{(1 + E_{\alpha\gamma})^{\tau}} + \frac{O.A.O.}{(1 + E_{\alpha\gamma})^v} \quad (1.5)$$

Όπου :

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

T = Τόκος ανά περίοδο εκτοκισμού

O.A.O. = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

$E_{\alpha\gamma}$ = Επιτόκιο αγοράς (απαιτούμενη, από πλευράς επενδυτών, απόδοση)

τ = Αύξων αριθμός περιόδων εκτοκισμού που απομένουν μέχρι τη λήξη

v = Σύνολο περιόδων εκτοκισμού που απομένουν μέχρι τη λήξη

Όταν, βέβαια, η αγοραπωλησία της ομολογίας γίνεται εν μέσω περιόδων

εκτοκισμού η τρέχουσα τιμή της υπολογίζεται βάσει του ακόλουθου τύπου³⁶ :

$$T.T.O. = \left[\frac{T}{(1 + E_{\alpha\gamma})^Z} + \frac{T}{(1 + E_{\alpha\gamma})^{1+Z}} + \dots + \frac{T}{(1 + E_{\alpha\gamma})^{v-1+Z}} + \frac{O.A.O.}{(1 + E_{\alpha\gamma})^{v-1+Z}} \right] - \Delta.T. \quad (1.6)$$

Όπου :

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

T = Τόκος ανά περίοδο εκτοκισμού

$E_{\alpha\gamma}$ = Επιτόκιο αγοράς (απαιτούμενη, από πλευράς επενδυτών, απόδοση)

Z = Αριθμός ημερών μεταξύ ημερομηνίας συναλλαγής και επόμενης περιόδου εκτοκισμού / Αριθμός ημερών της περιόδου εκτοκισμού

v = Σύνολο περιόδων εκτοκισμού που απομένουν μέχρι τη λήξη

O.A.O. = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

$\Delta.T.$ = Δεδουλευμένοι τόκοι μέχρι την αγοραπωλησία

Οφείλουμε να επισημάνουμε στο σημείο αυτό ότι οι δεδουλευμένοι τόκοι αφαιρούνται μόνο, αν οι δεδουλευμένοι μέχρι την ημέρα της συναλλαγής τόκοι θα εισπραχθούν από τον πωλητή της ομολογίας (διαπραγμάτευση της ομολογίας χωρίς τοκομερίδιο, *ex - interest*). Στην περίπτωση, όμως, που τους τόκους αυτούς θα τους εισπράξει ο αγοραστής, τότε ο υπολογισμός της τρέχουσας τιμής του τίτλου δεν απαιτεί την αφαίρεση των δεδουλευμένων τόκων (διαπραγμάτευση της ομολογίας με τοκομερίδιο, *cum - interest*).

Όσον αφορά στις ομολογίες μηδενικού επιτοκίου, η τρέχουσα τιμή τους υπολογίζεται πολύ πιο απλά, καθώς ισούται με την προεξοφλημένη με το αντίστοιχο επιτόκιο αγοράς ονομαστική τους αξία. Επειδή στις εν λόγω ομολογίες θεωρείται ότι στην ουσία υφίστανται τόκοι, οι οποίοι προκαταβάλλονται, κατά την αγορά τους, υπό τη μορφή έκπτωσης (discount) έναντι της ονομαστικής τους αξίας, για τον υπολογισμό της τρέχουσας αξίας μιας ομολογίας μηδενικού επιτοκίου οι περίοδοι προεξόφλησης εξισώνονται με τις περιόδους εκτοκισμού που θα υπήρχαν, αν η ομολογία είχε τοκομερίδιο. Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας μηδενικού επιτοκίου προκύπτει από τους τύπους (1.5) ή (1.6), αναλόγως του χρόνου που λαμβάνει χρόνο ο υπολογισμός, εάν στη μεταβλητή του τόκου (T) δώσουμε τιμή ίση με το μηδέν (0).

Τέλος, οφείλουμε να σημειώσουμε ότι το επιτόκιο αγοράς ($E_{αγ}$) εκφράζεται, κατά κανόνα, σε ετησιοποιημένη βάση και, συνεπώς, όταν οι περίοδοι εκτοκισμού είναι ετήσιες, τότε το επιτόκιο χρησιμοποιείται στους τύπους (1.5) και (1.6) χωρίς καμία μεταβολή, ενώ όταν οι περίοδοι είναι μη ετήσιες, τότε το επιτόκιο αγοράς προσαρμόζεται βάσει του τύπου :

$$\text{Π.Ε.}_{αγ} = (1 + \text{Ε.Ε.})^{\frac{1}{ν}} - 1 \quad (1.7)$$

Όπου :

Π.Ε._{αγ} = Προσαρμοσμένο Επιτόκιο αγοράς

Ε.Ε. = Ετησιοποιημένο Επιτόκιο

v = Περίοδοι εκτοκισμού που περιλαμβάνονται σε ένα έτος

1.4.2.2 Σχέση επιτοκίου αγοράς και τρέχουσας τιμής των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου

Είναι σαφές ότι λόγω της προεξόφλησης, η τρέχουσα τιμή των ομολογιών σταθερού και μηδενικού επιτοκίου κινείται αντίθετα σε σχέση με το επιτόκιο της αγοράς (απαιτούμενη απόδοση). Αυτή η θεμελιώδης σχέση τρέχουσας τιμής και απαιτούμενης απόδοσης παριστάνεται γραφικά στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3**

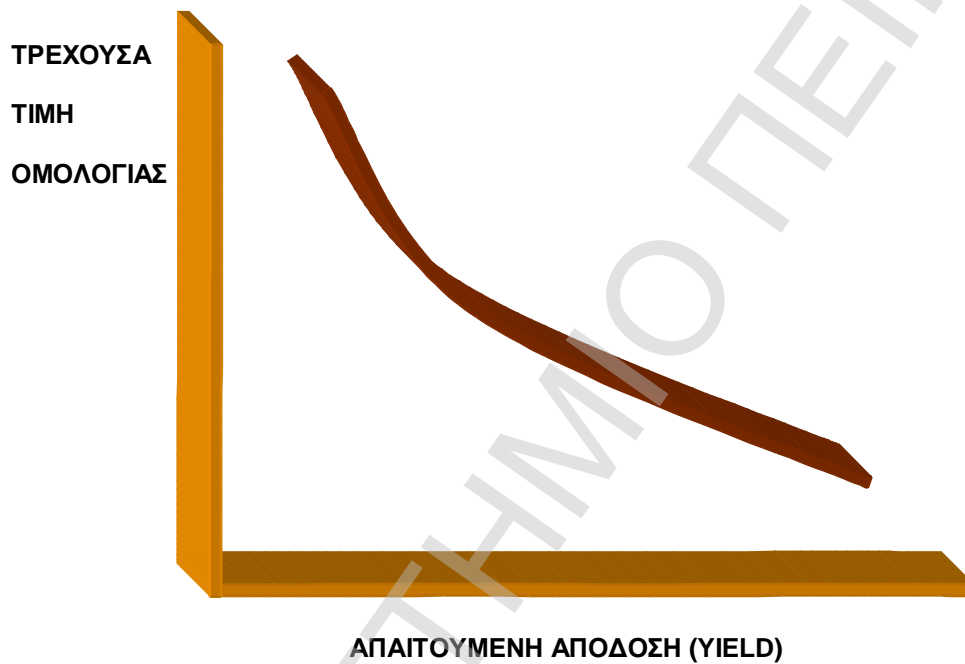
Πέραν των ανωτέρω, για τις ομολογίες σταθερού επιτοκίου ισχύουν και τα ακόλουθα :

- i. *Επιτόκιο ομολογίας < Επιτόκιο αγοράς $\Rightarrow T.T.O < O.A.O.$ (υποτιμημένη ομολογία, *discount bond*)*
- ii. *Επιτόκιο ομολογίας = Επιτόκιο αγοράς $\Rightarrow T.T.O = O.A.O.$*
- iii. *Επιτόκιο ομολογίας > Επιτόκιο αγοράς $\Rightarrow T.T.O > O.A.O.$ (υπερτιμημένη ομολογία, *premium bond*)*

Όπου :

Τ.Τ.Ο. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

Ο.Α.Ο. = Ονομαστική Αξία Ομολογίας



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3 : ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ - ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Πηγή : Fabozzi, ό.π., σ. 23

1.4.3 Η τρέχουσα τιμή των ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου³⁷

Πριν αναφερθούμε στις δυσχέρειες που αφορούν στην τιμολόγηση των ομολογιών

κυμαινόμενου επιτοκίου, είναι σκόπιμο να επισημάνουμε ότι οι ίδιες κατατάσσονται στις ακόλουθες δύο κατηγορίες :

∅ A' Κατηγορία : ομολογίες των οποίων το επιτόκιο μεταβάλλεται προς την ίδια κατεύθυνση που μεταβάλλεται και το επιτόκιο αναφοράς (floaters).

∅ B' Κατηγορία : ομολογίες με επιτόκιο κινούμενο αντίθετα από ό,τι το επιτόκιο αναφοράς (inverse floaters).

Το επιτόκιο των ομολογιών της πρώτης κατηγορίας προσδιορίζεται από την πρόσθεση ενός σταθερού, κατά κανόνα, περιθωρίου απόδοσης (spread) και ενός μεταβαλλόμενου δείκτη αναφοράς (benchmark rate), ενώ το επιτόκιο των ομολογιών της δεύτερης κατηγορίας προκύπτει από την αφαίρεση ενός δείκτη αναφοράς από κάποιο περιθώριο απόδοσης. Είναι σύνηθες, μάλιστα, το φαινόμενο από μια ομολογία σταθερού επιτοκίου να δημιουργούνται δύο παράγωγες ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου, μία της πρώτης και μία της δεύτερης κατηγορίας. Στην περίπτωση αυτή, τα επιτόκια των παραγωγών τίτλων προσδιορίζονται βάσει της ανωτέρω αναφερθείσας διαδικασίας, με χρήση, όμως, του ίδιου επιτοκίου αναφοράς, και διαφορετικών, για κάθε ομολογία, σταθερών περιθωρίων απόδοσης (spreads). Τόσο το μεσοσταθμισμένο επιτόκιο (με συντελεστή στάθμισης την ονομαστική τους αξία) όσο και το άθροισμα των ονομαστικών αξιών των παραγωγών ομολογιών είναι ίσα ή μικρότερα από το επιτόκιο και την ονομαστική αξία της ομολογίας, από την οποία προέρχονται

(collateral). Για να αποφευχθεί, μάλιστα, το παράδοξο της ύπαρξης τίτλου με αρνητικό επιτόκιο (αν το επιτόκιο αναφοράς υπερκεράσει το περιθώριο απόδοσης που αφορά στην ομολογία με ανάστροφα κυμαινόμενο επιτόκιο), τίθεται το μηδέν ως κατώτατο όριο (floor) για το επιτόκιο της συγκεκριμένης ομολογίας. Αυτό συνεπάγεται ότι για το επιτόκιο της ομολογίας κυμαινόμενου επιτοκίου (floater) τίθεται ανώτατο όριο (cap), το οποίο δεν επιτρέπει στο επιτόκιο αναφοράς να ξεπεράσει το σταθερό περιθώριο απόδοσης, που έχει τεθεί για την ομολογία με ανάστροφα κυμαινόμενο επιτόκιο.

Δεδομένης, λοιπόν, της ιδιαίτερης φύσης των ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου, παράγωγων ή μη, καθίσταται σαφές ότι οι μελλοντικές εισροές για τον επενδυτή δεν είναι δυνατό να προσδιοριστούν με ακρίβεια, αφού το επιτόκιο του τίτλου δεν είναι σταθερό. Συνεπώς, ο προσδιορισμός της τρέχουσας τιμής της ομολογίας με τη χρήση του τύπου (1.3) ή (1.4) μπορεί να γίνει μόνο προσεγγιστικά μετά από προσπάθεια εκτίμησης της μελλοντικής πορείας του επιτοκίου αναφοράς και των τόκων, κατ' επέκταση, που θα εισπραχθούν. Πάντως, λόγω της δυνατότητας προσαρμογής του κυμαινόμενου επιτοκίου στις απαιτήσεις της αγοράς, η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας που έχει τέτοιο επιτόκιο κινείται κοντά στην ονομαστική της αξία, εκτός :

- Αν η αγορά απαιτήσει αύξηση ή μείωση του σταθερού περιθωρίου απόδοσης που προστίθεται (floaters) ή από το οποίο αφαιρείται το επιτόκιο αναφοράς (inverse floaters)

- Αν, στην περίπτωση των παράγωγων ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου, το επιτόκιο του τίτλου αγγίζει το ανώτατο (cap) ή κατώτατο όριο (floor), πέραν του οποίου δεν μπορεί να κινηθεί.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι στην περίπτωση δημιουργίας δύο ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου από μία ομολογία σταθερού επιτοκίου, η τρέχουσα τιμή της ομολογίας σταθερού επιτοκίου ισούται με το άθροισμα των τρεχουσών τιμών των ομολογιών κυμαινόμενου επιτοκίου.

1.4.4 Υπολογισμός της τρέχουσας τιμής των ανακλήσιμων και των επιστρέψιμων ομολογιών

Όπως συμβαίνει με τις ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου, έτσι και στην περίπτωση των ανακλήσιμων και των επιστρέψιμων ομολογιών υφίσταται αρκετή αβεβαιότητα ως προς τις μελλοντικές εισροές του επενδυτή.

1.4.4.1 Ομολογίες με δικαίωμα ανάκλησης

Ο υπολογισμός της τρέχουσας τιμής των ομολογιών με δικαίωμα ανάκλησης (callable bonds) είναι αρκετά δυσχερής, γιατί οι μελλοντικές εισροές εξαρτώνται

άμεσα από τη μελλοντική κίνηση των επιτοκίων, δεδομένου ότι μια καθοδική τους πορεία θα οδηγήσει με μαθηματική ακρίβεια στην ανάκληση των ομολογιών από τον εκδότη τους. Στις πλέον συνήθεις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της αξίας μιας ανακλήσιμης (αλλά και μιας επιστρέψιμης) ομολογίας ανήκει και η μέθοδος του «διωνυμικού δένδρου επιτοκίων» («binomial interest rate tree»), η οποία, βασιζόμενη στην παραδοχή ότι η πορεία των επιτοκίων της αγοράς ακολουθεί τον λεγόμενο «λογαριθμοκανονικό τυχαίο περίπατο» («lognormal random walk»), προεξοφλεί τις μελλοντικές εισροές της ομολογίας, θεωρώντας ότι κάθε έτος τα εκτιμώμενα μελλοντικά επιτόκια έχουν την ίδια πιθανότητα εμφάνισης* ³⁸.

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μια ανακλήσιμη ομολογία, ταυτοχρόνως, πωλεί στον εκδότη και ένα δικαίωμα ανάκλησης (call option). Για το λόγο αυτό ισχύει και η ακόλουθη ισότητα :

$$T.T.A.O. = T.T.M.A.O. - T.Δ.A. \quad (1.8)$$

Όπου :

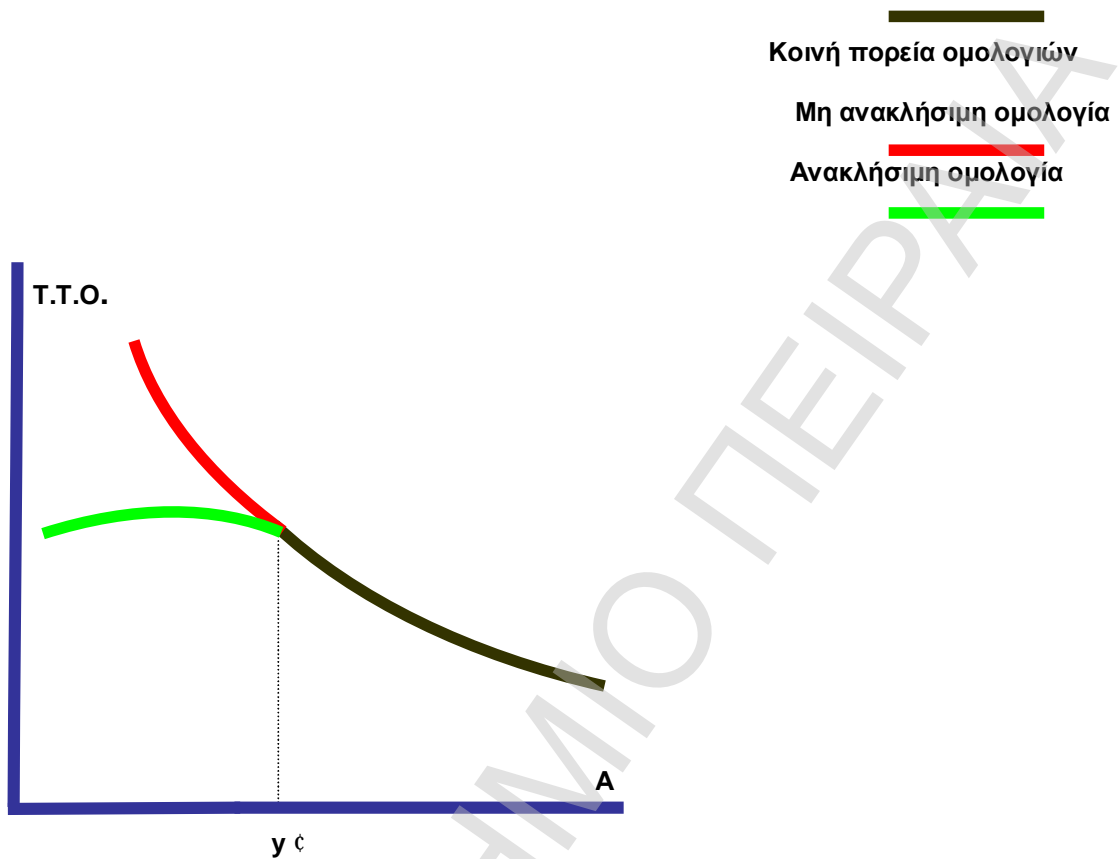
T.T.A.O. = Τρέχουσα Τιμή Ανακλήσιμης Ομολογίας

T.T.M.A.O. = Τρέχουσα Τιμή (αντίστοιχης) Μη Ανακλήσιμης Ομολογίας

T.Δ.A. = Τιμή Δικαιώματος Ανάκλησης

* Η λεπτομερής παρουσίαση της μεθόδου θα υπερέβαινε τους σκοπούς αυτής της υποενότητας.

Αξίζει, επιπλέον, να επισημανθεί ότι η γραφική απεικόνιση της πορείας της τρέχουσας τιμής μιας ανακλήσιμης ομολογίας συναρτήσει του επιτοκίου αγοράς, δεν είναι ίδια με εκείνη μιας αντίστοιχης μη ανακλήσιμης ομολογίας. Πιο συγκεκριμένα, όταν το επιτόκιο αγοράς μειώνεται, οι πορείες των δύο ομολογιών ταυτίζονται μέχρι ενός σημείου, ενώ από εκεί και πέρα η ανακλήσιμη ομολογία υφίσταται μια «συμπίεση» τιμής (price compression)³⁹. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην εύλογη πεποίθηση των επενδυτών ότι η καθοδική πορεία των επιτοκίων θα οδηγήσει σε ανάκληση της ομολογίας από τον εκδότη, με αποτέλεσμα να μην προτίθενται να αγοράσουν το συγκεκριμένο τίτλο σε τιμή ίση με αυτή μιας αντίστοιχης μη ανακλήσιμης ομολογίας. Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4** παρουσιάζει γραφικά τα ανωτέρω λεχθέντα και δείχνει τη διαφοροποίηση της πορείας που ακολουθεί η τρέχουσα τιμή μιας ανακλήσιμης ομολογίας, σε σχέση με εκείνη μιας μη ανακλήσιμης, όταν το επιτόκιο της αγοράς πέσει κάτω από κάποιο σημείο (y').



T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

A = Απαιτούμενη Απόδοση (επιτόκιο αγοράς)

y_c = Θεωρητικό σημείο έναρξης της «συμπίεσης τιμής» για την ανακλήσιμη ομολογία

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4 : ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ - ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΙΑΣ ΑΝΑΚΛΗΣΙΜΗΣ ΚΑΙ ΜΙΑΣ ΜΗ ΑΝΑΚΛΗΣΙΜΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ

Πηγή : Fabozzi, ό.π., σ. 328

1.4.4.2 Ομολογίες με δικαίωμα επιστροφής

Στην περίπτωση των επιστρέψιμων ομολογιών (puttable bonds) ο προσδιορισμός της τρέχουσας τιμής είναι επίσης δυσχερής, καθώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές δεν είναι βέβαιες, αφού μια ανοδική πορεία των επιτοκίων είναι πλέον ή βέβαιον ότι θα οδηγήσει σε επιστροφή των τίτλων στον εκδότη. Η μέθοδος του διωνυμικού δένδρου επιτοκίων (binomial interest rate tree) βρίσκει και εδώ εφαρμογή και χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της αξίας των επιστρέψιμων ομολογιών. Τέλος, εξαιτίας του ότι ο αγοραστής μιας τέτοιας ομολογίας ταυτοχρόνως αγοράζει και ένα δικαίωμα επιστροφής (put option), ισχύει η ακόλουθη ισότητα :

$$T.T.E.O. = T.T.M.E.O. + T.Δ.E. \quad (1.9)$$

Όπου :

T.T.E.O. = Τρέχουσα Τιμή Επιστρέψιμης Ομολογίας

T.T.M.E.O. = Τρέχουσα Τιμή (αντίστοιχης) Μη Επιστρέψιμης Ομολογίας

T.Δ.E. = Τιμή Δικαιώματος Επιστροφής

1.4.5 Η μεταβλητότητα της τρέχουσας τιμής των ομολογιών

1.4.5.1 Γενικά

Η έννοια της μεταβλητότητας της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας αναφέρεται στην «ευαισθησία» της τιμής του τίτλου έναντι μεταβολών στην απαιτούμενη απόδοση (επιτόκιο αγοράς). Είναι λογικό ότι όλες οι ομολογίες δεν υφίστανται την ίδια μεταβολή στην τρέχουσα τιμή τους για δεδομένη αύξηση ή μείωση του επιτοκίου αγοράς. Πάντως, λόγω της κυρτότητας (convexity) της καμπύλης που απεικονίζει τη σχέση τιμής-απαιτούμενης απόδοσης*, για όλους τους ομολογιακούς τίτλους ισχύουν τα ακόλουθα⁴⁰ :

- α) *Αν η απαιτούμενη απόδοση αυξηθεί ή μειωθεί κατά το ίδιο ποσοστό, τότε η αντίστοιχη μείωση ή αύξηση της τρέχουσας τιμής της ομολογίας θα είναι η ίδια, εφόσον το προαναφερθέν ποσοστό είναι μικρό.*
- α) *Αν η απαιτούμενη απόδοση αυξηθεί ή μειωθεί κατά ένα μεγάλο ποσοστό, τότε η αντίστοιχη μείωση της τρέχουσας τιμής θα είναι μικρότερη από την αύξησή της.*

* Όπως απεικονίζεται και στο ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3 ανωτέρω.

- α Το ακριβώς αντίστροφο συμβαίνει στις ανακλήσιμες ομολογίες (*callable bonds*) και μάλιστα από το σημείο όπου αρχίζει να επιδρά η «συμπύεση τιμής» (*price compression*) και μετά, αφού εκεί η καμπύλη της σχέσης τιμής-απόδοσης* παρουσιάζει αρνητική κυρτότητα (*negative convexity*).
- α Στην περίπτωση που δύο ομολογίες έχουν την ίδια διάρκεια ως τη λήξη και την ίδια απόδοση, πριν τη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς, τότε εκείνη με το χαμηλότερο τοκομερίδιο παρουσιάζει και τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα.
- α Στην περίπτωση που δύο ομολογίες έχουν το ίδιο τοκομερίδιο και την ίδια απόδοση, πριν τη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς, τότε εκείνη με τη μεγαλύτερη διάρκεια ως τη λήξη παρουσιάζει και τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα.
- α Στην περίπτωση που δύο ομολογίες έχουν την ίδια διάρκεια μέχρι τη λήξη και το ίδιο τοκομερίδιο, τότε εκείνη με τη χαμηλότερη, πριν τη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς, απόδοση παρουσιάζει και τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα.

* Όπως απεικονίζεται και στο ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4 ανωτέρω.

1.4.5.2 Μέθοδοι μέτρησης της μεταβλητότητας⁴¹

1.4.5.2.1 Αξία της μεταβολής της απαιτούμενης απόδοσης κατά μία μονάδα βάσης

Η αξία της μεταβολής της απαιτούμενης απόδοσης κατά μία μονάδα βάσης (price value of a basis point), ως μέθοδος μέτρησης της μεταβλητότητας, εστιάζει στην αύξηση ή τη μείωση που υφίσταται η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας, όταν το επιτόκιο αγοράς μειωθεί ή αυξηθεί κατά μία μονάδα βάσης (0,01%). Η αύξηση ή η μείωση της τιμής δίδεται είτε ως ποσοστό επί της αρχικής τρέχουσας τιμής είτε ως απόλυτο ποσό. Είναι εύλογο ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία της μεταβολής της απόδοσης κατά μία μονάδα βάσης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβλητότητα της τιμής της ομολογίας

1.4.5.2.2 Μεταβολή της απαιτούμενης απόδοσης της ομολογίας για δεδομένη μεταβολή της τρέχουσας τιμής της

Οι επενδυτές που κάνουν χρήση της μεθόδου της μεταβολής της απαιτούμενης απόδοσης της ομολογίας για δεδομένη μεταβολή της τρέχουσας τιμής της (yield value of a price change) επιλέγουν ένα θεωρητικό, μικρό ποσό ελάττωσης ή

αύξησης της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας και υπολογίζουν το κατά πόσο θα έπρεπε να αυξηθεί ή να μειωθεί το επιτόκιο αγοράς (η απαιτούμενη απόδοση), για να επέλθει η επιλεγείσα μεταβολή στην τιμή του τίτλου (μέσω της προεξόφλησης των ταμειακών εισροών). Όσο μεγαλύτερη είναι η προκύπτουσα μεταβολή της απαιτούμενης απόδοσης, τόσο μικρότερη είναι η μεταβλητότητα της τιμής της ομολογίας, αφού κάτι τέτοιο θα σημαίνει ότι, για να επέλθει μικρή, έστω, μεταβολή στην τρέχουσα τιμή του τίτλου, απαιτείται μεγάλη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς.

1.4.5.2.3 Σταθμισμένη διάρκεια ομολογίας

Η σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας (duration ή Macaulay duration) αποτελεί το σταθμισμένο μέσο όρο των λόγων των παρουσών αξιών των εισροών του τίτλου προς την τρέχουσα τιμή του, με συντελεστές στάθμισης τις περιόδους εκτοκισμού.

Ο τύπος που δίνει τη σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας είναι ο ακόλουθος :

$$\Sigma.\Delta.O. = \left[\frac{T}{(1+E_{\alpha\gamma})^1} * 1 + \frac{T}{(1+E_{\alpha\gamma})^2} * 2 + \dots + \frac{T}{(1+E_{\alpha\gamma})^v} * v + \frac{O.A.O.}{(1+E_{\alpha\gamma})^v} * v \right] * \frac{1}{T.T.O.} \quad (1.10)$$

Όπου :

$\Sigma.\Delta.O.$ = Σταθμισμένη Διάρκεια Ομολογίας

T = Τόκος ανά περίοδο εκτοκισμού

$E_{\alpha\gamma}$ = Επιτόκιο αγοράς (απαιτούμενη, από πλευράς επενδυτών, απόδοση)

v = Σύνολο περιόδων εκτοκισμού

O.A.O. = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

Αν οι περίοδοι εκτοκισμού δεν είναι ετήσιες, τότε η, βάσει του ανωτέρω τύπου, υπολογισθείσα σταθμισμένη διάρκεια, ετησιοποιείται, διαιρούμενη με τον αριθμό των περιόδων εκτοκισμού που περιλαμβάνει ένα έτος.

Η σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας μας δίνει μια αρκετά καλή αίσθηση της χρονικής κατανομής των εισροών που θα αποφέρει ο τίτλος στον ομολογιούχο, ενώ, επιπλέον, μας παρέχει και μια εικόνα της μεταβλητότητας της τιμής της ομολογίας, αφού από τους τύπους (1.5) και (1.10) προκύπτει ότι :

$$\frac{dT.T.O.}{dE_{ag}} * \frac{1}{T.T.O.} = -\frac{1}{1+E_{ag}} * \Sigma.\Delta.O. \quad (1.11)$$

Όπου :

$dT.T.O.$ = Μεταβολή της Τρέχουσας Τιμής της ομολογίας λόγω μεταβολής του E_{ag}

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

dE_{ag} = Μεταβολή του Επιτοκίου αγοράς

E_{ag} = Επιτόκιο αγοράς (απαιτούμενη, από πλευράς επενδυτών, απόδοση)

$\Sigma.\Delta.O.$ = Σταθμισμένη Διάρκεια Ομολογίας

Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι η σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβλητότητα της τιμής της. Οφείλουμε, επιπλέον, να σημειώσουμε ότι το δεξί σκέλος της ισότητας στον τύπο (1.11), αν αφαιρέσουμε το πρόσημο (-), αποτελεί ένα κλασικό μέτρο της μεταβλητότητας της τιμής μιας ομολογίας και ονομάζεται «μετατετραμμένη σταθμισμένη διάρκεια» (*modified duration*). Άρα :

$$\frac{dT.T.O.}{dE_{\alpha\gamma}} * \frac{1}{T.T.O.} = -M.S.\Delta.O. \quad (1.12)$$

και

$$\frac{dT.T.O.}{T.T.O.} = -M.S.\Delta.O. * dE_{\alpha\gamma} \quad (1.13)$$

Όπου :

M.S.Δ.O.= Μετατετραμμένη Σταθμισμένη Διάρκεια Ομολογίας

dT.T.O.= Μεταβολή της Τρέχουσας Τιμής της ομολογίας λόγω μεταβολής του $E_{\alpha\gamma}$

T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

d $E_{\alpha\gamma}$ = Μεταβολή του Επιτοκίου αγοράς

$E_{\alpha\gamma}$ = Επιτόκιο αγοράς

Από τον τύπο (1.12), καθίσταται σαφές ότι η μετατετραμμένη σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας θα μπορούσε να οριστεί ως η επί τοις εκατό μεταβολή της

τρέχουσας τιμής του τίτλου για αύξηση ή μείωση του επιτοκίου αγοράς κατά εκατό μονάδες βάσης (1%). Από την άλλη, ο τύπος (1.13), που προκύπτει από τον τύπο (1.12), υπολογίζει την ποσοστιαία μεταβολή της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας, για δεδομένη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς, κάνοντας χρήση της μετατετραμμένης σταθμισμένης διάρκειας.

Αξίζει να αναφερθεί ότι στην ομολογία ανάστροφα κυμαινόμενου επιτοκίου (inverse floaters), που προκύπτει, όπως έχει ήδη αναφερθεί, από μια ομολογία σταθερού επιτοκίου, η σταθμισμένη διάρκειά αποτελεί συνισταμένη της σταθμισμένης διάρκειας τόσο της ομολογίας από την οποία προκύπτει (collateral) όσο και της, επίσης προκύπτουσας, ομολογίας κυμαινόμενου επιτοκίου (floater). Τέλος, στην περίπτωση των ομολογιών με δικαίωμα ανάκλησης ή επιστροφής, ο υπολογισμός της σταθμισμένης και της μετατετραμμένης σταθμισμένης διάρκειάς τους είναι πιο δυσχερές, αφού η δυνατότητα ανάκλησης ή επιστροφής δημιουργεί έντονες αμφιβολίες ως προς την ακρίβεια πρόβλεψης των μελλοντικών εισροών .

1.4.5.3 Η κυρτότητα της καμπύλης που δείχνει τη σχέση τιμής - απαιτούμενης απόδοσης και η μέτρησή της⁴²

Οι προαναφερθείσες μέθοδοι μέτρησης της μεταβλητότητας της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας είναι χρήσιμες μόνο για μικρής κλίμακας μεταβολές του επιτοκίου αγοράς. Ο λόγος είναι ότι οι συγκεκριμένες μέθοδοι εγκολπώνονται την παραδοχή

ότι η σχέση μεταξύ επιτοκίου αγοράς (απαιτούμενης απόδοσης) και τρέχουσας τιμής της ομολογίας είναι γραμμική. Αυτό, όμως, δεν ισχύει, όπως φαίνεται καθαρά και στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3**, το οποίο δείχνει την κυρτότητα (convexity) που παρουσιάζει η καμπύλη της σχέσης τιμής - απαιτούμενης απόδοσης των ομολογιών. Επομένως, η ποσοστιαία μεταβολή της τρέχουσας τιμής ενός ομολογιακού τίτλου, ύστερα από μια μεγάλη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς, δεν είναι δυνατόν να υπολογιστεί με ακρίβεια μόνο με τη χρήση του τύπου (1.11). Χρειάζεται, επιπλέον, ένας τύπος, που να υπολογίζει την επιρροή της κυρτότητας της καμπύλης τιμής-απόδοσης στη διαμόρφωση της τρέχουσας τιμής της ομολογίας. Κατωτέρω παρατίθεται ένας σχετικά απλοποιημένος τύπος υπολογισμού της κυρτότητας :

$$K = \frac{T.T.O._+ + T.T.O._- - 2 * T.T.O._0}{T.T.O._0 * (\Delta E_{ay})^2} \quad (1.14)$$

Όπου :

K = Κυρτότητα

$T.T.O._+$ = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας αν αυξηθεί το επιτόκιο αγοράς κατά ΔE_{ay}

$T.T.O._-$ = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας αν μειωθεί το επιτόκιο αγοράς κατά ΔE_{ay}

$T.T.O._0$ = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας πριν τη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς

ΔE_{ay} = Απόλυτη τιμή της θεωρητικής μεταβολής του Επιτοκίου αγοράς

Ο μαθηματικός τύπος που προσδιορίζει το οφειλόμενο στην κυρτότητα μερίδιο της

ποσοστιαίας μεταβολής της τρέχουσας τιμής της ομολογίας, λόγω μεταβολής του επιτοκίου αγοράς, είναι ο εξής:

$$\text{Π.Μ.Τ.Τ.Ο.} = \frac{1}{2} * K * (dE_{\alpha\gamma})^2 \quad (1.15)$$

Όπου :

Π.Μ.Τ.Τ.Ο. = Ποσοστιαία Μεταβολή της Τρέχουσας Τιμής της Ομολογίας

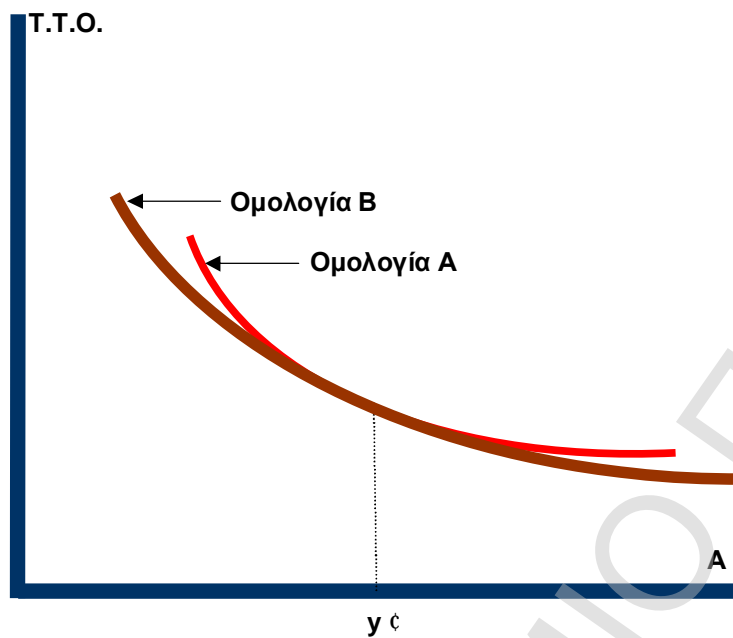
K = Κυρτότητα

$dE_{\alpha\gamma}$ = Μεταβολή του Επιτοκίου αγοράς

Με την πρόσθεση των ποσοστιαίων μεταβολών που δίδουν οι τύποι (1.13) και (1.15) προσεγγίζουμε αρκετά την τρέχουσα τιμή που θα έχει μια ομολογία, ύστερα από μία μεγάλη μεταβολή του επιτοκίου αγοράς.

Παρατηρούμε, λοιπόν, πόσο καθοριστική ως προς τη μεταβλητότητα της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας είναι η κυρτότητα της καμπύλης που αποδίδει τη σχέση τιμής-απαιτούμενης απόδοσης του τίτλου. Για το λόγο αυτό η αγορά τιμολογεί διαφορετικά δύο τίτλους με όμοια χαρακτηριστικά αλλά διαφορετικές κυρτότητες. Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5** μας δείχνει τι συμβαίνει στην περίπτωση που δύο ομολογίες με ίδια απόδοση και σταθμισμένη διάρκεια παρουσιάζουν διαφορετική κυρτότητα στις καμπύλες, οι οποίες αποδίδουν τη σχέση τιμής-απαιτούμενης απόδοσης. Είναι προφανές ότι ύστερα από μεγάλες μεταβολές του επιτοκίου

αγοράς (απαιτούμενης απόδοσης) η ομολογία με τη μεγαλύτερη κυρτότητα (ομολογία A) θα έχει μεγαλύτερη τρέχουσα τιμή από ό,τι η ομολογία με τη μικρότερη κυρτότητα (ομολογία B). Με άλλα λόγια, η τρέχουσα τιμή της ομολογίας A, για μια δεδομένη μεγάλη αύξηση/μείωση του επιτοκίου αγοράς, μειώνεται λιγότερο και αυξάνεται περισσότερο σε σχέση με την τιμή της ομολογίας B. Επακόλουθο του συγκεκριμένου φαινομένου θα είναι η πτώση, τελικά, της απαιτούμενης απόδοσης για την ομολογία A και, συνεπώς, η ακόμα μεγαλύτερη αύξηση της τρέχουσας τιμής της σε σχέση με την ομολογία B. Η αγορά, δηλαδή, θα λάβει υπόψη της την κυρτότητα κατά την τιμολόγηση του ομολογιακού τίτλου A και θα μεταβάλει την κατάσταση που απεικονίζεται στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5**, αποστερώντας τις σχετικές καμπύλες από οιοδήποτε κοινό σημείο μεταξύ τους.



T.T.O. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας

A = Απαιτούμενη Απόδοση (επιτόκιο αγοράς)

y^c = Κοινή απαιτούμενη απόδοση για τις ομολογίες A και B

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5 : ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΣΧΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ - ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΜΕ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΗ ΚΥΡΤΟΤΗΤΑ

Πηγή : Fabozzi, ό.π., σ. 72

1.5 ΤΑ ΕΙΔΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΙΑΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ

1.5.1 Απόδοση στη λήξη

Η απόδοση στη λήξη (yield to maturity) είναι το επιτόκιο το οποίο, εισαγόμενο στο συντελεστή προεξόφλησης, εξισώνει τις μελλοντικές εισροές μιας ομολογίας με την παρατηρούμενη τρέχουσα τιμή της. Πρόκειται, λοιπόν, για τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (internal rate of return) της ομολογίας, ο οποίος, σε μια αποτελεσματική αγορά, ταυτίζεται με την απόδοση που απαιτούν οι επενδύοντες στο συγκεκριμένο τίτλο, δηλαδή με το επιτόκιο αγοράς. Ο υπολογισμός της απόδοσης στη λήξη (η οποία χρησιμοποιείται ευρύτατα στην κεφαλαιαγορά) γίνεται βάσει του τύπου (1.5), αν θέσουμε ως τρέχουσα τιμή της ομολογίας την παρατηρούμενη τιμή της στη δευτερογενή αγορά και επιλύσουμε ως προς το επιτόκιο αγοράς ($E_{αν}$). Άρα, είναι προφανές ότι η απόδοση στη λήξη βασίζεται στις ακόλουθες δύο παραδοχές :

- Οι μελλοντικές εισροές από την ομολογία θα επανεπενδυθούν με επιτόκιο ίσο με την απόδοση στη λήξη
- Ο ομολογιούχος θα διατηρήσει στην κυριότητα του τον ομολογιακό τίτλο μέχρι τη λήξη του

1.5.2 Ονομαστική απόδοση

Η ονομαστική απόδοση (nominal yield) ταυτίζεται με το ονομαστικό επιτόκιο που έχει μια ομολογία κατά την έκδοσή της. Για να πραγματοποιήσει ένας επενδυτής τη συγκεκριμένη απόδοση, θα πρέπει να κρατήσει την ομολογία από την έκδοση έως τη λήξη της οικονομικής της ζωής.

1.5.3 Τρέχουσα απόδοση

Η τρέχουσα απόδοση (current yield) συσχετίζει τον τόκο που εισπράττει ο επενδυτής σε ετήσια βάση με την τιμή κτήσης της ομολογίας στην πρωτογενή (κατά την έκδοσή της) ή στη δευτερογενή αγορά. Η συγκεκριμένη μέτρηση της απόδοσης μιας ομολογίας δεν λαμβάνει υπόψη ούτε το κέρδος ή τη ζημία από τις μεταβολές της τρέχουσας τιμής του τίτλου ούτε τη διαχρονική αξία του χρήματος. Η τρέχουσα απόδοση υπολογίζεται βάσει του ακόλουθου τύπου :

$$T.A. = \frac{E.T.}{T.K.O.} \quad (1.16)$$

Όπου :

T.A. = Τρέχουσα Απόδοση

E.T. = Ετήσιοι Τόκοι (ή Ετήσιος Τόκος)

Τ.Κ.Ο. = Τιμή Κτήσης Ομολογίας

1.5.4 Κεφαλαιακή απόδοση⁴³

Πρόκειται για την απόδοση που εστιάζει στο κεφαλαιακό αποτέλεσμα από τη μεταβολή της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας μεταξύ δύο χρονικών στιγμών. Η εν λόγω απόδοση υπολογίζεται βάσει του τύπου :

$$\text{Κ.Απόδ.} = \frac{\text{Κ.Α.}}{\text{Τ.Κ.Ο.}} \quad (1.17)$$

Όπου :

Κ.Απόδ. = Κεφαλαιακή απόδοση

Κ.Α. = Κεφαλαιακό Αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία)

Τ.Κ.Ο. = Τιμή Κτήσης της Ομολογίας

1.5.5 Απόδοση μέχρι την ανάκληση

Η απόδοση μέχρι την ανάκληση (yield to call) αφορά στις ομολογίες που δύνανται να ανακληθούν (callable bonds) από τον εκδότη τους. Ο τρόπος υπολογισμού της είναι ταυτόσημος με εκείνον της απόδοσης στη λήξη, με μόνη διαφορά το ότι ως χρόνος λήξης της ομολογίας θεωρείται ο χρόνος που καθίσταται δυνατή η

ανάκλησή της. Οι επενδύοντες σε ανακλήσιμες ομολογίες συνηθίζουν να υπολογίζουν τόσο την απόδοση στη λήξη όσο και την απόδοση μέχρι την ανάκληση για κάθε πιθανό χρόνο ανάκλησης των τίτλων, επιδιώκοντας να δουν ποια απόδοση θα έχουν οι ομολογιακοί τίτλοι τους στη χειρότερη περίπτωση (yield to worst)⁴⁴.

1.5.6 Συνολική απόδοση⁴⁵

Η απόδοση στη λήξη (yield to maturity), αν και ευρέως χρησιμοποιούμενη στην αγορά, είναι μια μη ρεαλιστική απόδοση της ομολογίας, καθώς ο υπολογισμός της βασίζεται στην παραδοχή ότι ο επενδυτής θα επανεπενδύει, αφενός, τις εισροές από την ομολογία με επιτόκιο ίσο με την απόδοση στη λήξη και θα κρατήσει, αφετέρου, τον τίτλο μέχρι τη λήξη του - κάτι που ισχύει και για την απόδοση μέχρι την ανάκληση (yield to call), η οποία είναι για τους ίδιους λόγους μη ακριβής μέθοδος προσδιορισμού της απόδοσης μιας ομολογίας. Αντιθέτως, η συνολική απόδοση (total return) δίνει μια αρκετά πιο ρεαλιστική εικόνα της απόδοσης που απολαμβάνει ο επενδύων σε κάποιο ομολογιακό τίτλο. Αυτό οφείλεται στο ότι ο υπολογισμός της συνολικής απόδοσης λαμβάνει υπόψη τόσο τα εκτιμώμενα μελλοντικά επιτόκια, με τα οποία θα επανεπενδυθούν οι εισροές από την ομολογία, όσο και το χρονικό διάστημα που προτίθεται ο ομολογιούχος να κρατήσει τον τίτλο (επενδυτικός ορίζοντας, investment horizon). Πιο συγκεκριμένα, η τρέχουσα απόδοση υπολογίζεται βάσει των ακόλουθων βημάτων :

1^ο Βήμα : Υπολογισμός της μελλοντικής αξίας των εισροών από τους τόκους. Ο χρόνος στον οποίον αφορά η μελλοντική αξία, είναι το χρονικό σημείο λήξης ή πώλησης της ομολογίας (στη δευτερογενή αγορά), ενώ για κάθε επανεπένδυση των εισροών χρησιμοποιείται το αντίστοιχο εκτιμώμενο μελλοντικό επιτόκιο της αγοράς.

2^ο Βήμα : Υπολογισμός της τρέχουσας τιμής της ομολογίας κατά το χρόνο πώλησής της από τον ομολογιούχο. Ο υπολογισμός αυτός γίνεται βάσει του τύπου (1.5) και ως επιτόκιο αγοράς χρησιμοποιείται το εκτιμώμενο ύψος που θα έχει η απαιτούμενη απόδοση κατά το χρόνο πώλησης του τίτλου.

3^ο Βήμα : Πρόσθεση των αποτελεσμάτων των δύο προηγούμενων βημάτων. Σε περίπτωση που ο επενδυτής κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της, τότε στο αποτέλεσμα του πρώτου βήματος προσθέτουμε, αντί για την τρέχουσα αξία, την ονομαστική αξία του τίτλου.

4^ο Βήμα : Υπολογισμός του επιτοκίου που εξισώνει την τρέχουσα τιμή της ομολογίας κατά τη στιγμή υπολογισμού της συνολικής απόδοσής της, με το αποτέλεσμα του τρίτου βήματος. Το αποτέλεσμα του εν λόγω υπολογισμού είναι η συνολική απόδοση της ομολογίας και προκύπτει από τον ακόλουθο τύπο :

$$\left[\frac{\Sigma \text{Μ.Α.Ε.}}{\text{T.T.O.}} \right]^{\frac{1}{v}} - 1 \quad (1.18)$$

Όπου :

Σ.Μ.Α.Ε. = Συνολική Μελλοντική Αξία Εισροών (αποτέλεσμα τρίτου βήματος)

Τ.Τ.Ο. = Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας κατά το χρόνο υπολογισμού της συνολικής απόδοσης

n = Σύνολο περιόδων εκτοκισμού που απομένουν μέχρι τη λήξη ή την πώληση του τίτλου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Τζένης Γιωτάκη, «Ομολογιακά δάνεια του Ν. 3156/2003. Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης», περιοδικό ΕΨΙΛΟΝ 7, τεύχος Απριλίου 2004, σ. 123
2. Βασιλείου Σαρσέντη, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, Εκδόσεις Καραμπερόπουλος, Πειραιάς 1981, σ. 229.
3. ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ του Ν.3156/2003, Παρατηρήσεις στο άρθρο 1, Κώδικας Νομικού Βήματος, τόμος 51, 2003, σ. 1031
4. Νικολάου Ρόκα, ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή 1992, σ.165
5. Πρόδρομου Ευθύμογλου και Απόστολου Μπάλλα, ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2000, σ.136
6. Γεώργιου Αρτίκη, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002, σ.234
7. Robert Zipf, HOW THE BOND MARKET WORKS, SECOND EDITION, NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE, U.S.A. 1997, σ.88
8. Γεώργιου Παπούλια, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις «ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ», Αθήνα 1995, σ. 380.
9. Frank Fabozzi & Franco Modigliani, CAPITAL MARKETS Institutions and Instruments, SECOND EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996, σ. 517
10. Fabozzi & Modigliani, ό.π., σ. 517

11. Fabozzi & Modigliani, ό.π., σ. 518
12. Fabozzi & Modigliani, ό.π. , σ. 518
13. Αρτίκη, ό.π., σ. 264
14. Σαρσέντη, ό.π., σ. 230
15. Αρτίκη, ό.π., σ. 239
16. Frank Fabozzi, BOND MARKETS, ANALYSIS AND STRATEGIES, THIRD EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996, σ. 3
17. Fabozzi, ό.π., σ. 4
18. Fabozzi, ό.π., σ. 146
19. Αρτίκη, ό.π., σ. 238 επ.
20. Σαρσέντη, ό.π., σ. 234
21. Αρτίκη, ό.π., σ. 239
22. Σαρσέντη, ό.π., σ. 235
23. Geoffrey Hirt & Stanley Block, Fundamentals of Investement Management, SEVENTH EDITION, McGraw - Hill, U.S.A. 2003, σ. 385 επ.
24. Fabozzi, ό.π., σ. 142
25. Fabozzi, ό.π., σ. 143
26. Αρτίκη, ό.π., σ. 255
27. Αρτίκη, ό.π., σ. 255
28. Fabozzi, ό.π., σ. 7
29. Fabozzi, ό.π., σ. 7
30. Fabozzi, ό.π., σ. 6
31. Fabozzi, ό.π., σ. 8

32. Παναγιώτη Αγγελόπουλου, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι), Εκδόσεις «ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε.», Αθήνα 2005, σ. 535 επ.
33. Fabozzi, ό.π., σ. 24
34. Fabozzi, ό.π., σ. 82
35. Fabozzi, ό.π., σ. 87 επ. και σ. 323 επ.
36. Αρτίκη, ό.π., σ. 241 επ.
37. Fabozzi, ό.π., σ. 26 επ.
38. Andrew J. Kalotay, George O. Williams, Frank J. Fabozzi, «A Model for the Valuation of Bonds and Embedded Options», περιοδικό Financial Analysts Journal, τεύχος Μαΐου – Ιουνίου 1993, σ. 35 επ.
39. Fabozzi, ό.π., σ. 327 επ.
40. Fabozzi, ό.π., σ. 56 επ.
41. Fabozzi, ό.π., σ. 57 επ. και σ. 76
42. Fabozzi, ό.π., σ. 72 επ.
43. Αρτίκη, ό.π., σ. 248
44. Fabozzi, ό.π., σ. 40
45. Fabozzi, ό.π., σ. 45 επ.

2. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

2.1 Η ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α.

2.1.1 Εισαγωγή

Είναι πλέον ή βέβαιον πως όταν αναφερόμαστε στην αγορά ομολογιών των Η.Π.Α., τότε κάνουμε λόγο για τη μεγαλύτερη αγορά ομολογιών στον πλανήτη. Τα χαρακτηριστικά, τα οποία μπορούν να φέρουν οι ομολογιακοί τίτλοι που απαντώνται εντός της συγκεκριμένης αγοράς είναι πολυποίκιλα, καθώς στόχος είναι η συνεχής προσαρμογή των τίτλων αυτών στις ανάγκες και τις απαιτήσεις των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων (επενδυτών), που δραστηριοποιούνται εντός της κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. και δη της αγοράς ομολογιών. Τόσο η πρωτογενής αγορά ομολογιακών τίτλων όσο και η δευτερογενής, η οποία διακρίνεται για την αποτελεσματικότητα και τη ρευστότητά της, έχουν αποτελέσει και αποτελούν σημείο αναφοράς και κριτήριο αξιολόγησης της οργάνωσης και λειτουργίας των αντίστοιχων αγορών πολλών κρατών, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας. Αξίζει μάλιστα να σημειωθεί ο *Νόμος των Gramm, Leach και Bliley* (*Gramm – Leach – Bliley Act*), που θεσπίστηκε το έτος 1999 και έδωσε νέα ώθηση στην αμερικανική αγορά ομολογιών. Ο λόγος είναι ότι με το νόμο αυτό επετράπη η

ταυτόχρονη παροχή όλων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από το ίδιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, κάτι που μέχρι τότε απαγορευόταν, καθιστώντας τις εταιρίες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών των Η.Π.Α. λιγότερο ανταγωνιστικές έναντι των αντίστοιχων ευρωπαϊκών, που δεν αντιμετώπισαν ποτέ κάποιο σχετικό περιορισμό¹.

2.1.2 Η πρωτογενής αγορά ομολογιών

2.1.2.1 Γενικά

Η πρωτογενής αγορά ομολογιών (primary bonds market) σχετίζεται, ως γνωστόν, με την έκδοση και τη διάθεση των ομολογιών στους επενδυτές. Στις Η.Π.Α. η έκδοση και πώληση ενός ομολογιακού δανείου είναι δυνατό να γίνει είτε μέσω δημόσιας προσφοράς (*public offering*) είτε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (*private placement*). Στην πρώτη περίπτωση ο νομοθέτης έχει λάβει ειδική μέριμνα, ούτως ώστε, μέσω του αντίστοιχου νομοθετικού πλαισίου, να προστατεύσει τον επενδυτή. Αυτό δεν ισχύει και στην περίπτωση της ιδιωτικής τοποθέτησης, όπου ο νομοθέτης είναι πιο ελαστικός έναντι του εκδότη του ομολογιακού δανείου. Σε κάθε περίπτωση, το γεγονός ότι το έτος 2000 το 81,24 % των αντληθέντων κεφαλαίων λόγω έκδοσης επιχειρηματικών ομολογιακών δανείων αφορούσε σε εκδότες που

επέλεξαν τη δημόσια προσφορά, καταδεικνύει ότι αυτή αποτελεί τον πλέον συνήθη τρόπο έκδοσης και πώλησης ομολογιών².

2.1.2.2 Η δημόσια προσφορά³

Εφόσον επιλεγεί από τον εκδότη η διαδικασία της δημόσιας προσφοράς (public offering), η πώληση των ομολογιών μπορεί να γίνει με τη διαδικασία της άμεσης πώλησης (*direct sell*) από την εκδότρια εταιρία στους επενδυτές ή της αναδοχής (*underwriting*) της έκδοσης από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Στην άμεση πώληση ο εκδότης του ομολογιακού δανείου καλεί αυτοπροσώπως το επενδυτικό κοινό να αγοράσει στην πρωτογενή αγορά τους νεοεκδοθέντες τίτλους. Πρόκειται για μια μέθοδο δημόσιας προσφοράς που δεν ακολουθείται συχνά, λόγω των δυσχερειών που ανακύπτουν για τον εκδότη που προσπαθεί να προσελκύσει τους επενδυτές, χωρίς τη συνδρομή κάποιου φορέα, ο οποίος διαθέτει σχετική πείρα.

Αντίθετα, κατά τη διαδικασία της αναδοχής το ίδρυμα που καθίσταται ανάδοχος της έκδοσης παρέχει στον δανειζόμενο συμβουλευτικές υπηρεσίες και αναλαμβάνει την πώληση των ομολογιακών τίτλων στους επενδυτές. Όταν ακολουθείται η λεγόμενη «αναδοχή αυστηρής δέσμευσης» (*firm commitment underwriting*), ο ανάδοχος δεσμεύεται να αγοράσει από τον εκδότη του δανείου και σε συγκεκριμένη τιμή όλες

τις νέες ομολογίες, με στόχο να τις προωθήσει στους επενδυτές και ιδίως στο πελατολόγιο που διατηρεί. Στην «αναδοχή αυστηρής δέσμευσης» αντιπαραβάλλεται η επονομαζόμενη «αναδοχή της καλύτερης δυνατής προσπάθειας» (*best-efforts underwriting*), κατά την οποία ο ανάδοχος απλά προσφέρει την πείρα και τις ικανότητές του στον εκδότη, για να διευκολύνει την πώληση των ομολογιών, χωρίς να είναι υποχρεωμένος να τις αγοράσει. Επειδή, μάλιστα, στην περίπτωση της «αναδοχής αυστηρής δέσμευσης» ο αναλαμβανόμενος, από τον ανάδοχο, κίνδυνος είναι αρκετά μεγάλος, αποτελεί συνήθη πρακτική η σύσταση, από τον ίδιο, *κοινοπραξίας αναδόχων* (*underwriting syndicate*), αποτελούμενης από τον αρχικό ανάδοχο ως επικεφαλής (*lead underwriter*) και από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Με τη σύσταση της εν λόγω κοινοπραξίας επιτυγχάνεται η ένωση των δυνάμεων των συνεργαζόμενων χρηματοπιστωτικών φορέων, ενώ, συνήθως, συγκροτείται και *ομάδα πωλητών των ομολογιών* (*selling group*), οι οποίοι δεν προέρχονται, απαραίτητα, μόνο από τις εταιρίες που συμμετέχουν στην κοινοπραξία. Με αυτό τον τρόπο μπορεί, βέβαια, το κέρδος που προκύπτει από τη διαφορά τιμής αγοράς των ομολογιών από τον εκδότη και τιμής πώλησής τους στους επενδυτές (μεικτό περιθώριο απόδοσης, *gross spread*) να επιμερίζεται σε περισσότερους εμπλεκόμενους στην αναδοχή (το περιθώριο αυτό κινείται, συνήθως, μεταξύ του 0,7 και του 1,3 %), από την άλλη, όμως, ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος διασπείρεται σημαντικά. Εκτός από τις προαναφερθείσες δυνατότητες, η αναδοχή μπορεί να λάβει τη μορφή της λεγόμενης «*συμφωνίας αγοράς*» (*bought deal*) ή της *δημοπρασίας* (*auction*). Στην πρώτη περίπτωση, το ενδιαφερόμενο να αναλάβει την αναδοχή νομικό πρόσωπο,

έχοντας υπόψη του συγκεκριμένους επενδυτές, στους οποίους μπορεί να προπωλήσει τις ομολογίες, πριν καν τις παραλάβει, κάνει στον εκδότη μια προσφορά αγοράς (bid) των τίτλων, ζητώντας απάντηση εντός σύντομου χρονικού διαστήματος. Στη δεύτερη περίπτωση, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ενδιαφέρονται να γίνουν ανάδοχοι, προβαίνουν σε ανταγωνιστικές προσφορές (*competitive bidding*) για συγκεκριμένα τμήματα του ομολογιακού δανείου, αφού αφαιρεθεί το τμήμα των ομολογιών που αφορά σε επενδυτές που υποβάλλουν μη ανταγωνιστικές προσφορές (*noncompetitive tenders*), εφόσον υφίστανται τέτοιοι επενδυτές. Στη συνέχεια, καταρτίζεται πίνακας κατάταξης των αγοραστών, τιθέμενου ως πρώτου εκείνου που προσέφερε τη μεγαλύτερη τιμή αγοράς ανά ομολογία (δηλαδή αυτού που ζήτησε τη μικρότερη απόδοση στη λήξη), ως δεύτερου εκείνου που προσέφερε την αμέσως μικρότερη τιμή και ούτω καθεξής. Οι παραγγελίες ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα, βάσει της σειράς κατάταξης, και οι αγοραστές, αναλόγως της διαδικασίας που έχει επιλεγεί, άλλοτε αγοράζουν τις ομολογίες στην τιμή που προσέφερε ο καθένας (*δημοπρασία πολλαπλών τιμών, multiple – price auction*) και άλλοτε στη χαμηλότερη προσφερθείσα τιμή (*δημοπρασία μοναδικής τιμής ή ολλανδική δημοπρασία, single – price auction ή Dutch auction*). Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 παρουσιάζει τους δέκα μεγαλύτερους παροχείς υπηρεσιών αναδοχής στις Η.Π.Α. το έτος 2001, βάσει των αντληθέντων κεφαλαίων από τις ανειλημμένες εκδόσεις ομολογιών και μετοχών.

Όσον αφορά στη νομοθεσία που σχετίζεται με την έκδοση και πώληση τίτλων βάσει δημόσιας προσφοράς, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε, εν συντομία, το εξής

βασικό νομοθετικό πλαίσιο, που αφορά κατά κύριο λόγο στις επιχειρηματικές ομολογίες (corporate bonds) :

- ο Ο *Νόμος περί Αξιών του 1933 (Securities Act of 1933)* υποχρεώνει τον εκδότη τίτλων (άρα και ομολογιών) να προβεί σε ειδική δήλωση εγγραφής (registration statement) στην Επιτροπή Αξιών και Χρηματιστηρίου (Securities and Exchange Commission, SEC), η οποία και θα εγκρίνει ή θα απορρίψει την προσφορά των τίτλων στο κοινό. Η δήλωση αποτελείται από ένα ενημερωτικό δελτίο (prospectus), που στη συνέχεια μοιράζεται στο επενδυτικό κοινό, καθώς και από ένα τμήμα συμπληρωματικών πληροφοριών, στις οποίες οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να έχουν πρόσβαση ύστερα από αίτησή τους στην Επιτροπή.
- ο Ο *Νόμος περί Χρηματιστηρίου Αξιών του 1934 (Securities Exchange Act of 1934)* επιβάλλει τη συνεχή ενημέρωση της Επιτροπής Αξιών και Χρηματιστηρίου (SEC), από πλευράς εκδότη, με σύνταξη περιοδικών οικονομικών καταστάσεων.
- ο Ο *Κανόνας 415 του 1982 (SEC Rule 415)* δίνει τη δυνατότητα σε μελλοντικούς εκδότες τίτλων να λάβουν ένα είδος προέγκρισης από την Επιτροπή για την έκδοση ή τις εκδόσεις, στις οποίες προτίθενται να προβούν μέσα στη διετία που ακολουθεί.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 : ΟΙ ΔΕΚΑ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΑΝΑΔΟΧΟΙ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α. ΤΟ 2001

| Ανάδοχος | Αντληθέντα κεφάλαια (δισ. \$) | Μερίδιο αγοράς (%) |
|--------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| Merril Lynch & Co. | 279,7 | 14,2 |
| Citigroup/Salomon Smith Barney | 256,3 | 13 |
| Credit Suisse First Boston | 199,1 | 10,1 |
| JPMorgan | 168,2 | 8,5 |
| Lehman Brothers | 157,7 | 8 |
| Morgan Stanley | 143 | 7,2 |
| Goodman Sachs & Co. | 138,4 | 7 |
| Banc of America Securities | 117,9 | 6 |
| UBS Warburg | 99,5 | 5 |
| Deutsche Bank AG | 87,5 | 4,4 |

Πηγή : Dow Jones News Retrieval, 17-9-01

2.1.2.3 Η ιδιωτική τοποθέτηση⁴

Αν ο εκδότης των ομολογιών επιλέξει τη διαδικασία της ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement), τότε η πώληση των τίτλων γίνεται σε προκαθορισμένο επενδυτή ή επενδυτές, άμεσα, χωρίς την παρέμβαση αναδόχου, ενώ υπάρχουν περιορισμοί ως προς τη λειτουργία δευτερογενούς αγοράς για τους συγκεκριμένους τίτλους. Βάσει κατευθυντήριων γραμμών, που έχει δώσει η Επιτροπή Αξιών και Χρηματιστηρίου των Η.Π.Α., για μια διετία απαγορεύεται η διαπραγμάτευση στη δευτερογενή αγορά των τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, ενώ οι αγοραστές τους θα πρέπει να είναι σε θέση να εκτιμήσουν πλήρως τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και την απόδοση που μπορεί να τους αποφέρει η επένδυσή τους, αλλά και να έχουν την οικονομική δυνατότητα να αντεπεξέλθουν έναντι αυτού του κινδύνου. Θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε το

νομοθετικό πλαίσιο, που διέπει την ιδιωτική τοποθέτηση, στους ακόλουθους κανόνες δικαίου, οι οποίοι αφορούν κατά κύριο λόγο στις επιχειρηματικές ομολογίες (corporate bonds) :

- Ο *Νόμος περί Αξιών του 1933 (Securities Act of 1933)* δεν προβλέπει την υποβολή δήλωσης εγγραφής (registration statement) του εκδότη των τίτλων στην Επιτροπή Αξιών και Χρηματιστηρίου. Δεν απαιτείται η σύνταξη λεπτομερούς ενημερωτικού δελτίου (prospectus), αλλά η σύνταξη ενός δελτίου που θα περιέχει απλά τις απαραίτητες πληροφορίες.
- Ο *Κανόνας 144A του 1990 (SEC Rule 144A)* αίρει, μόνο για την περίπτωση που επενδυτές είναι μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τη διετή απαγόρευση της διαπραγμάτευσης των τίτλων που αγοράσθηκαν ύστερα από ιδιωτική τοποθέτηση και δίνει τη δυνατότητα λειτουργίας δευτερογενούς αγοράς μεταξύ των ιδρυμάτων αυτών.

2.1.3 Η δευτερογενής αγορά ομολογιών

2.1.3.1 Γενικά

Στη δευτερογενή αγορά ομολογιών (secondary bonds market) των Η.Π.Α., όπως

και σε κάθε άλλη δευτερογενή αγορά ομολογιών, λαμβάνουν χώρα οι αγοραπωλησίες των ομολογιακών τίτλων, μετά την έκδοσή τους στην πρωτογενή αγορά. Ο όγκος των συναλλαγών, που πραγματοποιούνται στην εν λόγω αγορά, ανέρχεται σε αρκετές δεκάδες δισεκατομμυρίων δολαρίων ημερησίως και μαρτυρά τη δυνατότητα των ομολογιούχων να ρευστοποιούν τους τίτλους που τους ανήκουν με εξαιρετική ευκολία. Η τιμή, βάσει της οποίας γίνονται οι συναλλαγές, ισούται με την τρέχουσα τιμή των ομολογιών, προσηυξημένη κατά το κόστος συναλλαγής (transaction cost), που αποτελείται κυρίως από την αμοιβή των μεσιτών (brokers) και των διαπραγματευτών (dealers) *. Πρόκειται, λοιπόν, για μια αγορά, η οποία παρουσιάζει αξιοσημείωτο μέγεθος, ρευστότητα, αλλά και αποτελεσματικότητα, καθώς οι διαμορφούμενες τρέχουσες τιμές των ομολογιών αποτελούν πιστή, σχεδόν, απεικόνιση των προσδοκιών των επενδυτών.

Ο ήδη αναφερθείς *Νόμος περί Χρηματιστηρίου Αξιών του 1934 (Securities Exchange Act of 1934)* αποτελεί τον πυρήνα του κανονιστικού πλαισίου που αφορά στην εντός του χρηματιστηρίου λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς των Η.Π.Α. Το γεγονός, όμως, ότι ο μεγάλος όγκος των αγοραπωλησιών ομολογιών γίνεται εξωχρηματιστηριακά (OTC) περιορίζει αρκετά το πεδίο εφαρμογής του συγκεκριμένου νόμου και αφήνει πολλά περιθώρια στην ιδιωτική βούληση, μιας και εδώ το ρυθμιστικό πλαίσιο είναι αρκετά χαλαρό.

* Η υποενότητα 2.1.3.3 κατωτέρω αφορά στο ρόλο των διαπραγματευτών και των μεσιτών.

2.1.3.2 Χώροι λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς ομολογιών⁵

Η δευτερογενής αγορά ομολογιών στις Η.Π.Α. λειτουργεί στους εξής χώρους :

- ο Στα οργανωμένα χρηματιστήρια, εθνικά (*national exchanges*) ή τοπικά (*regional exchanges*). Στην πρώτη κατηγορία ανήκει το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange) και το Αμερικανικό Χρηματιστήριο (American Stock Exchange), ενώ στη δεύτερη ανήκουν χρηματιστήρια, όπως το Χρηματιστήριο του Σικάγο (Chicago Stock Exchange) και το Χρηματιστήριο της Ακτής του Ειρηνικού (Pacific Coast Stock Exchange).
- ο Στην εξωχρηματιστηριακή αγορά (*Over – The - Counter market, OTC market*). Πρόκειται για την αγορά όπου λαμβάνει χώρα η συντριπτική πλειοψηφία των συναλλαγών επί ομολογιών και συνίσταται σε πολλαπλά ηλεκτρονικά δίκτυα επικοινωνίας (*electronic communication networks*), τα οποία αντιστοιχίζουν αυτομάτως τις προσφορές αγοράς και πώλησης (*bid – ask quotes*) ομολογιακών τίτλων, που διατυπώνουν εξειδικευμένοι διαπραγματευτές (*dealers*). Χάρη στα συγκεκριμένα δίκτυα, τα κόστη συναλλαγής (*transaction costs*) που επιβαρύνουν την τρέχουσα τιμή του αγοραζόμενου τίτλου ελαχιστοποιούνται, ενώ, επιπλέον, δίνεται η δυνατότητα διατύπωσης προσφορών καθ' όλο το εικοσιτετράωρο (*twenty four – hours trading*).

Είναι σημαντικό να αναφερθεί, ότι η διαπραγμάτευση των ομολογιών στη δευτερογενή αγορά των Η.Π.Α. γίνεται με τοκομερίδιο (cum – interest). Επομένως, σε περίπτωση αγοράς ενός ομολογιακού τίτλου εν μέσω περιόδου εκτοκισμού, ο δεδουλευμένος, μέχρι την ημέρα αγοράς, τόκος εισπράττεται πάντα από τον αγοραστή.

2.1.3.3 Ο ρόλος των διαπραγματευτών και των μεσιτών

Όπως σε κάθε δευτερογενή αγορά τίτλων, έτσι και στη δευτερογενή αγορά ομολογιών των Η.Π.Α., η συμβολή των διαπραγματευτών (dealers) και των μεσιτών (brokers) στην εύρυθμη λειτουργία των συναλλαγών είναι καθοριστικής σημασίας.

Οι *διαπραγματευτές ομολογιών (bond dealers)* στις Η.Π.Α. προέρχονται από εξειδικευμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (όπως η εταιρία Merrill Lynch) και διατυπώνουν συνεχώς προσφορές αγοράς και πώλησης ομολογιακών τίτλων, αποσκοπώντας, κυρίως, στην εξασφάλιση ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά⁶. Πέραν, όμως, της ρευστότητας, η παρουσία των διαπραγματευτών συμβάλλει και στην αποφυγή έντονων βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της τρέχουσας τιμής των τίτλων ή, υπό άλλη διατύπωση, στην εξασφάλιση αμεσότητας (immediacy) της παραλαβής των ομολογιών από τους αγοραστές τους⁷. Το κέρδος τους προκύπτει

από τη διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης (bid – ask spread) των ομολογιών που έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους και αποτελεί μέρος του κόστους συναλλαγής (transaction cost) των τίτλων.

Οι *μεσίτες (brokers)* δραστηριοποιούνται στη δευτερογενή αγορά ομολογιών εξ ονόματος των πελατών τους οι οποίοι δεν μπορούν ή/και δεν έχουν τις απαραίτητες γνώσεις, για να συμβληθούν αυτοπροσώπως με τους μετέχοντες στην αγορά. Οι μεσίτες στις Η.Π.Α. προέρχονται από εταιρίες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπως και οι διαπραγματευτές, αλλά, σε αντίθεση με αυτούς, δεν προβαίνουν σε συναλλαγές για ίδιον λογαριασμό. Τέλος, αμείβονται με προμήθεια (commission), που τους καταβάλλει ο πελάτης τους, η οποία εντάσσεται (όπως και η αμοιβή των διαπραγματευτών) στο κόστος συναλλαγής (transaction cost) των ομολογιών.

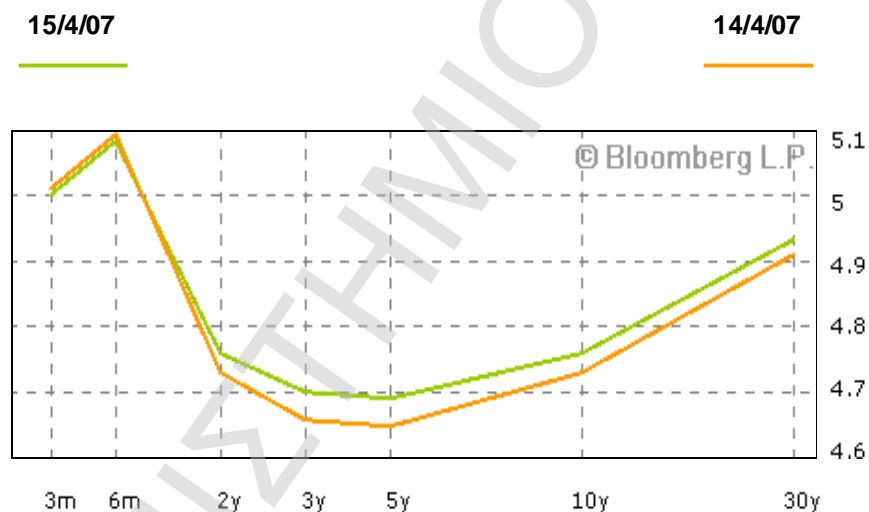
2.2 ΟΙ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

2.2.1 Ομολογίες εκδιδόμενες από το Υπουργείο Οικονομικών⁸

2.2.1.1 Γενικά

Το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. (Treasury) εκδίδει, ανά τακτά χρονικά διαστήματα, χρεόγραφα, με στόχο την κάλυψη κρατικών χρηματοδοτικών αναγκών. Οι πλέον συνήθεις τίτλοι που εκδίδονται είναι τα έντοκα γραμμάτια (Treasury bills), τα οποία δεν φέρουν τοκομερίδιο, πωλούνται με έκπτωση (discount) επί της ονομαστικής τους αξίας και έχουν διάρκεια δεκατριών (13), είκοσι έξι (26) ή πενήντα δύο (52) εβδομάδων. Τα έντοκα γραμμάτια εντάσσονται στο πλαίσιο της χρηματαγοράς και δεν είναι ομολογίες. Από την άλλη, το Υπουργείο Οικονομικών εκδίδει και ομολογιακούς τίτλους, οι οποίοι (όπως και τα έντοκα γραμμάτια) είναι πλήρως εγγυημένοι από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α. και αποφέρουν στους επενδυτές εισόδημα μη υποκείμενο στις φορολογικές διατάξεις που αφορούν στην αντίστοιχη περιοχή (local income tax) ή πολιτεία (state income tax). Με άλλα λόγια, το εισόδημα των επενδυόντων στις συγκεκριμένες ομολογίες υπόκειται μόνο στην ομοσπονδιακή φορολογική νομοθεσία (federal income tax). Οι ομολογιακοί τίτλοι που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών διακρίνονται σε

ομολογίες βραχυ-μεσοπρόθεσμης λήξης (*Treasury notes, T-notes*) και σε ομολογίες μακροπρόθεσμης λήξης (*Treasury bonds, T-bonds*). Μάλιστα, υφίστανται και «παράγωγες» ομολογίες με αποκομμένο τοκομερίδιο (*Separate Trading Registered Interest and Principal Securities, STRIPS*), προερχόμενες από τα ομόλογα που εκδίδει το Υπουργείο. Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1** απεικονίζει την καμπύλη απόδοσης (*yield curve*) που είχαν στις 15/4/2007 και στις 14/4/2007 οι υπό του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α. εκδοθέντες τίτλοι (συμπεριλαμβανομένων και των εντόκων γραμματίων).



m = μήνες

y = χρόνια

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 : ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%) ΤΩΝ ΥΠΟ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΕΚΔΟΘΕΝΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΙΣ 15/4/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 14/4/2007

Πηγή : Bloomberg

2.2.1.2 Ομολογίες βραχυ - μεσοπρόθεσμης λήξης

Οι ομολογίες βραχυ - μεσοπρόθεσμης λήξης (T – Notes) είναι οι πλέον συνήθεις εκδόσεις ομολογιών του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α. Οι συγκεκριμένοι τίτλοι φέρουν τοκομερίδιο και έχουν διάρκεια από ένα (1) έως δέκα (10) έτη. Η περίοδος εκτοκισμού είναι εξαμηνιαία και ο ομολογιούχος, ο οποίος απολαύει ιδιαίτερα ελκυστικών φοροαπαλλαγών, εισπράττει την ονομαστική τους αξία κατά τη λήξη τους.

2.2.1.3 Ομολογίες μακροπρόθεσμης λήξης

Οι ομολογίες μακροπρόθεσμης λήξης (T-bonds) ταυτίζονται στα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά τους με τις ομολογίες βραχυ-μεσοπρόθεσμης λήξης, εκτός από τη διάρκειά τους, η οποία ξεπερνάει τα δέκα (10) έτη. Πρέπει, επιπλέον, να αναφερθεί ότι οι εν λόγω ομολογίες είναι συνήθως ανακλήσιμες μετά την πάροδο πέντε (5) ετών από την έκδοσή τους.

2.2.1.4 Ομολογίες με αποκομμένο τοκομερίδιο

Οι ομολογίες με αποκομμένο τοκομερίδιο (STRIPS) δεν αποτελούν ένα τρίτο είδος

ομολογιών που εκδίδονται από το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α., αλλά ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, που προέρχεται από τη διάσπαση μιας ομολογίας βραχυ-μεσοπρόθεσμης ή μακροπρόθεσμης λήξης σε επιμέρους ομολογίες μηδενικού επιτοκίου (Z-bonds). Οι παράγωγες ομολογίες είναι τόσες όσες και οι εισροές που πρόκειται να αποφέρει μέχρι τη λήξη του ο «μητρικός» τίτλος. Μία ομολογία εξ αυτών έχει ονομαστική αξία ίση με την ονομαστική αξία του διασπασθέντος τίτλου, ενώ κάθε μία από τις υπόλοιπες ομολογίες έχει ονομαστική αξία ίση με τον εξαμηνιαίο τόκο του ίδιου τίτλου. Η τρέχουσα τιμή των παράγωγων ομολογιών προκύπτει από τον τύπο (1.7), δηλαδή ισούται με την προεξόφληση της ονομαστικής τους αξίας, βάσει της απαιτούμενης, από την αγορά, απόδοσης (yield).

Οι εταιρίες Merrill Lynch και Salomon Brothers πρωτοστάτησαν στη δημιουργία των εν λόγω προϊόντων, εισάγοντάς τα στην αγορά των Η.Π.Α. το έτος 1982 και παρακινώντας πολλές εταιρίες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στο να ακολουθήσουν τα χνάρια τους.

2.2.1.5 Η πρωτογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α.

Η έκδοση των ομολογιών βραχυ-μεσοπρόθεσμης (T-notes) και μακροπρόθεσμης λήξης (T-bonds) γίνεται με τη μέθοδο της δημοπρασίας (auction), κατά την οποία

υποβάλλονται ανταγωνιστικές προσφορές*, μέσω ηλεκτρονικών πληροφοριακών δικτύων, με τη μορφή απαιτούμενων αποδόσεων (yields). Η ελάχιστη ονομαστική αξία που μπορεί να έχει ένας ομολογιακός τίτλος βραχυ-μεσοπρόθεσμης λήξης είναι πέντε χιλιάδες δολάρια (5.000 \$) για τίτλους διάρκειας μέχρι τρία (3) έτη και χίλια δολάρια (1.000 \$) για τίτλους μεγαλύτερης διάρκειας. Αντιθέτως, στην περίπτωση των ομολογιών μακροπρόθεσμης λήξης η ελάχιστη ονομαστική αξία κάθε τίτλου είναι χίλια δολάρια (1.000\$), ασχέτως διάρκειας.

Οι ομολογίες διετούς και πενταετούς διάρκειας δημοπρατούνται κάθε μήνα βάσει *δημοπρασίας μοναδικής τιμής (single – price auction)*, ενώ οι ομολογίες τριετούς, δεκαετούς και τριακονταετούς διάρκειας κάθε τρεις (3) μήνες, αρχής γενομένης το μήνα Φεβρουάριο, βάσει *δημοπρασίας πολλαπλής τιμής (multiple – price auction)*. Πριν λάβει χώρα η δημοπρασία, αφαιρούνται από το σύνολο των ομολογιών εκείνες που πωλούνται βάσει μη ανταγωνιστικών προσφορών (noncompetitive tenders). Η ονομαστική αξία των ομολογιών αυτών δεν μπορεί να υπερβεί το ένα εκατομμύριο δολάρια (1.000.000 \$), ενώ η τιμή πώλησής τους ισούται με τη μέση σταθμική τιμή πώλησης που θα προκύψει από τον πίνακα κατάταξης των ανταγωνιστικών προσφορών. Οι αγοραστές των περιών ο λόγος κυβερνητικών ομολογιών δεν λαμβάνουν κάποιο πιστοποιητικό, αλλά η κυριότητά τους επί των τίτλων αποδεικνύεται από την καταχώρηση της συναλλαγής στη βάση δεδομένων της τράπεζας τους, η οποία στη συνέχεια ενημερώνει την Ομοσπονδιακή Τράπεζα Αποθεμάτων (πρόκειται για το λεγόμενο «Σύστημα Καταχώρησης της Εγγραφής»,

* Η εν λόγω διαδικασία περιγράφεται ανωτέρω στην υποενότητα 2.1.2.2.

«Book Entry System»).

Κυρίαρχη θέση μεταξύ των μετεχόντων στη δημοπρασία έχουν οι Βασικοί Διαπραγματευτές (Primary Dealers), μιας και μόνο με αυτούς συναλλάσσεται η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Αποθεμάτων (Federal Reserve Bank, FED) κατά την εφαρμογή της νομισματικής της πολιτικής, μέσω της αγοραπωλησίας κυβερνητικών τίτλων εκδοθέντων από το Υπουργείο Οικονομικών.

Οφείλουμε να επισημάνουμε, εδώ, ότι οι ομολογίες με αποκομμένο τοκομερίδιο (STRIPS) δεν εκδίδονται από το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α., αλλά αποτελούν προϊόντα δημιουργούμενα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, με στόχο να καλυφθεί το κενό της μη έκδοσης, από πλευράς του Υπουργείου, ομολογιών μηδενικού επιτοκίου. Για το λόγο αυτό και δεν υφίσταται πρωτογενής αγορά, υπό την κλασική έννοια, για τις ομολογίες αυτού του είδους.

2.2.1.6 Η δευτερογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. και των ομολογιών με αποκομμένο τοκομερίδιο

Η δευτερογενής αγορά των *βραχυ-μεσοπρόθεσμης* και *μακροπρόθεσμης λήξης ομολογιών* που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. αποτελείται από δύο (2) στάδια. Το πρώτο στάδιο ξεκινάει από τη στιγμή που ανακοινώνεται η

ημερομηνία της δημοπρασίας και ολοκληρώνεται κατά την ημέρα της δημοπρασίας (πρόκειται για τη λεγόμενη «προ της δημοπρασίας δευτερογενή αγορά», «when issued market»). Το δεύτερο στάδιο, που είναι και το κύριο, εκτείνεται, χρονικά, από τη δημοπράτηση των τίτλων έως τη λήξη της οικονομικής τους ζωής. Η διαπραγμάτευση των ομολογιών γίνεται *εξωχρηματιστηριακά (OTC)*, ενώ οι τόκοι υπολογίζονται βάσει του πραγματικού αριθμού ημερών που περιλαμβάνονται στις περιόδους εκτοκισμού (actual on actual basis). Η απεικόνιση της τρέχουσας τιμής των συγκεκριμένων ομολογιακών τίτλων αποτελείται από δύο (2) σκέλη. Στο αριστερό σκέλος παρουσιάζεται το ακέραιο τμήμα του ποσοστού επί της ονομαστικής αξίας, στο οποίο αντιστοιχεί η τρέχουσα τιμή της ομολογίας, και στο δεξί το υπόλοιπο τμήμα του ποσοστού, εκφρασμένο σε τριακοστά δεύτερα της ονομαστικής αξίας του τίτλου. Ορισμένες φορές, δίπλα από την τρέχουσα τιμή τίθεται ένα συν (+), το οποίο την αυξάνει κατά ένα εξηκοστό τέταρτο (1/64) της ονομαστικής αξίας. Στον **ΠΙΝΑΚΑ 2.2** παρουσιάζονται, μεταξύ άλλων, οι αποδόσεις στη λήξη (yield to maturity) των ομολογιών βραχυ – μεσοπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης λήξης που υφίσταντο στην αγορά των Η.Π.Α. στις 28/3/2007.

Η δευτερογενής αγορά των *ομολογιών με αποκομμένο τοκομερίδιο*, η οποία λειτουργεί εκεί όπου λειτουργεί και η αντίστοιχη αγορά των ομολογιών από τις οποίες προέρχονται οι εν λόγω τίτλοι, αντιμετώπισε αρχικά διάφορα προβλήματα με κυριότερο εκείνο της χαμηλής ρευστότητας. Σύντομα, όμως, το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. αποφάσισε να στηρίξει την εν λόγω αγορά, ενώ από το 1985 και μετά υποδεικνύει ποιες νέες εκδόσεις ομολογιών είναι κατάλληλες για

αποκοπή του τοκομεριδίου τους, προτείνοντας, κατά κανόνα, εκείνες που έχουν διάρκεια δέκα (10) ετών και άνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2 : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (%) ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΒΡΑΧΥ-ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΛΗΞΗΣ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΣΤΙΣ 28/3/2007

| ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΒΡΑΧΥ - ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΛΗΞΗΣ | | | | | |
|---------------------------------------|-------------|------------------|------------------------------------|-------------------------|-------|
| ΔΙΑΡΚΕΙΑ | ΚΟΥΠΟΝΙ (%) | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΛΗΞΗΣ | ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ/ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΗ ΛΗΞΗ (%) | ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΙΜΗΣ/ΑΠΟΔΟΣΗΣ | ΩΡΑ |
| 2-ΕΤΗ | 4,500 | 31/3/2009 | 99 - 29½ / 4.54 | -0 - 00¾ / 0,012 | 07:18 |
| 3-ΕΤΗ | 4,750 | 15/2/2010 | 100 - 21¾ / 4.49 | -0 - 00+ / 0,006 | 07:23 |
| 5-ΕΤΗ | 4,625 | 29/2/2012 | 100 - 17+ / 4.50 | -0 - 01+ / 0,009 | 07:23 |
| 10-ΕΤΗ | 4,625 | 15/2/2017 | 100 - 00+ / 4.62 | -0 - 00½ / 0,002 | 07:23 |
| ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΛΗΞΗΣ | | | | | |
| ΔΙΑΡΚΕΙΑ | ΚΟΥΠΟΝΙ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΛΗΞΗΣ | ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ/ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΗ ΛΗΞΗ | ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΙΜΗΣ/ΑΠΟΔΟΣΗΣ | ΩΡΑ |
| 30-ΕΤΗ | 4,750 | 02/15/2037 | 98 - 23½ / 4.83 | 0-00½ / -0,001 | 07:23 |

Πηγή : Bloomberg

2.2.2 Ομολογίες εκδιδόμενες από ομοσπονδιακά ιδρύματα και από δημόσιες επιχειρήσεις⁹

2.2.2.1 Γενικά

Ο όγκος της αγοράς των ομολογιών που εκδίδονται από ομοσπονδιακά ιδρύματα (federally related institutions) και δημόσιες επιχειρήσεις (government – sponsored

enterprises) είναι κατά πολύ μικρότερος του όγκου της αγοράς που διαμορφώνουν οι ομολογίες, τις οποίες εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. Παρά ταύτα, οι εν λόγω ομολογιακοί τίτλοι (που στην αγορά των Η.Π.Α. ονομάζονται «agency bonds»), κατά κύριο λόγο αυτοί που εκδίδονται από δημόσιες επιχειρήσεις, αποτελούν ένα σημαντικό μερίδιο της αγοράς ομολογιών των Η.Π.Α.

2.2.2.2 Ομολογίες εκδιδόμενες από ομοσπονδιακά ιδρύματα

Τα ομοσπονδιακά ιδρύματα (federally related institutions) αποτελούν νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου και, κατά κανόνα, δεν προβαίνουν στην έκδοση τίτλων, αφού κύρια πηγή χρηματοδότησής τους είναι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Χρηματοδότησης (Federal Financing Bank), η οποία ιδρύθηκε το έτος 1973. Μεταξύ των κυριότερων ομοσπονδιακών ιδρυμάτων των Η.Π.Α. συγκαταλέγεται η *Διοικητική Υπηρεσία της Κοιλάδας του Τεννεσί (Tennessee Valley Authority)*, η *Τράπεζα Εισαγωγών – Εξαγωγών των Η.Π.Α. (Export – Import Bank of the United States)*, η *Διοίκηση Γενικών Υπηρεσιών (General Services Administration)*, η *Διοίκηση Ηλεκτροδότησης Αγροτικών Περιοχών (Rural Electrification Administration)* και η *Διοίκηση Στέγασης Αγροτών (Farmers Housing Administration)*. Από τα ανωτέρω ιδρύματα μόνο το πρώτο εκδίδει ομολογιακούς καθώς και άλλους τίτλους ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Οι ομολογίες αυτές έχουν εξαμηνιαία περίοδο εκτοκισμού και, εν αντιθέσει με όσα κατά κανόνα ισχύουν για τα χρεόγραφα που εκδίδουν τα υπόλοιπα ομοσπονδιακά ιδρύματα (τις ελάχιστες

φορές που αυτά προβαίνουν σε έκδοση τίτλων), δεν απολαύουν της εγγύησης της Κυβέρνησης των Η.Π.Α. Τέλος, τα έσοδα από τους τίτλους που εκδίδουν τα ομοσπονδιακά ιδρύματα των Η.Π.Α., υπόκεινται, κατά κανόνα, μόνο στην ομοσπονδιακή φορολόγηση (federal income tax).

2.2.2.3 Ομολογίες εκδιδόμενες από δημόσιες επιχειρήσεις

Οι δημόσιες επιχειρήσεις (government – sponsored enterprises) αποτελούν δημόσια νομικά πρόσωπα λειτουργούντα βάσει των αρχών της ιδιωτικής οικονομίας. Οι επιχειρήσεις αυτές εκδίδουν ομολογίες με εξαμηνιαία περίοδο εκτοκισμού καθώς και άλλους τίτλους με διάρκεια που δεν υπερβαίνει το ένα (1) έτος. Η έκδοση των προαναφερθεισών ομολογιών λαμβάνει χώρα ανά τακτά χρονικά διαστήματα και τα έσοδα από την επένδυση σε αυτές υπόκεινται, κατά κανόνα, μόνο στην ομοσπονδιακή φορολόγηση. Οι ομολογιακοί τίτλοι που εκδίδονται από τις δημόσιες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. δεν απολαύουν της εγγύησης της Κυβέρνησης, εκτός από τις ομολογίες που εκδίδει το *Σωματείο Χρηματοδοτικής Στήριξης Αγροτικής Πίστης (Farm Credit Financial Assistance Corporation)*. Σε κάθε περίπτωση, όμως, οι επενδυτές θεωρούν εξαιρετικά πιθανό το ότι η Κυβέρνηση θα συνδράμει μια δημόσια επιχείρηση, αν η τελευταία βρεθεί σε αδυναμία αποπληρωμής των τόκων ή/και της ονομαστικής αξίας ομολογιών που εξέδωσε. Ακολουθεί ονομαστική αναφορά των κυριότερων δημόσιων επιχειρήσεων των Η.Π.Α. καθώς και της συνήθους διάρκειας των ομολογιών που κάθε μία

εκδίδει:

- *Ομοσπονδιακό Τραπεζικό Σύστημα Αγροτικής Πίστης (Federal Farm Credit Bank System)* : σπάνια εκδίδει ομολογίες και συνήθως προβαίνει στην έκδοση άλλων τίτλων διάρκειας έως ενός (1) έτους.
- *Οργανισμός Χρηματοδοτικής Στήριξης Αγροτικής Πίστης (Farm Credit Financial Assistance Corporation)* : εκδίδει ομολογίες διάρκειας άνω των δύο (2) ετών οι οποίες απολαύουν της εγγύησης της Κυβέρνησης των Η.Π.Α.
- *Ομοσπονδιακό Σύστημα Τραπεζών Στεγαστικών Δανείων (Federal Home Loan Bank System)* : εκδίδει ομολογίες διάρκειας άνω των δύο (2) ετών.
- *Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ενυπόθηκων Στεγαστικών Δανείων (Federal Home Loan Mortgage Corporation)* : σπάνια εκδίδει ομολογίες και συνήθως προβαίνει στην έκδοση παρεμφερών τίτλων που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα δάνεια*.
- *Ομοσπονδιακή Εθνική Ένωση Ενυπόθηκων Δανείων (Federal National Mortgage Association)* : σπάνια εκδίδει ομολογίες και συνήθως προβαίνει στην έκδοση παρεμφερών τίτλων που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα

* Η ενότητα 2.5 κατωτέρω αφορά στους εν λόγω τίτλους της κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.

δάνεια*.

- Ένωση Φοιτητικών Δανείων (*Student Loan Marketing Association*) : εκδίδει ομολογίες διάρκειας άνω των δύο (2) ετών, με σταθερό, μεταβαλλόμενο και μηδενικό επιτόκιο.
- Οργανισμός Χρηματοδότησης (*Financing Corporation*) : εκδίδει ομολογίες διάρκειας άνω των δύο (2) ετών.
- Οργανισμός Παρακαταθηκών προς Επίλυση Οικονομικών Προβλημάτων (*Resolution Trust Corporation*) : χρηματοδοτείται, κατά κανόνα, μέσω της έκδοσης ομολόγων διάρκειας τριάντα (30) και σαράντα (40) ετών.

2.2.2.4 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των ομολογιών που εκδίδουν τα ομοσπονδιακά ιδρύματα και οι δημόσιες επιχειρήσεις των Η.Π.Α.

Η λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς των ομολογιακών τίτλων που εκδίδουν τα ομοσπονδιακά ιδρύματα και οι δημόσιες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. είναι παρεμφερής με τη λειτουργία της αντίστοιχης αγοράς των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο

* Η ενότητα 2.5 κατωτέρω αφορά στους εν λόγω τίτλους της κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.

Οικονομικών*. Η έκδοση και η διανομή των συγκεκριμένων ομολογιακών τίτλων γίνεται, κατά κανόνα, βάσει δημόσιας προσφοράς και πιο συγκεκριμένα ακολουθείται η διαδικασία της δημοπρασίας και της διατύπωσης ανταγωνιστικών προσφορών. Κατά τα λοιπά ισχύουν εν πολλοίς όσα ισχύουν και για την πρωτογενή αγορά των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α.

Όσον αφορά στη δευτερογενή αγορά των περιών ο λόγος ομολογιακών τίτλων, αξίζει να αναφέρουμε ότι στην περίπτωση που αυτοί δεν είναι εγγυημένοι από την Κυβέρνηση (όπως συμβαίνει κατά κανόνα με τις ομολογίες που εκδίδουν οι δημόσιες επιχειρήσεις), η, από πλευράς επενδυτών, απαιτούμενη απόδοσή τους είναι ελαφρώς υψηλότερη (άρα και η τρέχουσα τιμή τους ελαφρώς μικρότερη) από εκείνη των αντίστοιχης διάρκειας ομολογιών του Υπουργείου Οικονομικών. Είναι εύλογο, λοιπόν, ο πιστωτικός αυτός κίνδυνος σε συνδυασμό με την περιορισμένη ρευστότητα της συγκεκριμένης δευτερογενούς αγοράς να έχουν ως αποτέλεσμα μια ελαφρά μετατόπιση προς τα πάνω της καμπύλης απόδοσης των ομολογιών που εκδίδουν τα ομοσπονδιακά ιδρύματα και οι δημόσιες επιχειρήσεις σε σχέση με την καμπύλη απόδοσης των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. (όπως αυτή απεικονίζεται στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1**). Η μετατόπιση αυτή ισούται με την επιπλέον «αμοιβή» ρευστότητας και πιστωτικού κινδύνου (για όσες ομολογίες δεν είναι εγγυημένες από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α.), που απαιτεί η αγορά. Κατά τα λοιπά, η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς ομολογιακών τίτλων

* Η υποενότητα 2.2.1.5 ανωτέρω αφορά στην πρωτογενή αυτή αγορά.

εκδιδόμενων από ομοσπονδιακά ιδρύματα και δημόσιες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. είναι παρεμφερής με τη λειτουργία της κατά πολύ ρευστότερης δευτερογενούς αγοράς των ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών*.

2.3 ΟΙ ΔΗΜΟΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.¹⁰

2.3.1 Γενικά

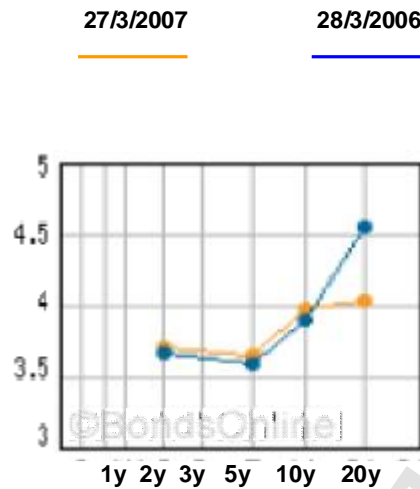
Οι δημοτικές ομολογίες (municipal bonds) αποτελούν ομολογιακούς τίτλους που εκδίδονται από πολιτείες, πόλεις, πολίχνες, κομητείες και διοικητικές, εν γένει, υποδιαιρέσεις του κράτους των Η.Π.Α. Πρόκειται για μια αρκετά σημαντική αγορά, η οποία εμπεριέχει διάφορα είδη ομολογιών, όπως σειριακές ομολογίες (serial bonds), ομολογίες μηδενικού (zero - coupon bonds) ή κυμαινόμενου επιτοκίου (floating – rate bonds), ομολογίες με δικαίωμα ανάκλησης (callable bonds) ή/και επιστροφής (puttable bonds). Η περίοδος εκτοκισμού είναι εξαμηνιαία, ενώ η διάρκειά τους μπορεί να φτάσει μέχρι και τα σαράντα (40) έτη. Η ποικιλομορφία των ομολογιακών τίτλων, η μεγάλη ρευστότητα της αντίστοιχης δευτερογενούς αγοράς αλλά και το γεγονός ότι τα αντλούμενα κεφάλαια χρησιμοποιούνται, συχνά, για κοινωφελείς σκοπούς (όπως ανέγερση σχολείων και νοσοκομείων) έχουν ως αποτέλεσμα την προσέλκυση πολλών επενδυτών, ιδίως ιδιωτών. Επιπλέον, το

* Η υποενότητα 2.2.1.6 ανωτέρω αφορά στη συγκεκριμένη δευτερογενή αγορά.

γεγονός ότι τα έσοδα των ομολογιούχων από τους τίτλους τυγχάνουν απόλυτης, κατά κανόνα, φοροαπαλλαγής εγείρει ακόμα περισσότερο το ενδιαφέρον των επενδυτών, μεταξύ των οποίων, πέραν των ιδιωτών, κυρίαρχη παρουσία κατέχουν τόσο εμπορικές τράπεζες όσο και ασφαλιστικές εταιρίες. Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις δημοτικές ομολογίες ως ακολούθως :

- i. Ομολογίες γενικής υποχρέωσης (general obligation bonds)*
- ii. Ομολογίες εσόδων (revenue bonds)*
- iii. Ειδικοί και παράγωγοι ομολογιακοί τίτλοι (special and derivative bonds)*

Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2** παρουσιάζει τη συνολική καμπύλη απόδοσης των δημοτικών ομολογιών, έτσι όπως αυτή ήταν διαμορφωμένη στις 27/3/2007 και στις 28/3/2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2 : ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 28/3/2006

Πηγή : BondsOnline

2.3.2 Ομολογίες γενικής υποχρέωσης

Οι ομολογίες γενικής υποχρέωσης εκδίδονται από πολιτείες, κομητείες, ειδικές περιφέρειες (special districts), πόλεις και σχολικές περιοχές (school districts). Οι εν λόγω ομολογίες είναι, κατά κανόνα, εξασφαλισμένες από ένα χρεολυτικό κεφάλαιο (sinking fund), που δημιουργείται μέσω της δυνατότητας των εκδοτών τους να επιβάλλουν φόρους. Όταν, μάλιστα, αυτή η δυνατότητα φορολόγησης είναι απεριόριστη (εκτείνεται, δηλαδή, στην ιδιοκτησία ακινήτων, στο προσωπικό

εισόδημα, στα κέρδη των επιχειρήσεων κ.λ.π.), τότε γίνεται λόγος για «ομολογίες γενικής υποχρέωσης απεριόριστου φόρου» (*unlimited – tax general obligation bonds*), ενώ στην περίπτωση που η εν λόγω δυνατότητα είναι περιορισμένη (π.χ. φορολόγηση μόνον της ακίνητης ιδιοκτησίας), οι αντίστοιχοι δημοτικοί ομολογιακοί τίτλοι ονομάζονται «ομολογίες γενικής υποχρέωσης περιορισμένου φόρου» (*limited – tax general obligation bonds*). Είναι, επιπλέον, δυνατόν ο επενδύων σε μια ομολογία γενικής υποχρέωσης να εξασφαλίζεται, επιπροσθέτως, και από άλλες εισροές (π.χ. πρόστιμα, ειδικές χρεώσεις κ.α.), τις οποίες είναι σε θέση να έχει ο εκδότης του τίτλου. Τέτοιες ομολογίες ονομάζονται «ομολογίες γενικής υποχρέωσης διπλής εξασφάλισης» (*double – barreled general obligation bonds*).

2.3.3 Ομολογίες εσόδων

Πρόκειται για ομολογίες, οι οποίες εκδίδονται, κατά κανόνα, για τη χρηματοδότηση έργων και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, ενώ ως εξασφάλιση των ομολογιούχων παρέχονται οι εισροές που θα προκύψουν από τα έργα ή τις επιχειρήσεις. Ως παραδείγματα ομολογιών τέτοιου είδους θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα ακόλουθα :

- *Ομολογίες αεροδρομίων (Airport bonds)* : η εξασφάλιση των ομολογιούχων προέρχεται από έσοδα που θα αποφέρει το αεροδρόμιο, το οποίο πρόκειται να κατασκευαστεί (π.χ. αντίτιμα προσεδάφισης).

- *Ομολογίες κολεγίων και πανεπιστημίων (College and university bonds)* : η εξασφάλιση των ομολογιούχων προέρχεται από έσοδα του κολεγίου ή του πανεπιστημίου που θα ανεγερθεί.
- *Ομολογίες νοσοκομείων (Hospital bonds)* : η εξασφάλιση των ομολογιούχων προέρχεται από έσοδα, που θα αποφέρει το νοσοκομείο, το οποίο θα κατασκευαστεί.
- *Ομολογίες κατασκευής δρόμων με διόδια ή (ομολογίες) φορολογίας επί των καυσίμων (Toll road or gas tax bonds)* : η εξασφάλιση των επενδυτών που έχουν ομολογίες της πρώτης κατηγορίας προέρχεται από τα έσοδα λόγω της πληρωμής διοδίων στο δρόμο που θα κατασκευαστεί, ενώ στις ομολογίες της δεύτερης κατηγορίας η εξασφάλιση συνίσταται κυρίως στα έσοδα από το φόρο επί των καυσίμων που καταναλώνουν οι οδηγοί.
- *Ομολογίες βιομηχανίας (Industrial bonds)* : η εξασφάλιση των ομολογιούχων προέρχεται από τα έσοδα της βιομηχανικής επιχείρησης, της οποίας η κατασκευή χρηματοδοτείται.
- *Ομολογίες φοιτητικών δανείων (Student loan bonds)* : η εξασφάλιση των ομολογιούχων προέρχεται από τις τοκοχρεολυτικές δόσεις των φοιτητών, οι οποίες, ορισμένες φορές, είναι εγγυημένες από την ομοσπονδιακή

κυβέρνηση ή από κάποιον κρατικό φορέα.

2.3.4 Ειδικό και παράγωγο ομολογιακό τίτλο

2.3.4.1 Ειδικό ομολογιακό τίτλο

Οι συγκεκριμένοι τίτλοι αποτελούν είτε δημοτικές ομολογίες με επιπλέον χαρακτηριστικά σε σχέση με τις προαναφερθείσες είτε ομολογίες που συνδυάζουν στοιχεία των ομολογιακών τίτλων γενικής υποχρέωσης (general obligation bonds) και των ομολογιακών τίτλων εσόδων (revenue bonds). Ως χαρακτηριστικά παραδείγματα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα ακόλουθα είδη ομολογιών :

- *Ασφαλισμένες ομολογίες (insured bonds)* : ο εκδότης των συγκεκριμένων δημοτικών ομολογιών έχει συνάψει σύμβαση με κάποια ασφαλιστική εταιρία (όπως είναι η Capital Guaranty Insurance Company και η Municipal Bond Investors Insurance Corporation), η οποία αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στους ομολογιούχους τον τόκο ή/και την ονομαστική αξία των ομολογιών, σε περίπτωση που ο ίδιος περιέλθει σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών του. Η συγκεκριμένη τακτική ευνοεί ιδίως τους εκδότες που έχουν χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα και καλούνται να πληρώσουν πολύ υψηλό επιτόκιο για τα κεφάλαια που χρειάζονται. Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3**

απεικονίζει τη μέση απόδοση στη λήξη (yield to maturity), που είχαν στις 27/3/2007 και στις 26/3/2007 οι ασφαλισμένες ομολογίες εσόδων (insured revenue bonds), πιστοληπτικής αξιολόγησης AAA, διαφόρων διαρκειών (maturities).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3 : ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΗ ΛΗΞΗ (%) ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ AAA ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 26/3/2007

| ΔΙΑΡΚΕΙΑ | ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΙΣ 27/3/2007 | ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΙΣ 26/3/2007 | ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΜΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ |
|----------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| 2-ΕΤΗ | 3,65% | 3,65% | 0,00% |
| 5- ΕΤΗ | 3,72% | 3,71% | 0,01% |
| 7- ΕΤΗ | 3,80% | 3,77% | 0,03% |
| 10- ΕΤΗ | 3,96% | 3,93% | 0,03% |
| 15- ΕΤΗ | 4,27% | 4,24% | 0,03% |
| 20- ΕΤΗ | 4,41% | 4,38% | 0,03% |
| 30- ΕΤΗ | 4,46% | 4,43% | 0,03% |

Πηγή : Bloomberg

- *Τραπεζικά εγγυημένες ομολογίες (bank – backed bonds)* : ο εκδότης των εν λόγω ομολογιών έχει στη διάθεσή του είτε εγγυητική επιστολή (letter – of – credit) είτε μη ανακλητή γραμμή πίστωσης (irrevocable line of credit) είτε περιστρεφόμενη γραμμή πίστωσης (revolving line of credit) από κάποια εμπορική τράπεζα (commercial bank). Στην πρώτη περίπτωση η τράπεζα αναλαμβάνει πλήρως την κάλυψη του εκδότη σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής των τόκων ή/και της ονομαστικής αξίας (default) των ομολογιών, στη δεύτερη περίπτωση η κάλυψη αυτή είναι μερική, ενώ στην τρίτη περίπτωση η κάλυψη επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια της τράπεζας.

- *Αποπληρωμένες ομολογίες (refunded bonds)* : ο εκδότης διαμορφώνει ένα χαρτοφυλάκιο κυβερνητικών ομολογιών κατά τέτοιο τρόπο, ώστε οι εισροές από αυτό να ταυτίζονται χρονικά και ποσοτικά με τις εκροές που συνεπάγεται η πληρωμή τόκων ή και η ανάκληση των εκδοθειςών από τον ίδιο ομολογιών. Με αυτό τον τρόπο οι δημοτικές ομολογίες τελούν, στην ουσία, υπό την εγγύηση της Κυβέρνησης των Η.Π.Α. και αποτελούν μια εξαιρετικά ασφαλή επένδυση.
- *Ομολογίες ηθικής υποχρέωσης (moral obligation bonds)* : ο εκδότης (κατά κανόνα κάποια πολιτεία) νομιμοποιείται, αλλά δεν υποχρεούται, να εξασφαλίσει τους ομολογιούχους μέσω των εσόδων από φόρους.
- *Ομολογίες χρηματοδότησης πόλεων που περιέπεσαν σε αδυναμία πληρωμής (troubled city bailout bonds)* : πρόκειται για κεκαλυμμένες ομολογίες γενικής υποχρέωσης (general obligation bonds), οι οποίες παρουσιάζονται σαν ομολογίες εσόδων (revenue bonds) και έχουν ως στόχο τη χρηματοδότηση μιας πόλης περιελθούσας σε αδυναμία πληρωμής του τόκου ή/και της ονομαστικής ομολογιών γενικής υποχρέωσης, που έχει εκδώσει στο παρελθόν.

2.3.4.2 Παράγωγοι ομολογιακοί τίτλοι

Οι παράγωγοι δημοτικοί ομολογιακοί τίτλοι (municipal derivative bonds) ονομάζονται έτσι, επειδή αποτελούν χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία παράγονται από δημοτικές ομολογίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι ομολογίες κυμαινόμενου (floaters) και ανάστροφα κυμαινόμενου επιτοκίου (inverse floaters), που δημιουργούνται από μια «μητρική» (collateral) δημοτική ομολογία σταθερού επιτοκίου, η οποία μπορεί να υφίσταται καιρό στη δευτερογενή αγορά ή και να είναι άρτι εκδοθείσα*.

2.3.5 Η πρωτογενής αγορά των δημοτικών ομολογιών στις Η.Π.Α.

Η έκδοση και η διανομή των δημοτικών ομολογιών πραγματοποιείται, κατά κανόνα, μέσω της διαδικασίας της δημόσιας προσφοράς (*public offering*), αν και ορισμένες φορές ακολουθείται η διαδικασία της ιδιωτικής τοποθέτησης (*private placement*). Στην περίπτωση της δημόσιας προσφοράς, πραγματοποιείται διορισμός αναδόχου ή αναδόχων είτε μετά από διαβουλεύσεις με τους ενδιαφερόμενους και επιλογή ενός ή κάποιων από αυτούς (πρόκειται για τη λεγόμενη «πώληση μετά από διαπραγματεύσεις», «*negotiated sale*») είτε μετά από δημοπρασία (πρόκειται για τη λεγόμενη «ανταγωνιστική πώληση», *competitive sale*), η οποία αποτελεί και τη

* Τα συγκεκριμένα είδη ομολογιών αναλύονται ανωτέρω στην υποενότητα 1.4.3.

συνήθη τακτική που ακολουθείται πλέον για όλες τις εκδόσεις δημοτικών ομολογιών.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την έκδοση δημοτικών ομολογιών αποτελεί η σύνταξη μιας επίσημης δήλωσης (official statement), η οποία περιγράφει τα στοιχεία του ομολογιακού δανείου και του εκδότη του. Στην εν λόγω δήλωση εμπεριέχεται και μια νομική γνωμοδότηση (bond counsel), που αφορά στο σύννομο ή μη της έκδοσης και των επιμέρους χαρακτηριστικών του δανείου.

2.3.6 Η δευτερογενής αγορά των δημοτικών ομολογιών στις Η.Π.Α.

Η διαπραγμάτευση των δημοτικών ομολογιών στη δευτερογενή αγορά γίνεται *εξωχρηματιστηριακά (OTC)* με την παρουσία εξειδικευμένων διαπραγματευτών (dealers) καθώς και μεσιτών (brokers), οι οποίοι κυρίως μεσολαβούν για την πώληση δημοτικών ομολογιών από διαπραγματευτές σε μεγάλους θεσμικούς επενδυτές (institutional investors). Οι προσφορές αγοράς και πώλησης διατυπώνονται μέσω ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνίας και έχουν, κατά κανόνα, τη μορφή απόδοσης στη λήξη (yield to maturity) ή απόδοσης έως την ανάκληση της ομολογίας (yield to call). Η απαιτούμενη απόδοση για τις δημοτικές ομολογίες είναι, συνήθως, μικρότερη της απόδοσης των αντίστοιχων κυβερνητικών ομολογιών, κυρίως λόγω της πλήρους φοροαπαλλαγής που απολαμβάνουν οι ομολογιούχοι. Τέλος, μεγάλη σημασία δίδεται, από πλευράς επενδυτών, στην

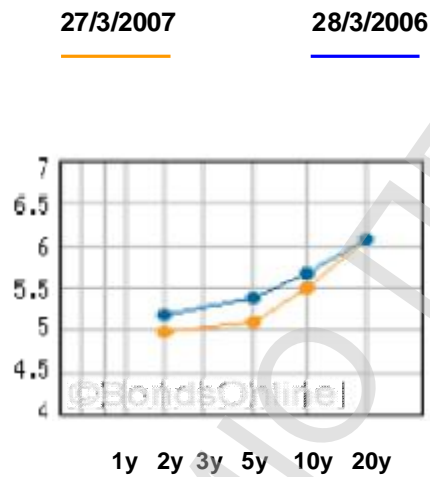
αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, αφού δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις ακόμα και πολιτειών που περιήλθαν σε αδυναμία πληρωμής των τόκων ή/και της ονομαστικής αξίας ομολογιών (default) εκδοθεισών από αυτές.

2.4 ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.¹¹

2.4.1 Γενικά

Η έκδοση επιχειρηματικών ομολογιών (corporate bonds) από εταιρίες κερδοσκοπικού ή μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα που εδρεύουν στις Η.Π.Α., αποτελεί ένα αρκετά σύνηθες μέσο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των οικονομικών αυτών οντοτήτων με κεφάλαια μεγάλου ύψους. Οι περίοδοι εκτοκισμού των εν λόγω ομολογιακών τίτλων είναι εξαμηνιαίες, ενώ η διάρκειά τους εκτείνεται συνήθως μεταξύ είκοσι (20) και τριάντα (30) ετών. Η ποικιλία των χαρακτηριστικών που μπορούν να φέρουν οι επιχειρηματικές ομολογίες, διευκολύνει τη ρευστότητα της αντίστοιχης δευτερογενούς αγοράς, καθιστώντας την αρκετά ελκυστική για τους επενδυτές, κυριότεροι από τους οποίους είναι οι ασφαλιστικές εταιρίες. Πάντως, σε κάθε περίπτωση, το μέγεθος της αγοράς των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α. είναι κατά πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο της αγοράς των κυβερνητικών ομολογιών (government bonds) αλλά και

της αγοράς των δημοτικών ομολογιών (municipal bonds). Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3** απεικονίζει την καμπύλη απόδοσης των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α., έτσι όπως αυτή ήταν διαμορφωμένη στις 27/3/2007 και στις 28/3/2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3 : ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΙΣ Η.Π.Α., ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΤΙΣ 28/3/2006

Πηγή : BondsOnline

2.4.2 Κατηγορίες επιχειρηματικών ομολογιών

Δεδομένου ότι οι επιχειρηματικές ομολογίες στις Η.Π.Α. μπορούν να φέρουν οιοδήποτε ή οιαδήποτε από τα χρηματοοικονομικής φύσης χαρακτηριστικά που μπορεί να έχει ένας ομολογιακός τίτλος, δεν είναι δυνατό να υφίσταται μόνο μία κατηγοριοποίηση των εν λόγω ομολογιών. Μια από τις συνήθεις διακρίσεις των

επιχειρηματικών ομολογιών σε επιμέρους είδη είναι εκείνη που βασίζεται στον κλάδο στον οποίο ανήκει η εκδότρια εταιρία. Βάσει, λοιπόν, αυτού του κριτηρίου οι επιχειρηματικές ομολογίες διακρίνονται σε :

- ομολογίες επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας (*utilities' bonds*)
- ομολογίες επιχειρήσεων μεταφορών (*transportations' bonds*)
- ομολογίες βιομηχανικών επιχειρήσεων (*industrials' bonds*)
- ομολογίες επιχειρήσεων παροχής τραπεζικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (*banks' and finance companies' bonds*).

Μία επίσης συνήθης κατηγοριοποίηση είναι εκείνη που θέτει ως κριτήριο την εξασφάλιση ή μη των ομολογιούχων. Βάσει αυτής της κατηγοριοποίησης, οι επιχειρηματικές ομολογίες διακρίνονται σε :

- ομολογίες παρέχουσες εξασφάλιση της απαίτησης των ομολογιούχων μέσω της σύστασης υποθήκης επί ακινήτων πραγμάτων που ανήκουν στην εκδότρια εταιρία (*mortgage bonds*)
- ομολογίες παρέχουσες εξασφάλιση της απαίτησης των ομολογιούχων μέσω της σύστασης ενεχύρου επί κινητών πραγμάτων που ανήκουν στην εκδότρια

εταιρία (collateral trust bonds)

- *ομολογίες εγγυημένες από τρίτη εταιρία (guaranteed bonds)*
- *ομολογίες μη παρέχουσες εξασφάλιση ενοχικής ή εμπράγματης φύσης επί της απαίτησης των ομολογιούχων (debentures).*

Τέλος, οι επιχειρηματικές ομολογίες κατηγοριοποιούνται συχνά βάσει της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη τους και διακρίνονται σε *ομολογίες επενδυτικής (investment grade bonds)* και *μη επενδυτικής κλάσης (non investment grade bonds)*, στις οποίες ανήκουν και οι ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης (junk bonds), που τυγχάνουν ευρείας αποδοχής από τους ιδιώτες επενδυτές*.

2.4.3 Η πρωτογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α.

Η έκδοση και διάθεση των επιχειρηματικών ομολογιών στο επενδυτικό κοινό γίνεται είτε μέσω *δημόσιας προσφοράς (public offering)* είτε μέσω *ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement)*. Η δημόσια προσφορά αποτελεί τη διαδικασία

* Οι συγκεκριμένες ομολογίες περιγράφονται ανωτέρω στην υποενότητα 1.2.4.

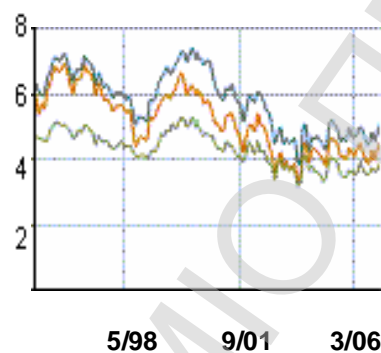
που, κατά κανόνα, ακολουθείται στην περίπτωση που το ομολογιακό δάνειο εκδίδεται από κάποια γνωστή και μεγάλη εταιρία. Αντιθέτως, η ιδιωτική τοποθέτηση αποτελεί, συνήθως, την επιλογή μικρότερων και λιγότερο γνωστών εταιριών, που επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια μέσω ενός ομολογιακού δανείου.

2.4.4 Η δευτερογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών στις Η.Π.Α.

Η δευτερογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών λαμβάνει χώρα και εντός του χρηματιστηρίου, αλλά και έξω από αυτό. Μάλιστα ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών πραγματοποιείται εξωχρηματιστηριακά, μέσω της χρήσης ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνίας. Οι προσφορές αγοράς και πώλησης εκφράζονται είτε ως αποδόσεις στη λήξη, είτε ως διαφορές των αποδόσεων αυτών και των αποδόσεων των αντίστοιχης διάρκειας ομολογιών του Υπουργείου Οικονομικών (yield spreads) είτε ως ποσοστά επί της ονομαστικής αξίας των τίτλων. Σε κάθε περίπτωση, θεωρείται ότι το έτος και ο κάθε μήνας περιέχουν τριακόσιες εξήντα (360) και τριάντα (30) ημέρες αντίστοιχα (30/360 basis).

Η απόδοση στη λήξη που προσφέρουν οι επιχειρηματικές ομολογίες είναι μεγαλύτερη από την απόδοση που δίδουν οι αντίστοιχης διάρκειας κυβερνητικές και δημοτικές ομολογίες και αυτό οφείλεται, κυρίως, στο μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν οι πρώτες. Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4** αποτελεί μια αρκετά ενδιαφέρουσα παρουσίαση της διαχρονικής διαμόρφωσης της μέσης απόδοσης

στη λήξη των δεκαετών επιχειρηματικών ομολογιών κατάταξης AAA, των δεκαετών δημοτικών ομολογιών γενικής υποχρέωσης κατάταξης AAA και των εκδοθεισών από το Υπουργείο Οικονομικών δεκαετών ομολογιών. Το χρονικό διάστημα στο οποίο αφορά η εν λόγω διαγραμματική παρουσίαση εκτείνεται μεταξύ των αρχών του έτους 1996 και των αρχών του έτους 2006.



- Επιχειρηματικές ομολογίες κατάταξης AAA, δεκαετούς διάρκειας
- Ομολογίες του Υπουργείου Οικονομικών, δεκαετούς διάρκειας
- Δημοτικές ομολογίες γενικής υποχρέωσης κατάταξης AAA, δεκαετούς διάρκειας

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4 : ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΗ ΛΗΞΗ (%) ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ AAA, ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΔΗΜΟΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΓΕΝΙΚΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΗΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ AAA ΚΑΙ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΤΟΥ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΩΝ 1996 - 2006

Πηγή : Standard & Poor's

2.5 Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΕΝΥΠΟΘΗΚΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α.

2.5.1 Τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στην αγορά των Η.Π.Α.¹²

2.5.1.1 Γενικά

Τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgage loans) αποτελούν συμβάσεις δανείων με σκοπό τη χρηματοδότηση αγοράς κατοικίας, οι οποίες προβλέπουν την εξασφάλιση του δανειστή (mortgage originator) έναντι του οφειλέτη (mortgagor), μέσω της σύστασης υποθήκης επί ενός ή περισσότερων ακίνητων πραγμάτων που ανήκουν στον τελευταίο. Πρόκειται δε, κατά κανόνα, για τα πράγματα, τα οποία αποκτά ο οφειλέτης χάρη στη χρηματοδότησή του από το δανειστή, που τις περισσότερες φορές είναι κάποια εμπορική τράπεζα (commercial bank) ή κάποια τράπεζα παροχής ενυπόθηκων δανείων (mortgage bank).

Πρώτο μέλημα ενός δυνητικού δανειστή που γίνεται δέκτης αιτήματος ενός δυνητικού οφειλέτη για δανεισμό κεφαλαίων, είναι η εκτεταμένη ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας του τελευταίου. Η ανάλυση αυτή βασίζεται στην εκτίμηση ενός συνόλου παραγόντων, ενώ καθοριστικής σημασίας είναι και το πόσο χαμηλές

είναι οι τιμές των ακόλουθων δύο (2) δεικτών :

- Ø *Μηνιαία πληρωμή τοκοχρεολυσίου και φόρου για τη νεοαποκτηθείσα ακίνητη περιουσία / μηνιαίο εισόδημα (payment - to - income, PTI)*
- Ø *Ύψος δανείου / αγοραία αξία νεοαποκτηθέντος ακινήτου (loan - to - value, LTV)*

Εφόσον το ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο συναφθεί, υπάρχει η δυνατότητα είτε να διατηρηθεί στο χαρτοφυλάκιο του δανειστή είτε να υποστεί τιτλοποίηση (securitization). Στη δεύτερη περίπτωση, εκδίδονται μακροπρόθεσμης λήξης διαπραγματεύσιμοι και εξασφαλισμένοι τίτλοι, οι οποίοι έχουν πολλά κοινά στοιχεία με τις ανακλήσιμες ομολογίες (callable bonds), λόγω της υφιστάμενης δυνατότητας προπληρωμής (prepayment) μέρους ή του συνόλου του κεφαλαίου του δανείου από τον οφειλέτη. Οι προκύπτοντες τίτλοι ονομάζονται «*τίτλοι εξυπηρετούμενοι από ή εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ενυπόθηκα δάνεια*» («*mortgage - backed securities*»)* και μπορούν να ανήκουν σε ένα (1) από τα ακόλουθα τρία (3) είδη τίτλων :

- i. *Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (mortgage pass - through securities ή pass - throughs)*

* Η υποενότητα 2.5.2 κατωτέρω αφορά στο συγκεκριμένο είδος τίτλων.

- ii. *Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα δανείων, δημιουργούμενη από άλλες ομάδες δανείων (collateralized mortgage obligations)*
- iii. *Τίτλοι με αποκομμένο τοκομερίδιο, εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (stripped mortgage – backed securities).*

Στο επιτόκιο ενός ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου περιλαμβάνεται τόσο η αμοιβή του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος (mortgage servicer) που αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση όλων των διαδικασιών, οι οποίες σχετίζονται με την όχληση των οφειλετών, την είσπραξη των τοκοχρεολυσίων, την απόδοσή τους στους δικαιούχους και άλλα συναφή θέματα, όσο και το κόστος της ασφάλισης του δανείου σε κάποια ασφαλιστική εταιρία (mortgage insurer). Μάλιστα, η συγκεκριμένη ασφάλιση μπορεί να προέρχεται τόσο από ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρίες όσο και από δημόσιους οργανισμούς, εφόσον, στη δεύτερη περίπτωση, πρόκειται για δάνεια που έχουν τις κατάλληλες προδιαγραφές (τιμές δεικτών και ποσό δανείου που δεν ξεπερνούν κάποια μέγιστα όρια).

Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4** παρουσιάζει τα επιτόκια των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σταθερού επιτοκίου διάρκειας δεκαπέντε (15) και τριάντα (30) ετών καθώς και του μονοετούς ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου κυμαινόμενου επιτοκίου*, έτσι όπως αυτά είχαν διαμορφωθεί στις 27/3/2007, αλλά και σε προηγούμενες ημερομηνίες.

* Τα ενυπόθηκα δάνεια σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου αναλύονται κατωτέρω στην υποενότητα 2.5.1.3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4 : ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΚΑΙ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΣΤΙΣ 27/3/2007 ΚΑΙ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ

| ΕΙΔΟΣ / ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΔΑΝΕΙΟΥ | ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΤΙΣ 27/3/2007 | ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΤΙΣ 27/2/2007 | ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΤΙΣ 27/12/2006 | ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΤΙΣ 27/9/2006 | ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΤΙΣ 27/3/2006 |
|--------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Σταθερού επιτοκίου / 15ετές | 5,42 | 5,45 | 5,48 | 5,50 | 5,58 |
| Σταθερού επιτοκίου / 30ετές | 5,70 | 5,70 | 5,72 | 5,80 | 5,89 |
| Κυμαινόμενου επιτοκίου / 1ετές | 5,32 | 5,33 | 5,33 | 5,24 | 4,94 |

Πηγή : Bloomberg

2.5.1.2 Οι κυριότεροι κίνδυνοι της επένδυσης σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια και σε τίτλους προερχόμενους από αυτά

Οι επενδυτές σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια ή σε τίτλους προερχόμενους από τιτλοποίηση απαιτήσεων από τέτοια δάνεια αντιμετωπίζουν, κυρίως, τους ακόλουθους κινδύνους :

- i. *Πιστωτικό κίνδυνο (credit risk)* : αφορά στον κίνδυνο μη αποπληρωμής των τόκων και του κεφαλαίου του δανείου από τον οφειλέτη. Η ασφάλιση του δανείου σε κάποια ασφαλιστική εταιρία (mortgage insurer) μετριάξει αρκετά ή και εξαλείφει τον εν λόγω κίνδυνο.
- ii. *Κίνδυνο επιτοκίου (interest – rate risk)* : αφορά στον κίνδυνο έντονης ανόδου ή καθόδου των επιτοκίων της αγοράς. Στην πρώτη περίπτωση η τρέχουσα τιμή των τίτλων που προκύπτουν από την τιτλοποίηση των

ενυπόθηκων δανείων μειώνεται αρκετά και οδηγεί σε κεφαλαιακή ζημία. Στη δεύτερη περίπτωση ο κίνδυνος επιτοκίου παίρνει τη μορφή του κινδύνου προπληρωμής (prepayment risk), που αναλύεται αμέσως μετά. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η συμπεριφορά της τρέχουσας τιμής των εν λόγω τίτλων ομοιάζει με εκείνη της τιμής των ανακλήσιμων ομολογιών*.

- iii. *Κίνδυνο ρευστότητας (liquidity risk)* : αφορά στον κίνδυνο μη ύπαρξης δραστήριας δευτερογενούς αγοράς. Πρόκειται για έναν κίνδυνο που αφορά σε μεγάλο βαθμό τα ενυπόθηκα δάνεια καθώς και τους τίτλους που προέρχονται από την τιτλοποίησή τους.
- iv. *Κίνδυνο προπληρωμής (prepayment risk)* : αφορά στον κίνδυνο προπληρωμής μέρους ή του συνόλου του κεφαλαίου του δανείου από τον οφειλέτη ή από κάποιον τρίτο. Οι πλέον συνήθεις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο οφειλέτης προβαίνει σε προπληρωμή του δανείου είναι η μείωση των επιτοκίων της αγοράς (άρα και η μείωση του κόστους δανεισμού) και η πώληση του υποθηκευμένου ακινήτου από τον ίδιο σε κάποιον τρίτο. Επιπλέον, υπάρχει η δυνατότητα προπληρωμής του ενυπόθηκου δανείου από πρόσωπο διάφορο του οφειλέτη (συνήθως από κάποια ασφαλιστική εταιρία ή από τον υπερθεματιστή του υποθηκευμένου ακινήτου μετά από κίνηση αναγκαστικής εκτέλεσης κατά της περιουσίας του οφειλέτη) σε περίπτωση περιέλευσης του τελευταίου σε αδυναμία πληρωμής (default). Σε

* Η υποενότητα 1.4.4.1 ανωτέρω αφορά στις ανακλήσιμες ομολογίες.

κάθε περίπτωση είναι προφανές ότι ο κίνδυνος προπληρωμής έχει ως πυρήνα του την αδυναμία ακριβούς πρόβλεψης των μελλοντικών εισροών του επενδυτή*.

2.5.1.3 Συνήθη είδη ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων

Όσον αφορά στη διάκριση των ενυπόθηκων δανείων βάσει του τρόπου πληρωμής των τοκοχρεολυσίων από τον οφειλέτη, μπορούμε να αναφέρουμε τα εξής βασικά είδη δανείων :

- i. *Ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο σταθερού επιτοκίου (fixed – rate mortgage):* το δάνειο αυτό έχει σταθερό επιτόκιο και ο οφειλέτης πληρώνει είτε σταθερό (level - payment fixed – rate mortgage) είτε διαρκώς αυξανόμενο μηνιαίο τοκοχρεολύσιο. Στη δεύτερη περίπτωση, το τοκοχρεολύσιο, πριν ξεκινήσει να αυξάνεται, είναι είτε ίσο με εκείνο που θα πλήρωνε ο οφειλέτης στην περίπτωση ενός αντίστοιχου ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου εξισωμένων τοκοχρεολυσίων (growing equity mortgage) είτε μικρότερο από αυτό (graduated payment mortgage). Μάλιστα, είναι δυνατόν οι συμβάσεις δανείων της τελευταίας αυτής κατηγορίας να προβλέπουν την ύπαρξη ειδικού λογαριασμού, σχηματιζόμενου από το δανειστή ή από κάποιον τρίτο, με στόχο την εξίσωση των αρχικών τοκοχρεολυσίων με εκείνα που θα

* Η υποδιάκριση 2.5.2.2.4 κατωτέρω επίσης αφορά στη δυνατότητα προπληρωμής.

καταβάλλονταν αν επρόκειτο για ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο εξισωμένων τοκοχρεολυσίων (tiered payment mortgage).

- ii. *Ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο κυμαινόμενου ή αναπροσαρμοζόμενου επιτοκίου (adjustable – rate mortgage)* : το δάνειο αυτό έχει κυμαινόμενο επιτόκιο που προσδιορίζεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Το επιτόκιο αναφοράς (benchmark rate) είναι είτε κάποιο επιτόκιο της αγοράς (κατά κανόνα οι αποδόσεις στη λήξη των ομολογιών του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α.) είτε κάποιο μεσοσταθμισμένο επιτόκιο, που χρησιμοποιείται αποκλειστικά και μόνο για τα ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Τα περι των ο λόγος ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια δύνανται να υφίστανται επαναδιαπραγμάτευση των όρων τους ανά τακτά χρονικά διαστήματα (balloon mortgages), ενώ υπάρχουν δάνεια, των οποίων το επιτόκιο μεταβάλλεται μόνο μία (1) φορά κατά τη διάρκεια της οικονομικής τους ζωής (two – step mortgages).
- iii. *Υβρίδιο ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου σταθερού και ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου κυμαινόμενου επιτοκίου (fixed/adjustable – rate mortgage hybrid)* : το δάνειο αυτό έχει σταθερό επιτόκιο για ένα αρχικό διάστημα πέντε (5), επτά (7) ή δέκα (10) ετών, ενώ στη συνέχεια και έως το τέλος της οικονομικής του ζωής το επιτόκιο του μετατρέπεται σε κυμαινόμενο.

2.5.2 Τίτλοι προερχόμενοι από τιτλοποίηση απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στην αγορά των Η.Π.Α.

2.5.2.1 Γενικά

Στις Η.Π.Α. είναι αρκετά σύνηθες το φαινόμενο της τιτλοποίησης (securitization) των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Κατά το πρώτο στάδιο της διαδικασίας τιτλοποίησης, οι λεγόμενοι «κάτοχοι» («holders») των δανείων (οι δανειστές) συγκεντρώνουν τις απαιτήσεις τους σε μια συλλογή από δάνεια, η οποία ονομάζεται «ομάδα δανείων» («pool»). Στη συνέχεια, οι εν λόγω «κάτοχοι» πωλούν στους ενδιαφερόμενους επενδυτές πιστοποιητικά συμμετοχής (participation certificates) σε αυτή την ομάδα δανείων. Τα πιστοποιητικά αυτά είναι *τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (mortgage pass – through securities)* και έχουν ονομαστική αξία και επιτόκιο, ενώ διαμορφώνουν τρέχουσες τιμές κατά τρόπο ανάλογο με εκείνο που αφορά στις ομολογίες, χρησιμοποιούμενου (στο συντελεστή προεξόφλησης) ως επιτοκίου αγοράς του τρέχοντος επιτοκίου των ενυπόθηκων δανείων. Οι συγκεκριμένοι τίτλοι παρέχουν στους κυρίους τους, ανάλογα με το τμήμα του δανεισθέντος κεφαλαίου που ο κάθε τίτλος εκπροσωπεί (δηλαδή ανάλογα με την ονομαστική του αξία), απαίτηση επί των τόκων (αφού αφαιρεθούν οι σχετικές προμήθειες) και των χρεολυσίων που πληρώνουν σε μηνιαία βάση οι οφειλέτες των δανείων. Είναι,

μάλιστα, δυνατόν να πραγματοποιηθεί περαιτέρω ένωση διαφόρων ομάδων ενυπόθηκων ή και άλλου είδους δανείων και να προκύψουν *τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα δανείων, δημιουργούμενη από άλλες ομάδες δανείων (collateralized mortgage obligations)*. Τέλος, από την τιτλοποίηση ενυπόθηκων δανείων μπορούν να προκύψουν και *τίτλοι με αποκομμένο τοκομερίδιο, εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ενυπόθηκα δάνεια (stripped mortgage – backed securities)*.

2.5.2.2 Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων ¹³

2.5.2.2.1 Γενικά

Οι εν λόγω τίτλοι αποτελούν το πλέον γνωστό και διαδεδομένο είδος τίτλων υποστηριζόμενων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgage – backed securities). Τα δάνεια που σχηματίζουν την ομάδα δανείων δεν έχουν απαραίτητα την ίδια διάρκεια και το ίδιο επιτόκιο, με αποτέλεσμα να γίνεται συχνά χρήση των εννοιών της *μέσης σταθμικής διάρκειας (weighted – average maturity)* και του *μέσου σταθμικού επιτοκίου (weighted – average maturity)* των εκ της τιτλοποίησης παραγόμενων τίτλων. Η μέση σταθμική διάρκεια είναι η μεσοσταθμισμένη (βάσει του μη αποπληρωθέντος κεφαλαίου) υπολειπόμενη διάρκεια των ενυπόθηκων

δανείων που σχηματίζουν την ομάδα δανείων, ενώ το μέσο σταθμικό επιτόκιο ισούται με το μεσοσταθμισμένο (βάσει του μη αποπληρωθέντος κεφαλαίου) επιτόκιο των δανείων αυτών. Οι εισροές από την εκ μέρους των οφειλετών καταβολή των τοκοχρεολυσίων μεταφέρονται στους κυρίους των τίτλων, αφού, προηγουμένως, αφαιρεθούν διάφορα έξοδα και προμήθειες. Ένα σημαντικό, μάλιστα, τμήμα των προμηθειών αφορά στην παρεχόμενη για τους τίτλους εγγύηση, η οποία μπορεί να προέρχεται είτε από κάποια δημόσια (government – sponsored enterprise) είτε από κάποια ιδιωτική επιχείρηση.

2.5.2.2.2 Τίτλοι εγγυημένοι από δημόσια επιχείρηση

Πρόκειται για τίτλους εκδιδόμενους και εγγυημένους από κάποια δημόσια επιχείρηση. Οι τίτλοι αυτοί (που στις Η.Π.Α. ονομάζονται «agency pass – throughs») προέρχονται από τιτλοποίηση απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, για τα οποία έχουν εγγυηθεί άλλες δημόσιες επιχειρήσεις. Η εγγύηση αφορά πάντοτε στην πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου, ενώ μπορεί, επιπλέον, να καλύπτει είτε την έγκαιρη καταβολή και των τόκων και του κεφαλαίου είτε την έγκαιρη καταβολή μόνο των τόκων, ορίζοντας απλά ένα χρονικό ορίζοντα, εντός του οποίου θα καταβληθεί το χρεολύσιο. Οι τίτλοι που απολαύουν της εγγύησης του πρώτου είδους (πλήρης εγγύηση) ονομάζονται «*πλήρως μετατετραμμένοι τίτλοι, εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων*» («*fully modified pass – throughs*»), ενώ οι τίτλοι που

καλύπτονται από εγγύηση του δεύτερου είδους (μερική εγγύηση) ονομάζονται «μετατετραμμένοι τίτλοι, εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων δανείων» («*modified pass – throughs*). Οι δημόσιες επιχειρήσεις που εκδίδουν και εγγυώνται για τίτλους εξασφαλισμένους με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων δανείων (*mortgage pass – through securities*) είναι οι ακόλουθες :

∅ *Κυβερνητική Εθνική Ένωση Ενυπόθηκων Δανείων (Government National Mortgage Association)* : εκδίδει και εγγυάται πλήρως για τίτλους σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου. Οι συγκεκριμένοι τίτλοι είναι, στην ουσία, εγγυημένοι από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α.

∅ *Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ενυπόθηκων Στεγαστικών Δανείων (Federal Home Loan Mortgage Corporation)* : εκδίδει και εγγυάται πλήρως ή μερικώς για τίτλους σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου. Στην περίπτωση της μερικής εγγύησης, ο Οργανισμός εγγυάται την έγκαιρη καταβολή των τόκων και την καταβολή του κεφαλαίου εντός χρονικού διαστήματος, που δεν θα υπερβαίνει το ένα (1) έτος από την καθορισμένη ημερομηνία καταβολής του. Οι συγκεκριμένοι τίτλοι δεν είναι εγγυημένοι από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α., αλλά το επενδυτικό κοινό δεν θεωρεί ότι αυτό αυξάνει τον πιστωτικό τους κίνδυνο (*credit risk*).

∅ *Ομοσπονδιακή Εθνική Ένωση Ενυπόθηκων Δανείων (Federal National Mortgage Association)* : εκδίδει και εγγυάται πλήρως για τίτλους σταθερού ή

κυμαινόμενου επιτοκίου. Οι συγκεκριμένοι τίτλοι δεν είναι εγγυημένοι από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α.

2.5.2.2.3 Τίτλοι εγγυημένοι από ιδιωτική επιχείρηση

Οι εν λόγω τίτλοι (που στις Η.Π.Α. ονομάζονται «private - label pass – throughs») εκδίδονται και είναι εγγυημένοι από εμπορικές τράπεζες και άλλες εταιρίες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, όπως η *GE Capital Mortgage* και η *Chase Mortgage Finance*. Δεδομένου ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν μπορούν να έχουν τον σχεδόν μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο των δημόσιων επιχειρήσεων, αποτελεί συνήθη πρακτική η επαύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας (credit enhancement) των επιχειρήσεων αυτών με διάφορους τρόπους. Η επαύξηση αυτή μπορεί να είναι είτε εξωτερική (external credit enhancement) είτε εσωτερική (internal credit enhancement). Στην πρώτη περίπτωση, τα κυριότερα μέσα επαύξησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι η παροχή εγγύησης από τρίτη επιχείρηση (corporate guarantee), η ασφάλιση των τίτλων (bond insurance) σε ασφαλιστική εταιρία και η παροχή εγγυητικής επιστολής (line of credit) από κάποια τράπεζα. Στη δεύτερη περίπτωση, η επαύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας της ιδιωτικής επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί είτε με τη δημιουργία αποθεματικού λογαριασμού (reserve account), μέσω της αποθεματοποίησης μέρους των εισροών που προκύπτουν από την προμήθεια που λαμβάνει η επιχείρηση από τους κύριους των τίτλων, είτε με τη διαμόρφωση κύριων και δευτερευόντων τίτλων

(senior/subordinated structure). Η χρήση της τελευταίας αυτής δυνατότητας οδηγεί στη δημιουργία τίτλων πρώτης και δεύτερης κατηγορίας, με στόχο οι δεύτεροι να «απορροφούν» τις ζημίες που αφορούν στους πρώτους. Πιο συγκεκριμένα, κάθε φορά που οι ιδιοκτήτες των κύριων τίτλων υφίστανται ζημία, εισπράττουν τα αντίστοιχα ποσά, υπό τη μορφή προπληρωμών κεφαλαίου, από τις εισροές που προορίζονται για τους δευτερεύοντες τίτλους, μέχρι το σημείο, βέβαια, που επιτρέπει η ονομαστική αξία των τελευταίων. Αυτό, φυσικά, συνεπάγεται υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο και άρα υψηλότερο επιτόκιο για τους δευτερεύοντες τίτλους.

Τέλος, αξιωματικώς σημειωθεί ότι η Ένωση Δημόσιων Τίτλων (Public Securities Association) στις Η.Π.Α. έχει διαμορφώσει έναν ετησιοποιημένο συμβατικό δείκτη ζημίας λόγω αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου (standard default assumption benchmark), ο οποίος, κατά την πρόοδο της μέσης σταθμικής διάρκειας (weighted – average maturity) των τίτλων, λαμβάνει τις ακόλουθες τιμές:

- Τον πρώτο μήνα το ετησιοποιημένο ποσοστό ζημίας ισούται με το 0,02% επί του εναπομένοντος κεφαλαίου των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που σχηματίζουν την ομάδα δανείων.
- Από το δεύτερο μέχρι και τον τριακοστό μήνα το ποσοστό αυξάνεται μηνιαίως κατά 0,02%, φτάνοντας το 0,6%.

- Από τον τριακοστό πρώτο μέχρι και τον εξηκοστό μήνα το ποσοστό παραμένει αμετάβλητο στο 0,6%.
- Από τον εξηκοστό πρώτο μέχρι και τον εκατοστό εικοστό μήνα το ποσοστό μειώνεται σταθερά κατά 0,02% μηνιαίως, φτάνοντας το 0,03%, στο οποίο και παραμένει έως το πέρας της μέσης σταθμικής διάρκειας των τίτλων.

2.5.2.2.4 Η εκτίμηση του ρυθμού προπληρωμής του κεφαλαίου των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και οι παράγοντες επιρροής του

Η εκτίμηση των εισροών (άρα και της απόδοσης στη λήξη) που αποφέρουν οι τίτλοι, οι οποίοι προκύπτουν ύστερα από την τιτλοποίηση απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, είναι αρκετά δυσχερής. Αυτό οφείλεται, κυρίως, στη δυνατότητα που έχουν οι οφειλέτες να προπληρώνουν, ανά πάσα στιγμή, μέρος ή το σύνολο του εναπομένοντος δανεισθέντος κεφαλαίου. Για να μετριασθεί η εν λόγω δυσχέρεια γίνεται χρήση δύο ευρέως αποδεκτών υποθετικών δεικτών προπληρωμής, που είναι εξατομικευμένοι για κάθε είδος ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου. Ο ένας ονομάζεται «συμβατικός ρυθμός προπληρωμής» (*conventional prepayment rate*) και ο άλλος «δείκτης προπληρωμής της Ένωσης Δημόσιων Τίτλων» (*Public Securities Association prepayment benchmark*). Και οι δύο δείκτες έχουν τη μορφή ετήσιου ποσοστού προπληρωμής, το οποίο υπολογίζεται επί του κεφαλαίου του ενυπόθηκου δανείου στην αρχή του υπό εξέταση έτους,

αφού, προηγουμένως, αφαιρεθούν τα χρεολύσια που θα καταβληθούν και οι ζημιές που, ενδεχομένως, θα σημειωθούν μέχρι το τέλος του έτους. Ευρύτατη είναι η χρήση του δείκτη προπληρωμής της Ένωσης Δημόσιων Τίτλων και ιδίως εκείνου που αφορά στην πλέον συνήθη μορφή ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου, δηλαδή στο τριακονταετές σταθερού επιτοκίου. Ο εν λόγω δείκτης προπληρωμής ισούται με 0,2% τον πρώτο μήνα, ενώ για κάθε μήνα που ακολουθεί αυξάνεται κατά 0,2%, έως ότου φτάσει το 6%, στο οποίο και παραμένει μέχρι το πέρας των τριάντα (30) ετών.

Δεδομένου, μάλιστα, ότι οι συμβατικοί ρυθμοί προπληρωμής εκφράζονται σε ετησιοποιημένη βάση, καθίσταται, συχνά, αναγκαία η μετατροπή τους σε μηνιαία βάση, η οποία γίνεται με τον ακόλουθο τύπο :

$$M.P.P. = 1 - (1 - E.P.P.)^{\frac{1}{12}} \quad (2.1)$$

Όπου :

M.P.P. = Μηνιαίος Ρυθμός Προπληρωμής

E.P.P. = Ετήσιος Ρυθμός Προπληρωμής

Οι βασικοί παράγοντες επιρροής του ρυθμού προπληρωμής (prepayment rate) είναι οι ακόλουθοι :

- ο Τρέχον επιτόκιο ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων : εφόσον το εν λόγω

επιτόκιο μειωθεί αρκετά σε σχέση με το συμφωνηθέν επιτόκιο που πληρώνει ο οφειλέτης, είναι αρκετά πιθανό ότι ο ίδιος θα συνάψει νέο και λιγότερο κοστοβόρο δάνειο, με το οποίο θα προπληρώσει το σύνολο του εναπομένοντος δανεισθέντος κεφαλαίου από το πρώτο δάνειο.

- ο Χαρακτηριστικά του ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου : στοιχεία όπως το επιτόκιο του δανείου, το είδος εγγύησης που απολαύει (από δημόσια ή ιδιωτική επιχείρηση) και ο χρόνος που έχει παρέλθει από τη σύναψη της σύμβασης δανείου, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό το ρυθμό προπληρωμής.
- ο Εποχικότητα της αγοράς ακινήτων : στις Η.Π.Α. έχει παρατηρηθεί ότι οι αγορές ακινήτων αυξάνουν σταδιακά την άνοιξη και φτάνουν στο αποκορύφωμά τους το καλοκαίρι. Αυτό συνεπάγεται ότι και ο ρυθμός προπληρωμής ακολουθεί ανάλογη πορεία, δεδομένου ότι συχνά η αγορά ενός ακινήτου ακολουθεί την πώληση ενός άλλου και την αποπληρωμή του δανείου που συνήφθη για την αγορά του.
- ο Γενική οικονομική δραστηριότητα : μια οικονομία που ανθεί οδηγεί, κατά κανόνα, σε αύξηση των ευκαιριών απασχόλησης, οι οποίες μπορεί να αφορούν σε περιοχές διαφορετικές από αυτές, στις οποίες κατοικούν οι ενδιαφερόμενοι. Επομένως, είναι πιθανόν να παρατηρηθεί αύξηση των μετακομίσεων, των αγορών ακινήτων και, κατ' επέκταση, του ρυθμού προπληρωμής.

2.5.2.2.5 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τίτλων που εξασφαλίζονται με απαιτήσεις από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων

Οι πρωτογενείς αγορές των εν λόγω τίτλων που εκδίδονται από δημόσιες επιχειρήσεις και εκείνων που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι συγγενείς και λειτουργούν κατά παρεμφερή τρόπο με τις πρωτογενείς αγορές των ομολογιών που εκδίδουν οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις*.

Όσον αφορά στη δευτερογενή αγορά, η ρευστότητα που παρατηρείται είναι αρκετά μεγάλη, καθιστώντας τη συγκεκριμένη αγορά αρκετά ελκυστική για τους επενδυτές. Η ονομαστική αξία κάθε τίτλου ισούται με το τμήμα του συνολικού δανεισθέντος κεφαλαίου που εκπροσωπεί, ενώ κάθε ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων έχει το δικό της κωδικό που πληροφορεί τους επενδυτές σχετικά με το είδος των δανείων που την αποτελούν, τον ή τους εκδότες τους, τη μέση σταθμική διάρκεια και το μέσο σταθμικό επιτόκιο. Είναι, μάλιστα, δυνατή η διαπραγμάτευση τίτλων, χωρίς να έχει επακριβώς καθοριστεί η ομάδα δανείων, από την οποία προέρχονται (to – be - announced trading), με αποτέλεσμα να δίδεται η δυνατότητα στον πωλητή των τίτλων να καθορίσει εκ των υστέρων και κατά το δοκούν (εντός, βέβαια, των ορίων που θέτει η εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία) την ομάδα αυτή.

* Οι υποενότητες 2.2.2.4 και 2.4.3, ανωτέρω, αφορούν στην πρωτογενή αγορά των ομολογιών που εκδίδονται από δημόσιες και από ιδιωτικές επιχειρήσεις, αντίστοιχα.

Κατά τα άλλα, η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς των τίτλων που εξασφαλίζονται με ομάδα ενυπόθηκων δανείων είναι σχεδόν ταυτόσημη με εκείνη της αγοράς ομολογιών που εκδίδει το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α.*.

2.5.2.3 Τίτλοι εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ομάδα δανείων, δημιουργούμενη από άλλες ομάδες δανείων¹⁴

2.5.2.3.1 Γενικά

Οι συγκεκριμένοι τίτλοι εκδίδονται από τους εκδότες των τίτλων που υποστηρίζονται από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και δίνουν στους επενδυτές τη δυνατότητα συμμετοχής σε ομάδα δημιουργούμενη από άλλες ομάδες ενυπόθηκων στεγαστικών ή και άλλου είδους δανείων. Στόχος της δημιουργίας αυτών των τίτλων είναι η παροχή, στους επενδυτές, δυνατότητας επιλογής μεταξύ διαφόρων χρονικών κατανομών των εισροών από τις επιμέρους ομάδες δανείων καθώς και ο περιορισμός του κινδύνου προπληρωμής (prepayment risk) ή/και του κινδύνου επανεπένδυσης (reinvestment risk). Η εν λόγω ομάδα που δημιουργείται από άλλες ομάδες δανείων εξασφαλίζει τίτλους που κατηγοριοποιούνται σε διάφορες κλάσεις (classes ή tranches), κάθε μία εκ των οποίων παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, όσον αφορά στις εισροές από την

* Η υποενότητα 2.2.1.5 ανωτέρω αφορά στη δευτερογενή αυτή αγορά.

εκ μέρους των οφειλετών πληρωμή των τόκων ή/και του κεφαλαίου των δανείων που σχηματίζουν τις επιμέρους ομάδες. Όσον αφορά στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά των εν λόγω τίτλων, ισχύουν εν πολλοίς όσα ισχύουν και για τους τίτλους που εξασφαλίζονται από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων*.

2.5.2.3.2 Είδη ομάδων δημιουργούμενων από άλλες ομάδες δανείων

Οι βασικότερες μορφές που μπορεί να έχει μία ομάδα δανείων σχηματιζόμενη από επιμέρους ομάδες δανείων (χωρίς να αποκλείεται και ο συνδυασμός στοιχείων των διαφόρων μορφών) είναι οι ακόλουθες :

- *Ομάδα διαδοχικών πληρωμών (sequential – pay structure)* : όλοι οι τίτλοι, ανεξαρτήτως κλάσης, αποδίδουν στους κυρίους τους τον συμφωνηθέντα τόκο, βάσει του επιτοκίου και του μέρους του κεφαλαίου που ο κάθε τίτλος εκπροσωπεί (της ονομαστικής του αξίας). Η σταδιακή αποπληρωμή του κεφαλαίου που εκπροσωπούν οι τίτλοι κάθε κλάσης (και ισούται με την ονομαστική τους αξία) ξεκινάει μόνον, εφόσον ολοκληρωθεί η αποπληρωμή του κεφαλαίου που εκπροσωπούν οι τίτλοι της αμέσως προηγούμενης κλάσης.
- *Ομάδα διαδοχικών πληρωμών περιέχουσα κλάση τίτλων μηδενικού*

* Η υποδιάκριση 2.5.2.2.5 ανωτέρω αφορά στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά των τίτλων αυτών.

επιτοκίου (*sequential – pay structure with an accrual bond or Z - bond class*): η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ίδια με την αμέσως προηγούμενη, με τη διαφορά ότι εδώ υφίσταται τουλάχιστον μία κλάση τίτλων μηδενικού επιτοκίου (Z - bonds). Οι τίτλοι αυτοί αποδίδουν τόκο στους κυρίους τους υπό τη μορφή της μηνιαίας αύξησης της ονομαστικής τους αξίας κατά το ποσό του τόκου που θα τους αναλογούσε, αν δεν ανήκαν σε αυτή την κλάση. Οι χρηματικές ροές που αντιστοιχούν στους μη καταβαλλόμενους τόκους μετατρέπονται σε προπληρωμές κεφαλαίου για τους τίτλους των άλλων κλάσεων. Εφόσον ολοκληρωθεί η αποπληρωμή του κεφαλαίου που εκπροσωπείται από τους τίτλους των υπόλοιπων κλάσεων, ξεκινά η αποπληρωμή του κεφαλαίου (το οποίο είναι επταυξημένο λόγω των μη πληρωθέντων τόκων) που εκπροσωπούν οι τίτλοι μηδενικού επιτοκίου.

- *Ομάδα διαδοχικών πληρωμών περιέχουσα κλάσεις τίτλων κυμαινόμενου και ανάστροφα κυμαινόμενου επιτοκίου (sequential – pay structure with floater and inverse floater classes)* : η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ίδια με εκείνη που ακολουθείται σε οιαδήποτε ομάδα διαδοχικών πληρωμών, με τη διαφορά ότι εδώ μία κλάση τίτλων σταθερού επιτοκίου έχει διαιρεθεί σε δύο επιμέρους κλάσεις τίτλων. Η μία εξ αυτών είναι κλάση τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου, ενώ η άλλη είναι κλάση τίτλων ανάστροφα κυμαινόμενου επιτοκίου. Η συνολική ονομαστική αξία και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των δύο κλάσεων ισούται με την ονομαστική αξία και το επιτόκιο της «μητρικής»

κλάσης.

- *Ομάδα περιέχουσα κλάση/εις προγραμματισμένης αποπληρωμής του κεφαλαίου και κλάση/εις υποστήριξης (structure with planned amortization class/es and support class/es) :* όλοι οι τίτλοι, ανεξαρτήτως κλάσης, αποδίδουν στους κυρίους τους τον συμφωνηθέντα τόκο, βάσει του επιτοκίου και της ονομαστικής τους αξίας. Όσον αφορά στην αποπληρωμή του κεφαλαίου, οι κύριοι των τίτλων που ανήκουν στην κλάση ή στις κλάσεις προγραμματισμένης αποπληρωμής του κεφαλαίου, απολαύουν εγγυημένης εισροής τόσο ως προς το χρόνο όσο και ως προς το ύψος της, αρκεί ο ρυθμός προπληρωμής (prepayment rate) κεφαλαίου να κινείται εντός συγκεκριμένων ορίων. Οι κύριοι των τίτλων που ανήκουν στην κλάση ή στις κλάσεις υποστήριξης λαμβάνουν εισροή λόγω αποπληρωμής κεφαλαίου, μόνο εφόσον ικανοποιηθεί το πρόγραμμα που αφορά στις κλάσεις προγραμματισμένης αποπληρωμής κεφαλαίου.
- *Ομάδα περιέχουσα κλάση/εις στοχευόμενης αποπληρωμής του κεφαλαίου και κλάση/εις υποστήριξης (structure with targeted amortization class/es and support class/es) :* η διαδικασία που ακολουθείται είναι ίδια με την προηγούμενη, μόνο που η προγραμματισμένη αποπληρωμή του κεφαλαίου δεν είναι εγγυημένη για ένα εύρος του ρυθμού προπληρωμής αλλά για συγκεκριμένη τιμή του.
- *Ομάδα περιέχουσα κλάση τίτλων με ενδεικτική ονομαστική αξία (structure*

with notional interest – only class) : πρόκειται για ομάδα, η οποία περιέχει, εκτός των άλλων, και μία κλάση τίτλων, που αποφέρουν στους κυρίους τους μόνον τόκο, βάσει του επιτοκίου και της ενδεικτικής ονομαστικής τους αξίας, η οποία δεν εισπράττεται ποτέ. Η κλάση αυτή δημιουργείται στην περίπτωση που οι εισροές από τους οφειλέτες των δανείων που σχηματίζουν τις επιμέρους ομάδες δανείων είναι μεγαλύτερες από τις εκροές της ομάδας που δημιουργείται από τις επιμέρους αυτές ομάδες. Οι πλεονάζουσες ροές μεταφέρονται υπό μορφή τόκων στους κυρίους των τίτλων με ενδεικτική ονομαστική αξία.

2.5.2.4 Τίτλοι με αποκομμένο τοκομερίδιο εξασφαλισμένοι με απαιτήσεις από ενυπόθηκα στεγαστικά ή και άλλα δάνεια¹⁵

Πρόκειται για τίτλους, οι οποίοι προέρχονται από τίτλους υποστηριζόμενους από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (mortgage pass – throughs) ή από ομάδα δημιουργούμενη από άλλες ομάδες δανείων (collateralized mortgage obligations). Ο τρόπος δημιουργίας τους συνίσταται στη διαίρεση των «μητρικών» τίτλων σε τίτλους που αποφέρουν στους κυρίους τους εισροές είτε μόνο από αποπληρωμή κεφαλαίου είτε μόνο από πληρωμή τόκων. Έτσι, τα βασικά είδη τίτλων με αποκομμένο τοκομερίδιο εξασφαλισμένων με απαιτήσεις από ενυπόθηκα στεγαστικά ή και άλλα δάνεια (stripped mortgage – backed securities) είναι τα ακόλουθα δύο :

- *Τίτλοι που αποδίδουν μόνον εισροές από αποπληρωμή κεφαλαίου (principal – only strips)* : οι εν λόγω τίτλοι πωλούνται, στην πρωτογενή αγορά, με μεγάλη έκπτωση έναντι της ονομαστικής τους αξίας. Μια σημαντική πτώση του επιτοκίου της αγοράς αυξάνει την τρέχουσα τιμή των συγκεκριμένων τίτλων πολύ περισσότερο, από ό,τι θα συνέβαινε στην περίπτωση τίτλων που αποφέρουν εισροές και από τόκους. Αυτό οφείλεται στο ότι μια τέτοια πτώση του επιτοκίου οδηγεί σε αύξηση του ρυθμού προπληρωμής (prepayment rate) κεφαλαίου, με αποτέλεσμα οι επενδύοντες στους συγκεκριμένους τίτλους να λαμβάνουν πιο γρήγορα τις εισροές που τους αναλογούν, μετριαζομένης αρκετά της μειωτικής επίδρασης της προεξόφλησης στην παρούσα αξία των ρών (η οποία ταυτίζεται με την τρέχουσα αξία των τίτλων).
- *Τίτλοι που αποδίδουν μόνον εισροές από τόκους (interest – only strips)* : οι εν λόγω τίτλοι αποφέρουν στους κυρίους τους τόκους βάσει ενός ενδεικτικού κεφαλαίου που δεν εισπράττεται ποτέ από τους επενδυτές. Σε περίπτωση σημαντικής πτώσης του επιτοκίου της αγοράς, η τρέχουσα τιμή των συγκεκριμένων τίτλων μειώνεται, αφού η αύξηση του ρυθμού προπληρωμής κεφαλαίου συνεπάγεται μείωση του δανεισθέντος κεφαλαίου και άρα μείωση των τόκων. Από την άλλη, η άνοδος του επιτοκίου της αγοράς επιφέρει, μέχρι ενός σημείου, αύξηση της τρέχουσας τιμής των τίτλων, καθώς μειώνεται ο ρυθμός προπληρωμής, ενώ από κάποιο σημείο και πέρα η

αύξηση του συντελεστή προεξόφλησης αρχίζει να επιδρά μειωτικά στην παρούσα αξία των εισροών (δηλαδή στην τρέχουσα αξία των τίτλων).

Όσον αφορά στα υπόλοιπα χαρακτηριστικά της πρωτογενούς αγοράς αλλά και στη δευτερογενή αγορά των εν λόγω τίτλων, ισχύουν εν πολλοίς όσα ισχύουν και για τους τίτλους που εξασφαλίζονται από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων*.

* Η υποδιάκριση 2.5.2.2.5, ανωτέρω, αφορά στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά των τίτλων αυτών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Geoffrey Hirt & Stanley Block, Fundamentals of Investment Management, SEVENTH EDITION, McGraw - Hill, U.S.A. 2003, σ. 28
2. Hirt & Block ό.π., σ. 32.
3. Frank Fabozzi & Franco Modigliani, CAPITAL MARKETS Institutions and Instruments, SECOND EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996, σ. 100 επ.
4. Fabozzi & Modigliani ό.π., σ.128 επ.
5. Hirt & Block ό.π., σ. 37 επ.
6. Fabozzi & Modigliani ό.π., σ.153
7. George Stigler, «Public Regulation of Securities Markets», περιοδικό Journal of Business, τεύχος Απριλίου 1964, σ. 117επ
8. Fabozzi & Modigliani ό.π., σ. 494 επ.
9. Robert Zipf, HOW THE BOND MARKET WORKS, SECOND EDITION, NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE, U.S.A. 1997, σ. 57 επ.
10. Fabozzi & Modigliani ό.π., σ. 557 επ.
11. Fabozzi & Modigliani ό.π., σ. 514 επ.
12. Frank Fabozzi, BOND MARKETS. ANALYSIS AND STRATEGIES, THIRD EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996, σ. 214 επ.
13. Fabozzi ό.π., σ 232 επ.
14. Fabozzi ό.π., σ 259 επ.
15. Fabozzi ό.π., σ 283 επ

3. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΙ Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

3.1 Η ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1.1 Γενικά

3.1.1.1 Ιστορική αναδρομή

Τα ομολογιακά δάνεια δεν αποτελούν σε καμία περίπτωση χρηματοοικονομικό προϊόν που έχει εισέλθει προσφάτως στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Όταν στις 20/2/1957 ο τότε Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, Καθηγητής Ξενοφώντας Ζολώτας, σε μια ιστορική, πλέον, ομιλία του κατά τη συνεδρίαση της ολομέλειας του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών ενέμεινε στην επιτακτικότητα της ανάγκης έκδοσης ομολογιακών δανείων με νέα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά, ο συγκεκριμένος τρόπος χρηματοδότησης είχε ήδη συμπληρώσει κάποιες δεκαετίες παρουσίας στην ελληνική αγορά. Βέβαια, η παρουσία αυτή ήταν αρκετά υποτονική και οραματιζόμενος την ενίσχυσή της, ο Καθηγητής Ζολώτας τόνισε τη σημασία έκδοσης ομολογιών ή ασφαλισμένων με

ρήτρα χρυσής λίρας ή εγγυημένων από κάποια τράπεζα ή ασφαλισμένων με υποθήκη ή τιμαριθμοποιημένων με αυτόματη αναπροσαρμογή της ονομαστικής τους αξίας βάσει του τιμαρίθμου. Επιπλέον, ο Καθηγητής θεωρούσε αδήριτη ανάγκη τον έλεγχο της ύπαρξης ή μη σκοπού παραγωγικών επενδύσεων από πλευράς των ιδιωτικών επιχειρήσεων που επιθυμούσαν να εκδώσουν ομολογιακό δάνειο, τη νομιμοποίηση και των δημόσιων επιχειρήσεων να προβαίνουν στην έκδοση τέτοιου είδους δανείων καθώς και τη δημιουργία προνομιακού φορολογικού καθεστώτος για τους επενδυόντες σε ομολογίες¹. Επρόκειτο για μια ομιλία μεστή από καινοτόμες, για την τότε ισχύουσα νομοθεσία, προτάσεις, που σηματοδοτούσε την απαρχή μιας νέας εποχής για την ελληνική κεφαλαιαγορά και για την παρουσία των ομολογιακών τίτλων στην Ελλάδα. Από τα τέλη, λοιπόν, της δεκαετίας του 1950 έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1970 παρατηρήθηκε μια διαρκής ενίσχυση του ρόλου των εν λόγω δανειακών τίτλων, οι οποίοι αποτέλεσαν κύριο μέσο χρηματοδότησης του ελληνικού Δημοσίου και των δημόσιων επιχειρήσεων (π.χ. της Δ.Ε.Η., του Ο.Τ.Ε. κ.α.). Στη συνέχεια, όμως, η ελληνική ομολογιακή αγορά ατόνησε μέχρι και τα τέλη του 1980, όπου σημειώθηκε κάποια έξαρση, η οποία διατηρήθηκε μέχρι τις αρχές του 1990, όταν η εταιρία «ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.» εξέδωσε το πρώτο στην Ελλάδα ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα ανάκλησης².

Τα μέσα της δεκαετίας του 1990 βρήκαν την αγορά ομολογιών και ομολόγων αρκετά υποτονική, ενώ ανάκαμψη σημειώθηκε στο τέλος της δεκαετίας και στις αρχές της νέας χιλιετηρίδας, λόγω, κυρίως, του ριζικού εκσυγχρονισμού της

δευτερογενούς αγοράς τίτλων του ελληνικού Δημοσίου που σημειώθηκε εκείνη την περίοδο. Οι σημαντικότερες καινοτομίες που συνετελέσθησαν ήταν οι ακόλουθες^{3*}:

- Ιδρύθηκε το *Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.)* της Τράπεζας της Ελλάδος, το οποίο εγγυάται την ταχεία και ασφαλή εκκαθάριση των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά άυλων τίτλων.
- Καθιερώθηκε ο θεσμός των *Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς (Β.Δ.Α.)*, οι οποίοι διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη λειτουργία τόσο της πρωτογενούς όσο και της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του ελληνικού Δημοσίου.
- Ιδρύθηκε η *Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ)* της Τράπεζας της Ελλάδος, με στόχο την ταχύτατη και απόλυτα διαφανή διενέργεια των συναλλαγών στη δευτερογενή, κυρίως, αλλά και στην πρωτογενή αγορά τίτλων.
- Συνεστήθη (με το ν. 2628/1998) ο *Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.)* με στόχο την αποτελεσματικότερη διαχείριση του δημόσιου χρέους και την ενδυνάμωση της αγοράς τίτλων του ελληνικού

* Οι υποενότητες 3.1.5, 3.1.6 και 3.1.7 κατωτέρω αφορούν το Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ., τους Β.Δ.Α. και την Η.Δ.Α.Τ.

Δημοσίου.

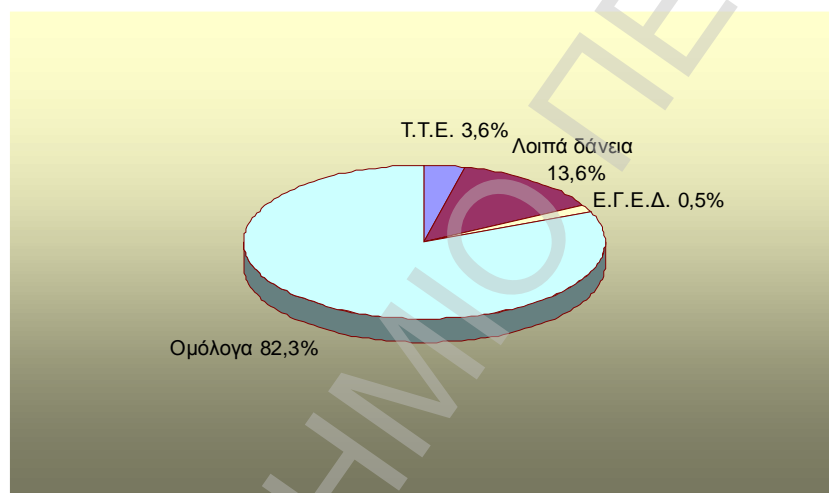
- Καθιερώθηκε η αποτίμηση των ομολογιών και των ομολόγων στις τρέχουσες τιμές τους, με αποτέλεσμα να καταστεί δυνατός ο επί καθημερινής βάση προσδιορισμός της πραγματικής αξίας των διαφόρων ομολογιακών χαρτοφυλακίων.

3.1.1.2 Η σημερινή πραγματικότητα

Στις μέρες μας ο ρόλος των ομολογιακών δανείων και των ομολόγων* στην ελληνική κεφαλαιαγορά είναι σημαντικός, αλλά υστερεί αρκετά έναντι του ρόλου που έχει ο εν λόγω τρόπος χρηματοδότησης στις υπόλοιπες ανεπτυγμένες αγορές της Ευρώπης (όπως είναι η αγορά της Γερμανίας, της Αγγλίας κ.α.) και στην αγορά των Η.Π.Α. Ενώ η έκδοση τίτλων μεσοπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης λήξης (ομολόγων) αποτελεί την κυριότερη μορφή χρηματοδότησης του ελληνικού Δημοσίου (όπως προκύπτει και από το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1**), δεν φαίνεται να ισχύει το ίδιο και για τις ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες, όπως παρατηρείται, στην πλειοψηφία τους προτιμούν τη σύναψη κοινού τραπεζικού δανείου έναντι της έκδοσης ομολογιακού δανείου. Το χρονοβόρο των διαδικασιών που προβλέπει η ελληνική νομοθεσία για την έκδοση ομολογιών από μια επιχείρηση (ιδίως δε όταν επιλεγεί από τον εκδότη η διαδικασία της δημόσιας εγγραφής) καθώς και η μη

* Στην υποενότητα 1.1.2 ανωτέρω διευκρινίζεται η διαφορά μεταξύ ομολογιών και ομολόγων.

πλήρης εξοικείωση των Ελλήνων επιχειρηματιών με την πολλαπλότητα των χαρακτηριστικών που μπορεί να έχει ένα ομολογιακό δάνειο αποτελούν δύο από τους βασικότερους λόγους μη ευδοκίμησης των ομολογιακών δανείων στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1 : ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ 31/12/06

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

Μια συνήθης κατηγοριοποίηση των ομολογιακών τίτλων που εκδίδονται μέσα στα πλαίσια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι αυτή που θέτει ως κριτήριο τον εκδότη τους. Βάσει, λοιπόν, αυτού του κριτηρίου οι ελληνικοί ομολογιακοί τίτλοι διακρίνονται σε⁴ :

- *Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου* (συμπεριλαμβανομένων και των ομολογιακών τίτλων που εκδίδονται από Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, εκτός από τους Ο.Τ.Α., οι οποίοι εκδίδουν τα δημοτικά ομόλογα)
- *Επιχειρηματικές ομολογίες*
- *Δημοτικά ομόλογα*
- *Τραπεζικά ομόλογα (ή τραπεζικές ομολογίες)*

Τα δύο τελευταία είδη ομολογιακών τίτλων αποτελούν τις λεγόμενες «ειδικές μορφές ομολόγων».

3.1.2 Η πρωτογενής αγορά ομολόγων και ομολογιών

3.1.2.1 Γενικά

Η προσπάθεια που έχει γίνει τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα για να βελτιωθεί και να εκσυγχρονιστεί η λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς ομολογιακών τίτλων φαίνεται ότι έχει αποφέρει θετικά αποτελέσματα, τα οποία είναι περισσότερο

εμφανή στην αγορά ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου. Το ενδιαφέρον που εκδηλώνουν οι επενδυτές για τους τίτλους που εκδίδει το Δημόσιο είναι αξιοσημείωτο και τις περισσότερες φορές τα κεφάλαια που προσφέρονται από τους υποψήφιους αγοραστές των τίτλων υπερκαλύπτουν εκείνα που ζητά το ελληνικό κράτος.

Η έκδοση και η διάθεση των ομολογιακών τίτλων, ασχέτως αν αυτές προέρχονται από το Δημόσιο, από Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, από δημόσιες ή ιδιωτικές επιχειρήσεις (βάσει του αρ. 1, παρ. 1 εδ. α του ν. 3156/2003, μόνο επιχειρήσεις με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας μπορούν να εκδώσουν ομολογιακό δάνειο) μπορούν να γίνουν είτε μέσω δημόσιας εγγραφής (η παρ. 2 του αρ. 8α του κ.ν. 2190/20, όπως αντικαταστάθηκε με την παρ. 8 του αρ. 15 του ν. 3156/2003, αποκλείει την έκδοση ομολογιακού δανείου με δημόσια εγγραφή από ανώνυμη εταιρία με καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο μικρότερο του ενάμισι εκατομμυρίου ευρώ) είτε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (ή εγγραφής). Η ύπαρξη πιο ελκυστικών χαρακτηριστικών στον πρώτο τρόπο έκδοσης και διάθεσης τίτλων έναντι του δεύτερου αποτελεί και το λόγο που αυτός είναι και ο πλέον προτιμώμενος από τους εκδότες των ομολόγων και των ομολογιών.

3.1.2.2 Η δημόσια εγγραφή

Η δημόσια εγγραφή ρυθμίζεται μέσω ενός πλέγματος αυστηρών κανόνων δικαίου που έχουν ως σκοπό να διαφυλάξουν τα συμφέροντα του επενδυτή*. Ο εκδότης που επιλέγει την εν λόγω διαδικασία απευθύνεται σε αόριστο αριθμό προσώπων, με στόχο να οδηγήσει κάποιους εξ αυτών στο να εκδηλώσουν ενδιαφέρον (υποβάλλοντας αιτήσεις εγγραφής) και να αγοράσουν τους ομολογιακούς τίτλους του, καλύπτοντας, έτσι, το ποσό που ο ίδιος επιθυμεί να δανεισθεί.

Δεδομένης της δυσκολίας επίτευξης μιας επιτυχημένης προσέγγισης των επενδυτών από τον εκδότη, αποτελεί τον κανόνα η σύναψη σύμβασης κάλυψης ή αναδοχής μεταξύ του ιδίου και ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία, αξιοποιώντας την πείρα τους στην αγορά και το ευρύ πελατολόγιό τους, αυξάνουν κατά πολύ την πιθανότητα επιτυχίας μιας δημόσιας εγγραφής. Η σύμβαση αναδοχής μπορεί να έχει μία από τις ακόλουθες μορφές⁵ :

- *Τραπεζική αντιπροσώπευση* : πρόκειται για απλή μεσολάβηση του πιστωτικού ιδρύματος, το οποίο εκπροσωπεί τον εκδότη έναντι του επενδυτικού κοινού και του παρέχει μόνο τις βασικές υπηρεσίες (συμβουλές επί της τιμής διάθεσης των τίτλων, επί των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της έκδοσης κ.α.).

* Το νομικό πλαίσιο διαφέρει ανάλογα με τον εκδότη και αναλύεται κατωτέρω στις οικείες υποενότητες.

- *Τραπεζική ανάληψη υπό όρο* : πρόκειται για δέσμευση του αντισυμβαλλόμενου πιστωτικού ιδρύματος να αναλάβει μέρος ή το σύνολο των τίτλων σε περίπτωση που αυτό δεν απορροφηθεί από το επενδυτικό κοινό.
- *Οριστική τραπεζική ανάληψη* : πρόκειται για εξαρχής δέσμευση του αντισυμβαλλόμενου πιστωτικού ιδρύματος να αναλάβει μέρος ή το σύνολο των τίτλων, χωρίς την αναβλητική αίρεση της μη απορρόφησής του από το επενδυτικό κοινό.

Από την άποψη του τρόπου διορισμού του ή των αναδόχων του ομολογιακού δανείου, η αναδοχή μπορεί να λάβει μία από τις ακόλουθες τρεις μορφές :

- *Απευθείας ανάθεση σε έναν ή περισσότερους αναδόχους* : ο εκδότης επιλέγει κατευθείαν έναν ή περισσότερους συγκεκριμένους αναδόχους.
- *Δημοπρασία* : αφορά κατά κανόνα στους κρατικούς τίτλους, όπου οι υποψήφιοι ανάδοχοι μπαίνουν σε μια διαδικασία ανταγωνισμού μεταξύ τους, διατυπώνοντας ανταγωνιστικές προσφορές (υπό τη μορφή απαιτούμενων αποδόσεων) για εκείνο το τμήμα της ονομαστικής αξίας των τίτλων που δεν αφορά σε μη ανταγωνιστικές προσφορές*.

* Στην υποενότητα 3.1.6 κατωτέρω γίνεται λεπτομερής παρουσίαση της όλης διαδικασίας.

- *Κοινοπραξία* : πρόκειται για συνασπισμό περισσότερων πιστωτικών ιδρυμάτων, ο οποίος στοχεύει αφενός στην αύξηση της αποτελεσματικότητας της διάθεσης των ομολογιακών τίτλων στο επενδυτικό κοινό και αφετέρου στον μεταξύ των αναδόχων καταμερισμό των κινδύνων και των υποχρεώσεων⁶. Ιδιαίτερο ρόλο στην κοινοπραξία επιτελεί ο κύριος ανάδοχος (ή οι κύριοι ανάδοχοι), ο οποίος συντονίζει τη διαδικασία της έκδοσης των ομολογιών και είναι συνήθως εκείνος που (έχοντας αρχικά επιλεγεί από τον εκδότη ως ανάδοχος) λαμβάνει την πρωτοβουλία σύστασης κοινοπραξίας. Επομένως, η κοινοπραξία μπορεί να ακολουθήσει και μετά την απευθείας ανάθεση ή τη δημοπρασία.

Όσον αφορά στα νομικά πρόσωπα που μπορούν να καταστούν ανάδοχοι, από τα άρθρα 2 και 4 του ν. 2396/96 προκύπτει ότι η παροχή αυτής της υπηρεσίας γίνεται αποκλειστικά από πιστωτικά ιδρύματα που μπορούν, βάσει του νόμου, να λειτουργήσουν ως Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.). Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1** παρουσιάζει δέκα (10) από τους πλέον γνωστούς ημεδαπούς και αλλοδαπούς παροχείς υπηρεσιών αναδόχου σε Έλληνες εκδότες ομολογιακών τίτλων και ιδίως στο ελληνικό Δημόσιο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 : ΜΕΡΙΚΟΙ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΚΥΡΙΟΤΕΡΟΥΣ ΠΑΡΟΧΕΙΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΕΝΤΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

| ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ |
|---------------------------|
| Alpha |
| Citigroup |
| Eurobank |
| ING |
| JP Morgan |
| Societe Generale |
| Unicredit Group |
| Εθνική Τράπεζα |
| Εμπορική Τράπεζα |
| Τράπεζα Πειραιώς |

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

3.1.2.3 Η ιδιωτική τοποθέτηση⁷

Ο εκδότης που βρίσκεται σε απευθείας διαπραγματεύσεις με τον υποψήφιο ή τους υποψήφιους αγοραστές και επιθυμεί να παρακάμψει τις χρονοβόρες διαδικασίες που επιβάλλει η ελληνική νομοθεσία στην περίπτωση της δημόσιας εγγραφής, μπορεί να επιλέξει την ιδιωτική τοποθέτηση, στην οποία κυριαρχεί η ελευθερία της βούλησης των συμβαλλομένων. Με τη διαδικασία αυτή ο εκδότης έρχεται σε άμεση επαφή με τον ή τους επενδυτές (συνήθως θεσμικούς επενδυτές και ασφαλιστικούς οργανισμούς) που επιθυμεί ή επιθυμούν, αντίστοιχα, να αγοράσουν τους ομολογιακούς τίτλους του, χωρίς τη μεσολάβηση αναδόχου. Η ιδιωτική τοποθέτηση πλεονεκτεί έναντι της δημόσιας προσφοράς από πλευράς ταχύτητας, αλλά υστερεί από πλευράς κόστους, αφού κατά κανόνα τα επιτόκια των τίτλων που διατίθενται

με αυτόν τον τρόπο είναι υψηλότερα εν συγκρίσει με τα επιτόκια των τίτλων που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

3.1.3 Η δευτερογενής αγορά ομολόγων και ομολογιών

3.1.3.1 Γενικά

Είναι γεγονός αναμφισβήτητο ότι η δευτερογενής αγορά ομολογιακών τίτλων στην Ελλάδα έχει αυξήσει σημαντικά τη ρευστότητά της τα τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα να καθίσταται όλο και πιο ελκυστική για τους επενδυτές. Ο εκσυγχρονισμός και ο εξορθολογισμός των κανόνων δικαίου που ρυθμίζουν τη λειτουργία της και τις προϋποθέσεις συμμετοχής σε αυτήν* αποτελεί, πιθανότατα, τη βασικότερη αιτία θεαματικής αύξησης του όγκου συναλλαγών που παρουσιάζει η εν λόγω αγορά στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια.

Η συμμετοχή στη δευτερογενή αγορά ομολόγων και ομολογιών είναι προαιρετική για τον εκδότη, εκτός από την περίπτωση που αυτός είναι κάποια ανώνυμη εταιρία, η οποία αποφασίζει να προβεί σε έκδοση ομολογιακού δανείου κάνοντας χρήση της διαδικασίας της δημόσιας εγγραφής. Η παρ. 6 του αρ. 8α του κ.ν. 2190/20, όπως αυτή προστέθηκε με την παρ. 12 του αρ. 15 του ν. 3156/2003, επιβάλλει

* Το νομικό πλαίσιο διαφέρει ανάλογα με τον εκδότη και αναλύεται κατωτέρω στις οικείες υποενότητες.

στη συγκεκριμένη περίπτωση την εισαγωγή των εκδοθέντων τίτλων σε χρηματιστήριο εντός ενός (1) έτους από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής. Στην πράξη, πάντως, οι ομολογιακοί τίτλοι εισάγονται σχεδόν πάντοτε στη δευτερογενή αγορά, ασχέτως αν αυτό επιβάλλεται ή όχι από την ελληνική νομοθεσία.

3.1.3.2 Χώροι λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς

Ο εκδότης ομολόγων ή ομολογιών στην Ελλάδα μπορεί να εισαγάγει τους εν λόγω τίτλους σε έναν ή περισσότερους από τους ακόλουθους χώρους λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς :

- § Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών : η εισαγωγή και η διαπραγμάτευση των ομολογιακών τίτλων μπορεί να γίνει στην Κύρια, στην Παράλληλη ή στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.). Οι συναλλαγές επί των τίτλων εξυπηρετούνται μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) του Χρηματιστηρίου, στο οποίο έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση εταιρικές ομολογίες, ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου σε ευρώ, δραχμικά ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου και ομόλογα κρατικών τραπεζών ετήσιας διάρκειας⁸.

§ Στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ.)* : πρόκειται για εξωχρηματιστηριακή αγορά, η οποία αφορά κυρίως αλλά όχι αποκλειστικά στους τίτλους που εκδίδει το ελληνικό Δημόσιο και ανήκει στην Τράπεζα της Ελλάδος (Τ.τ.Ε.).

§ Σε άλλες αγορές : πρόκειται για αγορές εκτός χρηματιστηρίου, όπως είναι η διαπραγματευτική αγορά και άλλα πολυμερή συστήματα κατάρτισης συναλλαγών με τη χρήση ηλεκτρονικών πληροφοριακών συστημάτων. Χαρακτηριστικό στοιχείο αυτών των αγορών είναι ότι παρουσιάζουν πολλαπλάσιο όγκο συναλλαγών έναντι των υπολοίπων δευτερογενών αγορών καθώς και ότι παρέχουν ελάχιστη πληροφόρηση ως προς τις αγοραπωλησίες που λαμβάνουν χώρα εντός τους⁹.

Σε κάθε περίπτωση η διαπραγμάτευση των ομολογιών γίνεται άνευ τοκομεριδίου (ex-interest) και οι δεδουλευμένοι μέχρι την ημέρα της αγοραπωλησίας τόκοι προστίθενται στην τιμή αγοράς των τίτλων.

3.1.4 Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και το Σύστημα Άυλων Τίτλων

Οι τίτλοι του ελληνικού Δημοσίου καθώς και το σύνολο, σχεδόν, των επιχειρηματικών ομολογιών στερούνται υλικής υπόστασης, δηλαδή δεν

* Στην υποενότητα 3.1.7 κατωτέρω γίνεται παρουσίαση της λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ.

εμφανίζονται σε φυσική μορφή, παρά μόνο σε λογιστική. Πρόκειται, δηλαδή, για ηλεκτρονικά αξιόγραφα, αφού η άσκηση και η μεταβίβαση δικαιωμάτων συνδεδεμένων με αυτά προϋποθέτει ηλεκτρονική καταχώρηση¹⁰. Ενώ η ισχύουσα νομοθεσία δεν επιβάλλει την έκδοση άυλων τίτλων ούτε στο ελληνικό Δημόσιο (το αρ. 5 παρ. 1 του ν. 2198/1994 περιέχει διάταξη ενδοτικού και όχι αναγκαστικού δικαίου και αφορά σε δυνατότητα και όχι σε υποχρέωση έκδοσης άυλων τίτλων) ούτε στις επιχειρήσεις (ο συνδυασμός των παρ. 5 και 6 του αρ. 1 του ν. 3156/03 οδηγεί στο συμπέρασμα ότι είναι σύννομη τόσο η έκδοση ενσώματων όσο και η έκδοση άυλων ομολογιών), η έκδοση μη ενσώματων ομολογιακών τίτλων αποτελεί τον κανόνα, αφού παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα, όπως είναι η ταχύτερη εκκαθάριση και η μείωση του κόστους των συναλλαγών.

Το αρ. 58 παρ. 1 του ν. 2533/97, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 18 παρ. 1 του ν. 3156/2003, ορίζει ότι η εκκαθάριση και ο διακανονισμός που αφορούν σε διαπραγματεύσεις επί άυλων τίτλων του ελληνικού Δημοσίου εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών διενεργείται από ένα νομικό πρόσωπο που φέρει την επωνυμία «Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε.» (Κ.Α.Α.). Η μηχανογραφική διαδικασία καταχώρισης και παρακολούθησης των άυλων αξιών καθώς και το αντίστοιχο μηχανογραφικό – λειτουργικό σύστημα αποτελούν το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.), το οποίο έχει δημιουργήσει και διαχειρίζεται το Κ.Α.Α. Βάσει του Κανονισμού Λειτουργίας του (Απόφ.Ε.Κεφ. 3/304/2004, όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε,) το Σ.Α.Τ. διαβιβάζει τα στοιχεία που συλλέγει στο Κ.Α.Α., το οποίο, αφού τα ελέγξει, ενημερώνει σχετικά την Τ.τ.Ε. Η εν λόγω τράπεζα, με τη

σειρά της, εφόσον εγκρίνει τα διαβιβασθέντα σε αυτήν αρχεία, μεταφέρει τους τίτλους, που αποτέλεσαν αντικείμενο της συναλλαγής, από τους λογαριασμούς του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή* (Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.) στο Λογαριασμό Πελατείας του Κ.Α.Α. στην Τ.τ.Ε. Το Κ.Α.Α., μόλις πληροφορηθεί την έγκριση των στοιχείων της συναλλαγής από την Τ.τ.Ε., καταχωρεί τα δεδομένα, που αφορούν στους άυλους ομολογιακούς τίτλους, στις αντίστοιχες Μεριδίες Επενδυτών.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι η παρ. 3 του αρ. 58 του ν. 2533/1997 ορίζει πως σε περίπτωση ενσώματων τίτλων η εκκαθάριση των συναλλαγών γίνεται διμερώς μεταξύ των συμβαλλομένων εντός διαστήματος μη υπερβαίνοντος τις τρεις (3) εργάσιμες ημέρες από το χρόνο της συναλλαγής.

3.1.5 Το Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή

Πέραν του Κ.Α.Α., διαχειριστής του Σ.Α.Τ. είναι και το Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.), το οποίο χειρίζεται η Τ.τ.Ε. Το εν λόγω σύστημα παρακολουθεί τα δάνεια και τους τίτλους που εκδίδει το ελληνικό Δημόσιο (αρ. 5 παρ. 2 εδ. β του ν. 2198/1994, όπως αντικαταστάθηκε με το αρ. 15 παρ. 8 του ν. 2469/1997) καθώς και τις ομολογίες που εκδίδουν οι

* Η υποενότητα 3.1.5 κατωτέρω αφορά στον ρόλο του Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.

ανώνυμες εταιρίες (το αρ. 1 παρ. 6 του ν. 3156/2003 ορίζει ως αρμόδιο μητρώο για την καταχώριση της άυλης έκδοσης διαζευκτικά το Σ.Α.Τ. ή το Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.). Η παρακολούθηση των συναλλαγών αφορά τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά, ανεξάρτητα από τη μορφή που έχει η τελευταία (διατραπεζική, χρηματιστηριακή ή άλλη).

Οι συμμετέχοντες στο Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ. ονομάζονται «φορείς» και για καθέναν από αυτούς τηρούνται δύο λογαριασμοί, ένας για τους τίτλους που ανήκουν στους ίδιους και ένας για τους τίτλους που ανήκουν στους πελάτες τους. Ο πρώτος ονομάζεται «*λογαριασμός τίτλων ιδίου χαρτοφυλακίου*», ενώ ο δεύτερος «*λογαριασμός τίτλων χαρτοφυλακίου επενδυτών – πελατών*» (αρ. 6 παρ. 7 του ν. 2198/1994). Το αρ. 6 παρ. 1 του νόμου 2198/1994 αναφέρει ενδεικτικά ως «φορείς» το ελληνικό Δημόσιο και την Τ.τ.Ε., ενώ το αρ. 58 παρ. 1 του ν. 2533/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 18 του ν. 3156/2003, ορίζει ρητά το Κ.Α.Α. ως φορέα του Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ.

Όπως αναφέρει και ο Κανονισμός Λειτουργίας του (ΠΔΤΕ 314^A/1995, όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε), μέσω του Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ. πραγματοποιείται η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών επί άυλων τίτλων που διενεργούν οι φορείς του. Το εν λόγω σύστημα διασφαλίζει την ταυτόχρονη πραγματοποίηση της διάθεσης και της πληρωμής των τίτλων (delivery versus payment) καθώς και την έγκυρη ταυτοποίηση των εκκαθαριζόμενων συναλλαγών, μέσω της χρήσης του συστήματος της διπλής ειδοποίησης από τους

συμβαλλόμενους. Ο διακανονισμός των συναλλαγών γίνεται σε συνεχή χρόνο (real time gross settlement) καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας του συστήματος. Σε κάθε έκδοση τίτλων καταχωρημένων στο Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ. δίδεται κωδικός αναγνώρισης, σύμφωνα με το διεθνές σύστημα κωδικοποίησης τίτλων (International Securities Identification Number, ISIN), ο οποίος περιέχει δώδεκα αλφαριθμητικούς χαρακτήρες. Τέλος, ως αναφερθεί ότι ο Κανονισμός Λειτουργίας του συστήματος ορίζει ως ελάχιστη ονομαστική αξία διαπραγμάτευσης το ένα λεπτό (0,01 €) για τους φέροντες τοκομερίδιο άυλους τίτλους που έχουν εκδοθεί πριν από τις 31/12/2000 και τα χίλια ευρώ (1.000 €) ή πολλαπλάσιό τους για τους φέροντες τοκομερίδιο άυλους τίτλους που έχουν εκδοθεί μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

3.1.6 Ο ρόλος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά ομολόγων

3.1.6.1 Γενικά

Οι Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς (Β.Δ.Α.) είναι πιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν και στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά τίτλων του ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτή λειτουργεί μέσω της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων* (αρ. 26 παρ. 1 του ν. 2515/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 31 του

* Η υποενότητα 3.1.7 κατωτέρω αφορά στη λειτουργία της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων.

ν. 2733/1999). Βάσει του Κανονισμού Λειτουργίας τους (υπ. αριθμ. 2/70563/0023Α/2005 κοινή απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε), οι Β.Δ.Α. είναι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με έδρα εντός ή εκτός της Ελλάδας, τα οποία έχουν επιλεγεί βάσει αυστηρών κριτηρίων, για να παράσχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά τίτλων του ελληνικού Δημοσίου. Η ιδιότητα του Β.Δ.Α. διαρκεί ένα (1) έτος και μπορεί να ανανεωθεί.

Το αρ. 26 παρ. 1 του ν. 2515/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 31 του ν. 2733/1999 προβλέπει τη σύσταση δεκαμελούς Επιτροπής Εποπτείας και Ελέγχου των Β.Δ.Α. Τα καθήκοντα της επιτροπής αυτής ορίζονται από τον Κανονισμό Λειτουργίας των Β.Δ.Α. και μεταξύ αυτών συμπεριλαμβάνονται και τα ακόλουθα :

- *Ορισμός των συγκεκριμένων για κάθε Β.Δ.Α. εκδόσεων τίτλων, για τις οποίες θα πρέπει ο ίδιος να διατυπώνει δεσμευτικές προσφορές αγοράς και πώλησης στην Η.Δ.Α.Τ.*
- *Συλλογή και επεξεργασία στατιστικών στοιχείων απαραίτητων για την αξιολόγηση της δραστηριότητας των Β.Δ.Α.*
- *Άσκηση πειθαρχικού ελέγχου στους Β.Δ.Α.*

Η Τ.Τ.Ε. δημοσιεύει στον τύπο ανά εξάμηνο την κατάταξη των Β.Δ.Α. βάσει της απόδοσης που έχουν σημειώσει κατά το εκάστοτε διαρρέυσαν χρονικό διάστημα από την αρχή του έτους. Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2** δείχνει την κατάταξη των Β.Δ.Α. βάσει της αξιολόγησης της απόδοσής τους στην ελληνική αγορά κατά το έτος 2006.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 : ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΟ 2006

| ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ | | | | |
|---|---------------------------------------|--|---------------------------------|--------------------------------------|
| 1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. | 5. EFG EUROBANK ERGASIAS AE | 9. CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD | 13. JP MORGAN SECURITIES LTD | 17. MERRILL LYNCH INTERNATIONAL |
| 2. ALPHA BANK A.E | 6. EMPORIKI BANK | 10. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ | 14. DEUTSCHE BANK AG | 18. CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD |
| 3. LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE) | 7. SOCIETE GENERALE | 11. BANCA IMI S.p.A | 15. GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL | 19. ABN AMRO BANK NV (London Branch) |
| 4. HSBC BANK PLC | 8. MORGAN STANLEY & Co. INTERNATIONAL | 12. BNP PARIBAS S.A. | 16. ING BANK NV | |

Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος

3.1.6.2 Οι δραστηριότητες των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά

Ο Κανονισμός Λειτουργίας των Β.Δ.Α. ορίζει λεπτομερώς τις επιμέρους ενέργειες εντός της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς, τις οποίες υποχρεούνται ή δύνανται να εκτελέσουν.

Όσον αφορά στην *πρωτογενή αγορά*, οι Β.Δ.Α. προβαίνουν, συνοπτικά, στις ακόλουθες ενέργειες :

- i. *Υποβάλλουν ανταγωνιστικές προσφορές στις δημοπρασίες κρατικών τίτλων, διατυπώνοντας μέχρι πέντε (5) ο καθένας, με ελάχιστο ποσό προσφοράς τα πέντε εκατομμύρια ευρώ (5.000.000 €). Οι ανταγωνιστικές προσφορές κατατάσσονται σε φθίνουσα σειρά και ικανοποιούνται έως ότου συμπληρωθεί το ποσό που προορίζεται να καλυφθεί από αυτές. Οι Β.Δ.Α. είναι οι μόνοι μετέχοντες στις δημοπρασίες τίτλων του ελληνικού Δημοσίου και η υποβολή τουλάχιστον μίας ανταγωνιστικής πρότασης από καθέναν εξ αυτών είναι υποχρεωτική.*
- ii. *Υποβάλλουν μία μη ανταγωνιστική προσφορά ο καθένας, πριν τη διεξαγωγή της δημοπρασίας κρατικών τίτλων, με ελάχιστο ποσό προσφοράς τα πέντε εκατομμύρια ευρώ (5.000.000 €). Η ονομαστική αξία των τίτλων που*

διατίθενται με τη διαδικασία αυτή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του δημοπρατούμενου ποσού. Η κατανομή στους ενδιαφερόμενους γίνεται ανάλογα με τη συμμετοχή τους στις μη ανταγωνιστικές προσφορές και κάθε προσφορά ικανοποιείται στη μέση σταθμική τιμή όλων των επιτυχουσών ανταγωνιστικών προσφορών. Η υποβολή μη ανταγωνιστικής προσφοράς από κάθε Β.Δ.Α δεν είναι υποχρεωτική.

- iii. *Υποβάλλουν μία προσφορά ο καθένας, μετά τη διεξαγωγή της δημοπρασίας, για την απορρόφηση επιπλέον τίτλων στη μέση σταθμική τιμή της δημοπρασίας μέχρι συνολικής ονομαστικής αξίας ίσης με το 20% του δημοπρατούμενου ποσού.*
- iv. *Συμμετέχουν στις κοινοπραξίες με αντικείμενο την αρχική διάθεση ή την επανέκδοση ομολόγων αναφοράς (on – the - run benchmark bonds)* του ελληνικού Δημοσίου. Οι Β.Δ.Α. δεν είναι οι μόνοι μετέχοντες στις κοινοπραξίες και η παρουσία τους σε αυτές δεν είναι υποχρεωτική. Έτσι, σε περίπτωση που κάποιος εξ αυτών αρνηθεί εγγράφως να συμμετάσχει, το Δημόσιο μπορεί να τον αντικαταστήσει με κάποιο άλλο πιστωτικό ίδρυμα.*
- v. *Υποβάλλουν σε μηνιαία βάση έκθεση για τη συναλλακτική δραστηριότητά τους στην πρωτογενή αγορά*

* Στην υποενότητα 3.2.1 κατωτέρω γίνεται σύντομη αναφορά στους τίτλους αυτού του είδους.

Όσον αφορά στη δευτερογενή αγορά, οι Β.Δ.Α. προβαίνουν, κυρίως, στις ακόλουθες ενέργειες :

- i. *Παρέχουν συνεχώς και καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ. δεσμευτικές προσφορές αγοράς και πώλησης συγκεκριμένων ποσοτήτων, υποχρεωτικά για τις εκδόσεις τίτλων που έχουν ανατεθεί στον καθένα από την Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου των Β.Δ.Α. (συμπεριλαμβανομένων και των ομολόγων αναφοράς) και προαιρετικά για άλλους τίτλους που τυχόν τους ενδιαφέρουν. Κάθε προσφορά πρέπει να αφορά σε τίτλους συνολικής ονομαστικής αξίας τουλάχιστον πέντε εκατομμυρίων ευρώ (5.000.000 €), ενώ οι Β.Δ.Α. οφείλουν να φροντίζουν, ώστε η διαφορά τιμής αγοράς και τιμής πώλησης (bid – ask spread) οιοδήποτε τίτλου να μην ξεπερνά συγκεκριμένα όρια. Σε περίπτωση που οι προσφορές έχουν ως αντικείμενο τίτλους εισαχθέντες και σε άλλες αγορές, πέραν της ΗΔΑΤ., οι προτεινόμενες τιμές αγοράς ή πώλησης πρέπει να είναι παντού ίδιες.*
- ii. *Πρωθούν τη διενέργεια συναλλαγών επί τίτλων του ελληνικού Δημοσίου σε δευτερογενείς αγορές του εξωτερικού.*
- iii. *Υποβάλλουν σε μηνιαία βάση έκθεση για τη συναλλακτική δραστηριότητά τους στη δευτερογενή αγορά.*

3.1.7 Η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων

3.1.7.1 Γενικά

Η Η.Δ.Α.Τ. αποτελεί ένα σύστημα που τελεί υπό την εποπτεία και διαχείριση της Τράπεζας της Ελλάδος και έχει ως αντικείμενο τη διαπραγμάτευση των εισαγομένων σε αυτό δανειακών τίτλων, μέσω τηλεματικών κυκλωμάτων προχωρημένης τεχνολογίας¹¹. Το εν λόγω σύστημα διαμορφώθηκε το 1997 και άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 1998, στοχεύοντας στη βελτίωση της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του ελληνικού Δημοσίου. Το έργο που καλούνταν να φέρει εις πέρας δεν ήταν καθόλου εύκολο, μιας και η εν λόγω αγορά παρουσίαζε αρκετά περιορισμένη ρευστότητα, η οποία είχε, κατά καιρούς, οδηγήσει σε διαφορές τιμών αγοράς και πώλησης του ίδιου τίτλου (bid – ask spread)* που έφθαναν ακόμα και τις πεντακόσιες (500) μονάδες βάσης (5%)¹². Παρά ταύτα, ο σκοπός επετεύχθη και σήμερα η Η.Δ.Α.Τ. εξυπηρετεί μία αρκετά ρευστή και αποτελεσματική δευτερογενή αγορά με μια μέση ημερήσια αξία συναλλαγών (για το μήνα Φεβρουάριο του έτους 2007) που πλησιάζει τα δύομιση δισεκατομμύρια ευρώ (2,38 δισ. €).

Το αρ. 26 παρ. 1 του ν. 2515/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 31 του ν.

* Η συγκεκριμένη διαφορά (bid-ask spread) είναι αρνητικά συσχετισμένη με τη ρευστότητα μιας αγοράς.

2733/1999 ορίζει, μεταξύ άλλων, ότι η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων καλύπτει τη διενέργεια των δημοπρασιών επί τίτλων του ελληνικού Δημοσίου καθώς και την εκτός χρηματιστηρίου λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς τους. Από την άλλη πλευρά, στο αρ. 1 παρ.1 του ν. 3156/2003 γίνεται ρητή αναφορά στη δυνατότητα και των ανώνυμων εταιριών να εισαγάγουν στην Η.Δ.Α.Τ., προς διαπραγμάτευση, τις ομολογίες που έχουν εκδώσει. Άρα στο συγκεκριμένο σύστημα, πέραν της δευτερογενούς αγοράς τίτλων του ελληνικού Δημοσίου, μπορεί να λειτουργήσει και πρωτογενής αγορά κρατικών δανειακών τίτλων αλλά και δευτερογενής αγορά επιχειρηματικών ομολογιών.

3.1.7.2 Η διατύπωση προσφορών και εντολών αγοράς ή πώλησης από τα Μέλη της Η.Δ.Α.Τ

Βάσει του Κανονισμού Λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ. (Π.Δ.Τ.Ε. 161/2000, όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε,) οι φορείς που συμμετέχουν σε αυτήν ονομάζονται «Μέλη» και είναι :

- Οι *Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς (Β.Δ.Α.)*, που, πέραν των προσφορών αγοράς και πώλησης, μπορούν να εισάγουν εντολές για πραγματοποίηση συναλλαγών επί προσφορών άλλων Μελών
- Οι *Διαπραγματευτές Αγοράς (Δ.Α.)*, που κατ' αρχήν εισάγουν εντολές για

πραγματοποίηση συναλλαγών επί προσφορών άλλων Μελών και κατ' εξαίρεση μπορούν να διατυπώνουν και οι ίδιοι προσφορές αγοράς και πώλησης τίτλων, με την προϋπόθεση ότι θα παρέχουν συνεχώς προσφορές αγοράς και πώλησης για το εκάστοτε δεκαετές ομόλογο αναφοράς*.

- Τα Διεθνή Δίκτυα Μετάδοσης Πληροφοριών (*Information Providers*), που μεταδίδουν απευθείας πληροφορίες από την Η.Δ.Α.Τ. στο εξωτερικό αυτής περιβάλλον (τέτοια δίκτυα είναι το Bloomberg, το Telerate, το Reuters κ.α.)
- Οι Παρατηρητές (*Observers*), οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε στατιστικά δεδομένα της αγοράς, αλλά στερούνται δικαιώματος διαπραγμάτευσης. Μεταξύ των Παρατηρητών συγκαταλέγονται η Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου της Η.Δ.Α.Τ. και ορισμένες υπηρεσίες της Τ.τ.Ε. και του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών.

Ο ίδιος Κανονισμός ορίζει ότι η Η.Δ.Α.Τ. λειτουργεί βάσει των *προσφορών αγοράς και πώλησης (quote driven)*, οι οποίες έχουν ελάχιστο ύψος ίσο με πέντε εκατομμύρια ευρώ (5.000.000 €). Οι προσφορές εμφανίζονται ανώνυμες στο σύστημα και τα στοιχεία των συμβαλλόμενων γνωστοποιούνται στους ίδιους αμέσως μόλις συναφθεί μια συμφωνία. Η διατύπωση των εν λόγω προσφορών γίνεται κατ' αρχήν από τους Β.Δ.Α. και κατ' εξαίρεση (όπως έχει ήδη αναφερθεί) από τους Δ.Α. Από τη στιγμή που ένα Μέλος θα εισαγάγει μια προσφορά επί ενός

* Στην υποενότητα 3.2.1, κατωτέρω, γίνεται σύντομη αναφορά στα ομόλογα αυτού του είδους.

τίτλου, υποχρεούται να διατηρεί προσφορά επί του ίδιου τίτλου καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας*.

Κάθε εντολή αγοράς ή πώλησης που έχει ως στόχο την πραγματοποίηση συναλλαγής, προωθείται αυτόματα από το σύστημα στην καλύτερη ενεργό προσφορά, πώλησης ή αγοράς, αντίστοιχα, ασχέτως του ποια προσφορά έχει επιλέξει ο εντολέας. Η κατάταξη γίνεται βάσει της τιμής και, αν αυτή είναι ίδια μεταξύ κάποιων προσφορών, τότε κριτήριο αποτελεί η ποσότητα στην οποία αντιστοιχεί η τιμή κάθε προσφοράς. Αν ταυτίζεται και η ποσότητα, τότε η κατάταξη γίνεται βάσει του χρόνου εισαγωγής της κάθε προσφοράς στο σύστημα. Η ποσότητα μιας εντολής δεν μπορεί να είναι μικρότερη των πέντε εκατομμυρίων ευρώ (5.000.000 €), ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι με το που πραγματοποιείται η συναλλαγή, γίνεται αυτομάτως ταυτόχρονη εισαγωγή των αντίστοιχων λογιστικών εγγραφών, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίζεται κατά το διακανονισμό και την εκκαθάριση των συναλλαγών¹³. Για τον υπολογισμό της αξίας διακανονισμού που αφορά σε ομόλογα σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου είναι απαραίτητος ο προσδιορισμός των δεδουλευμένων τόκων. Οι αρχές που ακολουθούνται για τον προσδιορισμό αυτό είναι οι ακόλουθες :

- Ο υπολογισμός των ημερών εκτοκισμού στα ομόλογα σταθερού επιτοκίου που έχουν εκδοθεί πριν την 1/1/2001 γίνεται βάσει του εμπορικού έτους

* Στην υποενότητα 3.1.6.2 ,ανωτέρω, αναφέρονται και άλλες υποχρεώσεις των Β.Δ.Α. σχετιζόμενες με τις προσφορές.

(30/360), εκτός από το μήνα Φεβρουάριο, όπου ο υπολογισμός γίνεται βάσει των πραγματικών ημερών του.

- Ο υπολογισμός των ημερών εκτοκισμού στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου που έχουν εκδοθεί πριν την 1/1/2001 γίνεται βάσει του πολιτικού έτους (πραγματικός αριθμός ημερών κάθε μήνα/360 ή ACT/360).
- Ο υπολογισμός των ημερών εκτοκισμού στα ομόλογα σταθερού επιτοκίου αλλά και στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου που έχουν εκδοθεί μετά την 1/1/2001 γίνεται βάσει των πραγματικών ημερών κάθε μήνα και κάθε έτους (ACT/ACT).
- Σε όλες τις περιπτώσεις προσμετράται η ημέρα πληρωμής του τελευταίου τοκομεριδίου και δεν προσμετράται η ημέρα διακανονισμού της συναλλαγής.

3.1.7.3 Η εποπτεία της Η.Δ.Α.Τ.

Η τήρηση του Κανονισμού Λειτουργίας από τα Μέλη της Η.Δ.Α.Τ. ελέγχεται από την Τ.τ.Ε., η οποία φροντίζει και για την απρόσκοπτη λειτουργία του συστήματος από πλευράς υλικού (hardware) και λογισμικού (software). Κύριο, όμως, όργανο εποπτείας του συστήματος είναι η *Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου της Η.Δ.Α.Τ.* (αρ. 26 παρ. 5 του ν. 2515/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το αρ. 31 του ν.

2733/1999), η οποία είναι κατ' αρχήν επταμελής και κατ' εξαίρεση οκταμελής, όταν ο έλεγχος που ασκεί αφορά στην πρωτογενή αγορά (διενέργεια δημοπρασιών). Οι βασικές αρμοδιότητες της επιτροπής αυτής καθορίζονται από τον Κανονισμό Λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ. και είναι οι ακόλουθες:

- § Καθορισμός του ωραρίου λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ.
- § Αναστολή της λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ. σε περίπτωση τεχνικού προβλήματος.
- § Προσδιορισμός του είδους και του ύψους των επενδύσεων που απαιτούνται για τη συντήρηση και διαρκή βελτίωση της Η.Δ.Α.Τ.
- § Προσδιορισμός του είδους των στοιχείων που διοχετεύονται στον ημερήσιο τύπο και στα δίκτυα πληροφοριών.
- § Συμβιβαστική επίλυση των τυχόν ανακυπτουσών διαφορών μεταξύ των Β.Δ.Α.

3.2 ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

3.2.1 Γενικά

Βάσει του αρ. 62 του ν. 1642/1986, το ελληνικό Δημόσιο έχει τη δυνατότητα έκδοσης ομολόγων, τα οποία μπορούν να φέρουν και ασφαλιστικές ρήτρες, όπως είναι η ρήτρα εξωτερικού συναλλάγματος και η ρήτρα της χρηματιστηριακής τιμής του χρυσού στην Ελλάδα. Βάσει του ίδιου άρθρου, οι εν λόγω τίτλοι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ οι λεπτομέρειες της έκδοσης και των εκάστοτε ειδικότερων χαρακτηριστικών τους προσδιορίζονται με υπουργικές αποφάσεις. Τα αρ. 5 - 12 του ν. 2198/1994, από την άλλη, δίδουν στο ελληνικό κράτος τη δυνατότητα δανειοδότησής του μέσω της έκδοσης άυλων τίτλων οιασδήποτε μορφής και μάλιστα το αρ. 12 του συγκεκριμένου νόμου επεκτείνει το πεδίο ισχύος των διατάξεων του αρ. 62 του ν. 1642/1986 και στους τίτλους αυτούς. Οφείλουμε, ακόμα, να αναφέρουμε το ν. 1914/1990, σύμφωνα με τον οποίο το ελληνικό Δημόσιο, συμπεριλαμβανομένων και των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου, μπορεί να προβαίνει, μεταξύ άλλων, στην έκδοση λαχειοφόρων ή εκπεφρασμένων σε ξένο συνάλλαγμα ομολογιακών τίτλων διαπραγματεύσιμων εντός του Χ.Α.Α. (αρ. 31 του ν. 1914/1990).

Τα δύο συνηθέστερα είδη τίτλων που εκδίδει το ελληνικό Δημόσιο είναι τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.), που ανήκουν στα προϊόντα της χρηματαγοράς, και τα ομόλογα, που ανήκουν στα προϊόντα της κεφαλαιαγοράς.

Όσον αφορά στα πρώτα, πρόκειται για τίτλους βραχυπρόθεσμης λήξης, χωρίς τοκομερίδιο, οι οποίοι πωλούνται σε έκπτωση έναντι της ονομαστικής τους αξίας εν είδει προείσπραξης των τόκων που θα απέφεραν αν είχαν κουπόνι. Το ν.δ. 3745/1957, όπως έχει τροποποιηθεί από το αρ. 4 του ν. 1266/1982, αποτελεί το βασικό ρυθμιστικό πλαίσιο που αφορά στην έκδοση των εν λόγω γραμματίων. Οι διάρκειες που μπορούν να έχουν τα Ε.Γ.Ε.Δ. είναι οι τρεις (3), οι έξι (6), οι εννιά (9) και οι δώδεκα (12) μήνες (αρ. 1 παρ. 3 του ν.δ. 3745/1957). Ας αναφερθεί, επιπλέον, πως το αρ. 4 του ν. 1266/1982 προβλέπει ότι οι πρόσοδοι από την έκδοση Ε.Γ.Ε.Δ. χρησιμοποιούνται για την εν γένει κάλυψη δαπανών του Δημοσίου (αρ. 4 παρ. 3), ενώ οι όροι, το ύψος και το επιτόκιο των εν λόγω τίτλων προσδιορίζονται μέσω υπουργικών αποφάσεων (αρ. 4 παρ. 2). Η Υ.Α. 2/89260/0023/2000 (μαζί με τις τροποποιήσεις της), καθορίζει τους γενικούς όρους που αφορούν στα Ε.Γ.Ε.Δ., ενώ, ας σημειωθεί, ότι τα επιτόκια που ορίστηκαν για τους τίτλους που εκδόθηκαν στις 9/1/07 ήταν τα ακόλουθα :

Ø 3,42% για τα Ε.Γ.Ε.Δ. διάρκειας δεκατριών εβδομάδων

Ø 3,54% για τα Ε.Γ.Ε.Δ. διάρκειας είκοσι έξι (26) εβδομάδων

Ø 3,66% για τα Ε.Γ.Ε.Δ. διάρκειας πενήντα δύο (52) εβδομάδων

Τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, από την άλλη, αποτελούν ομολογιακούς τίτλους μέσης ή μακροπρόθεσμης λήξης και συνήθως κατηγοριοποιούνται σε βασικές εκδόσεις ομολόγων και σε εκδόσεις ειδικών ομολόγων του Δημοσίου¹⁴.

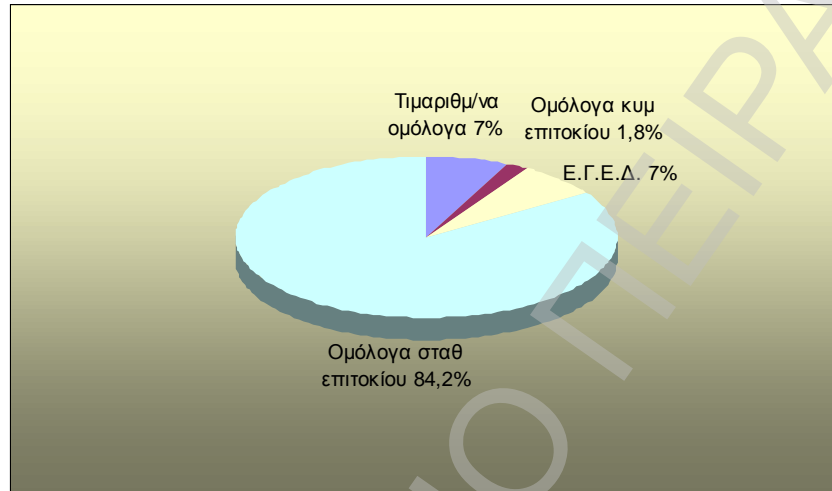
Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τα εξής είδη ομολόγων :

- *Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου σταθερού επιτοκίου.*
- *Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου.*
- *Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου μηδενικού τοκομεριδίου.*
- *Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα ξένου νομίσματος.*

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τα εξής είδη ομολόγων :

- *Αποταμιευτικά ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου.*
- *Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου.*
- *Προμέτοχα ή μετοχοποιήσιμοι τίτλοι του ελληνικού Δημοσίου.*

Το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2** απεικονίζει την κατανομή των υπό του ελληνικού Δημοσίου εκδοθέντων τίτλων το 2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2 : ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΚΔΟΘΕΝΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟ 2006

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

Τέλος, οφείλουμε να διασαφηνίσουμε ότι τα λεγόμενα «ομόλογα αναφοράς» («on – the – run benchmark bonds») δεν αποτελούν μια ακόμα κατηγορία ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου, αλλά τις πιο πρόσφατες εκδόσεις ομολόγων για κάθε διάρκεια ως τη λήξη και κυρίως για τις διάρκειες των τριών (3), των πέντε (5), των δέκα (10) των είκοσι (20) και των τριάντα (30) ετών.

3.2.2 Βασικές εκδόσεις ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου

3.2.2.1 Γενικά

Οι βασικές εκδόσεις είναι οι πιο συνήθεις εκδόσεις ομολόγων του ελληνικού κράτους, με σημαντικότερες εξ αυτών* τις εκδόσεις ομολόγων σταθερού επιτοκίου.

3.2.2.2 Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου σταθερού επιτοκίου

Τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου του ελληνικού Δημοσίου έχουν διάρκεια από δύο (2) έως δεκαπέντε (15) έτη, ενώ η Υ.Α. 2/4627/0023/2001 (όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε) που αφορά στους γενικούς όρους των εν λόγω τίτλων ορίζει, μεταξύ άλλων, τα ακόλουθα :

- Τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου είναι άυλοι τίτλοι καταχωρημένοι στο Σύστημα Άυλων Τίτλων.
- Η διάθεσή τους στο κοινό γίνεται με δημοπρασία, κοινοπραξία τραπεζών ή και αλλιώς.

* Όπως φαίνεται και στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2** ανωτέρω.

- Η ελάχιστη ονομαστική αξία κάθε τίτλου είναι χίλια ευρώ (1.000 €) και ο δεδουλευμένος τόκος υπολογίζεται βάσει των πραγματικών ημερών κάθε μήνα και κάθε έτους (ACT/ACT).
- Η διάθεση, η πληρωμή των τόκων και η εξόφληση των τίτλων γίνεται είτε από την Τ.τ.Ε. είτε από τράπεζες και πιστωτικά ιδρύματα εξουσιοδοτηθέντα από την ίδια.
- Δευτερογενής αγορά μπορεί να είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η Ηλεκτρονική Αγορά Αξιών ή και η διαπραγματευτική αγορά (over-the-counter).
- Είναι δυνατή η χωριστή διαπραγμάτευση των τοκομεριδίων (stripping) στη δευτερογενή αγορά.
- Το ελληνικό Δημόσιο έχει τη δυνατότητα αύξησης του ποσού της αρχικής έκδοσης (reopenings) καθώς και το δικαίωμα προαγοράς μέρους ή του συνόλου των ομολόγων είτε με πράξεις στην ανοικτή αγορά είτε με άλλο τρόπο.
- Η παραγραφή των απαιτήσεων τόσο επί του κεφαλαίου όσο και επί των τόκων είναι πενταετής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το δημοφιλέστερο ομόλογο σταθερού επιτοκίου είναι εκείνο που έχει δεκαετή διάρκεια. Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3** περιλαμβάνει στοιχεία για την πλέον πρόσφατη έκδοση δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού Δημοσίου (δεκαετές ομόλογο αναφοράς*).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3 : ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΝΕΑΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΔΕΚΑΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑΣ

| Μέθοδος διάθεσης των τίτλων : κοινοπραξία | |
|---|---|
| Ημ/νία διακανονισμού | 17/01/2007 |
| Ημ/νία λήξης | 20/07/2017 |
| Ποσό έκδοσης σε εκατ. € (συνολική ονομαστική αξία) | 5.000 |
| Κουπόνι | 4,30% |
| Τιμή έκδοσης | 99,918 |
| Κύριοι ανάδοχοι | Citigroup, Εμπορική, JP Morgan, Τράπεζα Πειραιώς, Unicredit Group (UBM) |
| Αξιολογήσεις βάσει του πιστωτικού κινδύνου | A1 (Moody's), A (S&P), A (FITCH), AA - (R&I) |

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4** περιλαμβάνει ιστορικά δεδομένα για το δεκαετές ομόλογο σταθερού επιτοκίου για το διάστημα μεταξύ 22/2/2005 και 17/1/2007.

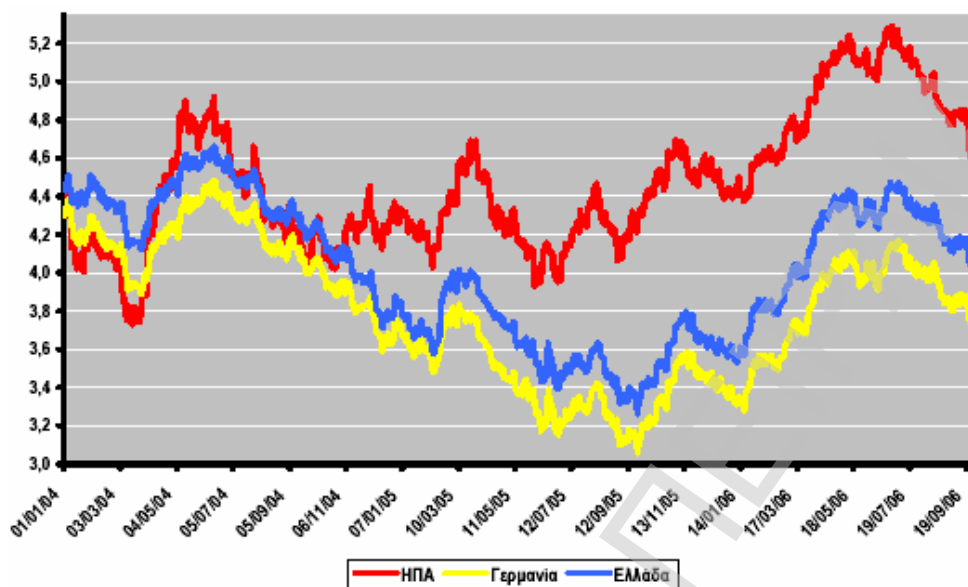
* Στην υποενότητα 3.2.1 ανωτέρω γίνεται μια σύντομη αναφορά στα ομόλογα αυτού του είδους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4 : ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΟΥ ΔΕΚΑΕΤΟΥΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ ΜΕΤΑΞΥ 22/2/2005 ΚΑΙ 17/1/2007

| Ημερομηνία Δημοπρασίας & Κωδικός ISIN | Ημ/νία Λήξης | Κουπόνι (%) | Προσφορά σε εκατ. € | Ζήτηση σε εκατ. € | Πώληση σε εκατ. € | Μέση σταθμική τιμή |
|---------------------------------------|--------------|-------------|---------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 17/1/2007 GR0124029639 | 20/7/2017 | 4,30% | 9.064 | 5.000 | 5.000 | 99,918 |
| 26/09/2006 GR0124028623 | 20/7/2016 | 3,60% | 5.590 | 1.000 | 1.400,1 | 97,421 |
| 09/05/2006 GR0124028623 | 20/7/2016 | 3,60% | 5.933 | 1.300 | 1.560,2 | 94,296 |
| 18/1/2006 GR0124028623 | 20/7/2016 | 3,60% | 8.704 | 5.000 | 5.000 | 100,127 |
| 20/9/2005 GR0124026601 | 20/7/2015 | 3,70% | 6.810 | 1.400 | 1.960,6 | 103,688 |
| 07/6/2005 GR0124026601 | 20/7/2015 | 3,70% | 5.369 | 1.500 | 2.100,7 | 102,382 |
| 22/2/2005 GR0124026601 | 20/7/2015 | 3,70% | 10.990 | 5.000 | 5.000 | 100,006 |

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

Τέλος, το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3** επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ της αγοράς των Η.Π.Α., της Γερμανίας και της Ελλάδας, όσον αφορά στην πορεία της απόδοσης των κρατικών δεκαετών τίτλων για το διάστημα μεταξύ της 1^{ης}/01/2004 και της 19^{ης}/09/2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3 : ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α., ΤΗΣ ΓΕΡΜΑΝΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ ΜΕΤΑΞΥ ΤΗΣ 1^{ΗΣ}/01/2004 ΚΑΙ ΤΗΣ 19^{ΗΣ}/9/2006

Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος, Η.Δ.Α.Τ.

3.2.2.3 Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου

Τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου έχουν συνήθως διάρκεια μεταξύ δύο (2) και επτά (7) ετών και το επιτόκιο για κάθε τοκοφόρο περίοδο γίνεται γνωστό κατά την έναρξη της περιόδου αυτής. Συνήθως δε, το εν λόγω επιτόκιο συμβαδίζει με το επιτόκιο του εντόκου γραμματίου του ελληνικού Δημοσίου που έχει διάρκεια ίση με την τοκοφόρο περίοδο του τίτλου. Οι γενικοί όροι των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου καθορίζονται από την Υ.Α.

2/20187/0023/2004 (όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε) και, εκτός από το επιτόκιο, είναι ίδιοι με εκείνους που αφορούν στα ομόλογα σταθερού επιτοκίου*, με μόνη διαφορά ότι για τον υπολογισμό του τόκου το έτος θεωρείται ότι περιλαμβάνει τριακόσιες εξήντα (360) ημέρες (ACT/360).

3.2.2.4 Ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου μηδενικού τοκομεριδίου

Το ελληνικό Δημόσιο έχει κατά καιρούς πραγματοποιήσει και εκδόσεις ομολόγων με μηδενικό τοκομερίδιο, ομολόγων, δηλαδή, που αγοράζονται με μεγάλη έκπτωση έναντι της ονομαστικής τους τιμής, ίση με την παρούσα αξία των τόκων που θα απέφεραν αν είχαν τοκομερίδιο. Οι γενικοί όροι που αφορούν στα συγκεκριμένα ομόλογα καθορίζονται με την Υ.Α. 2034027/4531/0023/1994 (όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε) και ταυτίζονται εν πολλοίς με τους όρους που αφορούν στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου**. Ως σημαντικότερη διαφοροποίηση των πρώτων έναντι των τελευταίων, πέραν του επιτοκίου, μπορεί να αναφερθεί η ελάχιστη διάρκειά τους, η οποία είναι το ένα (1) έτος.

* Η υποενότητα 3.2.2.2, ανωτέρω, αφορά στα ομόλογα αυτού του είδους.

** Η υποενότητα 3.2.2.3, ανωτέρω, αφορά στα ομόλογα αυτού του είδους.

3.2.2.5 Ομόλογα ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα ξένου νομίσματος

Τα ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος είναι βραχείας ή μέσης διάρκειας και αποδίδουν τόκο σε νόμισμα διαφορετικό από το ευρώ, ενώ η τιμή τους είναι άμεσα συνυφασμένη με την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και του νομίσματος αυτού. Η έκδοση τέτοιων ομολόγων, ενώ αποτελούσε μια συνήθη πρακτική για το ελληνικό κράτος πριν από την υιοθέτηση του ευρώ από την Ευρωπαϊκή Ένωση, μετά την υιοθέτησή του περιορίστηκε δραστικά¹⁵. Με υπουργικές αποφάσεις του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών (τόσες όσα τα ξένα νομίσματα που χρησιμοποιούνται ως ρήτρες) καθορίζονται ή επανακαθορίζονται οι όροι που αφορούν στα ομόλογα αυτού του είδους (π.χ. η Υ.Α. 2035296/4722/0023/1996, όπως μεταγενέστερα τροποποιήθηκε, που αφορά στους όρους έκδοσης ομολόγων με ρήτρα δολαρίου των Η.Π.Α.).

3.2.3 Εκδόσεις ειδικών ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου¹⁶

3.2.3.1 Γενικά

Πρόκειται για σπανιότερες εκδόσεις ομολόγων, οι οποίες αφορούν σε πρακτικές του ελληνικού Δημοσίου που εφαρμόστηκαν, κυρίως, κατά το παρελθόν (εκτός από

τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα και τα προέσοδα). Τα ομόλογα αυτών των εκδόσεων φέρουν, σε σύγκριση με τις βασικές εκδόσεις ομολόγων, ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, κάποια από τα οποία αφορούν, συνήθως, και στη φορολογική μεταχείριση των επενδυόντων σε αυτά.

3.2.3.2 Αποταμιευτικά ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου

Τα αποταμιευτικά ομόλογα είναι τίτλοι τουλάχιστον διετούς διάρκειας, μη διαπραγματεύσιμοι στη δευτερογενή αγορά, με χαμηλή ονομαστική αξία και επιτόκιο σταθερό ή κυμαινόμενο, καθοριζόμενο από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Η διάθεση των εν λόγω τίτλων, η πληρωμή των τοκομεριδίων τους και η εξόφλησή τους γίνεται, κατά κανόνα, μόνο σε φυσικά πρόσωπα με μόνιμη κατοικία στην Ελλάδα και μόνο από την Τ.τ.Ε. ή εξουσιοδοτημένα από την ίδια πιστωτικά ιδρύματα. Συνήθως, μάλιστα, προβλέπεται ανώτατο όριο επένδυσης για κάθε επενδυτή καθώς και δυνατότητα επιστροφής των ομολόγων από τον ίδιο στον εκδότη (μετά την παρέλευση ενός προβλεπόμενου χρονικού διαστήματος) πριν από τη λήξη τους. Τέλος, οι τόκοι από τα αποταμιευτικά ομόλογα είναι, κατά κανόνα, αφορολόγητοι, με την προϋπόθεση ότι ο ομολογιούχος δεν θα επιστρέψει τις ομολογίες του στον εκδότη (το ελληνικό Δημόσιο) πριν από τη λήξη τους. Στην αντίθετη περίπτωση, οι πρόσοδοι από τους τόκους φορολογούνται βάσει του συντελεστή φορολόγησης που ίσχυε κατά την έκδοση των τίτλων.

3.2.3.3 Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου

Πρόκειται για ομόλογα μέσης ή μακράς διάρκειας, τα οποία προφυλάσσουν τον επενδυτή από τον κίνδυνο πληθωρισμού*. Το επιτόκιο των εν λόγω τίτλων είναι κυμαινόμενο και προσδιορίζεται στην αρχή κάθε περιόδου εκτοκισμού από το άθροισμα του δείκτη πληθωρισμού ή του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή της ζώνης ευρώ (όπως είναι διαμορφωμένος ο δείκτης εκείνη τη στιγμή) και ενός προκαθορισθέντος σταθερού περιθωρίου απόδοσης (spread). Εκτός από το επιτόκιο, αναπροσαρμογή βάσει της πορείας του πληθωρισμού ή του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή της ζώνης ευρώ γίνεται και στην ονομαστική αξία κάθε τιμαριθμοποιημένου ομολόγου. Το έτος 2006 επανεκδόθηκε ένα τιμαριθμοποιημένο (ως προς τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή της ζώνης ευρώ) ομόλογο του ελληνικού Δημοσίου που λήγει το έτος 2025 και έχει ονομαστική αξία λίγο μεγαλύτερη από επτά δισεκατομμύρια ευρώ (7,2 δισ. €).

3.2.3.4 Προμέτοχα ή μετοχοποιήσιμοι τίτλοι του ελληνικού Δημοσίου

Τα προμέτοχα ή μετοχοποιήσιμοι τίτλοι (αρ. 14 του ν. 2642/1998) είναι τίτλοι βραχείας διάρκειας, οι οποίοι, κατά κανόνα, δεν φέρουν τοκομερίδιο και για αυτό πωλούνται με μεγάλη έκπτωση στην πρωτογενή αγορά. Το χαρακτηριστικότερο

* Ο κίνδυνος πληθωρισμού αναλύεται ανωτέρω στην υποενότητα 1.3.5.

γνώρισμά τους είναι ότι δίνουν στους ομολογιούχους δικαίωμα να ανταλλάξουν τους τίτλους αυτούς με μετοχές εταιρειών που ανήκουν στο ελληνικό Δημόσιο καθώς και να συμμετάσχουν προνομιακά στη διαδικασία διάθεσης μετοχών ιδιωτικοποίησης. Όσον αφορά στο φορολογικό καθεστώς, οι πρόσοδοι που αποφέρουν τα προμέτοχα κατ' αρχήν δεν φορολογούνται. Στην περίπτωση, όμως, που οι τίτλοι κατέστησαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά, δεν αντηλλάγησαν με μετοχές και εξοφλήθηκαν στη λήξη τους (πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά και οι τρεις προϋποθέσεις) υφίσταται φορολόγηση βάσει του φορολογικού συντελεστή που ίσχυε κατά την έκδοση των προμετόχων. Στην αντίθετη περίπτωση, οι πρόσοδοι από τους τόκους φορολογούνται βάσει του συντελεστή φορολόγησης που ίσχυε κατά την έκδοση των τίτλων.

Τα βασικότερα είδη προμετόχων που έχουν εκδοθεί στο παρελθόν από το ελληνικό Δημόσιο είναι τα εξής :

§ *Δραχμικά προμέτοχα* : εκδόθηκαν κατά την περίοδο που νόμισμα της Ελλάδας ήταν η δραχμή.

§ *Ευρωμέτοχα* : εκδόθηκαν επίσης κατά την περίοδο που νόμισμα της Ελλάδας ήταν η δραχμή και είχαν διάρκεια μέχρι πέντε (5) έτη. Η ονομαστική τους αξία και οι τόκοι τους ήταν εκφρασμένοι σε ευρώ και είτε έφεραν τοκομερίδιο σταθερού επιτοκίου είτε καθόλου τοκομερίδιο. Κατά τα άλλα είχαν τα γενικά γνωρίσματα των προμετόχων.

§ *Αγροτικά Προμέτοχα* : είχαν τριετή διάρκεια και έδιναν στους κομιστές τους το δικαίωμα να μετατρέψουν τους τίτλους σε μετοχές της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδας με προνομιακούς όρους (έκπτωση 5% επί της τιμής διάθεσης των μετοχών). Κατά τα άλλα είχαν τα γενικά γνωρίσματα των προμετόχων.

3.2.4 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου

Η συντριπτική πλειοψηφία των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου διατίθεται στην *πρωτογενή αγορά* μέσω της διαδικασίας της *δημοπρασίας* ή της *κοινοπραξίας**, όπου η συνδρομή των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς (Β.Δ.Α.)** είναι καθοριστικής σημασίας. Αρκεί να αναφερθεί ότι όλες οι εκδόσεις ή επανεκδόσεις ομολόγων του Δημοσίου που έλαβαν χώρα κατά το έτος 2006 έγιναν με τη μέθοδο της κοινοπραξίας, εκτός από την έκδοση του τριετούς ομολόγου αναφοράς. Το επενδυτικό κοινό που επιθυμεί να επενδύσει σε ομόλογα του Δημοσίου τα αποκτά από τους Β.Δ.Α., δίνοντάς τους την απαιτούμενη προμήθεια.

Η διαπραγμάτευση των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου στη *δευτερογενή αγορά* γίνεται, κατά κανόνα, άνευ τοκομεριδίου (*ex-interest*), οι περίοδοι εκτοκισμού είναι,

* Παρουσίαση των διαδικασιών αυτών γίνεται ανωτέρω στην υποενότητα 3.1.2.2

** Ο ρόλος των Β.Δ.Α. αναλύεται ανωτέρω στην υποενότητα 3.1.6.

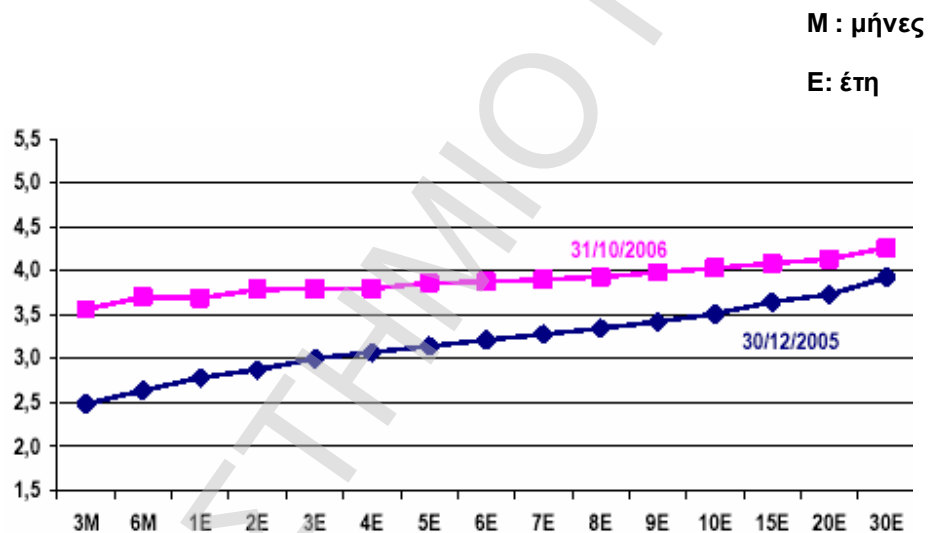
συνήθως, ετήσιες και η τιμή τους διατυπώνεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής τους αξίας. Σε περίπτωση δε έκδοσης άυλων τίτλων, η παρακολούθηση των συναλλαγών επί των ομολόγων γίνεται τόσο από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών όσο και από το Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή*. Η *Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ.)*** αποτελεί τον κλασικό, πλέον, χώρο λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς δανειακών τίτλων του ελληνικού Δημοσίου και ο ρόλος των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς είναι και εδώ καθοριστικής σημασίας. Πέραν της Η.Δ.Α.Τ., η διαπραγμάτευση των κρατικών ομολόγων μπορεί να γίνει και εντός του *Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)*. Στην περίπτωση αυτή η αίτηση εισαγωγής αναφέρεται υποχρεωτικά σε όλους τους τίτλους της ίδιας έκδοσης (αρ. 8 παρ. 3 του ν. 3371/2005) και απευθύνεται στο Χ.Α.Α., το οποίο θα εγκρίνει ή θα απορρίψει την εισαγωγή των ομολόγων στο Χρηματιστήριο (αρ. 2 παρ. 1 του ν. 3371/2005). Η διαπραγμάτευση των εισαχθέντων τίτλων είναι υποχρεωτικά ελεύθερη (αρ. 8 παρ. 1 του ν. 3371/2005), ενώ σε περίπτωση έκδοσης και διάθεσης των ομολόγων με δημόσια εγγραφή, η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. γίνεται μετά τη λήξη της περιόδου υποβολής αιτήσεων εγγραφής από το επενδυτικό κοινό, εκτός εάν πρόκειται για συνεχή έκδοση ομολόγων (αρ. 8 παρ. 2 του ν. 3371/2005). Επιπλέον, το Δημόσιο, εφόσον εισαγάγει τα ομόλογά του στο Χ.Α.Α., υποχρεούται να μεταχειρίζεται ισότιμα όλους τους επενδύοντες στους τίτλους του και να διευκολύνει με κάθε τρόπο την πρόσβασή τους στην πληροφόρηση (αρ. 13 του ν. 3371/2005). Τέλος, τα κρατικά

* Οι υποενότητες 3.1.4 και 3.1.5, ανωτέρω, αφορούν στο Κ.Α.Α. και στο Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ., αντίστοιχα.

** Παρουσίαση της λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ. γίνεται στην υποενότητα 3.1.7 ανωτέρω.

ομόλογα γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης και σε άλλες εκτός χρηματιστηρίου (εξωχρηματιστηριακές) αγορές, όπου, μάλιστα, είναι σύνηθες να σημειώνεται όγκος συναλλαγών πολλαπλάσιος εκείνου της Η.Δ.Α.Τ.

Στο **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4** αντιπαραβάλλουμε την καμπύλη απόδοσης των τίτλων του ελληνικού Δημοσίου (συμπεριλαμβανομένων και των εντόκων γραμματίων) της 31^{ης}/10/2006 με εκείνη της 30^{ης}/12/2005.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4 : ΑΝΤΙΠΑΡΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%) ΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΗΣ 31^{ΗΣ}/10/2006 ΜΕ ΕΚΕΙΝΗ ΤΗΣ 30^{ΗΣ}/12/2005

Πηγή : Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών

3.3 ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

3.3.1 Γενικά

Οι επιχειρηματικές ομολογίες άρχισαν να κάνουν αισθητή την παρουσία τους στην ελληνική κεφαλαιαγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και έκτοτε ο ρόλος τους ενισχύεται συνεχώς, αλλά όχι με έντονους ρυθμούς. Μέσα στο πλαίσιο των προσπαθειών από πλευράς της ελληνικής Πολιτείας να αναπτύξει την αγορά των εν λόγω ομολογιών εντάσσεται και ο ν. 3156/2003, που περιέχει ένα πλέγμα σύγχρονων διατάξεων συμβατών με την οικογένεια δικαίων στην οποία ανήκει το ελληνικό δίκαιο.

3.5.2 Τα είδη επιχειρηματικών ομολογιακών δανείων που προβλέπει ο ν. 3156/2003 και ο τρόπος εξασφάλισής τους

Μέχρι τη θέση σε ισχύ του ν. 3156/2003, η ελληνική νομοθεσία (αρ. 3α – 3γ του κ.ν. 2190/1920) αναγνώριζε ρητά τη δυνατότητα έκδοσης μετατρέψιμων, κερδοφόρων (με συμμετοχή του ομολογιούχου και στα κέρδη της εκδότριας επιχείρησης) και ασφαλισμένων (μέσω σύστασης υποθήκης σε ένα ή περισσότερα ακίνητα της εκδότριας) επιχειρηματικών ομολογιών¹⁷, ενώ βάσει του κανόνα «από

το μείζον στο έλασσον» (a maiore ad minus) συναγόταν η δυνατότητα έκδοσης και κοινών επιχειρηματικών ομολογιών¹⁸.

Με το ν. 3156/2003, όμως, η ευχέρεια των ανώνυμων εταιριών ως προς την επιλογή των χαρακτηριστικών των ομολογιακών δανείων που προτίθενται να συνάψουν, διευρύνθηκε καθοριστικά και δόθηκε προβάδισμα στην ελευθερία της ιδιωτικής βούλησης. Ήδη από την εισηγητική έκθεση του νόμου (στις παρατηρήσεις της επί του άρθρου 1) προκύπτει ότι η απαρίθμηση των τεσσάρων (4) ειδών ομολογιακών δανείων, που ο ίδιος περιέχει, δεν είναι αποκλειστική αλλά ενδεικτική. Τα είδη ομολογιακών δανείων που αναφέρονται στο κείμενο του ν. 3156/2003 είναι τα ακόλουθα :

- i. *Κοινό ομολογιακό δάνειο* : προβλέπεται στο αρ. 6 του ν. 3156/2003 και το μόνο δικαίωμα που δίδει στον ομολογιούχο είναι η απόληψη τόκου.
- ii. *Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες** : προβλέπεται στο αρ. 7 του ν. 3156/2003 και δίδει στους ομολογιούχους τη δυνατότητα να ανταλλάξουν τις ομολογίες τους, πριν τη λήξη τους, με κινητές αξίες που ανήκουν στην εκδότρια ή σε τρίτη εταιρία. Μάλιστα, η εκδότρια ή η τρίτη εταιρία είναι εκ του νόμου (αρ. 7 παρ.2 του ν. 3156/2003) υποχρεωμένη να έχει εξ αρχής στην κυριότητά της τις κινητές αξίες και να φροντίζει για τη διατήρησή τους,

* Στην υποενότητα 1.2.7 ανωτέρω γίνεται αναφορά στα γενικά χαρακτηριστικά αυτών των ομολογιών.

ούτως ώστε να είναι άμεση η ανταλλαγή τους με τις ομολογίες, αν ο ομολογιούχος ασκήσει το αντίστοιχο δικαίωμά του.

- iii. *Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες** : προβλέπεται στο αρ. 8 του ν. 3156/2003, το οποίο παραπέμπει στο αρ. 3α του κ.ν. 2190/1920. Το εν λόγω ομολογιακό δάνειο δίδει στους ομολογιούχους τη δυνατότητα να ανταλλάξουν τις ομολογίες τους, πριν τη λήξη τους, με μετοχές της εκδότριας εταιρίας. Χαρακτηριστικό του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι το γεγονός ότι με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών επέρχεται πάντοτε ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας (αρ. 3α παρ. 4 του κ.ν. 2190/1920, όπως αυτή προστέθηκε με την παρ. 4 του αρ. 15 του ν. 3156/2003).
- iv. *Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη* : προβλέπεται στο αρ. 9 του ν. 3156/2003, το οποίο παραπέμπει στο αρ. 3β του κ.ν. 2190/1920. Με το εν λόγω δάνειο δίδεται στους ομολογιούχους δικαίωμα λήψης, πέραν του τόκου, είτε ορισμένου ποσοστού επί των κερδών που υπολείπονται μετά την απόληψη του πρώτου μερίσματος από τους προνομιούχους και κοινούς μετόχους της εκδότριας εταιρίας είτε άλλης πρόσθετης παροχής εξαρτώμενης από το ύψος της παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εκδότριας (αρ. 3β του κ.ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκε από την παρ. 6 του αρ. 15 του ν. 3156/2003).

* Στην υποενότητα 1.2.7 ανωτέρω γίνεται αναφορά στα γενικά χαρακτηριστικά αυτών των ομολογιών.

Όσον αφορά στην εξασφάλιση των επιχειρηματικών ομολογιών, το αρ. 12 παρ.1 του ν. 3156/2003 προβλέπει τη δυνατότητα ασφάλισης του κεφαλαίου, των τόκων και των διαφόρων εξόδων με κάθε είδους εμπράγματη ασφάλεια ή εγγύηση είτε κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου είτε αργότερα. Άρα, είναι δυνατή η εξασφάλιση των τίτλων με *προσωπική εγγύηση* (σύμφωνα με το αρ. 12 παρ. 2 του ν. 3156/2003), με *σύσταση ενεχύρου επί κινητού πράγματος, δικαιώματος, απαίτησης ή τίτλου* (σύμφωνα με Α.Κ. 1209 επ.), με *εγγραφή υποθήκης σε δικαίωμα κυριότητας ή επικαρπίας ακινήτου* (σύμφωνα με Α.Κ. 1257 επ.), με *προσημείωση υποθήκης* (σύμφωνα με Α.Κ. 1274 επ.), με τις *εμπράγματες ασφάλειες του ν. 2844/2000* (ενέχυρο σε επιχειρηματικές απαιτήσεις ή εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων, κυμαινόμενη ασφάλεια κ.ά.), με *παρακράτηση της κυριότητας του πράγματος*, η αγορά του οποίου χρηματοδοτείται με το δάνειο (κατά αναλογική εφαρμογή της Α.Κ. 532), αλλά και με *εγγραφή υποθήκης επί πλοίων* (σύμφωνα με το ν. 3816/58) ή *αεροσκαφών* (σύμφωνα με το ν. 1815/1988)¹⁹. Αξίζει, μάλιστα, να σημειωθεί ότι κατά την κρατούσα άποψη στη νομική θεωρία και στη νομολογία* ο περιορισμός των Α.Κ. 1269 και Α.Κ. 1289 που επιβάλλουν, η πρώτη, την εγγραφή της υποθήκης μόνο για σαφώς ορισμένη χρηματική ποσότητα και, η δεύτερη, την ασφάλιση (από την υποθήκη) τόκων μέχρι ενός έτους το πολύ, δεν συμβαδίζει με το σκοπό και το πνεύμα του αρ. 12 του ν. 3156/2003. Για αυτό το λόγο και οι περιορισμοί αυτοί δεν ισχύουν, κατά την

* Βλ. π.χ. Α.Π. 898/2005, Α.Π. 2/2005 και Α.Π. 1486/2004 (ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM - ΝΟΜΟΣ).

κρατούσα άποψη, στην περίπτωση της ασφάλισης ομολογιών με εγγραφή υποθήκης²⁰.

Μία, ακόμα, σημαντική παρατήρηση είναι το γεγονός ότι στις εξασφαλισμένες επιχειρηματικές ομολογίες *κάμπτεται η αρχή της αμεσότητας* που χαρακτηρίζει τα δικαιώματα εμπράγματης ασφάλειας (Α.Κ. 973)²¹. Βάσει αυτής της αρχής ο δικαιούχος έχει άμεση εξουσία επί του αντικειμένου της εμπράγματης ασφάλειας (ακίνητο, κινητή αξία κ.ά.), δηλαδή εξουσία που πηγάζει απευθείας από την έννομη σχέση του με το εν λόγω αντικείμενο και ασκείται σύμφωνα με την αποκλειστική του βούληση²². Κάτι τέτοιο, όμως, δεν συμβαίνει στην περίπτωση των εξασφαλισμένων ομολογιών του ν. 3156/2003, όπου οι εμπράγματες ασφάλειες παραχωρούνται στο όνομα του εκπροσώπου των ομολογιούχων (αρ. 12 παρ. 2 του ν. 3156/2003)*, ο οποίος ενεργεί σύμφωνα με τη βούληση της πλειοψηφίας και όχι σύμφωνα με την ατομική βούληση καθενός ομολογιούχου ξεχωριστά.

Τέλος, δεν πρέπει να διαλάθει της προσοχής μας ότι η παρ. 3 του αρ. 12 του ν. 3156/2003 καθιστά ιδιαίτερα γρήγορη και αποτελεσματική τη διαδικασία της αναγκαστικής εκτέλεσης σε περίπτωση υπερημερίας της εκδότριας εταιρίας έναντι των δανειστών της.

* Στην υποενότητα 3.3.3 κατωτέρω αναλύεται ο ρόλος του εκπροσώπου των ομολογιούχων.

3.3.3 Ο ρόλος της ομάδας των ομολογιούχων

Ο ν. 3156/2003 στο αρ. 3 παρ. 1 προβλέπει την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα. Πρόκειται για δυνατότητα, η χρήση της οποίας επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια των ομολογιούχων, εκτός από την περίπτωση έκδοσης άυλων ομολογιών ή ομολογιών που εξασφαλίζονται με εμπράγματα ασφάλειες, όπου η σύσταση της προαναφερθείσας ομάδας είναι υποχρεωτική. Είναι, λοιπόν, προφανές ότι δεδομένης της συναλλακτικής πραγματικότητας στις μέρες μας (έκδοση κατά κανόνα άυλων και εξασφαλισμένων ομολογιών) η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα αποτελεί τον κανόνα. Η ομάδα αυτή δεν έχει νομική προσωπικότητα (αρ. 3 παρ. 1 του ν. 3156/2003), αποτελείται από ισότιμα μέλη (αρ. 3 παρ. 2 του ν. 3156/2003) και διοικεί το ομολογιακό δάνειο και τα συμφυή με αυτό ζητήματα (όπως είναι η συντήρηση των εμπράγματων ασφαλειών) ως σύνολο, με αποτέλεσμα η κρατούσα άποψη στη νομική επιστήμη να δέχεται ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε σύσταση μιας *ιδιαίτερης μορφής κοινωνίας δικαιωμάτων επιβαλλόμενης εκ του νόμου (ex lege)*²³.

Επικεφαλής της ομάδας των ομολογιούχων είναι ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων (αρ. 4 παρ. 1 του ν. 3156/2003), που είναι πιστωτικό ίδρυμα το οποίο πληρεί συγκεκριμένες προϋποθέσεις (αρ. 4 παρ. 2 του ν. 3156/2003). Στις αρμοδιότητες του εκπροσώπου των ομολογιούχων εντάσσονται, μεταξύ άλλων, και τα ακόλουθα :

- Συγκαλεί οποτεδήποτε τη συνέλευση των ομολογιούχων (αρ. 3 παρ. 4 του ν. 3156/2003), η οποία αποτελεί το όργανο μέσω του οποίου εκφράζεται η βούληση της ομάδας των ομολογιούχων
- Εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας εταιρίας και των τρίτων, ενεργώντας πάντα με γνώμονα το συμφέρον των εκπροσωπούμενων (αρ. 4 παρ. 4 του ν. 3156/2003).
- Εκπροσωπεί τους ομολογιούχους δικαστικά και εξώδικα (αρ. 4 παρ. 6 του ν. 3156/2003).
- Καταθέτει άμα τη εισπράξει τους τα κεφάλαια που προορίζονται για την εξόφληση υποχρεώσεων από τα ομολογιακά δάνεια σε χωριστή έντοκη κατάθεση, που τηρείται σε αυτόν ή σε άλλο ημεδαπό πιστωτικό ίδρυμα (αρ. 4 παρ. 7 του ν. 3156/2003).

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο εκπρόσωπος δεσμεύει με τις πράξεις του τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας εταιρίας και των τρίτων (αρ. 4 παρ. 11 του ν. 3156/2003), ακόμα και αν έδρασε καθ' υπέρβαση της εξουσίας του (εκτός αν η εταιρία ή οι τρίτοι γνωρίζουν ότι υφίσταται τέτοια υπέρβαση). Σε κάθε περίπτωση, πάντως, ευθύνεται έναντι των ομολογιούχων, κατά τους όρους του δανείου, για κάθε πταίσμα (αρ. 4 παρ. 9 του ν. 3156/2003).

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με την κρατούσα άποψη στη νομική επιστήμη, ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν είναι αντιπρόσωπος κάθε ομολογιούχου ξεχωριστά κατά την έννοια της Α.Κ. 211. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι ο εκπρόσωπος δεν υπόκειται στην ατομική βούληση, αλλά στη βούληση της πλειοψηφίας και αντιτάσσεται στην πρώτη, εάν αυτή δεν είναι σύμφωνη με τη δεύτερη. Εξάλλου, στη φύση του ρόλου του εκπροσώπου οφείλεται και το φαινόμενο της κάμψης της αμεσότητας των εμπράγματων δικαιωμάτων, το οποίο παρατηρείται στις εξασφαλισμένες επιχειρηματικές ομολογίες*.

3.3.4 Η πρωτογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών

Οι επιχειρηματικές ομολογίες εκδίδονται μόνο από ανώνυμες εταιρίες που εδρεύουν στην Ελλάδα (αρ. 1 παρ. 1 του ν. 3156/2003). Μάλιστα, αξίζει να αναφερθεί ότι στη ρύθμιση του ν. 3156/2003 υπάγονται και οι περιπτώσεις ομολογιακών δανείων που έχουν υπογραφεί στο εξωτερικό και ορίζουν ως δανειστές αλλοδαπά νομικά πρόσωπα, αρκεί ο εκδότης να είναι ανώνυμη εταιρία με έδρα στην Ελλάδα**. Οι εν λόγω ομολογίες μπορούν να είναι ενσώματες ή άυλες (επιχείρημα που προκύπτει από την ανάγνωση των παρ. 5 και 6 του αρ. 1 του ν. 3156/2003), αλλά στην τελευταία περίπτωση θα είναι καταχωρημένες στο

* Στην υποενότητα 3.3.2 ανωτέρω αναλύεται το εν λόγω φαινόμενο.

** Βλ. ΓΝΜΔ ΝΣΚ 514/2006 (ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM - ΝΟΜΟΣ).

Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ή στο Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή* (αρ. 1 παρ. 6 του ν. 3156/2003). Επιπλέον, οι επιχειρηματικές ομολογίες δύνανται να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες (εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις στο αρ. 1), εκτός από την περίπτωση του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου (αναλύεται κατωτέρω στην υποενότητα αυτή).

Η έκδοση και η διάθεση των επιχειρηματικών ομολογιών μπορεί να γίνει είτε με *ιδιωτική τοποθέτηση* είτε με *δημόσια εγγραφή*** . Στην τελευταία περίπτωση ο νομοθέτης επιβάλλει στην εκδότρια ανώνυμη εταιρία την ύπαρξη μετοχικού κεφαλαίου τουλάχιστον ενάμισι εκατομμυρίου ευρώ (1.500.000 €) ολοσχερώς καταβεβλημένου (αρ. 8α παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920, όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 8 του αρ.15 του ν. 3156/2003), τη λήψη σχετικής άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μετά από αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκδότριας (αρ. 8α παρ. 4 και παρ. 7 του κ.ν. 2190/1920, όπως η πρώτη αντικαταστάθηκε και η δεύτερη προστέθηκε με τις παρ. 10 και 13, αντίστοιχα, του αρ. 15 του ν. 3156/2003) και την εισαγωγή των τίτλων σε χρηματιστήριο εντός αποκλειστικής προθεσμίας ενός (1) έτους (αρ. 8α παρ. 6 του κ.ν. 2190/1920, όπως αυτή προστέθηκε με την παρ. 12 του αρ. 15 του ν. 3156/2003). Επιπλέον, στην περίπτωση της δημόσιας εγγραφής η ελληνική νομοθεσία επιβάλλει στην εκδότρια τη διάθεση των ομολογιών προς το κοινό μόνο μέσω αναδόχου (αρ. 8α παρ. 3 του

* Οι υποενότητες 3.1.4 και 3.1.5 ανωτέρω αφορούν στο Κ.Α.Α. και στο Σ.Π.Σ.Τ.Λ.Μ. αντίστοιχα.

** Οι υποενότητες 3.1.2.2 και 3.1.2.3 ανωτέρω αφορούν στη δημόσια προσφορά και στην ιδιωτική τοποθέτηση, αντίστοιχα.

κ.ν. 2190/1920, όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 9 του αρ. 15 του ν. 3156/2003), ο οποίος συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο, που υποχρεωτικά, εκτός από κάποιες εξαιρέσεις (τέτοιες εξαιρέσεις περιέχει το αρ. 3 παρ. 2 και το αρ. 4 του ν. 3401/2005), εκδίδεται από την εταιρία (αρ. 3 παρ. 4 του ν. 3401/2005). Το εν λόγω δελτίο περιέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες, προκειμένου ο επενδυτής να μπορέσει να αξιολογήσει την τρέχουσα οικονομική κατάσταση και τις προοπτικές της εκδότριας εταιρίας (αρ. 5 παρ. 1 του ν. 3401/2005), ενώ η δημοσίευσή του γίνεται μέσω του έντυπου τύπου και του διαδικτύου (αρ. 14 παρ. 2 του ν. 3401/2005) και μόνον εφόσον εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (αρ. 13 παρ. 1 του ν. 3401/2005). Αξίζει, μάλιστα, να αναφερθεί, ότι ο εκδότης, οι ανάδοχοι καθώς και κάθε άλλο πρόσωπο που πιστοποιεί ενυπογράφως την εγκυρότητα συγκεκριμένων πληροφοριών που περιέχει το ενημερωτικό δελτίο, υπέχουν αστική ευθύνη για κάθε θετική ζημία που θα υποστούν οι επενδυτές, λόγω πλημμελούς σύνταξης του δελτίου (αρ. 25 και αρ. 6 του ν. 3401/2005).

Βάσει του ν. 3156/2003 αρμόδιο όργανο για τη λήψη της απόφασης έκδοσης ομολογιακού δανείου είναι κατ' αρχήν η γενική συνέλευση και κατ' εξαίρεση το διοικητικό συμβούλιο της ανώνυμης εταιρίας (αρ. 1 παρ. 2 του ν. 3156/2003). Μάλιστα, το εκάστοτε αρμόδιο όργανο αποφασίζει και επί όλων των λεπτομερειών της έκδοσης, όπως είναι το είδος του ομολογιακού δανείου και ο τρόπος έκδοσης και διάθεσης των ομολογιών (αρ. 1 παρ. 3 του ν. 3156/2003), ενώ της έκδοσης των ομολογιών προηγείται η έκδοση προγράμματος, που περιέχει τους όρους του δανείου (αρ. 1 παρ. 4 του ν. 3156/2003) και αποτελεί παράρτημα του

ενημερωτικού δελτίου (αρ. 13 παρ. 3 του ν. 3156/2003). Σχετικά με τα είδη ομολογιακών δανείων που αναφέρει ενδεικτικά ο ν. 3156/2003, ο ίδιος περιέχει, μεταξύ άλλων, και τις εξής ρυθμίσεις :

- *Κοινό ομολογιακό δάνειο* : δεν υπόκειται σε περιορισμό ποσού, εκτός αν το καταστατικό της εκδότριας εταιρίας ορίζει αλλιώς (αρ. 6 του ν. 3156/2003). Την απόφαση για την έκδοση του συγκεκριμένου δανείου τη λαμβάνει κατ' αρχήν η γενική συνέλευση και κατ' εξαίρεση το διοικητικό συμβούλιο της εκδότριας εταιρείας είτε μετά από μεταβίβαση της σχετικής αρμοδιότητας από τη γενική συνέλευση είτε με απευθείας ανάθεση της αρμοδιότητας αυτής από το καταστατικό (αρ. 1 παρ. 2 του ν. 3156/2003).
- *Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες* : δεν υπόκειται σε περιορισμό ποσού, εκτός αν το καταστατικό της εκδότριας εταιρίας ορίζει αλλιώς (αρ. 7 παρ. 1 του ν. 3156/2003). Η απόφαση έκδοσης του συγκεκριμένου είδους ομολογιακού δανείου λαμβάνεται από τα όργανα της εκδότριας εταιρείας που είναι αρμόδια και για τη λήψη της απόφασης έκδοσης του κοινού ομολογιακού δανείου (αρ. 1 παρ. 2 του ν. 3156/2003). Σε περίπτωση που οι κινητές αξίες είναι εκ του νόμου υποχρεωτικά ονομαστικές, τότε θα είναι ονομαστικές και οι ανταλλάξιμες ομολογίες (αρ. 7 παρ.3 του ν. 3156/2003)
- *Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες* : η έκδοση ενός τέτοιου δανείου αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση της εταιρίας με αυξημένη

απαρτία και πλειοψηφία (αρ. 3α παρ.1 και αρ. 29 παρ. 3 του κ.ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκαν με τις παρ. 1 και 19, αντίστοιχα, του αρ. 15 του ν. 3156/2003, καθώς και αρ. 31 παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920) ή από το διοικητικό συμβούλιο είτε μετά από μεταβίβαση της σχετικής αρμοδιότητας από τη γενική συνέλευση είτε με απευθείας ανάθεση της αρμοδιότητας αυτής από το καταστατικό (αρ. 3α παρ.1 του κ.ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκε με την παρ. 1 του αρ. 15 του ν. 3156/2003 και αρ. 13 παρ. 1 περ. (α) και (β) του κ.ν. 2190/1920, όπως αυτές τροποποιήθηκαν με τις παρ. 14 και 15, αντίστοιχα, του αρ. 15 του ν. 3156/2003). Σε κάθε περίπτωση, η τελική τιμή και ο λόγος μετατροπής ορίζονται αποκλειστικά από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας πριν από την έκδοση του δανείου, ενώ απαγορεύεται η χορήγηση μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερης της τιμής έκδοσης των μετατρεπόμενων ομολογιών (αρ. 3α παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκε με την παρ. 2 του αρ. 15 του ν. 3156/2003).

- *Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη* : η απόφαση έκδοσης του εν λόγω ομολογιακού δανείου ανήκει αποκλειστικά στη γενική συνέλευση και λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία (αρ. 3β και 29 παρ. 3 του κ.ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκαν από τις παρ. 6 και 19, αντίστοιχα, του αρ. 15 του ν. 3156/2003, καθώς και αρ. 31 παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920).

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί πως το Νομικό Συμβούλιο του Κράτους έχει κρίνει ότι η έκδοση μίας και μόνο ομολογίας για το σύνολο του δανείου ή η εξαρχής διάθεση του συνόλου των ομολογιών σε έναν δανειστή (όχι, όμως, και η εκ των υστέρων συγκέντρωση των τίτλων σε αυτόν) αποτελούν ενέργειες που δεν συνάδουν με τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου του ν. 3156/2003*.

3.3.5 Η δευτερογενής αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών

Από τη γραμματική διατύπωση του αρ. 1 παρ. 1 του ν. 3156/2003 συνάγεται ότι η δευτερογενής διαπραγμάτευση των επιχειρηματικών ομολογιών είναι προαιρετική, εκτός, βέβαια, από την περίπτωση που η εκδότρια εταιρία καταφεύγει σε δημόσια εγγραφή για να διαθέσει τις ομολογίες της στο επενδυτικό κοινό, οπότε και η εισαγωγή των τίτλων σε χρηματιστήριο είναι υποχρεωτική και πρέπει να γίνει εντός ενός (1) έτους (αρ. 8α παρ. 6 του κ.ν. 2190/1920, όπως αυτή προστέθηκε με την παρ. 12 του αρ. 15 του ν. 3156/2003). Αυτό που επίσης συνάγεται από τη διατύπωση του εν λόγω άρθρου είναι ότι η διαπραγμάτευση των επιχειρηματικών ομολογιών, υποχρεωτική ή μη, μπορεί να λάβει χώρα τόσο σε μη οργανωμένες όσο και σε οργανωμένες αγορές (μεταξύ των οποίων και η *Η.Δ.Α.Τ.***) συνδεδεμένες με το Σύστημα Άυλων Τίτλων (*Σ.Α.Τ.****).

* Βλ. ΓΝΜΔ ΝΣΚ 514/2006 (ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM - ΝΟΜΟΣ).

** Στην υποενότητα 3.1.7 ανωτέρω γίνεται παρουσίαση της λειτουργίας της *Η.Δ.Α.Τ.*

*** Στην υποενότητα 3.1.4 ανωτέρω γίνεται παρουσίαση της λειτουργίας του *Σ.Α.Τ.*

Η *εξωχρηματιστηριακή αγορά επιχειρηματικών ομολογιών*, αποτελεί το σύνολο των μη οργανωμένων δευτερογενών αγορών, στις οποίες εισάγονται, συνήθως, δανειακοί τίτλοι ανωνύμων εταιριών, που έχουν εκδοθεί και διατεθεί βάσει της διαδικασίας της ιδιωτικής τοποθέτησης. Η εν λόγω αγορά αποτελεί χώρο διενέργειας συναλλαγών μεγάλου ύψους και είναι απρόσιτη για τους μη μετέχοντες στις διαπραγματεύσεις των τίτλων.

Όσον αφορά στις οργανωμένες δευτερογενείς αγορές, θα πρέπει, κατ' αρχάς, να σημειωθεί ότι η εισαγωγή των επιχειρηματικών ομολογιών σε αυτές προς διαπραγμάτευση προϋποθέτει την έκδοση ενημερωτικού δελτίου (αρ. 3 παρ. 4 του ν. 3401/2005), παράρτημα του οποίου αποτελεί το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου (αρ. 13 παρ. 3 του ν. 3156/2003). Η έκδοση του εν λόγω δελτίου ρυθμίζεται από τις ίδιες διατάξεις που διέπουν την έκδοση ενημερωτικού δελτίου, στην περίπτωση που η εκδότρια εταιρία προσφύγει σε δημόσια εγγραφή*. Από τη στιγμή, μάλιστα, που οι επιχειρηματικές ομολογίες θα εισαχθούν σε μια οργανωμένη αγορά, ο νομοθέτης επιβάλλει στον εκδότη, πέραν της έκδοσης ενημερωτικού δελτίου, την ετήσια πληροφόρηση των επενδυτών με δημοσίευση τουλάχιστον ενός πληροφοριακού εγγράφου (αρ. 10 παρ. 1 του ν. 3401/2005).

Το *Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών* (ως Κύρια, Παράλληλη ή Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) αποτελεί την κλασική οργανωμένη αγορά διαπραγμάτευσης των

* Στην υποενότητα 3.3.4 ανωτέρω περιγράφεται το εν λόγω νομικό πλαίσιο.

επιχειρηματικών ομολογιών. Η τρέχουσα αξία των εν λόγω τίτλων απεικονίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής τους αξίας και δεν περιλαμβάνει το δεδουλευμένο τόκο (διαπραγμάτευση $ex - interest$), ενώ, λόγω του αυξημένου πιστωτικού κινδύνου, οι εν λόγω τίτλοι έχουν μεγαλύτερη απόδοση έναντι των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου αντίστοιχης διάρκειας. Σύμφωνα με την Απόφ.Ε.Κεφ. 1/302/2004, η καθαρή λογιστική περιουσία μιας ανώνυμης εταιρίας που καταθέτει αίτηση εισαγωγής των ομολογιών της στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. πρέπει να είναι (βάσει του τελευταίου πριν την έκδοση του δανείου ισολογισμού της) τουλάχιστον ίση με τρία εκατομμύρια ευρώ (3.000.000 €), ενώ το ομολογιακό δάνειο δεν μπορεί να είναι ονομαστικής αξίας μικρότερης των διακοσίων χιλιάδων ευρώ (200.000 €). Για την εισαγωγή των εν λόγω τίτλων στο Χ.Α.Α. αποφαινεται το Χρηματιστήριο, ύστερα από έλεγχο του σχετικού ενημερωτικού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (αρ. 2 του ν. 3371/2005), ενώ η αίτηση εισαγωγής πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες ίδιας εκδόσεως (αρ. 6 παρ. 5 του ν. 3371/2005). Σε περίπτωση έκδοσης και διάθεσης των δανειακών τίτλων με δημόσια εγγραφή, η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. γίνεται μετά τη λήξη της περιόδου υποβολής αιτήσεων εγγραφής από το επενδυτικό κοινό, εκτός από την περίπτωση συνεχούς εκδόσεως ομολογιών (αρ. 6 παρ. 4 του ν. 3371/2005), ενώ σε περίπτωση μετατρέψιμων, ανταλλάξιμων ή ομολογιών που φέρουν παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών*, η εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. προϋποθέτει την προηγούμενη ή ταυτόχρονη εισαγωγή των κινητών αξιών

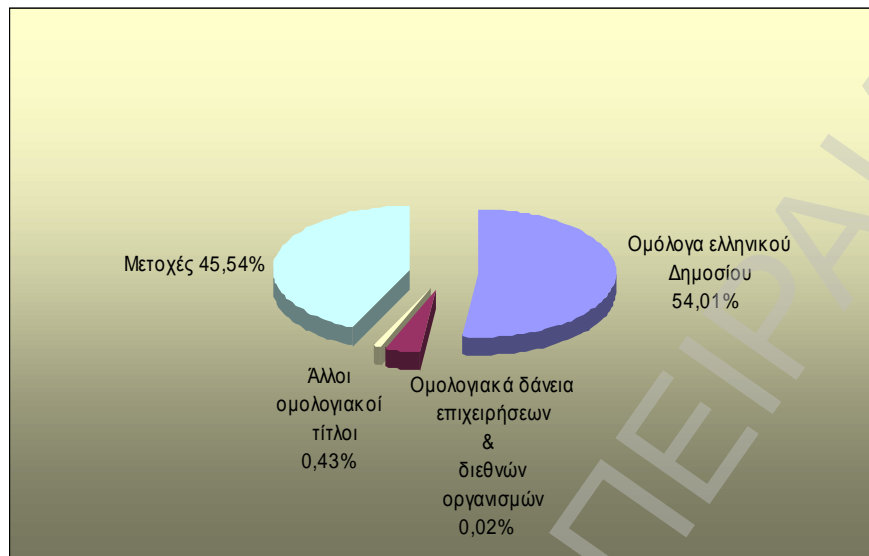
* Ανωτέρω, στην υποενότητα 1.2.5 περιγράφονται τα χαρακτηριστικά των ομολογιών με πιστοποιηκό αγοράς μετοχών, ενώ στην υποενότητα 1.2.7 εκείνα των ανταλλάξιμων και των μετατρέψιμων ομολογιών.

(μετοχών κ.τ.λ.) σε οργανωμένη αγορά (αρ. 6 παρ. 7 του ν. 3371/2005). Οφείλουμε, επίσης, να σημειώσουμε ότι η ελληνική νομοθεσία επιβάλλει στην εκδότρια εταιρία που έχει εισαγάγει τις ομολογίες της στο Χρηματιστήριο, την ισότιμη μεταχείριση όλων των επενδυτών και τη διευκόλυνση της πρόσβασής τους στην πληροφόρηση και την ενημέρωση, θέτοντας, μεταξύ άλλων, στη διάθεσή τους τις οικονομικές της καταστάσεις (αρ. 12 του ν. 3371/2005). Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5** περιέχει πληροφορίες σχετικά με τα επιχειρηματικά ομολογιακά δάνεια που ήταν εισηγμένα στο Χ.Α.Α. τον Φεβρουάριο του 2007, ενώ το **ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5** παρουσιάζει τη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρηματικών και των άλλων εισηγμένων στο Χ.Α.Α. ομολογιακών τίτλων, ως ποσοστό επί της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων αξιών κατά τον προαναφερθέντα μήνα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5 : ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΠΟΥ ΗΤΑΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΑ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΟΝ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2007

| ΕΚΔΟΤΡΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΕΙΔΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ) | ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΗΓ/ΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ | ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΑΘΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ ΣΕ € | ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΚΑΘΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ | ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΛΗΞΕΩΣ ΤΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ | ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΣΕ ΕΤΗ | ΤΡΕΧΟΝ ΕΠΙΤΟΚΙΟ (%) |
|--|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------|---------------------|
| ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΜΕΤ/ΨΙΜΟ ΚΥΜ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 270.380 | 3,2 | 128 | 21/1/2013 | 10 | 5,47 |
| ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΜΕΤ/ΨΙΜΟ ΚΥΜ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 31.900 | 3,2 | 264,25 | 21/1/2013 | 10 | 5,47 |
| ΕΔΡΑΣΗ – Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. (ΜΕΤ/ΨΙΜΟ ΣΤΑΘ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 3.300 | 10.000 | 100,9 | 29/6/2008 | 4 | 3,75 |
| F.G. EUROPE Α.Ε. (ΜΕΤ/ΨΙΜΟ ΣΤΑΘ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 102.915 | 100 | 109 | 3/8/2007 | 3 | 3,8 |
| ΓΗΛ Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟΙΝΟ ΚΥΜ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 513 | 20.000 | 92,86 | 14/11/2008 | 5 | 3,5 |
| ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε. (ΜΕΤ/ΨΙΜΟ ΚΥΜ. ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ) | 1.100 | 10.000 | 100 | 4/8/2010 | 4 | 5,53 |

Πηγή : Μηνιαίο στατιστικό δελτίο του Χ.Α.Α., Φεβρουάριος 2007



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5 : Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΤΟΝ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2007

Πηγή : Μηνιαίο στατιστικό δελτίο του Χ.Α.Α., Φεβρουάριος 2007

Είναι φανερό από το ανωτέρω διάγραμμα ότι οι επιχειρηματικές ομολογίες εκπροσωπούν ένα πολύ μικρό τμήμα της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει και από τον υπολογισμό του ποσοστού επί της συνολικής αξίας συναλλαγών εντός του Χ.Α.Α. που εκπροσωπεί η αξία συναλλαγών επί εισηγμένων επιχειρηματικών ομολογιών (τον Φεβρουάριο του 2007 ήταν επίσης περίπου ίσο με 0,02 %).

Αξίζει, τέλος, να αναφερθεί ότι το αρ. 2 του ν. 3156/03, (που στην παρ. 1 ορίζει ρητά ότι οι επιχειρηματικές ομολογίες μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός αν η

σύμβαση του δανείου προβλέπει κάτι διαφορετικό) αναγνωρίζει στην εκδότρια εταιρεία το δικαίωμα να αποκτήσει ίδιες ομολογίες, χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό και να τις επαναδιαθέσει στην αγορά ή να τις ακυρώσει, μειώνοντας, έτσι, τις εκ του δανείου υποχρεώσεις της, ενώ το ίδιο άρθρο εξαρτά την άσκηση (από την εταιρία) του τυχόν υπάρχοντος δικαιώματος ανταλλαγής ή μετατροπής από το κατά πόσο αυτή συνάδει με την εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία περί απόκτησης ιδίων μετοχών.

3.4 ΕΙΔΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

3.4.1 Τα δημοτικά ομόλογα

3.4.1.1 Γενικά

Όταν οι μετέχοντες στην ελληνική κεφαλαιαγορά κάνουν λόγο για δημοτικά ομόλογα, τότε αναφέρονται στους ομολογιακούς τίτλους που εκδίδονται από Ο.Τ.Α. πρώτης βαθμίδας (Δήμους και Κοινότητες) και δεύτερης βαθμίδας (Νομαρχιακές Αυτοδιοικήσεις)²⁴. Η ελληνική νομοθεσία δίδει τη δυνατότητα στα εν λόγω νομικά πρόσωπα να προβούν στην έκδοση ομολογιακών δανείων με στόχο την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών που δημιουργεί η άσκηση των

ανατεθειμένων σε αυτά αρμοδιοτήτων. Παρά ταύτα, η έως τώρα χρήση αυτής της δυνατότητας από τους Ο.Τ.Α. έχει υπάρξει αρκετά φειδωλή, με αποτέλεσμα να μην είμαστε σε θέση να κάνουμε λόγο για ουσιαστική αγορά δημοτικών ομολόγων στην Ελλάδα.

3.4.1.2 Η πρωτογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που εκδίδουν οι Ο.Τ.Α.

Όσον αφορά στους *Ο.Τ.Α. πρώτης βαθμίδας (Δήμοι και Κοινότητες)*, η παρ. 8 του αρ. 176 του ν. 3463/2006 ορίζει ότι οι Δήμοι μπορούν να εκδίδουν ομολογιακά δάνεια για την πραγματοποίηση των σκοπών της αρμοδιότητάς τους, ύστερα από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ είναι χαρακτηριστικό ότι δεν προβλέπεται ανάλογη δυνατότητα για τις Κοινότητες. Επιπλέον, η ίδια παράγραφος του εν λόγω άρθρου προβλέπει ότι η σχετική απόφαση λαμβάνεται από το δημοτικό συμβούλιο με αυξημένη πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) των μελών του, ενώ με απόφαση του Υπουργού Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης και του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών καθορίζονται οι ειδικότερες προϋποθέσεις, οι όροι και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια (π.χ. διαδικασία έκδοσης) που σχετίζεται με το ομολογιακό δάνειο. Ο μοναδικός, μέχρι σήμερα, Δήμος που έχει εκδώσει ομολογιακό δάνειο είναι ο Δήμος Αμαρουσίου, ο οποίος στις αρχές της νέας χιλιετίας προέβη στην έκδοση ενός τέτοιου δανείου, αποσκοπώντας στη χρηματοδότηση των επενδυτικών του προγραμμάτων.

Η δυνατότητα έκδοσης ομολογιακών δανείων αφορά και στους Ο.Τ.Α. δεύτερης βαθμίδας (Νομαρχιακές Αυτοδιοικήσεις), οι οποίοι μπορούν να προβαίνουν στην έκδοση τέτοιων δανείων ύστερα από την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (αρ. 25 παρ. 1 του ν. 2218/1994). Η σχετική απόφαση λαμβάνεται από το νομαρχιακό συμβούλιο που, μεταξύ άλλων, καθορίζει το ύψος του ομολογιακού δανείου, τον σκοπό και τους όρους του (αρ. 25 παρ. 2 του ν. 2218/1994), ενώ απαγορεύεται η χρησιμοποίηση του δανείου για σκοπό διαφορετικό από εκείνον για τον οποίο συνήφθη (αρ. 25 παρ. 3 του ν. 2218/1994). Μάλιστα, υπάρχει η δυνατότητα παροχής εγγυήσεων από πλευράς ελληνικού Δημοσίου υπέρ του εκδότη του ομολογιακού δανείου (αρ. 25 παρ. 6 του ν. 2218/1994). Τέλος, ανάλογα ισχύουν και για τα ομολογιακά δάνεια τα οποία εκδίδονται από ιδρύματα ή και άλλα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, που συνιστώνται από τις Νομαρχιακές Αυτοδιοικήσεις (αρ. 25 παρ. 7 του ν. 2218/1994).

3.4.1.3 Η δευτερογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που εκδίδουν οι Ο.Τ.Α.

Οι ομολογιακοί τίτλοι που εκδίδονται από Ο.Τ.Α. πρώτης και δεύτερης βαθμίδας μπορούν να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση και σε οργανωμένη (Χ.Α.Α.) και σε μη οργανωμένη δευτερογενή αγορά (εξωχρηματιστηριακή αγορά). Μάλιστα, όσον αφορά στην πρώτη, η έκδοση ενημερωτικού δελτίου δεν αποτελεί προαπαιτούμενο της εισαγωγής των τίτλων σε αυτήν (αρ. 1, παρ. 3 περ. β' του ν. 3401/2005), εν

αντιθέσει με ό,τι κατά κανόνα ισχύει σε ανάλογες περιπτώσεις. Παρά ταύτα, ο αιτούμενος την εισαγωγή των ομολογιακών τίτλων σε μια οργανωμένη δευτερογενή αγορά έχει τη δυνατότητα να εκδώσει ένα τέτοιο δελτίο, αν το επιθυμεί (αρ. 1, παρ. 4 περ. β' του ν. 3401/2005). Σε περίπτωση εισαγωγής των ομολογιακών τίτλων των Ο.Τ.Α. στο Χρηματιστήριο ισχύουν όσα ακριβώς ισχύουν και για τα υπό εισαγωγή ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου*

3.4.2 Τα τραπεζικά ομόλογα

3.4.2.1 Γενικά

Τα τραπεζικά ομόλογα αποτελούν δανειακούς τίτλους που εκδίδονται από τράπεζες ως μία εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων και το βασικότερο χαρακτηριστικό που τα διακρίνει από τις επιχειρηματικές ομολογίες είναι ότι απολαύουν ευνοϊκότερου νομοθετικού καθεστώτος. Πρόκειται για τίτλους μεσοπρόθεσμης, συνήθως, διάρκειας, με δυνατότητα ανανέωσής τους και κεφαλαιοποίησης των δεδουλευμένων τόκων της προηγούμενης περιόδου²⁵. Επιπλέον, τα τραπεζικά ομόλογα ακολουθούν, συχνά, τη διαδικασία της τοκοχρεωλυτικής απόσβεσης, δηλαδή της κατά τακτά χρονικά διαστήματα

* Στην υποενότητα 3.2.4, ανωτέρω, περιγράφεται το νομικό πλαίσιο που διέπει τη σχετική διαδικασία.

απόδοσης στους επενδυτές ενός σταθερού ποσού, αποτελούμενου από τους δεδουλευμένους τόκους και από τμήμα της ονομαστικής τους αξίας²⁶.

Το αρ. 3 παρ. 1 του ν.δ. 128/1975 προβλέπει στο δεύτερο εδάφιο του τη δυνατότητα έκδοσης τραπεζικών ομολόγων σε ξένο νόμισμα ή με ρήτρα ξένου νομίσματος, ενώ το τρίτο εδάφιο του (όπως αυτό προστέθηκε με το αρ. 1 του ν. 1046/1980) νομιμοποίησε την τότε αρμόδια Νομισματική Επιτροπή και νυν αρμόδια Τ.Τ.Ε. (αρ. 1 του ν. 1266/1982) να χαρακτηρίζει ως τραπεζικά ομόλογα, οιοσδήποτε ομολογιακούς τίτλους που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα και έχουν διάρκεια έως πέντε (5) έτη, ούτως ώστε οι εν λόγω τίτλοι να υπαχθούν σε ευνοϊκότερο νομοθετικό καθεστώς.

Αξίζει, τέλος, να γίνει αναφορά σε δύο αρκετά εξειδικευμένα και σπάνια είδη τραπεζικών ομολόγων, στις κτηματικές (ν. 3221/1924) και στις ναυτιλιακές ομολογίες (ν. 1321/1972). Οι πρώτες εκδίδονται από κτηματικές τράπεζες, έχουν τουλάχιστον διετή διάρκεια και ασφαρίζονται με προνόμιο υπέρ των ομολογιούχων επί αξιώσεων της εκδότριας τράπεζας από ενυπόθηκα δάνεια²⁷. Οι δεύτερες εκδίδονται από ναυτιλιακές τράπεζες και ασφαρίζονται με ενέχυρο επί των απαιτήσεων από τις ναυτικές υποθήκες που ασφαλίζουν τα δάνεια που χορηγούν οι εν λόγω τράπεζες²⁸.

3.4.2.2 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τραπεζικών ομολόγων

Βάσει της Π.Δ.Τ.Ε. 1182/1987, τα τραπεζικά ομόλογα εκδίδονται από τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν εξουσιοδοτηθεί με αποφάσεις των αρμοδίων νομισματικών αρχών και δεν μπορούν να έχουν διάρκεια μικρότερη του ενός (1) έτους. Ως προς τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά του δανείου (διαδικασία έκδοσης, επιτόκιο, όροι εξόφλησης κ.τ.λ.) δόθηκε απόλυτη ελευθερία στον εκδότη, ενώ με την Π.Δ.Τ.Ε. 1902/1991 καταργήθηκε και το έως τότε ισχύον ανώτατο όριο έκδοσης τραπεζικών ομολόγων, που είχε επιβληθεί από την Τ.τ.Ε. Μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν, κατά καιρούς, εκδώσει τραπεζικά ομόλογα συγκαταλέγεται η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης (Ε.Τ.Β.Α.), η Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Ανάπτυξης καθώς και η Εθνική Κτηματική Τράπεζα Ελλάδος (Ε.Κ.Τ.Ε.).

Όσον αφορά στη *δευτερογενή αγορά των τραπεζικών ομολόγων*, η λειτουργία της μπορεί να λάβει χώρα και σε *οργανωμένες* και σε *μη οργανωμένες αγορές*. Μάλιστα, η εισαγωγή στην οργανωμένη δευτερογενή αγορά, κατά κανόνα, δεν προϋποθέτει την έκδοση ενημερωτικού δελτίου (όπως συνάγεται από την ανάγνωση του αρ. 1 παρ. 3 του ν. 3401/2005). Στην περίπτωση της εισαγωγής των εν λόγω ομολογιακών τίτλων στο Χ.Α.Α., ισχύουν εν πολλοίς όσα ισχύουν και για

τις υπό εισαγωγή επιχειρηματικές ομολογίες*. Η τρέχουσα αξία των εν λόγω τίτλων απεικονίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής τους αξίας, ενώ ύστερα από κάθε ανανέωση της διάρκειάς τους, κατά κανόνα, κεφαλαιοποιείται ο δεδουλευμένος τόκος της προηγούμενης περιόδου. Λόγω του χαμηλού πιστωτικού κινδύνου η απόδοση των τραπεζικών ομολόγων είναι μικρότερη από εκείνη των επιχειρηματικών ομολογιών και ελαφρώς μεγαλύτερη από εκείνη των τίτλων του Δημοσίου με αντίστοιχη διάρκεια. Αξίζει, τέλος, να σημειωθεί ότι το αρ. 3 παρ. 2 του ν.δ. 128/1975 προβλέπει τη δυνατότητα ελεύθερης εισαγωγής στην Ελλάδα και εξαγωγής από αυτήν των τραπεζικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ξένο νόμισμα ή με ρήτρα ξένου νομίσματος, αρκεί οι εν λόγω τίτλοι να είναι ονομαστικοί.

Ο **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6** αφορά σε εισηγμένα στο Χ.Α.Α. τραπεζικά ομόλογα και περιλαμβάνει τις πέντε (5) πιο πρόσφατες εκδόσεις. Εκδότρια τράπεζα και στις πέντε (5) εκδόσεις είναι η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης, η οποία κατά την τρέχουσα περίοδο (Μάρτιος του 2007) αποτελεί και τον μοναδικό εκδότη εισηγμένων στο Χ.Α.Α. τραπεζικών ομολόγων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6 : ΟΙ ΠΕΝΤΕ (5) ΠΙΟ ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

| ΕΚΔΟΤΡΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ | ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΗΓ/ΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ | ΟΝΟΜ. ΑΞΙΑ ΚΑΘΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ ΣΕ € | ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΚΑΘΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ | ΗΜΕΡ/ΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ | ΕΤΗΣΙΕΣ ΑΝΑΝΕΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΓΙΝΕΙ | ΤΡΕΧΟΝ ΕΠΙΤΟΚΙΟ (%) |
|------------------|-----------------------------|--------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------------|---------------------|
| Ε.Τ.Β.Α. | 330.960 | 104,91 | 100 | 30/11/2004 | 3 | 3,29 |
| Ε.Τ.Β.Α. | 520.910 | 105,05 | 100 | 31/12/2004 | 3 | 3,47 |
| Ε.Τ.Β.Α. | 342.560 | 105 | 100 | 31/01/2005 | 3 | 2,52 |
| Ε.Τ.Β.Α. | 497.710 | 105 | 100 | 28/02/2005 | 3 | 3,65 |
| Ε.Τ.Β.Α. | 306.030 | 102,38 | 100 | 31/03/2005 | 2 | 2,70 |

Πηγή : Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. της 28^{ης}/3/2007

* Στην υποενότητα 3.3.5, ανωτέρω, γίνεται αναφορά στο νομικό πλαίσιο που διέπει τη σχετική διαδικασία.

3.5 Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

3.5.1 Γενικά

Κάνοντας λόγο για τιτλοποίηση απαιτήσεων, εννοούμε την έκδοση και διάθεση ομολογιακών ή παρεμφερούς φύσης τίτλων, η εξόφληση των οποίων προκύπτει από το προϊόν της είσπραξης απαιτήσεων του χρηματοδοτούμενου έναντι τρίτων. Θα μπορούσαμε, δηλαδή, να πούμε ότι η τιτλοποίηση αποτελεί μορφή «ασφαλειοποίησης» απαιτήσεων, αφού στους αγοραστές των εκδιδόμενων τίτλων παρέχονται ως ασφάλεια απαιτήσεις του χρηματοδοτούμενου²⁹. Είναι, λοιπόν, προφανές ότι πρόκειται για έναν αρκετά ελκυστικό τρόπο χρηματοδότησης, καθώς ο χρηματοδοτούμενος, με τη διάθεση των σχετικών τίτλων, καταφέρνει να προεισπράξει απαιτήσεις του έναντι τρίτων (προεξοφλημένες με το αντίστοιχο επιτόκιο αγοράς) και να αποκτήσει τη ρευστότητα και την κεφαλαιακή διάρθρωση που επιθυμεί, ενώ, από την άλλη πλευρά, οι κύριοι των εκδοθέντων τίτλων απολαύουν (πέραν των άλλων, τυχόν, εξασφαλίσεων που φέρουν οι κινητές αυτές αξίες) της εξασφάλισης που τους προσφέρει η ύπαρξη των εν λόγω απαιτήσεων. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων αναπτύχθηκε αρχικά στις Η.Π.Α., ενώ στη δεκαετία του '90 επεκτάθηκε και στην Ευρώπη³⁰.

Όσον αφορά στην Ελλάδα, ο συγκεκριμένος τρόπος χρηματοδότησης έχει χρησιμοποιηθεί πολύ λίγες φορές και σχεδόν αποκλειστικά από το Δημόσιο μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων του από μελλοντικά έσοδά του. Πέραν, όμως, του ελληνικού Δημοσίου, ο χρηματοδοτούμενος μπορεί να είναι Ν.Π.Δ.Δ., δημόσια επιχείρηση, έμπορος, πιστωτικό ίδρυμα ή και άλλο νομικό πρόσωπο. Στην περίπτωση, μάλιστα, που είναι πιστωτικό ίδρυμα, οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις αφορούν, κατά κανόνα, σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια*. Αξίζει, εδώ, να σημειωθεί, ότι για τα πιστωτικά ιδρύματα των Η.Π.Α. που επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων, αποτελεί συνήθη πρακτική η εξασφάλιση των εκδοθέντων τίτλων από απαιτήσεις προερχόμενες από ομάδα δανείων που τη σχηματίζουν επιμέρους ομάδες στεγαστικών ή και άλλης φύσης τραπεζικών δανείων**, ενώ επίσης συνήθης είναι και η δημιουργία παράγωγων τίτλων με αποκομμένο τοκομερίδιο***.

Οι διατάξεις που σχετίζονται με την τιτλοποίηση απαιτήσεων στην ελληνική κεφαλαιαγορά είναι το αρ. 14 του ν. 2801/2000, που αφορά στην τιτλοποίηση απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου, Ν.Π.Δ.Δ. και δημοσίων επιχειρήσεων και τα αρ. 10 και 11 του ν. 3156/2003, που αφορούν στην έκδοση

* Οι υποενότητες 2.5.1.2 και 2.5.1.3, ανωτέρω, αφορούν, αντίστοιχα, στους κυριότερους κινδύνους και στα βασικότερα είδη τέτοιων δανείων στην αγορά των Η.Π.Α.

** Οι υποενότητες 2.5.2.2 και 2.5.2.3, ανωτέρω, αφορούν στους τίτλους που εξασφαλίζονται από ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και από ομάδα αποτελούμενη από επιμέρους ομάδες δανείων, αντίστοιχα, στην αγορά των Η.Π.Α.

*** Η υποενότητα 2.5.2.4, ανωτέρω, αφορά σε τίτλους αυτού του είδους που κυκλοφορούν στην αγορά των Η.Π.Α.

ομολογιακού δανείου, ύστερα από τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα, αντίστοιχα.

3.5.2 Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου, Ν.Π.Δ.Δ. και δημοσίων επιχειρήσεων

3.5.2.1 Γενικά

Βάσει της παρ. 1 του αρ. 14 του ν. 2801/2000, όπως αυτή συμπληρώθηκε με την παρ. 1 του αρ. 36 του ν. 2843/2000, το ελληνικό Δημόσιο δύναται να εκδίδει, μέσω του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, και να διαθέτει στο επενδυτικό κοινό, εντός ή εκτός Ελλάδας, αξιόγραφα με τη μορφή φυσικών ή άυλων τίτλων και με την ονομασία «τίτλοι προεσόδων» (revenue certificates). Οι τίτλοι αυτοί αποφέρουν εισροές στους επενδυτές μέχρι τη λήξη τους και εξοφλούνται κατά κεφάλαιο και προσόδους από οιασδήποτε φύσεως μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου (παρ. 2 εδ. 1 του αρ. 14 του ν. 2801/2000, όπως αυτό αντικαταστάθηκε με την παρ. 1 του αρ. 71 του ν. 3371/2005), στα οποία συμπεριλαμβάνονται και μέλλουσες απαιτήσεις που δεν έχουν γεννηθεί κατά τη χρονική στιγμή της τιτλοποίησης (παρ. 2 εδ. 3 του αρ. 14 του ν. 2801/2000, όπως αυτό το εδάφιο προστέθηκε με την παρ. 2 του αρ. 36 του ν. 2843/2000). Τα εν λόγω έσοδα, που αποτελούν μέρος συγκεκριμένης κατηγορίας δημόσιων εσόδων ορισμένης χρονικής περιόδου (παρ. 8 του αρ. 14

του ν. 2801/2000, όπως αυτή αντικαταστάθηκε από την παρ. 2 του αρ. 71 του ν. 3371/2005), κατατίθενται σε ειδικό δεσμευμένο τραπεζικό λογαριασμό και διατίθενται αποκλειστικά για την κάλυψη των προσόδων και του κεφαλαίου των τίτλων προεσόδων (παρ. 4 του αρ. 14 του ν. 2801/2000). Αξίζει, μάλιστα, να σημειωθεί ότι οι εν λόγω πρόσοδοι αλλά και οποιαδήποτε σύμβαση ή συναλλαγή αφορά στους τίτλους αυτούς, περιλαμβανομένης και της εκδόσεώς τους, απαλλάσσονται από οποιονδήποτε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων (παρ. 3 του αρ. 14 του ν. 2801/2000).

Πέραν των προαναφερομένων, η παρ. 12 του αρ. 14 του ν. 2801/2000, όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την παρ. 3 του αρ. 36 του ν. 2843/2000, δίνει στο ελληνικό Δημόσιο τη δυνατότητα να προβεί σε εκχώρηση των απαιτήσεών του από μελλοντικά έσοδα (όπως διευκρινίζεται στο αρ. 14 παρ. 12 εδ. δ' του ν. 2801/2000, όπως αυτό αντικαταστάθηκε με το αρ. 71 παρ. 4 του ν. 3371/2005) σε τρίτο νομικό πρόσωπο, ημεδαπό ή αλλοδαπό, το οποίο εκδίδει, με τη σειρά του, τίτλους προεσόδων ή άλλους τίτλους, στο εσωτερικό ή στο εξωτερικό, και αποδίδει, ως αντάλλαγμα, στο Δημόσιο το προϊόν από την έκδοσή τους (ή και κάποιο επιπλέον ποσό). Τα μελλοντικά έσοδα, που αποτελούν ξεχωριστή περιουσιακή ομάδα, κατατίθενται και σε αυτή την περίπτωση σε έναν ή περισσότερους τραπεζικούς λογαριασμούς, μέσω των οποίων γίνεται η διάθεσή τους αποκλειστικά για την εξόφληση των προσόδων και του κεφαλαίου των εκδοθέντων τίτλων καθώς και για την πληρωμή των σχετικών εξόδων. Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι πρόσοδοι, η

μεταβίβαση και η ενεχυρίαση των εκδοθέντων τίτλων καθώς και κάθε σχετική σύμβαση μεταξύ του εκδοχέα των απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα και του ελληνικού Δημοσίου ή τρίτου απαλλάσσονται από κάθε φόρο, περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου, πλην του Φ.Π.Α

Εκτός από το ελληνικό Δημόσιο, σε τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων ή και σε εκχώρηση απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα, κατ' εφαρμογή των προαναφερθεισών διατάξεων του αρ. 14 του ν. 2801/2000, δύνανται να προσφύγουν και Ν.Π.Δ.Δ. ή δημόσιες επιχειρήσεις ανήκουσες αποκλειστικά σε φορείς του δημόσιου τομέα (αρ. 14 παρ. 11 του ν. 2801/2000).

3.5.2.2 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων

Της έκδοσης τίτλων προεσόδων από το ελληνικό Δημόσιο ή από τρίτο νομικό πρόσωπο (μετά από εκχώρηση σε αυτό των απαιτήσεων του Δημοσίου από μελλοντικά έσοδα) προηγείται απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών, που καθορίζει τη συγκεκριμένη κατηγορία δημόσιων εσόδων ορισμένης χρονικής περιόδου, στα οποία αφορά η τιτλοποίηση, καθώς και τις λοιπές λεπτομέρειες, όπως είναι το συνολικό ποσό της έκδοσης, το είδος και η τιμή διάθεσης των τίτλων, ο τρόπος εξόφλησής τους και το νομικό πρόσωπο που θα

είναι ο εκδοχέας των απαιτήσεων (αρ. 14 παρ. 8 και παρ. 12 του ν. 2801/2000, όπως η πρώτη αντικαταστάθηκε με το αρ. 71 παρ. 2 του ν. 3371/2005 και η δεύτερη με την παρ. 3 του αρ. 36 του ν. 2843/2000). Στην περίπτωση που εκδότης ή εκχωρών τις απαιτήσεις είναι κάποιο Ν.Π.Δ.Δ. ή κάποια δημόσια επιχείρηση ανήκουσα αποκλειστικά σε δημόσιο φορέα, την προαναφερθείσα απόφαση λαμβάνουν από κοινού ο Υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών και ο αντίστοιχος εποπτεύων Υπουργός (αρ. 14 παρ. 11 και παρ. 12 του ν. 2801/2000, όπως η τελευταία αντικαταστάθηκε με την παρ. 3 του αρ. 36 του ν. 2843/2000). Κατά τα λοιπά, η λειτουργία της *πρωτογενούς αγοράς* των περιών ο λόγος τίτλων είναι ανάλογη με εκείνη της πρωτογενούς αγοράς των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (αρ. 14 παρ. 7, παρ. 11 και παρ. 12 του ν. 2801/2000, όπως η τελευταία αντικαταστάθηκε με την παρ. 3 του αρ. 36 του ν. 2843/2000 και αρ. 10 παρ. 9 του ν. 2642/1998)*. Αξίζει, εδώ, να σημειώσουμε ότι τόσο η εταιρία HELLENIC SECURITISATION S.A. όσο και η εταιρία ATLAS SECURITISATION S.A., αμφότερες με έδρα το Λουξεμβούργο, έχουν υπάρξει στο παρελθόν εκδοχείς απαιτήσεων του ελληνικού Δημοσίου από μελλοντικά έσοδά του και εκδότες τίτλων προεσόδων, ενώ μεταξύ των πλέον συνήθων αναδόχων της έκδοσης και διάθεσης τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων (συνήθως ακολουθείται η διαδικασία της ιδιωτικής τοποθέτησης) είναι η BNP Paribas, η Deutsche Bank A.G., η EFG Eurobank Ergasias, η Merrill Lynch International και η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.

* Η υποενότητα 3.2.4 ανωτέρω αφορά στην πρωτογενή αγορά ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου.

Η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς των τίτλων που σχετίζονται με την περί ης ο λόγος τιτλοποίηση μελλοντικών απαιτήσεων, λειτουργεί επίσης κατ' αναλογία με τη δευτερογενή αγορά των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (αρ. 14 παρ. 7, παρ. 11 και παρ. 12 του ν. 2801/2000, όπως η τελευταία αντικαταστάθηκε από την παρ. 3 του αρ. 36 του ν. 2843/2000 και αρ. 10 παρ. 6 του ν. 2642/1998)*.

Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7 και ο ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8 περιέχουν στοιχεία για δύο διαφορετικές εκδόσεις τίτλων προεσόδων, οι οποίες αφορούν σε μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου από το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Η πρώτη έκδοση έλαβε χώρα το έτος 2000, διαιρείται σε δύο σειρές τίτλων διαφορετικής λήξης και επιτοκίου και αφορά σε τμήμα των προαναφερθέντων εσόδων για το χρονικό διάστημα μεταξύ των ετών 2001 – 2010 (Υ.Α. 2/79834/0049/2000). Η δεύτερη έκδοση έλαβε χώρα το έτος 2006, διαιρείται σε τρεις κλάσεις τίτλων ίδιας διάρκειας αλλά διαφορετικού επιτοκίου και αφορά σε τμήμα των εν λόγω εσόδων του ελληνικού Δημοσίου (κυρίως σε έσοδα από στεγαστικά δάνεια) για το διάστημα μεταξύ των ετών 2006 – 2039 (Υ.Α. 2/38581/0094/2006, όπως τροποποιήθηκε από την Υ.Α. 2/48545/0094/2006).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7 : ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ Υ.Α. 2/79834/0049/2000 ΕΚΔΟΣΗΣ ΤΙΤΛΩΝ ΠΡΟΕΣΟΔΩΝ

| | ΕΠΙΤΟΚΙΟ | ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΣΕ ΕΤΗ | ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΚΤΟΚΙΣΜΟΥ | ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΣΕ ΧΙΛ. € |
|---------|-------------------------|--------------------|------------------------|---------------------------------|
| ΣΕΙΡΑ 1 | Euribor 6μήνου + 0,18 % | 8 | Εξαμηνιαία | 445.000 |
| ΣΕΙΡΑ 2 | 5,875 % | 11 | Εξαμηνιαία | 295.000 |

Πηγή : ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM - ΝΟΜΟΣ

* Η υποενότητα 3.2.4 ανωτέρω αφορά στη δευτερογενή αγορά ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8 : ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ Υ.Α. 2/38581/0094/2006 ΕΚΔΟΣΗΣ ΤΙΤΛΩΝ ΠΡΟΕΣΟΔΩΝ

| | ΕΠΙΤΟΚΙΟ | ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΣΕ ΕΤΗ | ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΚΤΟΚΙΣΜΟΥ | ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΣΕ ΧΙΛ. € |
|----------------|-------------------------|--------------------|------------------------|---------------------------------|
| ΚΛΑΣΗ 1 | Euribor 6μήνου + 0,14 % | 33 | Εξαμηνιαία | 897.700 |
| ΚΛΑΣΗ 2 | Euribor 6μήνου + 0,26 % | 33 | Εξαμηνιαία | 23.800 |
| ΚΛΑΣΗ 3 | Euribor 6μήνου + 0,51 % | 33 | Εξαμηνιαία | 28.500 |

Πηγή : ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM - ΝΟΜΟΣ

3.5.3 Η τιτλοποίηση απαιτήσεων του ν. 3156/2003

3.5.3.1 Γενικά

Μέσα στο πλαίσιο της προσπάθειας εκσυγχρονισμού της ελληνικής αγοράς, ο Έλληνας νομοθέτης επεχείρησε με τα αρ. 10 και 11 του ν. 3156/2003 να δώσει ώθηση στο θεσμό της τιτλοποίησης απαιτήσεων. Εξάλλου, όπως έχει ήδη αναφερθεί, πρόκειται για έναν τρόπο χρηματοδότησης αρκετά ελκυστικό για τον χρηματοδοτούμενο και δη τον αφερέγγυο, που επιτυγχάνει την προείσπραξη απαιτήσεων του χωρίς να καθίσταται οφειλέτης και χωρίς να αναγκάζεται να υποστεί το υψηλό (λόγω της χαμηλής πιστοληπτικής του ικανότητας) κόστος του τραπεζικού δανεισμού³¹. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων που ρυθμίζεται από το ν. 3156/2003 αποτελεί «τιτλοποίηση απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής», βάσει κατηγοριοποίησης που περιέχεται σε Εγκύκλιο της Τ.τ.Ε., και αφορά σε δύο διαφορετικά είδη απαιτήσεων³². Στο πρώτο είδος, που ρυθμίζεται με το αρ. 10 του

ν. 3156/2003, ανήκουν οι επιχειρηματικές απαιτήσεις, ενώ στο δεύτερο είδος, που ρυθμίζεται με το αρ. 11 του ν. 3156/2003, ανήκουν οι απαιτήσεις από ακίνητα.

3.5.3.2 Η τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων

Η παρ. 1 του αρ. 10 του ν. 3156/2003 ορίζει ότι η εν λόγω τιτλοποίηση συνίσταται στη μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων, λόγω πώλησης, με έγγραφη σύμβαση μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος, η οποία συνδυάζεται με έκδοση ομολογιακού δανείου (διεπόμενου από τις διατάξεις του ν. 3156/2003^{*}). Μεταβιβάζων δύναται να είναι οιοσδήποτε έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα, ενώ αρκεί και η εγκατάστασή του στην Ελλάδα, σε περίπτωση που η έδρα και η κατοικία του βρίσκονται στην αλλοδαπή (αρ. 10 παρ. 2^{**}). Ο αποκτών, από την άλλη πλευρά, είναι νομικό πρόσωπο με έδρα εντός ή εκτός Ελλάδας (όπως συνάγεται από τη διατύπωση της παρ. 3 του αρ. 10), που έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για να τις τιτλοποιεί (εταιρία ειδικού σκοπού, special purpose vehicle), ενώ είναι και ο εκδότης του ομολογιακού δανείου (αρ. 10 παρ. 2). Αν το εν λόγω νομικό πρόσωπο εδρεύει στην Ελλάδα, τότε θα πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρία (αρ.10 παρ. 3) και να έχει ονομαστικές μετοχές (αρ. 10 παρ. 4). Η εταιρία ειδικού σκοπού οφείλει να γνωστοποιεί κάθε

^{*} Στην ενότητα 3.3, ανωτέρω, γίνεται παρουσίαση των σχετικών διατάξεων.

^{**} Όπου στην παρούσα υποενότητα δεν αναφέρεται νόμος εννοείται ότι πρόκειται για τον ν. 3156/2003.

έτος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στην Τ.τ.Ε. στοιχεία σχετικά με την αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας της και της ρευστοποιήσιμης αξίας της καθώς και σχετικά με τους μετόχους της (αρ. 13 παρ. 1 και παρ. 2). Επιπλέον, ο νόμος προβλέπει τη δυνατότητα σύναψης δανείων, πιστώσεων ή εξασφαλιστικών συμβάσεων από την εταιρία ειδικού σκοπού με στόχο είτε την αρχική αγορά των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων (αν αυτή δεν γίνει με τις εισροές από την πώληση των ομολογιών που εκδίδονται αμέσως μετά τη μεταβίβαση) και την εξόφληση των σχετικών με την τιτλοποίηση εξόδων είτε την αντιστάθμιση κινδύνου (αρ. 10 παρ. 7).

Όσον αφορά στις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, αυτές μπορούν να είναι οιασδήποτε φύσης, όπως απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια, από καταναλωτικά δάνεια, από πιστωτικές κάρτες ή από προμήθεια αγαθών ή υπηρεσιών, ενώ δεν αποκλείεται και η μεταβίβαση ανομοιογενών απαιτήσεων, αν και ο κανόνας είναι η μεταβίβαση ομοειδών (ως προς τη νομική τους φύση, τη μέση διάρκειά τους, τη γεωγραφική προέλευση των οφειλετών κ.ά.) απαιτήσεων³³. Μάλιστα, οι εν λόγω απαιτήσεις δύνανται να είναι τόσο υφιστάμενες όσο και μελλοντικές, αρκεί να προσδιορίζονται, ενώ μαζί με αυτές μεταβιβάζονται και άλλα δικαιώματα που συνδέονται μαζί τους (αρ. 10 παρ. 6), όπως εμπράγματα ασφάλειες και δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας.

Η σύμβαση μεταβίβασης των απαιτήσεων καταχωρείται σε περίληψη περιέχουσα τα ουσιώδη στοιχεία της (στο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 2844/2000) και κατισχύει

έναντι αντίθετης συμφωνίας μεταξύ μεταβιβάζοντος και τρίτου περί ανεκχώρητου των απαιτήσεων του πρώτου έναντι του δευτέρου (αρ. 10 παρ. 8). Από την προαναφερθείσα καταχώρηση της σύμβασης επέρχεται η μεταβίβαση των απαιτήσεων, η οποία αναγγέλλεται εγγράφως από τον αποκτώντα στον οφειλέτη (αρ. 10 παρ. 9). Καταβολή του τελευταίου στον πρώτο πριν από την αναγγελία, τον ελευθερώνει έναντι του μεταβιβάζοντος (αρ. 10 παρ. 10).

Το ομολογιακό δάνειο που εκδίδει ο αποκτών μπορεί να είναι οιοδήποτε είδους, ενώ η εξόφληση των ομολογιών πραγματοποιείται είτε από το προϊόν της είσπραξης των απαιτήσεων είτε από δάνεια, πιστώσεις ή άλλες συμβάσεις παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τις οποίες συνάπτει ο ίδιος (αρ. 10 παρ. 1). Ο νομοθέτης, αποσκοπώντας στη λειτουργικότητα του θεσμού της τιτλοποίησης, επιβάλλει την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα (αρ. 3 παρ. 1)* αλλά και τον διορισμό διαχειριστή, στον οποίο ανατίθεται η είσπραξη και η εν γένει διαχείριση των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων (αρ. 10 παρ. 14) καθώς και η κατάθεση του προϊόντος των απαιτήσεων σε έντοκη κατάθεση (αρ. 10 παρ. 15). Υποστηρίζεται δε ότι με την εν λόγω κατάθεση εξισώνονται και επενδύσεις αντίστοιχου ρίσκου, όπως είναι οι συμφωνίες αγοράς τίτλων με σύμφωνο επαναπώλησης (repos)³⁴. Οι αποδόσεις της κατάθεσης των απαιτήσεων, όπως και η είσπραξη των τελευταίων, διατίθενται αποκλειστικά για την εξόφληση των ομολογιών και των σχετιζόμενων με αυτές δαπανών καθώς και για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της εταιρίας ειδικού σκοπού (αρ. 10 παρ. 17). Για λόγους,

* Η υποενότητα 3.3.3, ανωτέρω, αφορά στην ομάδα των ομολογιούχων.

μάλιστα, επαύξησης της προστασίας των ομολογιούχων, ο νόμος συστήνει υπέρ των ιδίων (όπως και υπέρ άλλων δανειστών της εταιρίας ειδικού σκοπού) νόμιμο ενέχυρο επί των απαιτήσεων και επί της έντοκης κατάθεσης (αρ. 10 παρ. 18). Διοικητής (διαχειριστής) μπορεί να είναι κάποιο πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα παρέχον τις υπηρεσίες του εντός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, ο μεταβιβάζων ή ακόμα και τρίτος, εφόσον είναι εγγυητής των απαιτήσεων ή είχε την είσπραξη ή διαχείριση των απαιτήσεων πριν από τη μεταβίβασή τους (αρ. 10 παρ. 14).

3.5.3.3 Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα

Βάσει της παρ. 1 του αρ. 11 του ν. 3156/2003, τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα είναι η μεταβίβαση κυριότητας ή επικαρπίας επί ακινήτων, λόγω πώλησης, με έγγραφη σύμβαση μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος, η οποία συνδυάζεται με έκδοση ομολογιακού δανείου (διεπόμενου από τις διατάξεις του ν. 3156/2003*). Μεταβιβάζων δύναται να είναι το ελληνικό Δημόσιο, επιχείρηση του Δημοσίου (με την έννοια του αρ. 1 του ν. 2414/96) ή του ευρύτερου δημόσιου τομέα (με την έννοια του αρ. 1 παρ. 6 του ν. 1256/1982), πιστωτικό ίδρυμα, ασφαλιστική εταιρεία ή ανώνυμη εταιρεία, η οποία είτε ανήκει κατά το σύνολο των μετοχών της στα προαναφερθέντα νομικά πρόσωπα είτε είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α. και διαθέτει ενεργητικό μεγαλύτερο των τριακοσίων πενήντα εκατομμυρίων

* Στην ενότητα 3.3, ανωτέρω, γίνεται παρουσίαση των σχετικών διατάξεων.

ευρώ (350.000.000 €), βάσει των πλέον πρόσφατων δημοσιευμένων οικονομικών της καταστάσεων (αρ. 11 παρ. 2*). Ο αποκτών, από την άλλη πλευρά, είναι ανώνυμη εταιρία με έδρα υποχρεωτικά εντός της Ελλάδας (αρ. 11 παρ. 6) και με ονομαστικές μετοχές (αρ. 11 παρ. 7). Η εν λόγω εταιρία (εταιρία ειδικού σκοπού, special purpose vehicle) πρέπει να έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση ακινήτων κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία με στόχο την τιτλοποίηση απαιτήσεων από αυτά (αρ. 11 παρ. 3), ενώ είναι και ο εκδότης του ομολογιακού δανείου (αρ. 11 παρ. 5). Η εταιρία ειδικού σκοπού οφείλει να γνωστοποιεί κάθε έτος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στην Τ.τ.Ε. στοιχεία σχετικά με την αποτίμηση της ακίνητης περιουσίας της και της ρευστοποιήσιμης αξίας της καθώς και σχετικά με τους μετόχους της (αρ. 13 παρ. 1 και παρ. 2)

Όσον αφορά στα μεταβιβαζόμενα ακίνητα, αυτά, με την εξαίρεση των ακινήτων του Δημοσίου και των επιχειρήσεων του ή των θυγατρικών τους, πρέπει να ιδιοχρησιμοποιούνται από τον μεταβιβάζοντα για την άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας (αρ. 11 παρ. 4), ενώ τα μεταβιβαζόμενα δικαιώματα επί αυτών και τα έσοδα από τη διαχείρισή τους πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών και κατασχέσεων (αρ. 11 παρ. 12). Αξίζει να σημειωθεί, εδώ, ότι ο νομοθέτης απαγορεύει στην εταιρία ειδικού σκοπού την περαιτέρω μεταβίβαση των ακινήτων ή τη σύσταση άλλου εμπράγματος βάρους επί αυτών, με εξαίρεση τις μεταβιβάσεις

* Όπου στην παρούσα υποενότητα δεν αναφέρεται νόμος εννοείται ότι πρόκειται για τον ν. 3156/2003.

που είναι σύμφωνες με τους όρους της αρχικής σύμβασης μεταβίβασης (αρ. 11 παρ. 10).

Η σύμβαση μεταβίβασης των ακινήτων καταχωρείται σε περίληψη περιέχουσα τα ουσιώδη στοιχεία της στο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 2844/2000 (αρ. 11 παρ. 8), ενώ ο νόμος επιβάλλει, μεταξύ άλλων, τη μνεία, εντός αυτής, του τρόπου διάθεσης των ακινήτων (π.χ. πώληση, επαναπώληση κ.α.) μετά τη λήξη του ομολογιακού δανείου, που εκδίδεται στα πλαίσια της τιτλοποίησης (αρ. 11 παρ. 11). Η εν λόγω μεταβίβαση γνωστοποιείται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή τον αποκτώντα στον μισθωτή των μεταβιβασθέντων ακινήτων καθώς και σε κάθε πρόσωπο που έχει οιαδήποτε ενοχική υποχρέωση έναντι του μεταβιβάζοντος (αρ. 11 παρ. 15).

Η εξόφληση του ομολογιακού δανείου που εκδίδει ο αποκτών γίνεται είτε από το προϊόν της διαχείρισης ή πώλησης των μεταβιβασθέντων ακινήτων είτε από δάνεια, πιστώσεις ή άλλες συμβάσεις παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων που συνάπτει ο ίδιος (αρ. 11 παρ. 1). Είναι δε αξιοσημείωτο ότι υπέρ των ομολογιούχων (όπως και υπέρ άλλων δανειστών της εταιρίας ειδικού σκοπού) υφίσταται νόμιμο ενέχυρο επί των καρπών και των προσόδων που προκύπτουν από τη διαχείριση και εκμετάλλευση των ακινήτων καθώς και επί του τιμήματος της διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπράγματος δικαιώματος επί αυτών (αρ. 11 παρ. 14).

Κατά τα λοιπά ισχύουν αναλογικά όσα ισχύουν και στην περίπτωση τιτλοποίησης

επιχειρηματικών απαιτήσεων* (αρ. 11 παρ. 9).

3.5.3.4 Η πρωτογενής και η δευτερογενής αγορά των ομολογιακών τίτλων που προέρχονται από την τιτλοποίηση του ν. 3156/2003

Τόσο στην περίπτωση της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων όσο και στην περίπτωση της τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών γίνεται με *ιδιωτική τοποθέτηση*, στην οποία συμμετέχουν μέχρι εκατόν πενήντα (150) άτομα, ενώ αποκλείεται η άμεση ή έμμεση συμμετοχή σε αυτή ασφαλιστικών ταμείων και οργανισμών (αρ. 10 παρ. 1 και αρ. 11 παρ. 1 του ν. 3156/2003, αντίστοιχα). Επίσης, και στις δύο περιπτώσεις τιτλοποίησης απαιτήσεων η απόφαση της έκδοσης του ομολογιακού δανείου καθώς και η ρύθμιση των σχετικών λεπτομερειών (π.χ. το είδος του ομολογιακού δανείου, το πρόσωπο του εκπροσώπου των ομολογιούχων**, το πρόσωπο του διαχειριστή των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων ή των εσόδων και των εξόδων από την εκμετάλλευση των μεταβιβασθέντων ακινήτων κ.α.) λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας ειδικού σκοπού (αρ. 10 παρ. 5 και αρ. 11 παρ. 13 του ν. 3156/2003). Τα αρ. 10 παρ. 5 και 11 παρ. 1 του ν. 3156/2003 ορίζουν ως ελάχιστη ονομαστική αξία κάθε ομολογίας τα εκατό χιλιάδες ευρώ (100.000 €), ενώ είναι

* Η υποενότητα 3.5.3.2, ανωτέρω, αφορά στην εν λόγω τιτλοποίηση απαιτήσεων.

** Η υποενότητα 3.3.3, ανωτέρω, αφορά στην οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα με επικεφαλής τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων.

υποχρεωτική η σύνταξη προγράμματος του ομολογιακού δανείου (αρ. 10 παρ. 7 και 17 και αρ. 11 παρ. 9 του ν. 3156/2003). Κατά τα λοιπά, η πρωτογενής αγορά των εν λόγω ομολογιών ταυτίζεται με την πρωτογενή αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών του ν. 3156/2003*.

Όσον αφορά στη δευτερογενή αγορά των ομολογιών που εκδίδονται στο πλαίσιο της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων ή απαιτήσεων από ακίνητα, στην ουσία πρόκειται για τη δευτερογενή αγορά των επιχειρηματικών ομολογιών του ν. 3156/2003**.

* Η υποενότητα 3.3.4, ανωτέρω, αφορά στη λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς των επιχειρηματικών ομολογιών.

** Η υποενότητα 3.3.5, ανωτέρω, αφορά στη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς των επιχειρηματικών ομολογιών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Ξενοφώντα Ζολώτα, Παραγωγικά επενδύσεις και ασφαλιστικά ρήτραι εις ομολογιακά δάνεια – εστενογραφημένα πρακτικά, Ομιλία του ίδιου ως Διοικητή ΤτΕ κατά τη συνεδρίαση της ολομέλειας του Δ.Σ. του Ε.Β.Ε. Αθηνών της 20^{ης}/2/1957, Οικονομική Βιβλιοθήκη Ε.Β.Ε. Αθηνών
 2. Γεώργιου Παπούλια, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις «ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ», Αθήνα 1995, σ. 339.
 3. Γεώργιου Αρτίκη, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002, σ. 270 επ.
 4. Παναγιώτη Αγγελόπουλου, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι), Εκδόσεις «ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε.», Αθήνα 2005, σ. 282 επ.
 5. Λ. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 1 – Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1997, σ. 255 επ.
 6. Νικολάου Ρόκα, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2002, σ. 150
 7. Γεώργιου Παπούλια, όπ., σ. 386
 8. ΗΜΕΡΗΣΙΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.Α. για την Τετάρτη 28/3/2007, Έκδοση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
-

9. Thanasis Christodoulopoulos and Ioulia Grigoratou, MEASURING LIQUIDITY IN THE GREEK GOVERNMENT SECURITIES MARKET, WORKING PAPER No 23, BANK OF GREECE, MAY 2005, σ. 15 επ.
10. Κ. Χριστοδούλου, «Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι – Επόψεις ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου», περιοδικό Δίκη (35), 2004, σ. 856
11. Αριστέας Σινανιώτη – Μαρούδη και Φαρσαρώτα Ιωάννη, ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005, σ. 299
12. Christodoulopoulos and Grigoratou, ό.π., σ. 10 επ.
13. Christodoulopoulos and Grigoratou, ό.π., σ. 12 επ.
14. Αγγελόπουλου, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι), ό.π., σ. 283 επ.
15. Αγγελόπουλου, ό.π., σ. 285
16. Αγγελόπουλου, ό.π., σ. 285 επ.
17. Νικολάου Ρόκα, ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ, 4^η έκδοση, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 1996, σ. 259 επ.
18. Τζένης Γιωτάκη, «Ομολογιακά δάνεια του Ν. 3156/2003. Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης», περιοδικό ΕΨΙΛΟΝ 7, τεύχος Απριλίου 2004, σ. 124
19. Γεωργίου Λέκκα, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων – Η κάμψη της αμεσότητας δικαιωμάτων εμπράγματης ασφάλειας, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005, σ. 39 επ.
20. Λέκκα, ό.π., σ. 45 επ.
21. Λέκκα, ό.π., σ. 7 επ.

22. Αποστόλου Γεωργιάδη, Εμπράγματο Δίκαιο Ι, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 1991, σ. 36 επ.
23. Β. Τουντόπουλου, «Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών – Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003», Επισκ.ΕΔ 2003, 972, σ. 976 επ.
24. Αγγελόπουλου, ό.π., σ. 324 επ.
25. Αγγελόπουλου, ό.π., σ. 325
26. Αγγελόπουλου, ό.π., σ. 442.
27. Λεωνίδα Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 – Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 2 - Συμβάσεις, Γ. Τραπεζικές, Εκδόσεις Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1995, σ. 652
28. Γεωργακόπουλου (Αξιόγραφα), ό.π., σ. 245
29. Μ. Σταθόπουλου, «Η απαίτηση ως μέσο χρηματοδότησης – Σύγχρονοι τρόποι αξιοποίησης και ανάγκη 'εμπραγμάτωσης'», ΕπισκΕΔ 1997, 3
30. Αριστέας Σινανιώτη – Μαρούδη, ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ, Τόμος 2 - Εμπορικές Εταιρίες, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2004, σ. 406
31. Λέκκα, ό.π., σ. 117 επ.
32. Λέκκα, ό.π., σ. 103
33. Λέκκα, ό.π., σ. 111 επ.
34. Λέκκα, ό.π., σ. 249

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΚΕΨΕΙΣ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Συνοψίζοντας το περιεχόμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας κατά κεφάλαια, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα :

- *Βάσει του Κεφαλαίου 1* : τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν μέσο άντλησης κεφαλαίων που προορίζονται για μακροχρόνια χρήση και για αυτό αποτελούν προϊόν της Κεφαλαιαγοράς. Διαιρούνται σε ομολογιακούς τίτλους (ομολογίες ή ομόλογα), οι οποίοι μπορούν να φέρουν ποικίλα χρηματοοικονομικά γνωρίσματα και γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά, όπου τιμολογούνται συνεχώς. Η τιμολόγηση δε αυτή λαμβάνει υπόψη την απαιτούμενη, από πλευράς επενδυτών, απόδοση στη λήξη, τον κίνδυνο που εμπεριέχουν οι τίτλοι, την υπολειπόμενη διάρκειά τους καθώς και άλλα χαρακτηριστικά τους, όπως είναι η κυρτότητα της καμπύλης απόδοσής τους.
- *Βάσει του Κεφαλαίου 2* : η αγορά ομολογιακών τίτλων των Η.Π.Α., η οποία είναι εξαιρετικά ανεπτυγμένη και ρευστή, περιλαμβάνει εκδόσεις κυβερνητικών, δημοτικών, αλλά και επιχειρηματικών ομολογιών. Όσον αφορά στην αγορά των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση απαιτήσεων και έχουν χρηματοοικονομικά παρεμφερή φύση με τους ομολογιακούς τίτλους, πρόκειται για μία επίσης πολύ ρευστή αγορά, στην

οποία πρωταγωνιστικό ρόλο διαδραματίζουν οι τίτλοι που παράγονται μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια.

- *Βάσει του Κεφαλαίου 3* : η αγορά ομολογιακών τίτλων στην Ελλάδα περιλαμβάνει τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, τα τραπεζικά ομόλογα, τα δημοτικά ομόλογα και τις επιχειρηματικές ομολογίες. Η συγκεκριμένη αγορά, ακόμη και τηρουμένων των αναλογιών, υστερεί σημαντικά σε ανάπτυξη και ρευστότητα, έναντι των αντίστοιχων αγορών των ανεπτυγμένων κρατών, πολλώ δε μάλλον έναντι της αγοράς των Η.Π.Α. Το ίδιο ισχύει και για την ελληνική αγορά τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση είτε απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα (εκδότης είναι το Δημόσιο και Ν.Π.Δ.Δ.) είτε επιχειρηματικών απαιτήσεων είτε απαιτήσεων από ακίνητα. Παρά ταύτα, τον τελευταίο καιρό έχει παρατηρηθεί στην Ελλάδα μια ραγδαία ενίσχυση και των δύο προαναφερθεισών αγορών, η οποία, κατά ένα μεγάλο βαθμό, οφείλεται και στον εκσυγχρονισμό της σχετικής νομοθεσίας. Καταλυτικής σημασίας για τον εκσυγχρονισμό αυτό υπήρξε η ψήφιση του ν. 3156/2003.

Όπως προκύπτει από τα ανωτέρω λεχθέντα, τόσο τα ομολογιακά δάνεια όσο και η τιτλοποίηση απαιτήσεων δεν έχουν ακόμα αποκτήσει στην ελληνική αγορά τη θέση που έχουν στην αγορά άλλων ανεπτυγμένων αγορών, αλλά δεν πρέπει να διαλάθει της προσοχής μας το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια γίνονται προσπάθειες από την ελληνική Πολιτεία, οι οποίες στοχεύουν στην αλλαγή αυτού του τοπίου.

Θεωρούμε ότι οι εν λόγω προσπάθειες θα ευοδωθούν, εφόσον ληφθούν υπόψη και οι ακόλουθες κατευθύνσεις :

- Το νομοθετικό πλαίσιο θα πρέπει να εκσυγχρονιστεί ακόμα περισσότερο και να καταστήσει ακόμα πιο απλές και ελκυστικές για τους ιδιώτες τις διαδικασίες έκδοσης ομολογιακών δανείων και τιτλοποίησης απαιτήσεων.
- Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα θα πρέπει να ενημερωθούν με υπεύθυνο τρόπο σχετικά με τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν μέσω της έκδοσης ομολογιακού δανείου ή της τιτλοποίησης απαιτήσεων.
- Οι Ο.Τ.Α. θα πρέπει επίσης να ενημερωθούν σχετικά με τα εν λόγω χρηματοοικονομικά προϊόντα και να ακολουθήσουν το παράδειγμα του Δήμου Αμαρουσίου.
- Οι ανεπτυγμένες αγορές και δη η αγορά – πρότυπο των Η.Π.Α. θα πρέπει να αποτελούν συνεχώς σημείο αναφοράς για την ελληνική αγορά και πηγή άντλησης πληροφοριών για τη διαρκή βελτίωση και ανάπτυξή της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αγγελόπουλος Παναγιώτης, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι), Εκδόσεις «ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε.», Αθήνα 2005
2. Αρτίκης Γεώργιος, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002
3. Γεωργακόπουλος Λεωνίδας, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 – Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 2 - Συμβάσεις, Γ. Τραπεζικές, Εκδόσεις Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1995, σ. 652
4. Γεωργακόπουλος Λεωνίδας, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 1 – Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1997
5. Γεωργιάδης Α., Εμπράγματο Δίκαιο Ι, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 1991
6. Γιωτάκη Τζένη, «Ομολογιακά δάνεια του Ν. 3156/2003. Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης», περιοδικό ΕΨΙΛΟΝ 7, τεύχος Απριλίου 2004
7. Ευθύμογλου Πρόδρομος και Μπάλλας Απόστολος, ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2000

8. Ζολώτας Ξενοφώντας, Παραγωγικά επενδύσεις και ασφαλιστικά ρήτραι εις ομολογιακά δάνεια – εστενογραφημένα πρακτικά, Ομιλία του ιδίου ως Διοικητή Τ.Τ.Ε. κατά τη συνεδρίαση της ολομέλειας του Δ.Σ. του Ε.Β.Ε. Αθηνών της 20^{ης}/2/1957, Οικονομική Βιβλιοθήκη Ε.Β.Ε. Αθηνών
9. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων – Η κάμψη της αμεσότητας δικαιωμάτων εμπράγματης ασφάλειας, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005
10. Παπούλιας Γεώργιος, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις «ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ», Αθήνα 1995
11. Ρόκας Νικόλαος, ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα - Κομοτηνή 1992
12. Ρόκας Νικόλαος, ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ, 4^η έκδοση, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 1996
13. Ρόκας Νικόλαος, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2002
14. Σαρσέντης Βασίλειος, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, Εκδόσεις Καραμπερόπουλος, Πειραιάς 1981
15. Σινανιώτη – Μαρούδη Αριστέα, ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ, Τόμος 2 - Εμπορικές Εταιρίες, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2004
16. Σινανιώτη – Μαρούδη Αριστέα και Φαρσαρώτας Ιωάννης, ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005

17. Σταθόπουλος Μ., «Η απαίτηση ως μέσο χρηματοδότησης – Σύγχρονοι τρόποι αξιοποίησης και ανάγκη 'εμπραγμάτωσης'», ΕπισκΕΔ 1997
18. Τουντόπουλος Β., «Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών – Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003», Επισκ.ΕΔ 2003, 972
19. Χριστοδούλου Κ., «Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι – Επόψεις ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου», περιοδικό Δίκη (35), 2004

ΑΛΛΟΔΑΠΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Christodoulopoulos Thanasis and Grigoratou Ioulia, MEASURING LIQUIDITY IN THE GREEK GOVERNMENT SECURITIES MARKET, WORKING PAPER No 23, BANK OF GREECE, MAY 2005
2. Fabozzi Frank, BOND MARKETS, ANALYSIS AND STRATEGIES, THIRD EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996
3. Fabozzi Frank & Modigliani Franco, CAPITAL MARKETS Institutions and Instruments, SECOND EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996
4. Hirt Geoffrey & Block Stanley, Fundamentals of Investment Management, SEVENTH EDITION, McGraw - Hill, U.S.A. 2003
5. Kalotay Andrew, Williams George, Fabozzi Frank, «A Model for the Valuation of Bonds and Embedded Options», περιοδικό Financial Analysts Journal, τεύχος Μαΐου – Ιουνίου 1993

6. Stigler George, «Public Regulation of Securities Markets», περιοδικό Journal of Business, τεύχος Απριλίου 1964
7. Zipf Robert, HOW THE BOND MARKET WORKS, SECOND EDITION, NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE, U.S.A. 1997

ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

I) ΕΝΤΥΠΕΣ

1. ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ του Ν.3156/2003, Παρατηρήσεις στο άρθρο 1, Κώδικας Νομικού Βήματος, τόμος 51, 2003
2. ΗΜΕΡΗΣΙΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΙΜΩΝ Χ.Α.Α. για την Τετάρτη 28/3/2007, Έκδοση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

II) ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ

1. www.ase.gr (Διαδικτυακός τόπος του Χ.Α.Α.)
2. www.bankofgreece.gr (Διαδικτυακός τόπος της Τ.τ.Ε.)
3. www.bloomberg.com
4. www.bondsonline.com
5. www.dsa.gr (Διαδικτυακός τόπος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών – Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών)

6. www.federalreserve.com (Διαδικτυακός τόπος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Αποθεμάτων των Η.Π.Α.)
7. www.glk.gr (Διαδικτυακός τόπος του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)
8. www.investinginbonds.com
9. lawdb.intrasoftnet.com (Διαδικτυακός τόπος του ΝΟΜΟΣ - ΒΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ FORUM)
10. www.reuters.com
11. www.sec.com (Διαδικτυακός τόπος της Επιτροπής Αξιών και Χρηματιστηρίου των Η.Π.Α.)
12. www.telerate.com