

Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας  
Τμήμα Χρηματοοικονομικής και ελεγκτικής

# **ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ  
ΙΩΑΝΝΗΣ Γ. ΛΑΓΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ  
ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ

ΚΑΛΑΜΑΤΑ 2006

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>Εισαγωγή</b> .....  | <b>5</b>  |
| <b>2</b> | <b>Χρήση Ιδίων Κεφαλαίων</b> .....                                       | <b>7</b>  |
| 2.1      | Ανάγκες για Χρηματοδότηση Περιουσιακών Στοιχείων Μεγάλης Διάρκειας ..... | 7         |
| 2.1.1    | Αποθέματα Ασφάλειας.....   | 8         |
| 2.1.2    | Κύκλος Δέσμευσης Κεφαλαίων.....  | 8         |
| 2.1.3    | Χαμηλή Κυκλοφοριακή Ταχύτητα.....  | 9         |
| 2.2      | Προέλευση Κεφαλαίων Μεγάλης Διάρκειας.....                               | 10        |
| <b>3</b> | <b>Μετοχικό Κεφάλαιο</b> .....   | <b>11</b> |
| 3.1      | Έννοια.....  | 11        |
| 3.2      | Κατηγορίες Μετοχών.....  | 12        |
| 3.2.1    | Τρόπος Μεταβίβασης.....  | 12        |
| 3.2.2    | Δικαιώματα Κομιστή.....  | 12        |
| 3.2.3    | Τιμή Έκδοσης .....   | 14        |
| 3.3      | Δικαιώματα Μετόχων .....   | 15        |
| 3.3.1    | Δικαίωμα Ψήφου.....  | 15        |
| 3.3.2    | Δικαίωμα Προτίμησης .....  | 15        |
| 3.3.3    | Δικαίωμα Συμμετοχής στα Κέρδη.....                                       | 16        |
| 3.3.4    | Δικαίωμα Συμμετοχής στο Προϊόν Εκκαθάρισης.....                          | 16        |
| 3.4      | Τιμές Μετοχών .....  | 16        |
| 3.4.1    | Ονομαστική Αξία.....   | 16        |
| 3.4.2    | Λογιστική Αξία.....  | 16        |
| 3.4.3    | Τιμή Έκδοσης .....   | 17        |
| 3.4.4    | Χρηματιστηριακή Αξία.....  | 18        |
| 3.5      | Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου.....  | 18        |
| 3.5.1    | Αύξηση με Μετρητά.....   | 18        |
| 3.5.1.1  | Προσδιορισμός Τιμής Έκδοσης Νέων Μετοχών .....                           | 20        |
| 3.5.1.2  | Προσδιορισμός Αριθμού Νέων Μετοχών .....                                 | 22        |
| 3.5.1.3  | Προσδιορισμός Αριθμού Δικαιωμάτων Προτίμησης.....                        | 22        |
| 3.5.1.4  | Προσδιορισμός Τιμής Μετοχής Χωρίς Δικαίωμα Προτίμησης<br>23              |           |
| 3.5.1.5  | Προσδιορισμός Αξίας Δικαιώματος Προτίμησης .....                         | 23        |
| 3.5.1.6  | Οικονομική Θέση Μετόχων .....  | 25        |
| 3.5.1.7  | Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου .....                                 | 26        |
| 3.5.2    | Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Πάγιων Στοιχείων .....                | 26        |
| 3.5.3    | Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών.....                               | 27        |
| 3.5.4    | Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Διανεμητέων Κερδών Χρήσεως ..                   | 27        |
| 3.6      | Χρηματοδότηση με Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο.....                            | 27        |
| 3.6.1    | Πλεονεκτήματα.....   | 28        |
| 3.6.2    | Μειονεκτήματα .....  | 28        |
| 3.7      | Χρηματοδότηση με Προνομιούχο Μετοχικό Κεφάλαιο.....                      | 29        |
| 3.7.1    | Πλεονεκτήματα.....   | 29        |
| 3.7.2    | Μειονεκτήματα .....  | 29        |
| <b>4</b> | <b>Ομολογιακά Δάνεια</b> .....   | <b>30</b> |
| 4.1      | Γενικά .....   | 30        |
| 4.2      | Χαρακτηριστικά Ομολογιών .....   | 30        |

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 4.2.1  | Όνομαστική Αξία .....                                   | 30 |
| 4.2.2  | Όνομαστικό Επιτόκιο .....                               | 30 |
| 4.2.3  | Χρόνος Πληρωμής Τόκων.....                              | 31 |
| 4.2.4  | Διάρκεια .....  | 31 |
| 4.2.5  | Δικαίωμα Ανάκλησης .....                                | 31 |
| 4.2.6  | Δικαίωμα Επιστροφής.....                                | 31 |
| 4.2.7  | Εγγύηση.....  | 32 |
| 4.3    | Σύμβαση Δανείου .....                                   | 32 |
| 4.4    | Βασικές Κατηγορίες Ομολογιών .....                      | 33 |
| 4.5    | Ειδικές Κατηγορίες Ομολογιών .....                      | 33 |
| 4.5.1  | Μετατρέψιμες Ομολογίες.....                             | 33 |
| 4.5.2  | Ομολογίες με Πιστοποιητικά Αγοράς Μετοχών .....         | 33 |
| 4.5.3  | Ομολογίες Μηδενικού Επιτοκίου .....                     | 34 |
| 4.5.4  | Ομολογίες Κυμαινόμενου Επιτοκίου .....                  | 34 |
| 4.5.5  | Ομολογίες Αγοραστικής Δύναμης .....                     | 35 |
| 4.5.6  | Ομολογίες Υψηλού Κινδύνου και Απόδοσης.....             | 35 |
| 4.5.7  | Εγγυημένες Ομολογίες.....                               | 36 |
| 4.5.8  | Συμμετοχικές Ομολογίες .....                            | 36 |
| 4.5.9  | Αποτίμηση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης .....             | 36 |
| 4.5.10 | ΤΤΟ με Ετήσια Τοκοφόρο Περίοδο .....                    | 37 |
| 4.5.11 | ΤΤΟ με Αγορά Ομολογίας Μεταξύ Δύο Περιόδων .....        | 37 |
| 4.5.12 | ΤΤΟ με Εξαμηνιαία Τοκοφόρο Περίοδο .....                | 38 |
| 4.5.13 | ΤΤΟ Χωρίς Τοκομερίδια.....                              | 38 |
| 4.5.14 | ΤΤΟ Επιτόκιο Προεξόφλησης και Όνομαστικό Επιτόκιο ..... | 39 |
| 4.5.15 | Απεικόνιση Τρεχουσών Τιμών Ομολογιών .....              | 39 |
| 4.5.16 | Αποδόσεις Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης .....             | 40 |
| 4.5.17 | Όνομαστική Απόδοση .....                                | 40 |
| 4.5.18 | Τρέχουσα Απόδοση .....                                  | 40 |
| 4.5.19 | Κεφαλαιακή Απόδοση .....                                | 41 |
| 4.5.20 | Συνολική Απόδοση.....                                   | 41 |
| 4.5.21 | Απόδοση Μέχρι τη Λήξη .....                             | 41 |
| 4.5.22 | Απόδοση Μέχρι την Ανάκληση .....                        | 41 |
| 4.5.23 | Κίνδυνοι Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης.....               | 42 |
| 4.5.24 | Κίνδυνος Πληθωρισμού .....                              | 42 |
| 4.5.25 | Κίνδυνος Αδυναμίας Πληρωμής Τόκων και Κεφαλαίου.....    | 42 |
| 4.5.26 | Κίνδυνος Ρευστότητας .....                              | 43 |
| 4.5.27 | Κίνδυνος Επιτοκίου .....                                | 43 |
| 4.5.28 | Κίνδυνος Επανεπένδυσης .....                            | 43 |
| 4.5.29 | Κίνδυνος Ανάκλησης.....                                 | 44 |
| 4.6    | Σταθμισμένη Διάρκεια Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης.....   | 44 |
| 4.7    | Παράγοντες Προσδιορισμού Επιτοκίων Αγοράς .....         | 45 |
| 4.8    | Απόσυρση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης .....              | 45 |
| 4.9    | Ανάκληση Ομολογιών .....                                | 45 |
| 4.9.1  | Σειριακή Απόσυρση .....                                 | 46 |
| 4.9.2  | Χρήση Χρεολυτικού Κεφαλαίου.....                        | 46 |
| 4.9.3  | Αγορά Ομολογιών .....                                   | 48 |
| 4.9.4  | Ακύρωση Ομολογιών .....                                 | 48 |
| 4.9.5  | Ανταλλαγή Δανείου-Μετοχών.....                          | 48 |
| 4.10   | Αντικατάσταση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης.....          | 49 |
| 4.11   | Ελληνική Αγορά Ομολογιών.....                           | 50 |

|          |   |            |
|----------|---|------------|
| 4.11.1   | Πρόσφατες εξελίξεις.....  | 50         |
| 4.11.2   | Αποτίμηση σε Τιμές Αγοράς .....   | 51         |
| <b>5</b> | <b>Κοινοπρακτικά Δάνεια.....</b>  | <b>53</b>  |
| 5.1      | Γενικά.....   | 53         |
| 5.2      | Η Τεχνική της Κοινοπραξίας (Syndication Technique) στις Διεθνείς Δανειοδοτήσεις ..... | 53         |
| 5.2.1    | Πλεονεκτήματα για την επιχείρηση.....   | 59         |
| 5.2.2    | Πλεονεκτήματα για τις Τράπεζες.....   | 60         |
| 5.2.3    | Περιπτώσεις κατά τις οποίες ενδείκνυται η έκδοση Κοινοπρακτικού Δανείου .....         | 60         |
| 5.2.4    | Περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν ενδείκνυται η έκδοση Κοινοπρακτικού Δανείου .....     | 60         |
| 5.2.5    | Τρόποι έκδοσης.....   | 60         |
| 5.2.6    | Δομή Κοινοπρακτικού Δανείου.....  | 61         |
| 5.2.7    | Διαδικασία.....   | 61         |
| 5.2.8    | Απαιτούμενη πληροφόρηση.....  | 61         |
| 5.2.9    | Χαρακτηριστικά – Όροι κοινοπρακτικού δανείου.....                                     | 62         |
| 5.3      | Το επιτόκιο Euribor.....  | 63         |
| 5.3.1    | Έννοια του Euribor.....   | 63         |
| 5.3.2    | Τεχνικά χαρακτηριστικά του Euribor.....   | 64         |
| 5.3.3    | Διαδικασία υπολογισμού του Euribor .....  | 64         |
| 5.3.4    | Υπολογισμός και δημοσίευση του Euribor.....   | 65         |
| 5.4      | Το επιτόκιο Libor .....   | 66         |
| 5.5      | Το επιτόκιο Euro Libor.....   | 69         |
| 5.6      | Σύγκριση Κοινοπρακτικού Δανείου & Ομολογιακό Δάνειο.....                              | 70         |
| <b>6</b> | <b>Έρευνα.....</b>  | <b>71</b>  |
| 6.1      | Ευρήματα Έρευνας .....  | 71         |
| 6.2      | Ανάλυση Έρευνας.....  | 73         |
| <b>7</b> | <b>Επίλογος - Συμπεράσματα.....</b>   | <b>79</b>  |
|          | <b>Παραρτήματα.....</b>   | <b>80</b>  |
|          | <b>Βιβλιογραφία .....</b>   | <b>101</b> |

## 1 Εισαγωγή

Τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης κατατάσσονται, ανάλογα με τη διάρκειά τους, δηλαδή ανάλογα με το χρόνο δέσμευσης κεφαλαίων. Σε περιουσιακά στοιχεία **μεγάλης** διάρκειας και περιουσιακά στοιχεία **μικρής** διάρκειας.

Τα περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας περιλαμβάνουν κυρίως τα **πάγια ενεργητικά στοιχεία** τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μια μεγάλη σειρά ετών, η οποία αρχίζει με την αγορά ή κατασκευή των πάγιων ενεργητικών στοιχείων και τελειώνει με την πλήρη απόσβεσή τους. Επίσης, περιλαμβάνουν μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης, όπως συμμετοχή ή χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων σε θυγατρικές επιχειρήσεις.

Τα περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας περιλαμβάνουν τα **κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία**, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μικρό χρονικό διάστημα, το οποίο αρχίζει, στην περίπτωση των βιομηχανιών, με την αγορά της πρώτης ύλης και τελειώνει με την είσπραξη του τιμήματος πώλησης του έτοιμου προϊόντος.

Τα περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας ονομάζονται επίσης **επενδύσεις μεγάλης διάρκειας**, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας ονομάζονται **επενδύσεις μικρής διάρκειας**.

Οι πηγές χρηματοδότησης, με βάση την αρχική διάρκειά τους, διακρίνονται σε **βραχυπρόθεσμες** (short-term sources of funds), **μεσοπρόθεσμες** (intermediate-term sources of funds) και **μακροπρόθεσμες** (long-term sources of funds). Αρχική διάρκεια είναι η διάρκεια της υποχρέωσης κατά το χρόνο της έκδοσής της.

Στη χώρα μας, το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ) διακρίνει τις πηγές χρηματοδότησης σε **βραχυπρόθεσμες** και **μακροπρόθεσμες**. Οι βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης έχουν διάρκεια μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσεως, ενώ οι μακροπρόθεσμες λήγουν μετά το τέλος της επόμενης χρήσεως. Με άλλα λόγια, το ΕΓΛΣ κατατάσσει την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Με βάση τα παραπάνω, στην Ελλάδα, η **μακροπρόθεσμη** και **μεσοπρόθεσμη** χρηματοδότηση αποτελούν χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας, ενώ η **βραχυπρόθεσμη** αποτελεί χρηματοδότηση μικρής διάρκειας.

Υποστηρίζεται ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να υιοθετούν μία αντισταθμιστική προσέγγιση (hedging approach) αναφορικά με τη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων τους. Με άλλα λόγια, από τη άποψη της εξασφάλισης σωστής χρηματοδοτικής διάρθρωσης της επιχείρησης θα ήταν ιδεώδες, αν τα

διάφορα περιουσιακά στοιχεία καλύπτονταν με κεφάλαια ίσης ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας.

Η σχέση αυτή δεν εφαρμόζεται απόλυτα στην πράξη ακόμη και στις υγιέστερες επιχειρήσεις. Πρέπει όμως να τονιστεί ότι είναι απαραίτητο να τηρούνται ορισμένες θεμελιώδεις προϋποθέσεις χρηματοδοτικής ισορροπίας.

Συγκεκριμένα, έχουν διατυπωθεί τρεις **βασικές αρχές** χρηματοδότησης επιχειρήσεων οι οποίες αναπτύσσονται παρακάτω και αναφέρονται στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, στη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στην προέλευση των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας.

Η πτυχιακή αυτή εργασία **στόχο** έχει να εξετάσει και να αναλύσει κυρίως τον μακροπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων μέσω των κοινοπρακτικών και ομολογιακών δανείων. **Σκοπός** αυτής της πτυχιακής εργασίας είναι να παρουσιάσει τις πηγές άντλησης κεφαλαίων από τις οποίες χρηματοδοτούνται οι επιχειρήσεις και να ερευνήσει τις τρόπους χρηματοδότησης.

## 2 Χρήση Ιδίων Κεφαλαίων

### 2.1 Ανάγκες για Χρηματοδότηση Περιουσιακών Στοιχείων Μεγάλης Διάρκειας

**Βασική αρχή** της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι ότι η αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων πρέπει να καλύπτεται, αντίστοιχα, με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η επιχείρηση που χρηματοδοτεί την επέκταση των εγκαταστάσεών της, την αγορά μηχανημάτων ή τη συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις με βραχυπρόθεσμα δάνεια, διατρέχει σοβαρούς κινδύνους.

Κατ' αρχήν η επιχείρηση αναλαμβάνει τον **κίνδυνο** μη ανανέωσης των δανείων στη λήξη τους. Αν η ανανέωση των βραχυπρόθεσμων δανείων είναι εξασφαλισμένη, αυτό βέβαια ισοδυναμεί με μακροπρόθεσμο δάνειο. Η διαρκής όμως ανανέωση των βραχυπρόθεσμων δανείων δεν είναι πάντα δυνατή. Η ανανέωση ενός βραχυπρόθεσμου δανείου εξαρτάται από τις γενικές **οικονομικές συνθήκες** που επικρατούν κάθε φορά, την πορεία των εργασιών της επιχείρησης και αρκετούς άλλους παράγοντες.

Επιπρόσθετα, η επιχείρηση δεν έχει πληροφορίες αναφορικά με τους όρους του νέου δανείου. Για παράδειγμα, η επιχείρηση δεν γνωρίζει το επιτόκιο με το οποίο θα ανανεωθεί το βραχυπρόθεσμο δάνειο στη λήξη του.

Αυτή η έλλειψη πληροφοριών συνεπάγεται **ανάληψη κινδύνου** από την πλευρά της επιχείρησης. Η ανανέωση του βραχυπρόθεσμου δανείου, αν τελικά πραγματοποιηθεί, μπορεί να γίνει με όρους δυσμενέστερους σε σχέση με τους αρχικούς.

Υπενθυμίζεται ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν μεγαλύτερες **διακυμάνσεις** από τα μακροπρόθεσμα. Έτσι, μια επιχείρηση η οποία είναι υποχρεωμένη να ανανεώσει το βραχυπρόθεσμο δανεισμό της σε μια περίοδο ανόδου των επιτοκίων μπορεί να πληρώσει τόκους για επιμέρους βραχυπρόθεσμα δάνεια οι οποίοι συνολικά είναι υψηλότεροι από εκείνους που θα πλήρωνε, αν είχε χρησιμοποιήσει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο το οποίο θα κάλυπτε όλη τη διάρκεια της ζωής του πάγιου στοιχείου.

Συνήθως, όμως όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του δανεισμού τόσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο του δανεισμού. Κατά συνέπεια, μία επιχείρηση που χρησιμοποιεί μακροπρόθεσμο δανεισμό μειώνει τους παραπάνω αναφερθέντες κινδύνους, αλλά ενδεχομένως πληρώνει υψηλότερους τόκους.

Γενικά, ο καθορισμός και η επίτευξη της άριστης σχέσεως μεταξύ κινδύνου και κόστους δανεισμού είναι θέμα που πρέπει να απασχολεί τη διοίκηση κάθε επιχείρησης.

Η δεύτερη **βασική αρχή** της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αναφέρει ότι μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η επιχείρηση δεν μπορεί να βασίζεται αποκλειστικά σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της από το οποίο εξαρτάται άμεσα η πραγματοποίηση των αντικειμενικών της σκοπών.

Οπωσδήποτε, το ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, το οποίο πρέπει να καλύπτεται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, αποτελεί θέμα πραγματικό. Έτσι δεν είναι δυνατό να διατυπωθούν *a priori* σχετικοί γενικοί κανόνες.

Το ποσοστό αυτό εξαρτάται από τη φύση της επιχείρησης, τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, τη θέση της στο χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής, τον κλάδο της, τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, των εμπορικών συνθηκών και των γενικών οικονομικών συνθηκών.

Συνήθως η ρευστότητα της επιχείρησης θεωρείται εξασφαλισμένη αν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν υπερβαίνουν το άθροισμα των απαιτήσεων και των διαθεσίμων, ενώ τα αποθέματα χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγαλύτερης διάρκειας. Αλλά και αυτό δεν είναι απόλυτο. Αντίθετα σε πολλές περιπτώσεις θα αποτελούσε υπερβολικά αυστηρό όριο χρησιμοποίησης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

**Οι λόγοι** οι οποίοι επιβάλλουν τη χρηματοδότηση μέρους του κυκλοφορούντος ενεργητικού της επιχείρησης με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας είναι τα αποθέματα ασφάλειας, η χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία και οι επιχειρήσεις εποχιακού χαρακτήρα.

### 2.1.1 Αποθέματα Ασφάλειας

Όπως γνωρίζουμε, κάθε επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να διατηρεί στις αποθήκες της ένα ελάχιστο απόθεμα πρώτων υλών και λοιπών υλικών, καθώς και έτοιμων προϊόντων, για την εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της, το οποίο ονομάζεται απόθεμα ασφάλειας (*safety lock*). Το απόθεμα αυτό αποτελεί ένα περιουσιακό στοιχείο που χρησιμοποιείται πάγια στην επιχείρηση. Έτσι πρέπει να ισχύσει και γι' αυτό η αρχή της χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

### 2.1.2 Κύκλος Δέσμευσης Κεφαλαίων

Ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία (χρήμα – πρώτες ύλες – ημικατεργασμένα προϊόντα – έτοιμα προϊόντα – πίστωση – χρήμα) εξαρτάται από τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας και των πιστώσεων που παρέχονται στην πελατεία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στις βιομηχανικές και βιοτεχνικές επιχειρήσεις. Ο κύκλος αυτός είναι συνήθως



μεγαλύτερος από τη διάρκεια των κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτείται, π.χ. πιστώσεις προμηθευτών, προεξοφλήσεις γραμματίων, βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις κλπ.

Αν ο ρυθμός ανανέωσης των παραπάνω πιστώσεων είναι κανονικός, τότε αυτές αποτελούν συνεχή πηγή χρηματοδότησης, γιατί οι νέες πιστώσεις έρχονται να αντικαταστήσουν τις ληξιπρόθεσμες παλιές. Οποιαδήποτε όμως μείωση των πιστώσεων ή επιβράδυνση του ρυθμού ανανέωσής τους η οποία οφείλεται σε συγκυριακούς ή εποχιακούς λόγους, ή ακόμη σε πιθανή μείωση της πίστωσης που απολαμβάνει η επιχείρηση, μπορεί να φέρει την επιχείρηση σε δύσκολη οικονομική θέση.

Κατά συνέπεια, πρέπει να ισχύσει και για τον παραπάνω κύκλο δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία η αρχή της χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

### 2.1.3 Χαμηλή Κυκλοφοριακή Ταχύτητα

Μερικές φορές, μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού **περιλαμβάνονται** στοιχεία βραδύτατης κυκλοφορίας, π.χ. υπόλοιπα προϊόντων παλιού τύπου (slow moving products), επισφαλείς απαιτήσεις κλπ, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για χρονικό διάστημα που είναι μεγαλύτερο από τα όρια της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Τα στοιχεία αυτά από χρηματοοικονομική άποψη συμπεριφέρονται σαν πάγια στοιχεία έτσι πρέπει να ισχύει και γι' αυτά η αρχή της χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

Με την παραπάνω αρχή της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης συνδέεται η έννοια του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (net working capital), το οποίο αντιστοιχεί στο τμήμα εκείνο των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας, το οποίο είναι επενδυμένο στο κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι μια παράμετρος η οποία χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες παραμέτρους (π.χ. δείκτες ρευστότητας), για να εκτιμηθεί η ρευστότητα των επιχειρήσεων. Ένα ορισμένο ποσόν καθαρού κεφαλαίου κίνησης θεωρείται επιθυμητό, γιατί διασφαλίζει ότι η επιχείρηση έχει τα ενεργητικά στοιχεία τα οποία απαιτούνται για να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

**Κεφάλαιο κίνησης** (working capital) σε αντιδιαστολή με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι το ποσόν των κεφαλαίων που έχει επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Το μέγεθος του κυκλοφορούντος ενεργητικού μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου. Η μεταβολή αυτή οφείλεται σε εποχιακές μεταβολές των πωλήσεων και στις μεταβαλλόμενες επιχειρηματικές συνθήκες.

Μια άλλη διάκριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σε **μόνιμο και προσωρινό**. **Μόνιμο** κεφάλαιο κίνησης είναι το κεφάλαιο κίνησης το οποίο αντιστοιχεί στο συνηθισμένο επίπεδο δραστηριότητας της επιχείρησης.

**Προσωρινό** κεφάλαιο κίνησης είναι το επιπρόσθετο στο μόνιμο κεφάλαιο κίνησης το οποίο χρησιμοποιείται για να ικανοποιήσει μεταβολές στις πωλήσεις πάνω από το συνηθισμένο επίπεδο δραστηριότητας της επιχείρησης.

## **2.2 Προέλευση Κεφαλαίων Μεγάλης Διάρκειας**

Σχετικά με την προέλευση των επενδυμένων στην επιχείρηση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας, μπορεί να διατυπωθεί η αρχή ότι η επιχείρηση πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια που να καλύπτουν τουλάχιστον την αξία των πάγιων και λοιπών μεγάλης διάρκειας ενεργητικών στοιχείων.

Αν όμως τα ίδια κεφάλαια δεν επαρκούν για την κάλυψη της αξίας των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, η επιχείρηση μπορεί να καταφύγει στη ξένη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, εφόσον η χρηματοδότηση αυτή δεν επηρεάζει δυσμενώς τη μελλοντική ρευστότητα, την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων, την πιστοληπτική ικανότητα και τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τα δάνεια που σύναψε.

## 3 Μετοχικό Κεφάλαιο

### 3.1 Έννοια

**Μετοχικό κεφάλαιο** είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει το κεφάλαιο των ανώνυμων εταιρειών. Το μετοχικό κεφάλαιο κατανέμεται σε ίσα μέρη, τα οποία αντιπροσωπεύονται από μεταβιβάσιμους τίτλους, ονομαζόμενους μετοχές. Οι κάτοχοι των μετοχών, ιδιοκτήτες της ανώνυμης εταιρίας, ονομάζονται μέτοχοι.

Κατά τη σύσταση της ανώνυμης εταιρίας, το μετοχικό κεφάλαιο ταυτίζεται με τα ίδια κεφάλαια (εισφορές ιδρυτών). Αργότερα, μετά την έναρξη της λειτουργίας της ανώνυμης εταιρίας, το μετοχικό κεφάλαιο αποτελείται από τις αρχικές εισφορές των ιδρυτών, από μεταγενέστερες ουσιαστικές αυξήσεις του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου και από κεφαλαιοποιήσεις διάφορων ποσών που προέρχονται από κέρδη χρήσεως προς διανομή, από αποθεματικά και από αναπροσαρμογή της ιστορικής αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ή από υποχρεώσεις της προς τρίτους.

Εκτός από τη σύσταση, το μετοχικό κεφάλαιο πολύ σπάνια, ταυτίζεται με τα ίδια κεφάλαια της ανώνυμης εταιρία. Το μετοχικό κεφάλαιο συνήθως αποτελεί τμήμα των ίδιων κεφαλαίων, τα οποία επιπλέον περιλαμβάνουν τις υπόλοιπες συνιστώσες (διαφορά μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεων προς τρίτους).

Όμως, μπορεί να συμβεί και το αντίθετο, δηλαδή τα ίδια κεφάλαια να είναι μικρότερα από το μετοχικό κεφάλαιο, γεγονός που παρατηρείται όταν στον ισολογισμό της εταιρίας εμφανίζονται συσσωρευμένες ζημιές μεγαλύτερες από το ποσόν των υπόλοιπων συνιστωσών της καθαρής περιουσίας. Στην περίπτωση αυτή οι συσσωρευμένες ζημιές έχουν ουσιαστικά εξαφανίσει ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου και όλες τις υπόλοιπες συνιστώσες της καθαρής περιουσίας, ενώ στα λογιστικά βιβλία το μετοχικό κεφάλαιο συνεχίζει να παραμένει στο αρχικό ύψος του σύμφωνα με την αρχή του αμετάβλητου του κεφαλαίου.

Πάντως, το μετοχικό κεφάλαιο **παραμένει** σημαντική πηγή ίδιων κεφαλαίων των ανώνυμων εταιρειών, οι οποίες είναι οι μεγαλύτεροι εκπρόσωποι του κόσμου των επιχειρήσεων και στις οποίες η έκταση εφαρμογής της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης λαμβάνει τη μεγαλύτερη δυνατή τιμή της. Επιπρόσθετα, το πάγιο ενεργητικό και οι εξωεπιχειρηματικές επενδύσεις πρέπει να χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας και ιδιαίτερα με ίδια κεφάλαια. Κατά συνέπεια, αναπτύσσοντας το μετοχικό κεφάλαιο των ανώνυμων εταιριών έχει κανείς καλύψει, κατά μείζονα λόγο, το ρόλο του ίδιου κεφαλαίου στη χρηματοδότηση οποιασδήποτε άλλης νομικής μορφής επιχείρησης.

## 3.2 Κατηγορίες Μετοχών

Οι μετοχές διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης, τα δικαιώματα που παρέχουν στον κομιστή και την τιμή έκδοσής τους.

### 3.2.1 Τρόπος Μεταβίβασης

Οι μετοχές διακρίνονται σε **ονομαστικές**, σε **ανώνυμες** ή στον κομιστή, σε **διαταγή** και σε **δεσμευμένες**. Οι ονομαστικές μετοχές αναγράφουν το όνομα του κομιστή και η μεταβίβασή τους απαιτεί ειδική διαδικασία που προβλέπει ο νόμος.

Αντίθετα, οι μετοχές στον κομιστή δεν αναγράφουν το όνομα του κομιστή, μεταβιβάζονται με απλή παράδοση και γι' αυτό ονομάζονται ανώνυμες.

Οι μετοχές σε διαταγή μεταβιβάζονται με οπισθογράφηση. Πρέπει να τονιστεί ότι η ελληνική νομοθεσία δεν προβλέπει την έκδοση μετοχών σε διαταγή.

Οι δεσμευμένες μετοχές μεταβιβάζονται ύστερα από προηγούμενη έγκριση του οργάνου (Διοικητικό Συμβούλιο ή Γενική Συνέλευση) που στο παρελθόν με απόφασή του δεσμεύθηκαν οι μετοχές.

### 3.2.2 Δικαιώματα Κομιστή

Οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας. Οι **κοινές μετοχές** (common stocks) παρέχουν τα δικαιώματα ψήφου, προτίμησης σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών, συμμετοχής στη διανομή κερδών και συμμετοχής στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά τη λύση της ανώνυμης εταιρίας.

Οι **προνομιούχες μετοχές** (preferred stocks), εκτός από τα παραπάνω δικαιώματα των κοινών μετοχών, παρέχουν συνήθως μερικά από τα ακόλουθα πέντε προνόμια. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν όλα τα παρακάτω προνόμια.

**A**, προηγούνται κατά τη διανομή του πρώτου μερίσματος. Ειδικότερα, αν τα κέρδη δεν επαρκούν για τη διανομή του πρώτου μερίσματος σε όλες τις μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές θα λάβουν ολόκληρο το μέρισμα που τους αναλογεί, ενώ στις κοινές θα κατανεμηθεί το υπόλοιπο ποσό των κερδών. Αν μάλιστα τα κέρδη είναι πολύ χαμηλά ώστε να μη καλύπτεται ούτε το πρώτο μέρισμα των προνομιούχων μετοχών, τότε το σύνολο των κερδών που προορίζεται για διανομή θα κατανεμηθεί μόνο στις προνομιούχες μετοχές.

**B**, προηγούνται κατά τη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσεως της ανώνυμης εταιρίας. Συγκεκριμένα, επιστρέφεται πρώτα στους προνομιούχους μετόχους το σύνολο της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους και έπειτα ικανοποιούνται οι κοινοί μέτοχοι.

Γ, μπορεί να είναι σωρευτικές (cumulative preferred stocks), δηλαδή να παρέχουν μέρισμα σε μία χρήση αθροιστικά και για άλλες προηγούμενες χρήσεις κατά τις οποίες η ανώνυμη εταιρία δεν είχε διανείμει μέρισμα στους μετόχους εξαιτίας ανυπαρξίας κερδών.

Δ, σε ανυπαρξία κερδών παρέχουν τόκο επί της ονομαστικής αξίας τους. Όταν όμως οι προνομιούχες μετοχές έχουν αυτό το προνόμιο, τους αφαιρείται το δικαίωμα ψήφου.

Ε, μπορεί να είναι συμμετοχικές προνομιακές μετοχές (participating preferred stocks), δηλαδή να συμμετέχουν εξίσου με τις κοινές μετοχές στα κέρδη μετά την αφαίρεση του πρώτου μερίσματος και στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας μετά την αφαίρεση της ονομαστικής αξίας τους.

Οι προνομιούχες μετοχές σε μερικές απόψεις ομοιάζουν με τις ομολογίες, ενώ σε άλλες με τις κοινές μετοχές. Οι λογιστές θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ως ίδιο κεφάλαιο και το εμφανίζουν στην καθαρή περιουσία της εταιρίας. Όμως, τα χρηματοοικονομικά στελέχη θεωρούν το προνομιούχο κεφάλαιο ως ένα είδος κεφαλαίου το οποίο κατατάσσεται μεταξύ δανείων και κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Ειδικότερα, όπως οι ομολογίες, οι προνομιούχες μετοχές επιβάλλουν στην εταιρία μία σταθερή ταμιακή εκροή, αλλά δεν έχουν κάποια ασφάλεια όπως συμβαίνει με πολλές ομολογίες (αν δεν πληρωθεί προνομιούχο μέρισμα, η εταιρία δεν μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση). Όπως οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές αντιπροσωπεύουν στην ιδιοκτησία της εταιρίας, αλλά δεν ωφελούνται από την αύξηση των κερδών ή δε συμμετέχουν στη διοίκηση με την αναλογία των κατόχων κοινών μετοχών.

Κατά συνέπεια, από την πλευρά της εταιρίας, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι λιγότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες. Οι επενδυτές όμως θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο περισσότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες, επειδή οι απαιτήσεις των ομολογιούχων προηγούνται εκείνων των προνομιούχων μετόχων, τόσο σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας όσο και σε περίπτωση διανομής κερδών.

Η ομοιότητα των προνομιούχων μετοχών με τις ομολογίες φαίνεται επίσης από το γεγονός ότι οι περισσότερες προνομιούχες μετοχές έχουν δυνατότητες ανάκλησης. Η εκδότρια εταιρία μπορεί να ανακαλέσει τις προνομιούχες μετοχές προκειμένου να εξαναγκάσει την απόσυρση της έκδοσης.

Επειδή οι προνομιούχοι μέτοχοι μπορεί να μην είναι ευχαριστημένοι εξαιτίας της ύπαρξης δυνατότητας ανάκλησης των μετοχών τους, οι εταιρίες τους καταβάλλουν ένα τίμημα υπεράνω της ονομαστικής αξίας. Γενικά, το τίμημα τείνει να είναι σχετικά χαμηλό και ελαχιστοποιείται με την πάροδο του χρόνου.

Οι προνομιούχες μετοχές συνήθως ανακαλούνται περιοδικά με πληρωμές που γίνονται από την εκδότρια εταιρία. Η περιοδική ανάκληση σημαίνει ανάκληση ενός ορισμένου αριθμού προνομιούχων μετοχών κάθε φορά έναντι

ενός ποσού, το οποίο υπολογίζεται με βάση τα καθαρά κέρδη μετά την πληρωμή των προνομιούχων μερισμάτων.

Ένας άλλος τρόπος απόσυρσης των προνομιούχων μετοχών είναι η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές, αλλά σ' αυτήν την περίπτωση η απόφαση λαμβάνεται από τους προνομιούχους μετόχους μάλλον παρά από την εταιρία. Το προνόμιο της μετατροπής δίνει στους επενδυτές το δικαίωμα να ανταλλάξουν μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές (convertible preferred stocks) με κοινές μετοχές σε μια προκαθορισμένη τιμή ή δείκτη ανταλλαγής.

Οι προνομιούχες μετοχές έχουν γενικά ονομαστική αξία. Η ύπαρξη ονομαστικής αξίας είναι απαραίτητη επειδή τα μερίσματα εκφράζονται ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας. Προνομιούχες μετοχές χωρίς ονομαστική αξία εκφράζουν τα μερίσματα σε απόλυτο αριθμό.

Τέλος, οι μετοχές επικαρπίας εκδίδονται κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου και παραδίδονται στους μετόχους των οποίων οι μετοχές αποσβέστηκαν. Οι μετοχές αυτές δεν παρέχουν το δικαίωμα επιστροφής του εισφερθέντος κεφαλαίου κατά την εκκαθάριση της εταιρίας αφού η επιστροφή αυτή πραγματοποιήθηκε κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, οι μετοχές επικαρπίας δεν παρέχουν το δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή του πρώτου μερίσματος. Οι αποσβεθείσες μετοχές ακυρώνονται.

Η απόσβεση δεν αποτελεί μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας δεδομένου ότι γίνεται πάντοτε με τη χρησιμοποίηση σχηματισθέντων ειδικών αποθεματικών ή κερδών χρήσεως προς διανομή.

### 3.2.3 Τιμή Έκδοσης

Οι μετοχές **διακρίνονται** σε μετοχές **εκδιδόμενες στο άρτιο, υπέρ το άρτιο και υπό το άρτιο**. Μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο (par stocks) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης καθεμίας είναι ίση με την ονομαστική αξία της. Μετοχές εκδιδόμενες υπέρ το άρτιο (stocks at premium) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι ανώτερη από την ονομαστική αξία της. Η διαφορά μεταξύ της έκδοσης υπέρ το άρτιο και της τιμής στο άρτιο πιστώνεται σε ειδικό αποθεματικό (αποθεματικό από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο).

Μετοχές εκδιδόμενες υπό το άρτιο (discount stocks) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία της. Στην Ελλάδα απαγορεύεται η έκδοση μετοχών υπό το άρτιο. Όμως, είναι δυνατό να υπάρξει περίπτωση έμμεσης έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο, αν υπερεκτιμηθούν οι εισφορές σε είδος. Κάτι τέτοιο προσπαθεί να αποτρέψει ο νομοθέτης επιβάλλοντας την αποτίμηση των εισφορών σε είδος από την ειδική επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190.

Όταν εκδίδονται μετοχές υπό το άρτιο, οι κομιστές ευθύνονται απέναντι στους πιστωτές της ανώνυμης εταιρίας σε περίπτωση λύσεώς της και αδυναμίας ικανοποίησης των απαιτήσεών τους, για το ποσόν της έκδοσης μετοχών υπό

το άρτιο (discount liability), ενώ αντίθετα δεν υποχρεώνονται οι μέτοχοι να καταβάλλουν το ποσόν αυτό στην ανώνυμη εταιρία.

Η διαφορά από την έκδοση μετοχών υπό το άρτιο εμφανίζεται ως λογαριασμός ενεργητικού με τίτλο διαφορά από τη ν έκδοση μετοχών υπό το άρτιο.

### **3.3 Δικαιώματα Μετόχων**

Τα κυριότερα δικαιώματα των μετόχων μίας ανώνυμης εταιρίας είναι: το δικαίωμα ψήφου, το δικαίωμα προτίμησης, το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και το δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας.

#### **3.3.1 Δικαίωμα Ψήφου**

Η Γενική Συνέλευση των μετόχων, ως κυρίαρχο όργανο μίας ανώνυμης εταιρίας αποφασίζει για την εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, την τροποποίηση του καταστατικού, την έγκριση του ισολογισμού, τη διάθεση των κερδών την έκδοση ομολογιακών δανείων, τη συγχώνευση, την παράταση ή τη λύση της εταιρίας και το διορισμό εκκαθαριστών.

Το κύριο έργο του Διοικητικού Συμβουλίου είναι ο καθορισμός των αντικειμενικών σκοπών της εταιρείας και η διατύπωση της πολιτικής για την υλοποίησή τους. Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο ορίζει τα ανώτερα στελέχη, τα οποία ασκούν την ουσιαστική διοίκηση της εταιρίας.

Κάθε μέτοχος έχει για κάθε μετοχή μία ψήφο για την εκλογή ενός μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου. Ο μέτοχος μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα της ψήφου είτε αυτοπροσώπως είτε με τον ορισμό αντιπροσώπου.

Στην Ελλάδα, η ψηφοφορία για την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου διεξάγεται με το πλειοψηφικό σύστημα (majority voting ή ordinary voting system). Για παράδειγμα, αν υπάρχουν δέκα υποψήφιοι για επτά θέσεις μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ένας μέτοχος κάτοχος μίας μετοχής έχει επτά ψήφους τις οποίες μπορεί να διανείμει σε επτά υποψηφίους της αρεσκείας του δίνοντας μόνο μία ψήφο σε κάθε υποψήφιο.

#### **3.3.2 Δικαίωμα Προτίμησης**

Δικαίωμα προτίμησης (preemptive right) σημαίνει ότι παραχωρείται στους υπάρχοντες μετόχους το δικαίωμα να αγοράζουν πρώτοι (rights offering), ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών τους, τις νέες μετοχές που εκδίδονται κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σε μια προκαθορισμένη τιμή και μέσα σε μια ορισμένη χρονική περίοδο (χρόνος εγγραφής).

### 3.3.3 Δικαίωμα Συμμετοχής στα Κέρδη

Οι μέτοχοι αμείβονται για τα κεφάλαια που επενδύουν στην εταιρία με δυο τρόπους. Πρώτον, από την αύξηση της μετοχής και δεύτερον από το μέρος των καθαρών κερδών που διανέμεται ως μέρισμα. Τα καθαρά κέρδη της εταιρίας διανέμονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου και έγκριση της Γενικής Συνέλευσης.

### 3.3.4 Δικαίωμα Συμμετοχής στο Προϊόν Εκκαθάρισης

Οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά τη λύση της ανώνυμης εταιρία, αφού προηγουμένως ικανοποιηθούν όλες οι υπόλοιπες απαιτήσεις κατά της ανώνυμης εταιρίας (residual claims).

## 3.4 Τιμές (Αξίες) Μετοχών

Οι μετοχές των ανώνυμων εταιριών μπορούν να διαμορφώσουν **τέσσερα είδη** τιμών (αξιών): ονομαστική, λογιστική ή εσωτερική, έκδοσης και χρηματιστηριακή.

### 3.4.1 Ονομαστική Αξία

Ονομαστική αξία ή αξία στο άρτιο (nominal value ή par value) είναι η αξία που αναγράφεται στο σώμα της μετοχής και στο καταστατικό της εταιρίας. **Κύριος σκοπός** της ονομαστικής αξίας είναι να καθορίσει την αναλογία κάθε μετοχής στην ιδιοκτησία της εταιρίας. Η συνολική ονομαστική αξία της εταιρίας είναι το γινόμενο του αριθμού των μετοχών επί την ονομαστική αξία της μετοχής.

Η ονομαστική αξία δεν εκφράζει απαραίτητα το ύψος των εισφορών των μετόχων ανά μετοχή κατά τη σύσταση της εταιρίας, επειδή είναι πιθανόν οι μετοχές να εκδόθηκαν υπέρ το άρτιο. Επίσης, η αξία αυτή δεν εκφράζει αξίωση του μετόχου κατά της ανώνυμης εταιρίας συγκεκριμένου ύψους, γιατί μετά τη λύση της ανώνυμης εταιρίας ο μέτοχος για να δικαιωθεί κάποιου ποσού πρέπει το προϊόν της εκκαθάρισης να είναι μεγαλύτερο από τις απαιτήσεις των πιστωτών.

### 3.4.2 Λογιστική Αξία

Η ονομαστική αξία δεν πρέπει αν συγχέεται με τη λογιστική αξία (εσωτερική). Η ονομαστική αξία είναι νόμιμη έννοια, ενώ η λογιστική αξία είναι λογιστική έννοια. Η ονομαστική αξία καθορίζεται από την εταιρία, ενώ η λογιστική αξία είναι συνήθως το πηλίκο της καθαρής περιουσίας δια του αριθμού των μετοχών της εταιρίας.



Ειδικότερα, ο προσδιορισμός της λογιστικής αξίας της μετοχής προϋποθέτει την κατάταξη των προνομιούχων μετοχών σε δυο κατηγορίες. Οι **προνομιούχες μετοχές** που δικαιούνται μόνο σταθερό μέρος (στην ουσία επιτόκιο) αποτελούν μικτή αξία (έχουν χαρακτηριστικά κοινής μετοχής και ομολογίας) και ανταποκρίνονται στην κυρίως έννοια της προνομιούχου μετοχής. Αντίθετα, οι **συμμετοχικές προνομιούχες μετοχές** χωρίς ψήφο ταυτίζονται περισσότερο με τις κοινές από τις οποίες ουσιαστικά διαφέρουν μόνο κατά το δικαίωμα ψήφου. Αυτές οι προνομιούχες μετοχές αυξάνουν τον αριθμό των κοινών μετοχών και κατά συνέπεια, τα κέρδη που αντιστοιχούν στις μετοχές αυτές, ενώ οι προνομιούχες μετοχές σταθερού μερίσματος υπολογίζονται ξεχωριστά και μειώνουν τα κέρδη που αντιστοιχούν στους κοινούς μετόχους κατά το ύψος του μερίσματος τους.

Στην Ελλάδα, οι προνομιούχες μετοχές που προέκυψαν από την κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Ν. 1249/82) είναι όλες συμμετοχικές και διαφέρουν ουσιαστικά των κοινών μετοχών στο δικαίωμα της ψήφου. Έτσι, οι μετοχές αυτές μπορούν να πωληθούν στο κοινό, χωρίς να εξασθενήσει ο έλεγχος της εταιρίας.

Αν μια επώνυμη εταιρία έχει μετοχές κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, είναι δύσκολο να υπολογιστεί η λογιστική αξία των μετοχών. Στην περίπτωση αυτή υποστηρίζεται ότι η εσωτερική αξία των μετοχών εκφράζει ένα μέσο όρο λογιστικής αξίας να μετοχή.

Η λογιστική αξία των μετοχών δεν εκφράζει και την **πραγματική** τους αξία. Αυτό οφείλεται σε δύο λόγους. Πρώτον, μερικές λογιστικές αξίες είναι προϊόν λογιστικών ενεργειών που γίνονται με βάση κανόνες με τους οποίους εξυπηρετούνται κυρίως οι αρχές της συντηρητικότητας και της αντικειμενικότητας (π.χ. οι κανόνες που διέπουν τις αποτιμήσεις, τις αποσβέσεις, τις προβλέψεις κλπ.). Δεύτερον, ορισμένες λογιστικές αξίες έχουν ιστορική μάλλον σημασία, αν δεν έχει αναπροσαρμοστεί η αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή υπάρχουν διάφορα αφανή αποθεματικά.

Για να αρθούν αυτά τα μειονεκτήματα, σε πολλές περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα όταν πρόκειται να εκδοθούν νέες μετοχές και πρέπει να καθοριστεί η τιμή έκδοσής τους, προσδιορίζεται η εσωτερική αξία μετά από αποτίμηση σε τρέχουσες αξίες των υλικών και άυλων στοιχείων της περιουσίας και συνυπολογισμό, στην προκύπτουσα λογιστική καθαρή θέση, των διαφορών που διαπιστώνονται από τις αποτιμήσεις αυτές.

### 3.4.3 Τιμή Έκδοσης

Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους αγοραστές κατά την έκδοσή τους αντιπροσωπεύει την τιμή έκδοσης των μετοχών. Στην Ελλάδα η τιμή έκδοσης απαγορεύεται να είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία των μετοχών.

### 3.4.4 Χρηματιστηριακή Αξία

Η χρηματιστηριακή αξία (market value) είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές. Η πραγματική αξία της μετοχής για τις εισηγμένες εταιρίες αντιπροσωπεύεται από τη χρηματιστηριακή αξία και όχι από τη λογιστική αυξημένη κατά τη διαφορά που προκύπτει από την υπεραξία των περιουσιακών στοιχείων. Η χρηματιστηριακή αξία είναι συνάρτηση μιας σειράς παραγόντων, οι οποίοι είναι συνυφασμένη τόσο με τις γενικές συνθήκες της αγοράς όσο και με την ίδια την ανώνυμη εταιρία (π.χ. προοπτικές κερδών και μερισμάτων, βαθμός δανειακής επιβάρυνσης και αυτοχρηματοδότησης, μέγεθος κινδύνου κλπ.).

## 3.5 Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιείται είτε με **μετρητά** (ουσιαστική), οπότε υπάρχει πραγματική εισροή κεφαλαίων στην εταιρία είτε με **κεφαλαιοποίηση** της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, των **αποθεματικών** και των **κερδών χρήσεως προς διανομή** (τυπική), οπότε, όμως, δεν υπάρχει πραγματική εισροή κεφαλαίων, αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις για αναγνώριση της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή της μετατροπής των αποθεματικών και των κερδών χρήσης προς διανομή σε μετοχικό κεφάλαιο.

### 3.5.1 Αύξηση με Μετρητά

Η διαδικασία που ακολουθείται για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρίας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελείται από τα ακόλουθα βήματα:

- Απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, μετά από πρόταση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας, για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών.
- Ορισμός αναδόχου.
- Σύνταξη ενημερωτικού δελτίου.
- Έγκριση του ενημερωτικού δελτίου από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
- Υποβολή του ενημερωτικού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για έγκριση της έκδοσης των νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή.
- Καθορισμός από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών της χρονικής περιόδου κατά την οποία θα γίνει η δημόσια εγγραφή και κατά συνέπεια η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης.
- Υποβολή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατάστασης με τα ονόματα των μετόχων που αγόρασαν τις νέες μετοχές προκειμένου να διαπιστωθεί η κάλυψη της έκδοσης και η απαιτούμενη διασπορά.

- Υποβολή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αίτησης για την εισαγωγή των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο.
- Καθορισμός από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών της ημερομηνίας για την εισαγωγή των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο, η οποία δημοσιοποιείται στο κοινό από την εκδότρια εταιρία.

Από τα παραπάνω βήματα της διαδικασίας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρίας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκείνα που χρειάζονται παραπέρα ανάπτυξη είναι ο ρόλος του αναδόχου και η σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου. Αυτό επιχειρείται αμέσως παρακάτω.

Μια εταιρία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η οποία επιδιώκει την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με μετρητά δεν είναι υποχρεωμένη να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες αναδόχου (underwriter). Στην πράξη όμως, αν ληφθεί υπόψη η σημασία του δικτύου του αναδόχου στην επιτυχία της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ο ορισμός ενός ή περισσότερων συμβούλων έκδοσης (ανάδοχοι) πρέπει να θεωρείται απαραίτητος.

Οι ανάδοχοι σε συνεργασία με την εταιρία:

- Συντάσσουν το ενημερωτικό δελτίο,
- Καθορίζουν την τιμή έκδοσης,
- Προωθούν στην αγορά τις νέες μετοχές και καταβάλλουν στην εταιρία το ποσό των χρημάτων από την πώληση των μετοχών μείον τις δαπάνες έκδοσης.
- Αναλαμβάνουν την ευθύνη για την πώληση ολόκληρης της έκδοσης. Αν για οποιοδήποτε λόγο δεν καταστεί δυνατή η πώληση όλων των μετοχών, οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν τις υπόλοιπες μετοχές στην τιμή έκδοσης και
- Συμμετέχουν στη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών στο χρηματιστήριο.

Το **ενημερωτικό δελτίο** (prospectus) περιλαμβάνει πληροφορίες για την εκδότρια εταιρία και για τους όρους της έκδοσης προκειμένου το επενδυτικό κοινό να αξιολογήσει την εταιρία και την έκδοση.

Σε σχέση με την εταιρία, το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει:

- Το ιστορικό, δηλαδή την επωνυμία, το έτος ίδρυσης, το αντικείμενο, τους σκοπούς και την έδρα της εταιρίας,
- Τις εγκαταστάσεις, εξοπλισμό και λοιπά πάγια περιουσιακά στοιχεία,
- Την παραγωγική διαδικασία, προϊόντα και δίκτυο διανομής,
- Τη διοίκηση της εταιρίας,
- Το απασχολούμενο προσωπικό,
- Το μετοχικό κεφάλαιο,
- Τον τρόπο χρησιμοποίησης των νέων κεφαλαίων,
- Τα δικαιώματα των μετόχων,
- Την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων,
- Τους στόχους και τις προοπτικές της εταιρίας για τα επόμενα πέντε χρόνια και

- Τις προβλέψεις των πωλήσεων και των οικονομικών αποτελεσμάτων για τα επόμενα πέντε χρόνια.

Αναφορικά με τους όρους της έκδοσης, το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει τον προσδιορισμό:

- Της τιμής έκδοσης των νέων μετοχών,
- Του αριθμού των νέων μετοχών που θα εκδοθούν,
- Του αριθμού των δικαιωμάτων προτίμησης που απαιτούνται για την απόκτηση μιας νέας μετοχής,
- Της τιμής της μετοχής χωρίς το δικαίωμα προτίμησης και
- Της αξίας του δικαιώματος προτίμησης.

Στη συνέχεια αναπτύσσεται η διαδικασία προσδιορισμού των πέντε αυτών παραμέτρων οι οποίες έχουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μίας ανώνυμης εταιρίας με μετρητά.

### 3.5.1.1 Προσδιορισμός Τιμής Έκδοσης Νέων Μετοχών

*Σχέση τιμής έκδοσης και χρηματιστηριακής τιμής.* Η βάση για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης των νέων μετοχών είναι η χρηματιστηριακή τιμή των παλιών μετοχών. Θεωρητικά, η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών μπορεί να είναι μεγαλύτερη, ίση ή μικρότερη από τη χρηματιστηριακή τιμή των παλιών μετοχών.

Αν η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών είναι μεγαλύτερη από τη χρηματιστηριακή των παλιών μετοχών, φυσικά κανείς δε θα εγγραφεί στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, εφόσον μπορεί να αγοράσει τη μετοχή σε μικρότερη τιμή στο χρηματιστήριο.

Αν η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών είναι ίση με τη χρηματιστηριακή των παλιών μετοχών, οι τρίτοι επενδυτές δεν θα έχουν κανένα κίνητρο συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Κατά συνέπεια, στην πράξη, η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών πρέπει να είναι μικρότερη από τη χρηματιστηριακή των παλιών μετοχών, προκειμένου οι επενδυτές να έχουν κίνητρο συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

*Διαφορά τιμής έκδοσης από χρηματιστηριακή τιμή. Τρεις είναι οι κυριότεροι παράγοντες* οι οποίοι επηρεάζουν τη διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης των μετοχών, χωρίς όμως να την ορίζουν επακριβώς.

**A**, η τάση της αγοράς από τη στιγμή που λαμβάνεται η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέχρι την ημερομηνία που θα τελειώσουν οι εγγραφές αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Αν η αγορά έχει ανοδική τάση, η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης των μετοχών μπορεί να είναι μικρή, ενώ αν η τάση της αγοράς είναι πτωτική, η διαφορά θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη. Για παράδειγμα, όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι η μείωση της τιμής έκδοσης

σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών για να μην αποτύχει η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

**Β**, η σύνθεση των μετόχων. Αν οι κυριότεροι μέτοχοι ενδιαφέρονται να διατηρήσουν τον αντιπρόσωπό τους στο Διοικητικό Συμβούλιο θα συμμετάσχουν στην αύξηση, έστω και αν η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης των μετοχών είναι μικρή.

**Γ**, η ποιότητα των επιχειρηματικών σχεδίων της εταιρίας. Αν από τα επιχειρηματικά σχέδια της εταιρίας που έχουν δημοσιευθεί στο ενημερωτικό δελτίο διαφαίνεται, ότι τα νέα κεφάλαια θα επενδυθούν σε επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες θα έχουν αποδοτικότητα μεγαλύτερη από αυτή που θα μπορούσαν να επιτύχουν οι επενδυτές σε άλλες επενδύσεις του ίδιου κινδύνου, τότε η αγορά θα αντιδράσει θετικά στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

*Αποτίμηση μετοχών.* Για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης των νέων μετοχών απαιτούνται προβλέψεις των αναμενόμενων κερδών και μερισμάτων ανά μετοχή και επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης.

Στην Ελλάδα, οι μέθοδοι αποτίμησης που συνήθως χρησιμοποιούνται είναι η μέθοδος του λόγου της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή, η μέθοδος της παρούσας αξίας και η μέθοδος της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας της μετοχής.

Με την μέθοδο του λόγου της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή, συνήθως προσδιορίζεται ο δείκτης τιμής προς κέρδη του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία. Για το σκοπό αυτό δεν χρησιμοποιείται μία μονοσήμαντη τιμή του δείκτη τιμής προς κέρδη, αλλά ένα εύρος τιμών μιας αντιπροσωπευτικής περιόδου πέντε ή δέκα ετών. Οι τιμές των δεικτών τιμής προς κέρδη πολλαπλασιαζόμενες με το μέσο όρο των κερδών της επόμενης πενταετίας δίνουν μια ενδεικτική τιμή έκδοσης των νέων μετοχών της εταιρίας.

Με τη μέθοδο της παρούσας αξίας, εκτός από τα κέρδη ανά μετοχή απαιτείται και η απόδοση που απαιτούν οι κοινοί μέτοχοι. Αν υποθέσουμε ότι το κατάλληλο υπόδειγμα αποτίμησης είναι εκείνο των δυναμικών επιχειρήσεων, τότε η τιμή έκδοσης της μετοχής είναι:

$$TEM = \frac{M_1}{A_k - g}$$

όπου:

- TEM = Τιμή έκδοσης μετοχής
- $M_1$  = Μέρισμα ανά μετοχή στην επόμενη περίοδο
- $A_k$  = Απόδοση απαιτούμενη από κοινούς μετόχους
- $g$  = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Με την μέθοδο προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας της μετοχής, για τον καθορισμό της τιμής έκδοσης της μετοχής απαιτούνται η καθαρή θέση της εταιρίας, η υπεραξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και ο αριθμός των μετοχών. Το άθροισμα της καθαρής θέσης της εταιρίας και της υπεραξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων διαιρείται με τον αριθμό των μετοχών για τον προσδιορισμό της τιμής έκδοσης των μετοχών.

Μια παραλλαγή της μεθόδου αυτής είναι η αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού έτσι ώστε να εκφράζει τις τιμές κτήσης την ημέρα κλεισίματος του ισολογισμού.

### 3.5.1.2 Προσδιορισμός Αριθμού Νέων Μετοχών

Ο αριθμός των νέων μετοχών που πρέπει να εκδοθεί προκειμένου να πραγματοποιηθεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται με βάση την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Αριθμός νέων μετοχών} = \frac{\text{Ποσόν αύξησης κεφαλαίου}}{\text{Τιμή έκδοσης μετοχών}}$$

### 3.5.1.3 Προσδιορισμός Αριθμού Δικαιωμάτων Προτίμησης

Κάθε παλιά μετοχή έχει ένα δικαίωμα προτίμησης και κατά συνέπεια ο συνολικός αριθμός δικαιωμάτων προτίμησης είναι ίσος με τον αριθμό των υπάρχουσων μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό συμμετοχής ενός μετόχου στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι ίσο με το ποσοστό συμμετοχής του μετόχου στο υπάρχον μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας.

Η εταιρία αποστέλλει επιστολή στους δικαιούχους μετόχους με την οποία ορίζει τις ημερομηνίες άσκησης του δικαιώματος προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, στην επιστολή υπάρχει ειδικό έντυπο βεβαίωσης του δικαιώματος προτίμησης. Το έντυπο αυτό χρησιμοποιείται για την πώληση των δικαιωμάτων προτίμησης στην περίπτωση κατά την οποία ο μέτοχος δεν επιθυμεί να ασκήσει τα δικαιώματά του.

Ο αριθμός των δικαιωμάτων προτίμησης που πρέπει να προσκομίσει ένας μέτοχος για να αγοράσει μια νέα μετοχή υπολογίζεται με βάση την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{Αριθμός δικαιωμάτων προτίμησης για αγορά μιας νέας μετοχής} = \frac{\text{Αριθμός παλιών μετοχών}}{\text{Αριθμός νέων μετοχών}}$$

Με άλλα λόγια, ένας παλιός μέτοχος για να αγοράσει μια νέα μετοχή πρέπει να παραδώσει έναν αριθμό δικαιωμάτων προτίμησης και να καταβάλλει την τιμή έκδοσης της μετοχής, δηλαδή 1 μετοχή = αριθμός δικαιωμάτων

προτίμησης επί αξία δικαιώματος προτίμησης + τιμή έκδοσης της νέας μετοχής.

Όπως τονίστηκε παραπάνω, η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης μπορεί να γίνει μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, το οποίο ορίζεται από το χρηματιστήριο για την πραγματοποίηση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Κατά συνέπεια, τα δικαιώματα προτίμησης έχουν αξία μόνο κατά την περίοδο άσκησής τους. Μετά τη λήξη της περιόδου αυτής, τα δικαιώματα προτίμησης παύουν να έχουν αξία.

#### 3.5.1.4 Προσδιορισμός Τιμής Μετοχής Χωρίς Δικαίωμα Προτίμησης

Η θεωρητική (νέα ή προσαρμοσμένη) τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος μπορεί να υπολογιστεί διαιρώντας την αξία του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου (παλιού και νέου) με το σύνολο των μετοχών (παλιές και νέες). Το παλιό μετοχικό κεφάλαιο ισούται με τον αριθμό των παλιών μετοχών επί τιμή έκδοσης των μετοχών αυτών.

Η παραπάνω σχέση μπορεί να απλοποιηθεί, αν αντί του αριθμού των παλιών και νέων μετοχών χρησιμοποιηθεί η αναλογία της έκδοσης, δηλαδή η αναλογία μεταξύ παλιών και νέων μετοχών η οποία δίνεται από τον αριθμό των δικαιωμάτων προτίμησης. Δηλαδή:

$$TMX\Delta = \frac{TM\Delta(\Delta) + TEM}{\Delta + 1}$$

όπου:

TMXΔ = Τιμή μετοχής χωρίς δικαίωμα

TMΔ = Τιμή μετοχής με δικαίωμα

Δ = Δικαιώματα απαραίτητα για την αγορά μίας μετοχής

TEM = Τιμή έκδοσης μετοχών

Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού της παραπάνω σχέσεως είναι να υπολογιστεί πρώτα η θεωρητική αξία του δικαιώματος (ΑΔ) και στη συνέχεια να αφαιρεθεί η αξία αυτή από την τιμή της μετοχής με δικαίωμα. Δηλαδή:

$$TMX\Delta = TM\Delta - A\Delta$$

Στην πράξη, η τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος προτίμησης μπορεί να είναι διαφορετική από τη θεωρητική (νέα ή προσαρμοσμένη) τιμή της μετοχής χωρίς δικαίωμα προτίμησης. Όπως συμβαίνει με όλες τις εισηγμένες μετοχές, η εξέλιξη της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο εξαρτάται από την υπάρχουσα προσφορά και ζήτηση για τις μετοχές της εταιρίας.

#### 3.5.1.5 Προσδιορισμός Αξίας Δικαιώματος Προτίμησης

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στην πράξη, η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών ορίζεται μικρότερη από τη χρηματιστηριακή τιμή των παλιών

μετοχών. Κατά συνέπεια, το δικαίωμα προτίμησης το οποίο δίνει τη δυνατότητα συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχει κάποια αξία. Η θεωρητική αξία ενός δικαιώματος προτίμησης δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$A\Delta = \frac{TM\Delta - TEM}{\Delta + 1}$$

Η αξία του δικαιώματος προτίμησης μπορεί επίσης να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της τιμής της μετοχής με δικαίωμα και της τιμής της μετοχής χωρίς δικαίωμα. Δηλαδή:

$$A\Delta = TM\Delta - TMX\Delta$$

Τέλος, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, 1 μετοχή = αριθμός δικαιωμάτων προτίμησης επί αξία δικαιώματος προτίμησης + τιμή έκδοσης της νέας μετοχής, δηλαδή  $TMX\Delta = \Delta(A\Delta) + TEM$ . Λύνοντας την εξίσωση αυτή ως προς  $A\Delta$  έχουμε:

$$A\Delta = \frac{TMX\Delta - TEM}{\Delta}$$

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι το δικαίωμα προτίμησης δεν αποτελεί ιδιαίτερη αξία για το μέτοχο αλλά είναι μέρος του κεφαλαίου του. Το άθροισμα της τιμής της μετοχής χωρίς το δικαίωμα προτίμησης και η αξία του δικαιώματος προτίμησης είναι ίση με την αξία της μετοχής πριν από την απόσπαση της αξίας του δικαιώματος προτίμησης.

Στην πράξη, η αξία του δικαιώματος προτίμησης (χρηματιστηριακή αξία) δεν πρέπει να απομακρύνεται σημαντικά από τη θεωρητική αξία του, γιατί οι μέτοχοι θα πραγματοποιήσουν αγοραπωλησίες δικαιωμάτων προτίμησης και μετοχών με σκοπό το άμεσο κέρδος επωφελούμενοι τη διαφορά μεταξύ των δύο αξιών (arbitrage).

Ειδικότερα, αν η τιμή του δικαιώματος προτίμησης είναι χαμηλότερη από τη θεωρητική αξία του, οι μέτοχοι θα αγοράσουν δικαιώματα προτίμησης με κεφάλαια που θα προέρχονται από πώληση μετοχών. Η προσφορά μεγάλου αριθμού μετοχών θα πιέσει την τιμή της μετοχής προς τα κάτω, ενώ η ζήτηση δικαιωμάτων προτίμησης θα πιέσει την τιμή του δικαιώματος προτίμησης προς τα πάνω με αποτέλεσμα η ανταλλαγή δικαιωμάτων προτίμησης και μετοχών να γίνει κάποια στιγμή μη αποδοτική.

Αν η τιμή του δικαιώματος προτίμησης είναι υψηλότερη από τη θεωρητική αξία του, οι μέτοχοι θα πωλήσουν δικαιώματα προτίμησης και θα αγοράσουν μετοχές. Η αυξημένη ζήτηση μετοχών θα ασκήσει ανοδική πίεση στην τιμή της μετοχής, ενώ η προσφορά δικαιωμάτων προτίμησης θα ασκήσει πτωτική πίεση στην τιμή του δικαιώματος προτίμησης με αποτέλεσμα η ανταλλαγή δικαιωμάτων προτίμησης και μετοχών να γίνει μη αποδοτική.



### 3.5.1.6 Οικονομική Θέση Μετόχων

Η οικονομική θέση των παλιών μετόχων εξαρτάται από τον τρόπο που οι μέτοχοι αυτοί θα χρησιμοποιήσουν το δικαίωμα προτίμησης. Στη συνέχεια αναλύονται οι ενεχόμενοι τρόποι χρησιμοποίησης του δικαιώματος προτίμησης. Η ανάλυση αυτή δίνει την ευκαιρία να φανεί ο σκοπός του δικαιώματος προτίμησης και κατ' επέκταση να εντοπιστούν οι παράγοντες που προσδιορίζουν την επιτυχία την παραχώρησης δικαιωμάτων προτίμησης.

*Τρόποι χρησιμοποίησης δικαιώματος προτίμησης.* Ο μέτοχος μπορεί να χρησιμοποιήσει το δικαίωμα προτίμησης με τρεις εναλλακτικούς τρόπους. Πρώτον, να ασκήσει το δικαίωμα προτίμησης και να λάβει μέρος στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Δεύτερον, να πουλήσει το δικαίωμα προτίμησης. Τρίτον, να αφήσει να παρέλθει άπρακτο το χρονικό διάστημα άσκησης του δικαιώματος προτίμησης.

Η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης επιτρέπει στους παλιούς μετόχους να διατηρήσουν αμετάβλητο το αναλογικό συμφέρον τους στην εταιρία και επιπλέον να αποφύγουν τις ζημιές από την πτώση της αξίας των μετοχών εξαιτίας έκδοσης νέων μετοχών σε τιμή μικρότερη από τη χρηματιστηριακή.

Η πώληση του δικαιώματος προτίμησης, ενώ επιτρέπει στους παλιούς μετόχους να αποφύγουν τις ζημιές από την πτώση της αξίας των μετοχών εξαιτίας έκδοσης νέων μετοχών σε τιμή μικρότερη από τη χρηματιστηριακή, δεν τους δίνει τη δυνατότητα να αποφύγουν τη μείωση του αναλογικού συμφέροντός τους στην εταιρία.

Αν παρέλθει άπρακτο το χρονικό διάστημα άσκησης του δικαιώματος προτίμησης, ο παλιός μέτοχος υφίσταται τόσο ζημιές από την έκδοση των νέων μετοχών σε τιμή μικρότερη από τη χρηματιστηριακή, όσο και μείωση του αναλογικού συμφέροντός του στην εταιρία.

*Σκοπός δικαιώματος προτίμησης.* Ο σκοπός του δικαιώματος προτίμησης είναι διπλός. **A**, διατηρεί αμετάβλητο το αναλογικό συμφέρον των παρόντων μετόχων (δικαίωμα ψήφου-ελέγχου, δικαίωμα συμμετοχής στα μελλοντικά κέρδη και δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας).

**B**, το δικαίωμα προτίμησης προστατεύει τους μετόχους από την πτώση της αξίας της μετοχής (dilution value) εξαιτίας της έκδοσης νέων μετοχών σε τιμή μικρότερη από τη χρηματιστηριακή.

*Επιτυχία δικαιώματος προτίμησης.* Η επιτυχία της παραχώρησης δικαιωμάτων προτίμησης εξαρτάται κυρίως από δύο παράγοντες. Πρώτον, η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών, προκειμένου η έκδοση να είναι ελκυστική στους επενδυτές.

Δεύτερον, επειδή η εταιρία δεν ελέγχει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, το χρονικό διάστημα άσκησης του δικαιώματος προτίμησης πρέπει να είναι σχετικά σύντομα. Έτσι η χρηματιστηριακή τιμή να μη μειωθεί κάτω από την τιμή έκδοσης κατά τη διάρκεια της ισχύος του δικαιώματος.

### 3.5.1.7 Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας συνεπάγεται ανάληψη τόσο διοικητικών δαπανών όσο και κόστους τιμολόγησης των νέων μετοχών.

Στις διοικητικές δαπάνες συγκαταλέγεται η αμοιβή των αναδόχων και των λοιπών εμπειρογνομόνων της έκδοσης, οι δαπάνες για την κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου και οι δαπάνες για τη διαφήμιση της έκδοσης.

Κόστος τιμολόγησης υπάρχει στην περίπτωση κατά την οποία η τιμή που διαμορφώθηκε την ημέρα της εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης της μετοχής. Το κόστος αυτό μπορεί να υπολογιστεί με την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Κόστος τιμολόγησης} = \left[ \left( \frac{\text{TKM}}{\text{TEM}} \times \frac{\text{TK}\Delta_0}{\text{TK}\Delta_1} \right) - 1 \right] \times 100$$

όπου:

TKM = Τιμή κλεισίματος μετοχής την ημέρα έναρξης των διαπραγματεύσεων στο χρηματιστήριο

TEM = Τιμή έκδοσης μετοχής

TK $\Delta_0$  = Τιμή κλεισίματος δείκτη χρηματιστηρίου την ημέρα καθορισμού της TEM

TK $\Delta_1$  = Τιμή κλεισίματος δείκτη χρηματιστηρίου την ημέρα έναρξης των διαπραγματεύσεων στο χρηματιστήριο

Η εταιρία επιθυμεί να επιτύχει όσο το δυνατό υψηλότερη τιμή έκδοσης, έτσι ώστε να εισπράξει περισσότερα χρήματα. Οι ανάδοχοι όμως τείνουν να υποεκτιμούν την μετοχή γιατί μια υψηλή τιμή έκδοσης μπορεί να καταλήξει σε αδυναμία πώλησης όλων των μετοχών. Στη περίπτωση αυτή, εκτός από την υποχρέωση των αναδόχων να αγοράσουν μετοχές που δεν πουλήθηκαν στο ευρύ επενδυτικό κοινό, υπάρχει κίνδυνος μείωσης της τιμής της μετοχής την ημέρα εισαγωγής της στο χρηματιστήριο.

### 3.5.2 Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Υπεραξίας Πάγιων Στοιχείων

Με τον όρο **υπεραξία** εννοούμε τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας και της λογιστικής αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας. Οι εταιρίες διανέμουν την υπεραξία από την αναπροσαρμογή των πάγιων στοιχείων τους είτε με έκδοση δωρεάν νέων μετοχών, είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών ή με συνδυασμό έκδοσης δωρεάν νέων μετοχών και αύξησης της ονομαστικής αξίας των μετοχών.

Η ανατίμηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων αποσκοπεί στην προσαρμογή της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδα ανάλογα με τις τρέχουσες τιμές τους. Η αναπροσαρμογή επηρεάζει ισόποσα

και τα δύο σκέλη του ισολογισμού. Στο ενεργητικό αυξάνονται τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, ενώ στο παθητικό αυξάνονται οι διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων οι οποίες είναι λογαριασμός που ανήκει στην κατηγορία των ίδιων κεφαλαίων της εταιρίας.

Δικαίωμα παραλαβής των νέων μετοχών έχουν οι παλιοί μέτοχοι της εταιρίας ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υπάρχον μετοχικό κεφάλαιο. Σε κάθε παλιά μετοχή αντιστοιχεί ένα δικαίωμα παραλαβής. Η διανομή των νέων μετοχών στους δικαιούχους πραγματοποιείται την ημέρα που αποχωρίζεται το δικαίωμα παραλαβής από τη μετοχή. Επίσης, την ίδια ημέρα οι νέες μετοχές καθίστανται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

### **3.5.3 Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Αποθεματικών**

Πρόκειται για **λογιστική πράξη** με την οποία μεταφέρονται τα διάφορα αποθεματικά της εταιρίας στο μετοχικό κεφάλαιο. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται είτε με έκδοση δωρεάν νέων μετοχών, είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών ή με συνδυασμό έκδοσης δωρεάν νέων μετοχών και αύξησης της ονομαστικής αξίας των μετοχών. Για το δικαίωμα παραλαβής των νέων μετοχών ισχύουν αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω.

### **3.5.4 Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση Διανεμητέων Κερδών Χρήσεως**

Η διοίκηση μιας εταιρίας έχει το δικαίωμα μετά την καταβολή του πρώτου μερίσματος να κεφαλαιοποιήσει ένα μέρος ή ολόκληρο το υπόλοιπο των κερδών χρήσεως. Στην περίπτωση αυτή, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, το συγκεκριμένο μέρος των κερδών πιστώνονται στο λογαριασμό ποσά προοριζόμενα για την αύξηση του κεφαλαίου. Στη συνέχεια, ο λογαριασμός αυτός μεταφέρεται στο λογαριασμό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με ταυτόχρονη έκδοση δωρεάν νέων μετοχών. Για το δικαίωμα παραλαβής των νέων μετοχών ισχύουν αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η αύξηση αυτή του μετοχικού κεφαλαίου ισοδυναμεί με μέρισμα σε μετοχές το οποίο αναπτύσσεται αναλυτικότερα στο επόμενο κεφάλαιο.

## **3.6 Χρηματοδότηση με Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο**

Για την εκδότρια εταιρία, η χρηματοδότηση με κοινό μετοχικό κεφάλαιο έχει ορισμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα κυριότερα από αυτά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αναφέρονται παρακάτω.

### 3.6.1 Πλεονεκτήματα

**A,** το κοινό μετοχικό κεφάλαιο δεν συνεπάγεται ανάληψη σταθερών επιβαρύνσεων. Αν η εταιρία πραγματοποιήσει κέρδη, τότε ενδεχομένως να αποφασίσει να διανείμει μέρος στους κατόχους κοινών μετοχών. Αυτό είναι σε πλήρη αντίθεση με τους τόκους των δανείων, οι οποίοι πρέπει να πληρωθούν ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών της εταιρίας.

**B,** το κοινό μετοχικό κεφάλαιο δεν έχει ορισμένη ημερομηνία λήξεως. Το κοινό μετοχικό κεφάλαιο είναι νόμιμο κεφάλαιο για το οποίο δεν υπάρχει υποχρέωση επιστροφής του στους κατόχους κοινών μετοχών.

**Γ,** η χρησιμοποίηση κοινού μετοχικού κεφαλαίου διευκολύνει τη διαβάθμιση των ομολογιών της εταιρίας ως αξιογράφων χαμηλότερου κινδύνου για τους επενδυτές και μειώνει το κόστος των δανείων της εταιρίας. Αυτό ισχύει γιατί το κοινό μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί ασφαλιστική δικλείδα για τους δανειστές της εταιρίας, αφού οι δανειστές προηγούνται από τους κοινούς μετόχους στην απόληψη της αμοιβής των κεφαλαίων τους.

**Δ,** για τρεις λόγους, ορισμένες φορές το κοινό μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να πωληθεί ευκολότερα από τα δάνεια. Πρώτον, θεωρητικά το κοινό μετοχικό κεφάλαιο έχει υψηλότερη απόδοση από εκείνη του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και των ομολογιών. Δεύτερον, το κοινό μετοχικό κεφάλαιο παρέχει στους επενδυτές μεγαλύτερη προστασία έναντι του πληθωρισμού από εκείνη του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και των ομολογιών. Τρίτον, τα κεφαλαιακά κέρδη από κοινές μετοχές δεν φορολογούνται μέχρι να πραγματοποιηθούν, ενώ σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται καθόλου.

### 3.6.2 Μειονεκτήματα

**A,** η πώληση κοινών μετοχών επεκτείνει το δικαίωμα ψήφου και ελέγχου σε νέους επενδυτές, οι οποίοι εισέρχονται με αυτόν τον τρόπο στην εταιρία. Η αύξηση της χρηματοδότησης με κοινό μετοχικό κεφάλαιο συνήθως αποφεύγεται από τις μικρές επιχειρήσεις στις οποίες οι ιδιοκτήτες-διευθυντές είναι απρόθυμοι να μοιραστούν το έλεγχο των εταιριών τους με άλλους εξωτερικούς επενδυτές.

**B,** η χρησιμοποίηση δανείων επιτρέπει στην εταιρία να αντλήσει κεφάλαια με σταθερό κόστος για ορισμένη χρονική περίοδο (διάρκεια δανείου), ενώ, αντίθετα, η χρησιμοποίηση κοινών μετοχών συνεπάγεται διανομή των μελλοντικών κερδών της εταιρίας σε περισσότερους μετόχους διηλεκώς.

**Γ,** το κόστος αναδοχής και διανομής των κοινών μετοχών είναι συνήθως υψηλότερο από το κόστος αναδοχής και διανομής των προνομιούχων μετοχών και των ομολογιών.

**Δ**, ορισμένες φορές η πώληση νέων κοινών μετοχών μπορεί να θεωρηθεί ένδειξη αδυναμίας της εταιρίας και κατά συνέπεια μπορεί να προξενήσει μείωση της τιμής των κοινών μετοχών.

### 3.7 Χρηματοδότηση με Προνομιούχο Μετοχικό Κεφάλαιο

Επίσης, η χρηματοδότηση με προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο έχει ορισμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για την εκδότρια εταιρία. Τα κυριότερα από αυτά τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αναφέρονται παρακάτω.

#### 3.7.1 Πλεονεκτήματα

**Α**, σε αντίθεση με τις ομολογίες, η υποχρέωση της εταιρίας να διανέμει προνομιούχο μέρισμα δεν είναι συμβατική, κατά συνέπεια, η μη διανομή προνομιούχου μερίσματος δεν μπορεί να υποχρεώσει την εταιρία σε πτώχευση.

**Β**, με την πώληση προνομιούχων μετοχών, η εταιρία αποφεύγει τη μείωση της αξίας του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, η οποία συμβαίνει όταν η εταιρία πουλάει κοινές μετοχές.

**Γ**, η εταιρία αποφεύγει μεγάλες ταμιακές εκροές οφειλόμενες σε επιστροφή του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου, ένα γεγονός το οποίο είναι συνυφασμένο με τις περιπτώσεις των δανείων, αφού: (α) το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο συνήθως δεν έχει ημερομηνία λήξεως και (β) μία ενδεχόμενη περιοδική ανάκληση του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου επεκτείνεται σε μια μακρόχρονη περίοδο.

#### 3.7.2 Μειονεκτήματα

**Α**, το προνομιούχο μέρισμα δεν εκπίπτει από τα έσοδα για τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών, κατά συνέπεια, το κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου μετά από φόρους είναι υψηλότερο από το κόστος των δανείων μετά από φόρους.

**Β**, αν και το προνομιούχο μέρισμα μπορεί να μην καταβληθεί, οι επενδυτές προσδοκούν την καταβολή του μερίσματος και οι εταιρίες σκοπεύουν να καταβάλλουν το μέρισμα, αν οι συνθήκες το επιτρέψουν. Κατά συνέπεια, το προνομιούχο μέρισμα είναι πραγματικά μια σταθερή πληρωμή και η χρησιμοποίηση του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου, όπως τα δάνεια, αυξάνει το χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρίας και άρα αυξάνει το κόστος των δανείων και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

## 4 Ομολογιακά Δάνεια

### 4.1 Γενικά

Τα ομολογιακά δάνεια είναι μακροπρόθεσμα δάνεια μεγάλου ύψους. Το κεφάλαιο των δανείων αυτών αναλαμβάνεται από πολλούς δανειστές. Κάθε δανειστής χορηγεί μόνο ένα μικρό μέρος του συνολικού δανείου. Η απαίτηση των δανειστών κατά του δανειζόμενου για την επιστροφή του κεφαλαίου και την καταβολή των τόκων ενσωματώνεται στους τίτλους του δανείου που ονομάζονται ομολογίες.

Οι ομολογιούχοι (κάτοχοι ομολογιών και κατά συνέπεια δανειστές του εκδότη του ομολογιακού δανείου) έχουν τη δυνατότητα να διαπραγματεύονται τις ομολογίες τους στην αγορά κεφαλαίου. Η δυνατότητα αυτή δεν υπάρχει σε άλλα είδη δανείων π.χ. τραπεζικά δάνεια.

Στην Ελλάδα, ομολογιακά δάνεια εκδίδουν το Δημόσιο, τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, οι κρατικές επιχειρήσεις, οι τράπεζες και οι ανώνυμες εταιρίες. Όμως η ανάπτυξη του θεσμού μέχρι σήμερα δεν θεωρείται γενικά ικανοποιητική.

### 4.2 Χαρακτηριστικά Ομολογιών

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ομολογιών είναι η ονομαστική αξία, το ονομαστικό επιτόκιο, ο χρόνος πληρωμής των τόκων, η διάρκεια, το δικαίωμα ανάκλησης, το δικαίωμα επιστροφής και η εγγύηση του δανείου. Τα χαρακτηριστικά αυτά αναγράφονται στο σώμα των ομολογιών του δανείου.

#### 4.2.1 Ονομαστική Αξία

**Ονομαστική αξία** ομολογίας (face value ή par value) είναι το ποσόν που θα εισπράξει ο ομολογιούχος για κάθε μία ομολογία στην ημερομηνία λήξης της.

#### 4.2.2 Ονομαστικό Επιτόκιο

**Ονομαστικό επιτόκιο** ή επιτόκιο έκδοσης (coupon interest rate ή rate of interest) είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε ο εκδότης του ομολογιακού δανείου το κεφάλαιο από την αγορά κεφαλαίου. Το ύψος του ονομαστικού επιτοκίου εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς κεφαλαίου κατά την ημερομηνία έκδοσης του ομολογιακού δανείου. Το ονομαστικό επιτόκιο (τοκομερίδιο ή κουπόνι) μπορεί να είναι σταθερό σε όλη τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου (ομολογίες σταθερής απόδοσης) ή μπορεί να διαφοροποιείται ανά τακτά χρονικά διαστήματα (συνήθως κατά την ανανέωση των ομολογιών), σύμφωνα με κανόνες που έχουν προκαθοριστεί (ομολογίες

μεταβλητής απόδοσης). Οι τόκοι μίας ομολογίας για μια περίοδο υπολογίζονται πολλαπλασιάζοντας την ονομαστική αξία της ομολογίας με το ονομαστικό επιτόκιο.

#### 4.2.3 Χρόνος Πληρωμής Τόκων

Συνήθως η καταβολή των τόκων γίνεται είτε σε ετήσια, είτε σε εξαμηνιαία βάση. Στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες (π.χ. στη χώρα μας) η καταβολή των τόκων γίνεται κατά κύριο λόγο σε ετήσια βάση, ενώ αντίθετα, στις ΗΠΑ, είναι πιο συνηθισμένη η εξαμηνιαία καταβολή. Σπανιότερα, η καταβολή των τόκων γίνεται σε χρονικά διαστήματα διαφορετικά του έτους και του εξαμήνου.

#### 4.2.4 Διάρκεια

Οι ομολογίες έχουν συγκεκριμένη **χρονική διάρκεια** (maturity), στη λήξη της οποίας ο εκδότης είναι υποχρεωμένος να καταβάλλει στο δανειστή την ονομαστική αξία της ομολογίας. Διεθνώς, η διάρκεια των ομολογιών ποικίλλει και κυμαίνεται από ένα έτος μέχρι τριάντα έτη. Υπάρχουν όμως και ομολογίες διάρκειας εκατό ετών (π.χ. centuries στις ΗΠΑ) αλλά και ομολογίες αορίστου λήξεως (π.χ. consolidated fund ή consols στην Αγγλία). Στη χώρα μας, η μεγαλύτερη διάρκεια ομολογιών μέχρι πρόσφατα ήταν δέκα πέντε έτη. Στις αρχές όμως του 2000 εκδόθηκε από το ελληνικό δημόσιο ομολογιακό δάνειο διάρκειας είκοσι ετών.

#### 4.2.5 Δικαίωμα Ανάκλησης

Το **δικαίωμα ανάκλησης** ή επαναγοράς (call feature) επιτρέπει στον εκδότη ενός ομολογιακού δανείου να επαναγοράσει τα ομολογίες που εξέδωσε, σε προκαθορισμένη τιμή, πριν από τη λήξη τους. Οι εκδότες των ομολογιών χρησιμοποιούν το δικαίωμα αυτό για να εξασφαλίσουν όσο το δυνατό μικρότερο κόστος δανεισμού. Περισσότερα για το δικαίωμα ανάκλησης αναφέρονται παρακάτω στην απόσυρση ομολογιών σταθερής απόδοσης.

#### 4.2.6 Δικαίωμα Επιστροφής

Σε ορισμένες περιπτώσεις, η σύμβαση του δανείου παρέχει το δικαίωμα στον επενδυτή να **επιστρέψει** τις ομολογίες του στον εκδότη (put feature) και να λάβει την ονομαστική αξία των ομολογιών πριν από τη λήξη τους. Ο επενδυτής θα ασκήσει το δικαίωμα αυτό μόνο στην περίπτωση που θα έχει τη δυνατότητα να επανεπενδύσει τα κεφάλαια που θα εισπράξει, με υψηλότερη απόδοση.

#### 4.2.7 Εγγύηση

Σε ορισμένες περιπτώσεις (συνήθως στις επιχειρηματικές ομολογίες) ο εκδότης παρέχει κάποιου είδους **εγγύηση** (collateral) στους επενδυτές κατά την αγορά των ομολόγων, το είδος της οποίας αναγράφεται στη σύμβαση του δανείου. Ως εγγύηση μπορεί να δοθούν ακίνητα περιουσιακά στοιχεία, μετοχές, ομολογίες ή άλλα χρεόγραφα. Με τον τρόπο αυτό η εκδότρια επιχείρηση εγγυάται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της όσον αφορά στην επιστροφή της ονομαστικής αξίας των ομολογιών, στη πληρωμή των τόκων ή και των δύο. Σε περίπτωση που ο εκδότης των ομολογιών δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, τότε οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να ρευστοποιήσουν την εγγύηση προκειμένου να καλύψουν τις απαιτήσεις του.

#### 4.3 Σύμβαση Δανείου

Η **σύμβαση** ενός ομολογιακού δανείου επηρεάζει σημαντικά το πραγματικό κόστος του δανείου και τη μελλοντική ευελιξία της εκδότριας επιχείρησης.

Η σύμβαση του δανείου (indenture) είναι ένα νομικό έγγραφο το οποίο αναφέρεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις των κατόχων των ομολογιών και της εκδότριας επιχείρησης.

Ειδικά, για την εκδότρια επιχείρηση, η σύμβαση περιλαμβάνει περιοριστικούς όρους (restrictive covenants), οι οποίοι καλύπτουν θέματα όπως οι συνθήκες κάτω από τις οποίες οι ομολογίες μπορεί να εξοφληθούν πριν από τη λήξη τους, το επίπεδο στο οποίο ο δείκτης κάλυψης τόκων πρέπει να διατηρείται, οι προϋποθέσεις έκδοσης επιπρόσθετου δανείου και οι περιορισμοί στις πληρωμές μερισμάτων, προκειμένου τα κέρδη να χρησιμοποιηθούν κατά προτεραιότητα για την εξυπηρέτηση του δανείου.

Γενικά, οι όροι αυτοί αποβλέπουν να διασφαλίσουν τους επενδυτές ότι η επιχείρηση δεν μεταβάλλει τη χρηματοοικονομική της πολιτική, με σκοπό να υποβαθμίσει την ποιότητα των ομολογιών της μετά από τη στιγμή της έκδοσής τους.

Οι κάτοχοι των ομολογιών αντιπροσωπεύονται από το θεματοφύλακα της έκδοσης (trustee). Ο θεματοφύλακας είναι υπεύθυνος για την τήρηση των περιοριστικών όρων και για τη λήψη κατάλληλων μέτρων σε περίπτωση παραβίασής τους.



## 4.4 Βασικές Κατηγορίες Ομολογιών

Η βασική διάκριση των ομολογιών στηρίζεται στη συμπεριφορά της απόδοσής τους. Έτσι, οι ομολογίες διακρίνονται σε ομολογίες σταθερής απόδοσης και ομολογίες μεταβλητής απόδοσης.

**Ομολογίες σταθερής απόδοσης** εννοούμε εκείνη την κατηγορία ομολογιών το επιτόκιο των οποίων καθορίζεται κατά την έκδοσή τους και παραμένει σταθερό για όλη τη διάρκεια της ζωής τους.

Με **ομολογίες μεταβλητής απόδοσης** εννοούμε εκείνη την κατηγορία ομολογιών το επιτόκιο των οποίων δεν παραμένει σταθερό διαχρονικά. Στην περίπτωση αυτή το επιτόκιο του πρώτου χρόνου είναι γνωστό κατά την έκδοση των ομολογιών, ενώ τα επιτόκια των επόμενων ετών καθορίζονται περίπου τρεις ημέρες πριν από την αποκοπή του τοκομεριδίου κάθε τοκοφόρας περιόδου. Το επιτόκιο των επόμενων ετών είναι συνάρτηση του επιπέδου των επιτοκίων που θα επικρατήσουν στην αγορά στο χρονικό διάστημα καθορισμού του επιτοκίου για κάθε τοκοφόρο περίοδο.

## 4.5 Ειδικές Κατηγορίες Ομολογιών

Διάφορες ειδικές κατηγορίες ομολογιών έχουν δημιουργηθεί για να καλύψουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων. Μερικές από τις ομολογίες αυτές είναι σταθερής απόδοσης, ενώ οι υπόλοιπες είναι μεταβλητής απόδοσης. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι κυριότερες ειδικές κατηγορίες ομολογιών.

### 4.5.1 Μετατρέψιμες Ομολογίες

Οι **μετατρέψιμες ομολογίες** (convertible bonds) μπορεί να μετατραπούν σε κοινές μετοχές σε ορισμένη τιμή με απόφαση του ομολογιούχου. Οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν χαμηλότερο επιτόκιο από τις μη μετατρέψιμες του ίδιου εκδότη επειδή οι μετατρέψιμες είναι ελκυστικές στους επενδυτές που επιθυμούν ταυτόχρονα ανάπτυξη και ασφάλεια. Με άλλα λόγια, οι μετατρέψιμες ομολογίες παρέχουν στον κάτοχό τους μια ευκαιρία συμμετοχής στα κεφαλαιακά κέρδη των κοινών μετοχών του εκδότη, προκειμένου να αντισταθμίσει την απώλεια από το χαμηλότερο επιτόκιο.

### 4.5.2 Ομολογίες με Πιστοποιητικά Αγοράς Μετοχών

Μερικές ομολογίες παρέχουν πιστοποιητικά (warrants) που δίνουν στον κάτοχο της ομολογίας το δικαίωμα να αγοράσει κοινές μετοχές σε συγκεκριμένη τιμή. Συνήθως, τα πιστοποιητικά αυτά μπορεί να πωληθούν χωριστά από την αντίστοιχη ομολογία. Τέτοιες ομολογίες εκδίδουν οι επιχειρήσεις που χρειάζονται επιπρόσθετα κίνητρα, προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές. Τα κίνητρα αυτά συνήθως μειώνουν το επιτόκιο

των ομολογιών. Όμως, η αύξηση του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερα κέρδη ανά μετοχή (dilution of earnings), γεγονός που μπορεί να αποδειχτεί περισσότερο δαπανηρό μακροχρόνια.

#### 4.5.3 Ομολογίες Μηδενικού Επιτοκίου

Οι **ομολογίες μηδενικού επιτοκίου** ή ομολογίες χωρίς τοκομερίδια (zero coupon bonds) δεν έχουν περιοδικές πληρωμές τόκων. Οι τόκοι είναι ενσωματωμένοι στην τιμή της ομολογίας. Οι ομολογίες πωλούνται με μεγάλη έκπτωση (σε τιμή πολύ χαμηλότερη της ονομαστικής αξίας) και οι επενδυτές εισπράττουν την ονομαστική αξία της ομολογίας στη λήξη του δανείου.

Οι ομολογίες χωρίς τοκομερίδιο χρησιμοποιούνται ευρέως, ιδιαίτερα σε βραχυπρόθεσμες εκδόσεις. Για παράδειγμα, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου πωλούνται με έκπτωση και είναι εξαγοράσιμα στην ονομαστική αξία. Άλλα παραδείγματα τέτοιων αξιογράφων είναι τα εμπορικά χρεόγραφα, τα πιστοποιητικά τραπεζικών καταθέσεων και οι ομολογίες αποταμιεύσεων.

#### 4.5.4 Ομολογίες Κυμαινόμενου Επιτοκίου

Στις ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου (floating rate bonds) το επιτόκιο καθορίζεται, για παράδειγμα, για τους πρώτους έξι μήνες. Μετά προσαρμόζεται κάθε έξι μήνες με βάση τα επιτόκια αγοράς. Μερικές εκδόσεις ομολογιών έχουν συνδεθεί με το επιτόκιο των ομολογιών δημοσίου, ενώ άλλες εκδόσεις με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

Το δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου έχει **πλεονεκτήματα** για τους επενδυτές, επειδή το επιτόκιο των ομολογιών αυτών αυξάνεται όταν αυξάνονται τα επιτόκια αγοράς. Αυτό οδηγεί σε σταθεροποίηση της τρέχουσας αξίας του δανείου και επίσης δίνει τη δυνατότητα στους δανειστές να πραγματοποιήσουν εισόδημα που προσαρμόζεται καλύτερα στις δικές τους υποχρεώσεις.

Για παράδειγμα, η αύξηση των επιτοκίων επιφέρει σε μια τράπεζα ταυτόχρονη αύξηση του κόστους καταθέσεων και των εσόδων από δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Έτσι, η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει την αύξηση των εσόδων για να αντισταθμίσει το αυξημένο κόστος καταθέσεων.

Επιπλέον, το δάνειο κυμαινόμενου επιτοκίου έχει **πλεονεκτήματα** για τις επιχειρήσεις, επειδή μπορούν να εκδώσουν μακροπρόθεσμα δάνεια χωρίς να δεσμεύονται να πληρώνουν για ολόκληρη τη διάρκεια της ζωής των δανείων τα υψηλά επιτόκια που ενδεχομένως ίσχυαν κατά το χρόνο έκδοσης των δανείων αυτών.

#### 4.5.5 Ομολογίες Αγοραστικής Δύναμης

Το επιτόκιο των ομολογιών αγοραστικής δύναμης (purchasing power bonds) βασίζεται στο δείκτη πληθωρισμού. Αν ο δείκτης πληθωρισμού αυξηθεί, το επιτόκιο των ομολογιών αυξάνεται αντίστοιχα, προκειμένου να προστατευτεί το εισόδημα των ομολογιούχων από τη μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος. Οι ομολογίες αυτές είναι δημοφιλείς σε χώρες που χρόνια μαστίζονται από υψηλό πληθωρισμό.

#### 4.5.6 Ομολογίες Υψηλού Κινδύνου και Απόδοσης

Πριν από το 1980, οι επενδυτές σταθερού εισοδήματος, όπως τα ταμεία σύνταξης και οι ασφαλιστικές εταιρίες, ήταν γενικά απρόθυμοι να αγοράσουν ομολογίες με κίνδυνο. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου να μην μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με δημόσια εγγραφή στην αγορά ομολογιών. Οι επιχειρήσεις αυτές ήταν υποχρεωμένες να απευθυνθούν για χρηματοδότηση σε κάποια τράπεζα, οπότε το δάνειο συνήθως σχεδιαζόταν με βάση τις ανάγκες της συγκεκριμένης τράπεζας.

Κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1970, ο Michael Milken από την Drexel Burnham Lambert, μια επιχείρηση εργασιών τράπεζας επενδύσεων, βασιζόμενος σε ιστορικά δεδομένα που έδειχναν ότι οι ομολογίες με κίνδυνο είχαν υψηλότερη απόδοση από εκείνη που χρειαζόταν προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνό τους, άρχισε να πείθει ορισμένους θεσμικούς επενδυτές για τα πλεονεκτήματα της αγοράς ομολογιών με κίνδυνο. Έτσι γεννήθηκαν οι ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης (junk bonds). Οι ομολογίες αυτές εκδίδονται για να χρηματοδοτήσουν εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων ή την εξυγίανση προβληματικών επιχειρήσεων.

Η ανάπτυξη της αγοράς ομολογιών υψηλού κινδύνου και απόδοσης ήταν εντυπωσιακή, αλλά και αντιφατική. Στις αρχές του 1989, η Drexel Burnham Lambert οδηγήθηκε σε πτώχευση και ο επινοητής αυτών των ομολογιών Michael Milken στη φυλακή. Αυτά τα γεγονότα αμαύρωσαν την αγορά ομολογιών υψηλού κινδύνου και απόδοσης, η οποία έγινε αντικείμενο αυστηρής κριτικής.

Η τελική ετυμηγορία για τις ομολογίες αυτές δεν έχει ακόμα εκδοθεί. Όμως, τώρα φαίνεται ότι οι ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης θα παίξουν ένα μικρότερο ρόλο στις χρηματοδοτήσεις επιχειρήσεων στα επόμενα χρόνια, αλλά θα παραμείνουν ένα σημαντικό μέρος της χρηματοδοτικής σκηνής.

#### 4.5.7 Εγγυημένες Ομολογίες

Με τις εγγυημένες ομολογίες (guaranteed bonds) μια επιχείρηση εγγυάται τις υποχρεώσεις μιας άλλης. Η εγγύηση καλύπτει είτε τους τόκους, είτε το κεφάλαιο ή το άθροισμα των τόκων και του κεφαλαίου. Αν οι όροι της εγγύησης αναγράφονται στο σώμα της ομολογίας, τότε η ομολογία ονομάζεται σφραγισμένη (stamped) ή οπισθογραφημένη (endorsed). Ομολογίες οπισθογραφημένες από δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις ονομάζονται κοινές ομολογίες (joint bonds). Η αξία της εγγύησης εξαρτάται από τη χρηματοοικονομική ισχύ των συμμετεχουσών επιχειρήσεων. Οι εγγυημένες ομολογίες διαφέρουν από τις ομολογίες που εκδόθηκαν από μια επιχείρηση που μεταγενέστερα απορροφήθηκε από μια άλλη επιχείρηση, η οποία (δεύτερη επιχείρηση) ανέλαβε τις υποχρεώσεις από ομολογίες της πρώτης (assumed bonds).

#### 4.5.8 Συμμετοχικές Ομολογίες

Οι συμμετοχικές ομολογίες (participating bonds) πέρα από ένα σταθερό επιτόκιο προσφέρουν επίσης στους ομολογιούχους τη δυνατότητα συμμετοχής στη διανομή των κερδών της εκδότριας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, ο κάτοχος ομολογιών έχει το δικαίωμα να συμμετέχει στα κέρδη της εκδότριας επιχείρησης μαζί με τους μετόχους στο βαθμό που αυτό προβλέπεται στη σύμβαση του δανείου.

#### 4.5.9 Αποτίμηση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας (ΤΤΟ) είναι ίση με την παρούσα αξία των ταμιακών εισροών της ομολογίας η οποία υπολογίζεται με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο αγοράς (απόδοση απαιτούμενη από τους ομολογιούχους).

Οι ταμιακές εισροές αποτελούνται από τις περιοδικές πληρωμές των τόκων και την ονομαστική αξία της ομολογίας η οποία καταβάλλεται στη λήξη της ομολογίας.

Η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές προκειμένου να επενδύσουν σε μια ομολογία προσδιορίζεται διερευνώντας τις αποδόσεις που προσφέρουν άλλες παρεμφερείς ομολογίες στην αγορά κεφαλαίου. Σημείο αναφοράς είναι ομολογίες ίδιας διάρκειας με την εξεταζόμενη, οι οποίες εκδίδονται από φορείς ίδιας πιστοληπτικής ικανότητας με τον εκδότη της παραπάνω ομολογίας.

#### 4.5.10 Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας με Ετήσια Τοκοφόρο Περίοδο

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας με ετήσια τοκοφόρο περίοδο είναι το άθροισμα των παρουσών αξιών των ετησίων πληρωμών των τόκων σε όλη τη διάρκεια της ομολογίας και της ονομαστικής αξίας που καταβάλλεται στη λήξη της με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο αγοράς. Δηλαδή:

$$TTO = \sum_{t=1}^v \frac{T}{(1+K_{\delta\pi})^t} + \frac{OAO}{(1+K_{\delta\pi})^v}$$

όπου:

- TTO = Τρέχουσα τιμή ομολογίας
- T = Ετήσιοι τόκοι
- OAO = Ονομαστική αξία ομολογίας
- $K_{\delta\pi}$  = Επιτόκιο αγοράς
- v = Αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη

Οι ετήσιες πληρωμές των τόκων σε όλη τη διάρκεια της ομολογίας αποτελούν ράντα και κατά συνέπεια η παραπάνω εξίσωση μπορεί να διατυπωθεί με την ακόλουθη απλούστερη μορφή:

$$TTO = T(\Sigma\text{ΠΑ}_{K_{\delta\pi}}) + OAO(\Sigma\text{ΠΑ}_{K_{\delta\pi}})$$

#### 4.5.11 Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας με Αγορά Ομολογίας Μεταξύ Δύο Περιόδων

Στην πράξη οι επενδυτές αγοράζουν και πωλούν ομολογίες μεταξύ δύο τοκοφόρων περιόδων και έτσι η επόμενη τοκοφόρος περίοδος έχει διάρκεια μικρότερη του έτους. Στην προκειμένη περίπτωση για τον υπολογισμό της τρέχουσας τιμής της ομολογίας ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:

- Υπολογισμός του αριθμού των ημερών που παρεμβάλλονται μεταξύ της ημερομηνίας συναλλαγής και της επόμενης τοκοφόρου περιόδου.
- Υπολογισμός του λόγου:

$$Z = \frac{\text{Αριθμός ημερών από ημερομηνία συναλλαγής  
μέχρι επόμενη τοκοφόρο περίοδο}}{\text{Αριθμός ημερών τοκοφόρου περιόδου}}$$

- Υπολογισμός της ακαθάριστης τρέχουσας τιμής της ομολογίας:

$$TTO = \frac{T}{(1+K_{\delta\pi})^Z} + \frac{T}{(1+K_{\delta\pi})^{1+Z}} + \dots + \frac{T}{(1+K_{\delta\pi})^{n-1+Z}} + \frac{OAO}{(1+K_{\delta\pi})^{v-1+Z}}$$

- Υπολογισμός των δεδουλευμένων τόκων ( $\Delta T$ ) για τις ημέρες που μεσολαβούν από την αμέσως προηγούμενη τοκοφόρο περίοδο έως την ημερομηνία συναλλαγής. Δηλαδή:

$$\Delta T = \frac{\text{Αριθμός ημερών προηγούμενη περίοδο μέχρι συναλλαγή}}{\text{Αριθμός ημερών βάσης}} \times \text{Τόκοι βάσης}$$

- Υπολογισμός της καθαρής τρέχουσας τιμής της ομολογίας, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ της ακαθάριστης τρέχουσας τιμής της ομολογίας και των δεδουλευμένων τόκων.

Όταν το τρέχον τοκομερίδιο θα εισπραχθεί από τον αγοραστή, ο αγοραστής καταβάλλει στον πωλητή την ημέρα της συναλλαγής εκτός από την καθαρή τρέχουσα τιμή της ομολογίας και τους δεδουλευμένους τόκους. Η ομολογία αυτή λέγεται ότι διαπραγματεύεται με τοκομερίδιο (cum-interest).

Όταν το τρέχον τοκομερίδιο θα εισπραχθεί από τον πωλητή, ο αγοραστής καταβάλλει στον πωλητή την ημέρα της συναλλαγής την καθαρή τρέχουσα τιμή της ομολογίας. Στην περίπτωση αυτή η ομολογία λέγεται ότι διαπραγματεύεται χωρίς τοκομερίδιο (ex-interest).

#### 4.5.12 Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας με Εξαμηνιαία Τοκοφόρο Περίοδο

Σε ορισμένες χώρες, οι ομολογίες πληρώνουν τόκους δύο φορές το χρόνο. Στην περίπτωση αυτή, η τρέχουσα τιμή της ομολογίας δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$TTO = \sum_{t=1}^{2v} \frac{T/2}{(1 + K_{\delta t/2})^t} + \frac{OAO}{(1 + K_{\delta t/2})^{2v}}$$

Οι εξαμηνιαίες πληρωμές των τόκων αποτελούν ράντα και κατά συνέπεια η παραπάνω εξίσωση μπορεί να διατυπωθεί με την ακόλουθη απλούστερη μορφή:

$$TTO = T/2(\Sigma \text{ΠΑΡ}_{K_{\delta t/2, 2v}}) + OAO(\Sigma \text{ΠΑ}_{K_{\delta t/2, 2v}})$$

#### 4.5.13 Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας Χωρίς Τοκομερίδια

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας χωρίς τοκομερίδια υπολογίζεται με την παρακάτω εξίσωση:

$$TTO = \frac{OAO}{(1 + K_{\delta t})^v}$$

#### 4.5.14 Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας Επιτόκιο Προεξόφλησης και Ονομαστικό Επιτόκιο

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας και το επιτόκιο προεξόφλησης (επιτόκιο αγοράς) είναι μεταβλητές αρνητικά συσχετισμένες. Ειδικότερα, μεταξύ της τρέχουσας τιμής της ομολογίας, του επιτοκίου προεξόφλησης και του ονομαστικού επιτοκίου ισχύουν τα ακόλουθα:

- Όταν το ονομαστικό επιτόκιο ισούται με το επιτόκιο προεξόφλησης, τότε η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι ίση με την ονομαστική αξία. Συνήθως το ονομαστικό επιτόκιο καθορίζεται ίσο με το επιτόκιο προεξόφλησης την ημερομηνία έκδοσης της ομολογίας.
- Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας ισούται με την ονομαστική αξία, τότε το ονομαστικό επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο προεξόφλησης.
- Όταν το ονομαστικό επιτόκιο είναι μικρότερο από το επιτόκιο προεξόφλησης, τότε η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία.
- Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία, τότε το ονομαστικό επιτόκιο είναι μικρότερο από το επιτόκιο προεξόφλησης.
- Όταν το ονομαστικό επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο προεξόφλησης, τότε η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία.
- Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία, τότε το ονομαστικό επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο προεξόφλησης.

#### 4.5.15 Απεικόνιση Τρεχουσών Τιμών Ομολογιών

Συνήθως οι τρέχουσες τιμές των ομολογιών αναφέρονται από τους διαπραγματευτές ομολογιών στην αγορά κεφαλαίου ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας τους.

Ομολογίες με τρέχουσα τιμή **ίση** με την ονομαστική αξία τους διαπραγματεύονται στο 100% της ονομαστικής αξίας τους και η τρέχουσα τιμή τους αναφέρεται ως 100.

Ομολογίες με τρέχουσα τιμή **μικρότερη** από την ονομαστική αξία τους αναφέρονται σε τιμή μικρότερη του 100. Αν για παράδειγμα αναφερθεί ότι οι ομολογίες διαπραγματεύονται στο 95, αυτό σημαίνει ότι η τρέχουσα τιμή είναι 95% της ονομαστικής αξίας του.

Ομολογίες με τρέχουσα τιμή **μεγαλύτερη** από την ονομαστική αξία τους αναφέρονται σε τιμή μεγαλύτερη του 100. Αν για παράδειγμα αναφερθεί ότι οι ομολογίες διαπραγματεύονται στο 105, τότε η τρέχουσα τιμή τους είναι 105% της ονομαστικής αξίας τους.

#### 4.5.16 Αποδόσεις Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

Κάθε ομολογία μπορεί να διαμορφώσει τα ακόλουθα είδη αποδόσεων: ονομαστική, τρέχουσα, κεφαλαιακή, συνολική, απόδοση μέχρι τη λήξη και απόδοση μέχρι την ανάκληση της ομολογίας. Στη συνέχεια αναπτύσσεται ο τρόπος υπολογισμού των αποδόσεων αυτών για τις ομολογίες σταθερής απόδοσης. Οι παραπάνω αποδόσεις έχουν περιορισμένη εφαρμογή στις ομολογίες μεταβλητής απόδοσης αφού για τις ομολογίες αυτές το επιτόκιο είναι γνωστό μόνο για την τρέχουσα περίοδο.

#### 4.5.17 Ονομαστική Απόδοση

Ονομαστική απόδοση (coupon yield ή nominal yield) είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε ο εκδότης το κεφάλαιο από την αγορά κεφαλαίου. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω για το ονομαστικό επιτόκιο ή το επιτόκιο έκδοσης.

#### 4.5.18 Τρέχουσα Απόδοση

Τρέχουσα απόδοση ή απόδοση τόκων (current yield) είναι η απόδοση μιας ομολογίας με βάση το ποσόν των χρημάτων που έδωσε ο επενδυτής για την αγορά της ομολογίας (τιμή κτήσης ομολογίας). Δηλαδή:

$$\text{Τρέχουσα απόδοση} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Τιμή κτήσης ομολογίας}}$$

Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι **μεγαλύτερη** από την ονομαστική αξία της (και κατά συνέπεια, η τρέχουσα απόδοση είναι μικρότερη από την ονομαστική), η ομολογία πωλείται σε τιμή υψηλότερη από την ονομαστική (premium bond).

Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι **ίση** με την ονομαστική αξία της, τότε η τρέχουσα απόδοση είναι ίση με την ονομαστική απόδοση (ονομαστικό επιτόκιο).

Όταν η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι **μικρότερη** από την ονομαστική αξία της ομολογίας (και κατά συνέπεια, η τρέχουσα απόδοση είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική), η ομολογία πωλείται σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική (discount bond).

Τέλος, ανεξάρτητα από την αναμενόμενη πορεία των επιτοκίων στο μέλλον, η τρέχουσα τιμή της ομολογίας θα τείνει να προσεγγίσει την ονομαστική της αξία όσο πλησιάζει η ημερομηνία λήξης της ομολογίας.



#### 4.5.19 Κεφαλαιακή Απόδοση

Η διαφορά στην τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας μεταξύ δύο χρονικών περιόδων αποτελεί το κεφαλαιακό αποτέλεσμα που πραγματοποίησε ο ομολογιούχος. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να είναι είτε **θετικό** (κεφαλαιακά κέρδη), είτε **αρνητικό** (κεφαλαιακές ζημιές) είτε ουδέτερο.

Η κεφαλαιακή απόδοση υπολογίζεται διαιρώντας το κεφαλαιακό αποτέλεσμα δια της τιμής κτήσης της ομολογίας (π.χ. τρέχουσα τιμή ομολογίας).  
Δηλαδή:

$$\text{Κεφαλαιακή απόδοση} = \frac{\text{Κεφαλαιακό αποτέλεσμα}}{\text{Τιμή κτήσης ομολογίας}}$$

#### 4.5.20 Συνολική Απόδοση

Η συνολική απόδοση μιας ομολογίας είναι το άθροισμα της τρέχουσας και της κεφαλαιακής απόδοσης της ομολογίας. Με άλλα λόγια, σύμφωνα με τα αναπτυχθέντα παραπάνω, η συνολική απόδοση δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Συνολική απόδοση} = \frac{\text{Τόκοι} + \text{Κεφαλαιακό αποτέλεσμα}}{\text{Τιμή κτήσης ομολογίας}}$$

#### 4.5.21 Απόδοση Μέχρι τη Λήξη

Η απόδοση μέχρι τη λήξη μιας ομολογίας (yield to maturity) είναι ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης που εξισώνει το άθροισμα των παρουσών αξιών των τόκων της ομολογίας και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας με την τρέχουσα τιμή της ομολογίας.

#### 4.5.22 Απόδοση Μέχρι την Ανάκληση

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω το δικαίωμα ανάκλησης ή επαναγοράς επιτρέπει στον εκδότη ενός ομολογιακού δανείου να επαναγοράσει τις ομολογίες που εξέδωσε, σε προκαθορισμένη τιμή, πριν από τη λήξη τους.

Στην περίπτωση αυτή, η απόδοση μέχρι την ανάκληση (yield to call) έχει μεγαλύτερη σημασία από την απόδοση μέχρι τη λήξη αφού η ομολογία μπορεί να ανακληθεί πριν από τη λήξη της και έτσι δε θα διαμορφώσει την τελευταία απόδοση. Με άλλα λόγια, η απόδοση μέχρι την ανάκληση μπορεί να θεωρηθεί ως υποπερίπτωση της απόδοσης μέχρι τη λήξη και υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$ΤΤΟ = T(\Sigma ΠΑΡ_{K_{\text{ακτ}}}) + ΤΑ(\Sigma ΠΑ_{K_{\text{ακτ}}})$$

όπου:

ΤΑ = Τιμή ανάκλησης

v = Χρονικές περίοδοι μέχρι την ανάκληση

#### 4.5.23 Κίνδυνοι Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

Οι κυριότεροι κίνδυνοι που αναλαμβάνει ένας κάτοχος ομολογιών σταθερής απόδοσης είναι ο κίνδυνος πληθωρισμού, αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου (ή πιστωτικός κίνδυνος), ρευστότητας, επιτοκίου, επανεπένδυσης και ο κίνδυνος ανάκλησης.

#### 4.5.24 Κίνδυνος Πληθωρισμού

**Κίνδυνο πληθωρισμού** (inflation risk) ονομάζουμε την μείωση των ονομαστικών επιτοκίων εξαιτίας της ύπαρξης πληθωρισμού. Τα μειωμένα επιτόκια που προκύπτουν, αν από τα ονομαστικά επιτόκια εξαλειφθεί η επίδραση του πληθωρισμού, ονομάζονται πραγματικά επιτόκια.

Ο κίνδυνος πληθωρισμού είναι ιδιαίτερα σημαντικός σε αγορές οι οποίες επηρεάζονται από κυβερνητικές παρεμβάσεις, διαμορφώνουν χαμηλά ονομαστικά επιτόκια. Τα χαμηλά επιτόκια σε συνδυασμό με υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού μπορεί να οδηγήσουν σε αρνητικά πραγματικά επιτόκια.

#### 4.5.25 Κίνδυνος Αδυναμίας Πληρωμής Τόκων και Κεφαλαίου

Ο **κίνδυνος αδυναμίας** πληρωμής τόκων και κεφαλαίου από την πλευρά του εκδότη ενός αξιόγραφου (default risk) ή πιστωτικός κίνδυνος (credit risk) επηρεάζει επίσης το επιτόκιο του αξιόγραφου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος αυτός, τόσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο που απαιτούν οι δανειστές (default risk premium). Τα αξιόγραφα δημοσίου έχουν μηδενικό κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου, κατά συνέπεια πρέπει να έχουν το χαμηλότερο επιτόκιο σε μια οικονομία. Για τις εταιρικές ομολογίες, όσο υψηλότερη είναι η διαβάθμιση μιας ομολογίας, τόσο χαμηλότερος είναι ο κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου, κατά συνέπεια τόσο χαμηλότερο είναι το επιτόκιο.

#### 4.5.26 Κίνδυνος Ρευστότητας

Η **ρευστότητα** γενικά ορίζεται ως η ικανότητα μετατροπής ενός περιουσιακού στοιχείου σε μετρητά χωρίς καθυστέρηση και σε μια λογική αγοραία αξία. Ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk) μετριέται με την πιθανότητα μια ομολογία να μη μπορεί να πωληθεί στην τρέχουσα αξία της.

Η ρευστότητα εξαρτάται από την εμπορευσιμότητα της ομολογίας. Κατά συνέπεια, οι μικρές εκδόσεις ομολογιών είναι περισσότερο ευάλωτες στον κίνδυνο ρευστότητας.

Με τη σειρά της, η εμπορευσιμότητα της ομολογίας εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της δευτερογενούς αγοράς. Όσο περισσότερο αποτελεσματική, ελεύθερη και οργανωμένη είναι η δευτερογενής αγορά, τόσο πιο εύκολη είναι η πώληση της ομολογίας σε μια λογική ή δίκαιη τιμή.

Συνήθως τα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, επειδή για τα πρώτα λειτουργούν ενεργές και αποτελεσματικές δευτερογενείς αγορές, ενώ οι αγορές για τα υλικά περιουσιακά στοιχεία είναι περισσότερο περιορισμένες.

Οι επενδυτές γνωρίζουν τη σημασία της ρευστότητας, έτσι αξιολογούν τη ρευστότητα των διαφόρων αξιογράφων και στη συνέχεια απαιτούν αμοιβές ρευστότητας (liquidity premium) να ενσωματωθούν στα επιτόκια αυτών των αξιογράφων.

Η ρευστότητα είναι αρνητικά συσχετισμένη με την απόδοση. Κατά κανόνα, ομολογίες με χαμηλό βαθμό ρευστότητας έχουν μεγάλη αναμενόμενη απόδοση. Το αντίθετο συμβαίνει σε ομολογίες με υψηλό βαθμό ρευστότητας.

#### 4.5.27 Κίνδυνος Επιτοκίου

**Κίνδυνος επιτοκίου** (interest rate risk) ονομάζουμε τη μεταβολή στις αποδόσεις των ομολογιών εξαιτίας μιας μεταβολής των επιτοκίων αγοράς. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μιας ομολογίας, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος επιτοκίου. Κατά συνέπεια, μια αμοιβή κινδύνου μείωσης της τιμής της ομολογίας (maturity risk premium), η οποία αυξάνει με την αύξηση της διάρκειας μιας ομολογίας, πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στο απαιτούμενο από τους επενδυτές επιτόκιο.

#### 4.5.28 Κίνδυνος Επανεπένδυσης

Όταν η πορεία των επιτοκίων είναι πτωτική, η **επανεπένδυση** των εισροών των ομολογιών γίνεται σε χαμηλότερο επιτόκιο και έτσι μειώνεται η απόδοση του χαρτοφυλακίου των ομολογιούχων. Το γεγονός αυτό ονομάζεται κίνδυνος επανεπένδυσης (re-investment risk).

Ο κίνδυνος επανεπένδυσης και ο κίνδυνος επιτοκίου δε λειτουργούν αθροιστικά, αλλά τείνουν να αντισταθμίζουν ο ένας τον άλλο. Για παράδειγμα, μια μείωση των επιτοκίων αγοράς μειώνει οπωσδήποτε την απόδοση των εισροών των ομολογιών που επανεπενδύθηκαν, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει την τρέχουσα τιμή των ομολογιών.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι οι ομολογίες χωρίς τοκομερίδιο δεν υπόκεινται σε κίνδυνο επανεπένδυσης, καθώς δεν πληρώνουν τόκους περιοδικά αλλά προκαταβάλλουν τους τόκους κατά την αγορά της ομολογίας. Όπως τονίστηκε παραπάνω, η ετήσια ομολογία έχει χαμηλότερο κίνδυνο επιτοκίου. Όμως, την ίδια στιγμή η ομολογία αυτή εκθέτει τον επενδυτή σε υψηλότερο κίνδυνο επένδυσης.

#### 4.5.29 Κίνδυνος Ανάκλησης

Σε περιόδους πτωτικής πορείας των επιτοκίων, οι εκδότες ομολογιών με υψηλά επιτόκια τείνουν να ασκήσουν το **δικαίωμα ανάκλησης** των ομολογιών αυτών, προκειμένου να εκδώσουν νέες ομολογίες με μικρότερο επιτόκιο (αντίστοιχο με αυτό της αγοράς), με απώτερο σκοπό να μειώσουν το κόστος δανεισμού τους. Ο κίνδυνος που υφίσταται ο επενδυτής στην περίπτωση αυτή, ονομάζεται κίνδυνος ανάκλησης (call risk) και προσδιορίζεται από την επανεπένδυση των κεφαλαίων του με μικρότερο επιτόκιο. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος ανάκλησης είναι περίπτωση κινδύνου επανεπένδυσης.

### 4.6 Σταθμισμένη Διάρκεια Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

Η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας είναι ίση με το άθροισμα των παρουσών αξιών των τόκων και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας. Η τιμή αυτή επηρεάζεται όχι μόνο από το μέγεθος των καθαρών ταμιακών ροών της ομολογίας και του επιτοκίου προεξόφλησης, αλλά και από τη χρονική κατανομή των καθαρών ταμιακών ροών.

Η χρονική κατανομή των καθαρών ταμιακών ροών μιας ομολογίας εμπεριέχεται στην παράμετρο σταθμισμένη διάρκεια της ομολογίας. Με τον όρο σταθμισμένη διάρκεια μιας ομολογίας (duration) δεν εννοούμε την οικονομική ζωή της ομολογίας, αλλά το μέσο όρο των λόγων των παρουσών αξιών των καθαρών ταμιακών ροών της ομολογίας προς την τρέχουσα τιμή της ομολογίας με συντελεστές στάθμισης τη χρονική κατανομή των καθαρών ταμιακών ροών. Δηλαδή:

$$\Sigma\Delta = \sum_{t=1}^T \frac{ΠΑ_t}{ΤΤΟ} \times T$$

όπου:

$\Sigma\Delta$  = Σταθμισμένη διάρκεια

$ΠΑ_t$  = Παρούσα αξία καθαρής ταμιακής ροής περιόδου  $t$

$t$  = Χρονική περίοδος καθαρών ταμιακών ροών

v = Χρονικές περίοδοι μέχρι τη λήξη της ομολογίας.

#### 4.7 Παράγοντες Προσδιορισμού Επιτοκίων Αγοράς

Εκτός από τον κίνδυνο πληθωρισμού, τον κίνδυνο να βρεθεί ο εκδότης σε αδυναμία να πληρώσει τόκους και κεφάλαιο στις προκαθορισμένες ημερομηνίες (ή πιστωτικό κίνδυνο), τον κίνδυνο ρευστότητας, τον κίνδυνο επιτοκίου, τον κίνδυνο επανεπένδυσης και τον κίνδυνο ανάκλησης και άλλοι παράγοντες επηρεάζουν τη διαμόρφωση των επιτοκίων. Οι σημαντικότεροι από αυτούς τους παράγοντες είναι οι κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, η πολιτική της κεντρικής τράπεζας, το έλλειμμα του προϋπολογισμού και το εμπορικό ισοζύγιο.

#### 4.8 Απόσυρση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

Οι εκδότες μπορούν να αποσύρουν τις ομολογίες σε κυκλοφορία χρησιμοποιώντας μια ή περισσότερες από τις ακόλουθες έξι μεθόδους: ανάκληση ομολογιών, σειριακή απόσυρση, χρεολυτικό κεφάλαιο, αγορά ομολογιών, ακύρωση ομολογιών και ανταλλαγή δανείου-μετοχών.

Οι εκδότες μπορούν επίσης να αποσύρουν ομολογίες πληρώνοντας ένα ποσό εφάπαξ στη λήξη τους. Η μέθοδος αυτή είναι αυτονόητη και κατά συνέπεια δε χρειάζεται να αναπτυχθεί ιδιαίτερα.

Τέλος, με απόφαση των ομολογιούχων, μπορεί να ζητηθεί η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές.

#### 4.9 Ανάκληση Ομολογιών

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι εκδότες συνήθως διατηρούν το δικαίωμα να ανακαλούν τις ομολογίες (callable bonds) πριν από τη λήξη τους σε μια τιμή ανώτερη από την ονομαστική αξία. Η τιμή στην οποία οι ομολογίες ανακαλούνται ονομάζεται τιμή ανάκλησης (call price). Η διαφορά μεταξύ της τιμής ανάκλησης και της ονομαστικής τιμής της ομολογίας ονομάζεται πριμ ανάκλησης (call premium).

Το μέγεθος του πριμ ανάκλησης εξαρτάται από το χρόνο ανάκλησης. Συνήθως το πριμ ανάκλησης ορίζεται ίσο με τόκο ενός έτους, εφόσον οι ομολογίες ανακαλούνται κατά τη διάρκεια του πρώτου χρόνου και στη συνέχεια μειώνεται προοδευτικά κατά ένα σταθερό ποσόν ή ποσοστό (ετήσιος τόκος/αρχική χρονική διάρκεια ομολογιών σε έτη).

Η ανάκληση των ομολογιών μπορεί να αποβλέπει στους ακόλουθους λόγους. Α, αποφυγή υψηλών επιτοκίων για μακροχρόνιες περιόδους. Υποθέτουμε ότι ένα ομολογιακό δάνειο εκδίδεται όταν το επιτόκιο αγοράς είναι 17%. Δύο χρόνια αργότερα το επιτόκιο αγοράς είναι 10%. Αν ο εκδότης μπορούσε να

ανακαλέσει την έκδοση και να την αντικαταστήσει με μια άλλη με επιτόκιο 10%, θα μπορούσε να εξοικονομήσει ένα σημαντικό ποσόν χρημάτων. Όμως, οι επενδυτές που αγοράζουν ομολογίες με υψηλά επιτόκια προσπαθούν να διατηρήσουν τις υψηλές τους αποδόσεις. Κατά συνέπεια, μπορεί να απαιτήσουν η σύμβαση του δανείου να περιλαμβάνει έναν όρο που να τους προστατεύει έναντι της δυνατότητας ανάκλησης (call protection). Ένας τέτοιος όρος μπορεί να προβλέπει ότι ο εκδότης δε μπορεί να ανακαλέσει τις ομολογίες πριν την πάροδο μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου.

**Β**, εξάλειψη εκδόσεων ομολογιών των οποίων η σύμβαση δανείου περιέχει δυσμενείς όρους για τον εκδότη. Για παράδειγμα, η σύμβαση του δανείου μπορεί να απαγορεύει την έκδοση επιπρόσθετων ομολογιών πριν ο εκδότης εξοφλήσει την παρούσα έκδοση.

**Γ**, άσκηση πίεσης στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών να τις μετατρέψουν σε μετοχές, αν αυτό συμφέρει τον εκδότη. Αν οι μετοχές πωλούνται πάνω από την τιμή μετατροπής, ο εκδότης μπορεί να επιθυμεί να ανακαλέσει τις ομολογίες προκειμένου να μειώσει τη δανειακή επιβάρυνσή του.

Τέταρτον, ικανοποίηση των απαιτήσεων του χρεολυτικού κεφαλαίου.

#### 4.9.1 Σειριακή Απόσυρση

Οι **σειριακές ομολογίες** (serial bonds) λήγουν περιοδικά σε ημερομηνίες που είναι γνωστές από τη στιγμή της έκδοσής τους. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές έχουν μια ποικιλία λήξεων για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους.

Οι σειριακές ομολογίες συνηθίζονται περισσότερο στη χρηματοδότηση ακινήτων παρά στη χρηματοδότηση της βιομηχανίας, γιατί το εισόδημα από ενοίκια ακινήτων παρουσιάζει μια περισσότερο σταθερή περιοδικότητα σε σχέση με τα κέρδη των βιομηχανικών επιχειρήσεων.

Οι **σειριακές λήξεις** έχουν επίσης πλεονεκτήματα, όταν η εξασφάλιση των ομολογιών μειώνεται με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, οι ομολογίες αποσύρονται συντομότερα από το χρόνο που απαιτείται για την απόσβεση του εξοπλισμού ο οποίος χρηματοδοτήθηκε με την έκδοση των ομολογιών αυτών.

#### 4.9.2 Χρήση Χρεολυτικού Κεφαλαίου

Το **χρεολυτικό κεφάλαιο** (sinking fund) χρησιμοποιείται για την περιοδική απόσυρση μιας έκδοσης ομολογιών με αντίστοιχες πληρωμές. Μερικές φορές, οι πληρωμές συνδέονται με τις πωλήσεις ή τα κέρδη του τρέχοντος έτους, αλλά συνήθως είναι ένα σταθερό ποσόν. Αν το ποσόν είναι σταθερό, τότε αποτυχία καταβολής των πληρωμών, μπορεί να οδηγήσει την έκδοση σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της, η οποία με τη σειρά της μπορεί να οδηγήσει τον εκδότη σε πτώχευση.

Συνήθως οι πληρωμές γίνονται στο θεματοφύλακα της έκδοσης ο οποίος μπορεί είτε να συγκεντρώσει τις πληρωμές και να αποσύρει ολόκληρη την έκδοση των ομολογιών στη λήξη της είτε να αποσύρει τις ομολογίες περιοδικά με αγορές στην ελεύθερη αγορά ή να προχωρήσει σε ανάκληση.

Η επιλογή μεταξύ αγορών των ομολογιών στην ελεύθερη αγορά ή ανάκλησής τους γίνεται με βάση το κόστος. Αν οι ομολογίες μπορεί να αγοραστούν σε τιμή ίση ή κατώτερη από την τιμή ανάκλησης, ο εκδότης έχει συμφέρον να χρησιμοποιεί τη μέθοδο της αγοράς. Όμως, όταν η τρέχουσα τιμή είναι ανώτερη από την τιμή ανάκλησης, ο εκδότης έχει συμφέρον να αποσύρει τις ομολογίες ασκώντας τη δυνατότητα ανάκλησης.

Κάτω από **ορισμένες προϋποθέσεις**, το χρεολυτικό κεφάλαιο είναι αναγκαίο για την προστασία του ομολογιούχου (π.χ. όταν ως εγγύηση του δανείου δοθεί ένα ενεργητικό στοιχείο ασήμαντης αξίας). Όμως, πρέπει να σημειωθεί ότι πολλές φορές το χρεολυτικό κεφάλαιο μπορεί να είναι επιβλαβές για τους ομολογιούχους. Αν, για παράδειγμα, οι ομολογίες έχουν επιτόκιο 10% και οι αποδόσεις όμοιων ομολογιών έχουν μειωθεί στο 8%, τότε η ομολογία θα έχει τρέχουσα τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία. Η απόσυρση με χρεολυτικό κεφάλαιο στην ονομαστική αξία αποτελεί μεγάλο μειονέκτημα για τους ομολογιούχους των οποίων οι ομολογίες αποσύρθηκαν, αφού στερούνται τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η απόσυρση με τη μέθοδο του χρεολυτικού κεφαλαίου διαφέρει σημαντικά από την αντικατάσταση ομολογιών, αφού στην πρώτη περίπτωση δεν απαιτείται πριμ ανάκλησης. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι μόνο ένα μικρό ποσοστό της έκδοσης μπορεί να αποσυρθεί κάθε χρόνο με τη μέθοδο του χρεολυτικού κεφαλαίου.

Το ποσόν που πρέπει να πληρώνει περιοδικά ένας εκδότης, προκειμένου να συγκεντρώσει το χρεολυτικό κεφάλαιο μπορεί να προσδιοριστεί με τη χρησιμοποίηση της παρακάτω εξίσωσης:

$$ΠΧΚ = \frac{\Pi}{\Sigma ΜΑΡ_{t,w}}$$

όπου:

ΠΧΚ = Πληρωμή χρεολυτικού κεφαλαίου

Π = Ονομαστική αξία δανείου καταβλητέα στη λήξη του

#### 4.9.3 Αγορά Ομολογιών

Όταν τα επιτόκια αγοράς αυξάνονται, η τρέχουσα τιμή των ομολογιών μειώνεται. Όπως είναι γνωστό τα επιτόκια αγοράς και η τρέχουσα τιμή των ομολογιών είναι μεταβλητές αρνητικά συσχετισμένες.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι πριν από 5 χρόνια μια επιχείρηση εξέδωσε ομολογίες ονομαστικής αξίας 100 ευρώ με επιτόκιο 8% και λήξη σε 25 χρόνια. Σήμερα, τα επιτόκια είναι 12% και η τρέχουσα τιμή της ομολογίας είναι 70,12 ευρώ.

Η επιχείρηση έχει συμφέρον να αγοράσει σήμερα τις ομολογίες στην ελεύθερη αγορά (open-market purchases) στην τιμή των 70,12 ευρώ παρά να πληρώσει 100 ευρώ ανά ομολογία στη λήξη του δανείου. Το κέρδος ανά ομολογία από την πρόωρη εξόφληση του δανείου είναι περίπου 30 ευρώ.

#### 4.9.4 Ακύρωση Ομολογιών

Στις ΗΠΑ, δάνεια για τα οποία δεν υπάρχει δυνατότητα ανάκλησης μπορεί να αποσυρθούν με τη μέθοδο της ακύρωσης δανείου (debt defeasance). Συγκεκριμένα, ο εκδότης του δανείου αγοράζει χρεόγραφα δημοσίου τα οποία έχουν ταμιακές εισροές οι οποίες συμπίπτουν με τις ταμιακές εκροές του δανείου τόσο από άποψη χρόνου όσο και μεγέθους. Στη συνέχεια, ο εκδότης παραδίδει τα χρεόγραφα σε ένα θεματοφύλακα ο οποίος έχει εξουσία να εξοφλήσει τους τόκους και το κεφάλαιο του δανείου. Αυτό απαλλάσσει τον εκδότη από τη μέριμνα εξυπηρέτησης του δανείου. Επιπλέον, επιτρέπει στον εκδότη να διαγράψει από τον ισολογισμό του το δάνειο και να μην εμφανίσει τα χρεόγραφα. Με άλλα λόγια, **η ακύρωση δανείου είναι ένας λογιστικός τρόπος εξάλειψης ενός δανείου από τα βιβλία του εκδότη.**

Η απόκτηση των χρεογράφων δημοσίου εκτός από μετρητά του εκδότη μπορεί να χρηματοδοτηθεί με την έκδοση ενός άλλου δανείου. Στην περίπτωση αυτή, εξαλείφεται λογιστικά το παλιό δάνειο και τα χρεόγραφα, ενώ απεικονίζεται το νέο δάνειο. Η απόφαση σχετικά με το ενδιαφέρον που παρουσιάζει η έκδοση νέου δανείου λαμβάνεται κατά τη διαδικασία αντικατάστασης δανείου.

#### 4.9.5 Ανταλλαγή Δανείου-Μετοχών

Οι ομολογίες καταχωρούνται με την ονομαστική αξία στον ισολογισμό του εκδότη. Μια αύξηση των επιτοκίων έχει ως συνέπεια οι τρέχουσες αξίες των ομολογιών να είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες λογιστικές αξίες τους. Στην περίπτωση αυτή, ο εκδότης ενδεχομένως έχει συμφέρον να προχωρήσει σε ανταλλαγή του δανείου με μετοχές (debt-equity swap).



#### 4.10 Αντικατάσταση Ομολογιών Σταθερής Απόδοσης

**Αντικατάσταση** ενός ομολογιακού δανείου (bond refunding) είναι η απόσυρση του δανείου και η έκδοση στη θέση του ενός νέου ομολογιακού δανείου. Οι εκδότες αντικαθιστούν ομολογιακά δάνεια για διάφορους λόγους. Ο κυριότερος λόγος είναι η μείωση των επιτοκίων της αγοράς που δίνει την ευκαιρία στους εκδότες να αντικαταστήσουν ομολογίες υψηλών επιτοκίων με ομολογίες χαμηλών επιτοκίων.

Η αντικατάσταση ενός ομολογιακού δανείου μπορεί να αναλυθεί όπως ένα πρόβλημα αξιολόγησης επενδύσεων. Ο αντικειμενικός σκοπός της ανάλυσης είναι να καθορίσει την καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) που θα προκύψει από την απόσυρση του παλιού δανείου και την έκδοση του νέου. Δηλαδή:

$$\text{ΚΠΑ} = \text{Ετήσιες οικονομίες (ΣΠΑΡ}_{i,v}) - \text{Κόστος επένδυσης}$$

Οι ετήσιες οικονομίες είναι εισροές που προκύπτουν από τη διαφορά στις πληρωμές τόκων μεταξύ παλιών και νέων ομολογιών για την υπόλοιπη ζωή των δανείων.

Το κόστος επένδυσης είναι ταμιακή εκροή η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ των ταμιακών εκροών που απαιτούνται για την επαναγορά των παλιών ομολογιών και των ταμιακών εισροών από την πώληση των νέων.

Όπως σε κάθε πρόβλημα αξιολόγησης επενδύσεων, αν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική, η επιχείρηση έχει συμφέρον να αντικαταστήσει το ομολογιακό δάνειο.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α εξέδωσε πριν από 5 χρόνια ομολογιακό δάνειο 5.000.000 ευρώ, ονομαστικού επιτοκίου 12% και λήξης σε 25 χρόνια. Οι ομολογίες ήταν ανακλητές σε 105, δηλαδή οι κάτοχοι ομολογιών θα λάμβαναν 5% πριμ ανάκλησης στην ονομαστική αξία της ομολογίας. Το κόστος έκδοσης των ομολογιών ήταν 100.000 ευρώ.

Τα επιτόκια έχουν μειωθεί μετά την έκδοση των παλιών ομολογιών. Σήμερα, η επιχείρηση Α μελετά να αντικαταστήσει τις παλιές ομολογίες με μια παρόμοια έκδοση ομολογιών ύψους 5.000.000 ευρώ, ονομαστικού επιτοκίου 10% και λήξης σε 20 χρόνια. Το κόστος έκδοσης των νέων ομολογιών είναι 100.000 ευρώ.

Η περίοδος επικάλυψης, χρόνος που παρεμβάλλεται μεταξύ της έκδοσης των νέων ομολογιών και της απόσυρσης των παλιών, είναι 2 μήνες. Ο συντελεστής φορολογίας της επιχείρησης είναι 40%.

## 4.11 Ελληνική Αγορά Ομολογιών

### 4.11.1 Πρόσφατες εξελίξεις

Μέχρι πριν από λίγα χρόνια, η αγορά ομολογιών στην Ελλάδα ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, με την έννοια ότι οι υφιστάμενες εκδόσεις ομολογιών εξυπηρετούσαν αποκλειστικά τις ανάγκες του κράτους για κεφάλαια. Οι τιμές των ομολογιών δεν παρουσίαζαν σημαντικές διακυμάνσεις καθώς δε υπήρχαν σημαντικές μεταβολές στην προσφορά και τη ζήτηση.

Όμως, τα τελευταία χρόνια, ξεκίνησε μια **προσπάθεια ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού της ελληνικής αγοράς ομολογιών**, με σκοπό την εναρμόνισή της με λοιπές ευρωπαϊκές αγορές ομολογιών.

Οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου παρέχουν σήμερα ευρύτατο πεδίο επιλογών τόσο στους μικροεπενδυτές, όσο και στους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι έχουν πλέον τη δυνατότητα να επιλέξουν ανάμεσα σε τίτλους, οι οποίοι παρέχουν ικανοποιητικές αποδόσεις, εξασφαλίζουν από τον πληθωρισμό και δίνουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.

Με το συνδυασμό των παραδοσιακών και των νέων τίτλων που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο, παρέχεται η δυνατότητα στους Έλληνες και ξένους επενδυτές να αγοράζουν τίτλους με διάρκεια από 3 μήνες έως και 20 χρόνια.

Παράλληλα με τον εμπλουτισμό των τίτλων, το Υπουργείο Οικονομικών εισήγαγε αρκετές θεσμικές αλλαγές, με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας στην αγορά των τίτλων. Οι κυριότερες από αυτές τις αλλαγές είναι οι εξής:

- **Καθιερώθηκε η μέθοδος των δημοπρασιών**, ως αποκλειστική μέθοδος έκδοσης και διάθεσης νέων τίτλων στο επενδυτικό κοινό. Με τον τρόπο αυτό, οι αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου συνδέθηκαν με τις εξελίξεις των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, δεδομένου ότι τα επιτόκια έπαψαν να ορίζονται διοικητικά από το Ελληνικό Δημόσιο και απεικονίζουν τις εκάστοτε επικρατούσες οικονομικές συνθήκες.
- **Καθιερώθηκε ο θεσμός των βασικών διαπραγματευτών** (primary dealers), ο οποίος ενίσχυσε τη λειτουργία της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς τίτλων. Στο θεσμό συμμετέχουν όλες οι εμπορικές τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα (τέσσερις κρατικές, δύο ιδιωτικές και τρεις ξένες).
- **Βελτιώθηκε η εμπορευσιμότητα των μακροχρόνιων τίτλων**, δια μέσου συνεχών δημοπρασιών (re-opening), προκειμένου οι τίτλοι αυτοί να καταστούν ελκυστικοί στο ευρύ επενδυτικό κοινό.
- **Καθιερώθηκε η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων** (Η.Δ.Α.Τ.) της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία εγγυάται ταχύτητα, διαφάνεια και αποτελεσματικότητα.

- Καθιερώθηκε η αποτίμηση των ομολογιών σε τιμές αγοράς (mark-to-market), η οποία έδωσε περισσότερο ρεαλιστική διάσταση στην αξιολόγηση των ομολογιακών χαρτοφυλακίων.
- Καταργήθηκε ο φόρος του 15% στις συναλλαγές συμφωνιών επαναγοράς (repos) ανάμεσα στις τράπεζες και στους πελάτες τους (ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές) και ξεκίνησε πειραματικά η λειτουργία της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς στις αρχές Οκτωβρίου 1999.

Επιπρόσθετα, για την προσέλκυση ξένων επενδυτών, το Υπουργείο Οικονομικών προχώρησε περί τα τέλη του 1998 στην κατάργηση της φορολογίας των τόκων των κρατικών ομολογιών για τους μόνιμους κατοίκους του εξωτερικού, προκειμένου να καταστούν πιο ελκυστικοί οι ελληνικοί τίτλοι στις διεθνείς αγορές και παράλληλα να επιταχυνθεί η διαδικασία αποκλιμάκωσης των επιτοκίων τους. Η κατάργηση της φορολογίας επεκτείνεται και στους τόκους των ομολογιών παλαιότερων εκδόσεων, οι οποίοι θα καταβληθούν μετά την 1-1-99, αλλά φυσικά μόνο για το τμήμα εκείνο των τόκων που δεν ήταν δεδουλευμένοι την 1-1-99. Με τον τρόπο αυτό, επήλθε φορολογική εναρμόνιση με αυτά που ισχύουν για τη συγκεκριμένη περίπτωση στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

- Πρόσφατα, το Υπουργείο Οικονομικών ίδρυσε τον **Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.)**, με αποστολή την αποτελεσματικότερη διαχείριση του δημοσίου χρέους και την ενίσχυση της ελληνικής αγοράς κρατικών τίτλων. Ειδικότερα, σκοπός του Οργανισμού είναι η μείωση του κόστους διαχείρισης του δημοσίου χρέους, η τόνωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στους κρατικούς τίτλους, η προώθηση των ελληνικών τίτλων σε εγχώριους και ξένους επενδυτές και η διασφάλιση της σωστής λειτουργίας της αγοράς.

#### 4.11.2 Αποτίμηση σε Τιμές Αγοράς

Σημαντική εξέλιξη στην ελληνική αγορά ομολογιών αποτέλεσε η έναρξη αποτίμησης των ομολογιών σε τιμές αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι η αποτίμηση των ομολογιών των ομολογιακών χαρτοφυλακίων γίνεται τώρα σε τρέχουσες τιμές και όχι στην ονομαστική αξία ή στην αξία κτήσης, όπως γινόταν μέχρι τώρα.

Η εφαρμογή της νέας μεθόδου αποτίμησης ξεκίνησε στις 15 Μαρτίου 1999 και ολοκληρώθηκε σταδιακά έως το τέλος του πρώτου εξαμήνου του έτους. Η αποτίμηση των ομολογιών σε τιμές αγοράς αποτελεί διεθνή πρακτική για τα ομολογιακά χαρτοφυλάκια. Κατά συνέπεια, η ελληνική αγορά, με την απόφαση αυτή, προσαρμόζεται για χάρη της ομαλότερης λειτουργίας της στα διεθνώς ισχύοντα.

Το θέμα της αποτίμησης των ομολογιών σε τιμές αγοράς δεν είναι απλώς ένα λογιστικό θέμα, όπως ενδεχομένως φαίνεται από πρώτη άποψη, αλλά έχει ιδιαίτερη σημασία, κυρίως για τα θεσμικά χαρτοφυλάκια ομολογιών (αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες κ.λ.π.). Στο παρελθόν, τα θεσμικά ομολογιακά χαρτοφυλάκια υπολόγιζαν την αξία των ομολογιών που κατείχαν

στην τιμή κτήσεως συν τους δεδουλευμένους τόκους ως την ημέρα της αποτίμησης, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι μεταβολές στις τιμές των ομολόγων οι οποίες διαμορφώνονταν στη δευτερογενή αγορά. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, η αξία του χαρτοφυλακίου τους να αυξάνεται κάθε μέρα, ακόμη και όταν οι τιμές των ομολογίων υποχωρούσαν.

Η νέα μέθοδος αποτίμησης είναι σαφώς πιο αντιπροσωπευτική, καθώς αναγράφονται, εκτός από τους δεδουλευμένους τόκους, τα κεφαλαιακά κέρδη (ή ζημιές) που προκύπτουν από τη μεταβολή των τιμών των ομολογίων, ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση των τίτλων στη δευτερογενή αγορά. Επίσης, προσφέρει μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές, οι οποίοι πλέον έχουν σαφή εικόνα για την πραγματική αξία των θεσμικών ομολογιακών χαρτοφυλακίων στα οποία επιλέγουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους.

Η αποτίμηση των ομολογίων γίνεται με βάση το δελτίο τιμών που εκδίδει καθημερινά η Η.Δ.Α.Τ. Ειδικότερα, σύμφωνα με Απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας (8614/Β/422/5-3-99), διακρίνουμε (α) τιμές τίτλων για τους οποίους έχουν εισαχθεί προσφορές στην Η.Δ.Α.Τ. και (β) τιμές τίτλων για τους οποίους δεν έχουν εισαχθεί προσφορές στην Η.Δ.Α.Τ.

Στην πρώτη περίπτωση, κατά τη διάρκεια λειτουργίας της Η.Δ.Α.Τ., ειδικότερα στο χρονικό διάστημα από 13.00 έως 13.30, το σύστημα της Η.Δ.Α.Τ. επιλέγει, σε τυχαία χρονική στιγμή ανά τίτλο, τη χαμηλότερη τιμή αγοράς (bid price), η οποία καταχωρείται στο ημερήσιο Δελτίο Τιμών Αγοράς της Η.Δ.Α.Τ.

Στη δεύτερη περίπτωση, οι τιμές αυτές προσδιορίζονται με μαθηματικούς τύπους οι οποίοι στηρίζονται στις τιμές των τίτλων της προηγούμενης παραγράφου. Οι τύποι αυτοί καθορίζονται, σε συνεργασία, από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

## 5 Κοινοπρακτικά Δάνεια

### 5.1 Γενικά

Τα κοινοπρακτικά δάνεια αποτελούν πηγή άντλησης δανειακών κεφαλαίων άνω των € 15 εκ. Τα κεφάλαια για μία επιχείρηση συγκεντρώνονται από **κοινοπραξία τραπεζών**, με κοινούς όρους και κοινά συμβατικά έγγραφα. Η Οργανώτρια τράπεζα τίθεται επικεφαλής της κοινοπραξίας και αναλαμβάνει τον συντονισμό αυτής.

### 5.2 Η Τεχνική της Κοινοπραξίας (Syndication Technique) στις Διεθνείς Δανειοδοτήσεις

Κάποτε, θυμόμαστε, οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια στους δανειζόμενους: δημιουργούσαν μια σχέση, κατέληγαν να γνωρίζουν την εταιρία και τις εργασίες της, παρείχαν στον πελάτη ένα πιστωτικό όριο. Όταν οι επιχειρήσεις χρειαζόταν κεφάλαια οι τράπεζες τους τα χορηγούσαν, παρακολουθούσαν στενά το δανειολήπτη και προσδοκούσαν να εξοφληθεί το δάνειο στη λήξη του. Όταν η απόδοση των δανείων δεν ήταν η αναμενόμενη, ο τραπεζίτης προσπαθούσε να διορθώσει την κατάσταση ασκώντας πίεση και πειθώ. Εν συντομία, υπήρχε μια στενή σχέση μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου καθόλη τη διάρκεια της ζωής του δανείου. **Ο τραπεζίτης έπαιξε το ρόλο του δημιουργού**, του προμηθευτή των κεφαλαίων, του διαχειριστή του κινδύνου επιτοκίου και του επιβλέποντος το δάνειο.

Σήμερα, πέρα του γεγονότος ότι όλες αυτές οι λειτουργίες μπορούν να εκτελεστούν ξεχωριστά έχουν εισαχθεί και μερικές νέες από την αγορά χρεογράφων. Το αποτέλεσμα είναι η δραματική χαλάρωση της σχέσης μεταξύ της τράπεζας και του δανειζόμενου. Ο καταλύτης ήταν η μέθοδος διανομής που προσαρμόστηκε από την αντασφάλιση χρεογράφων. Πρόκειται για την **αντασφάλιση** και τη διανομή μεγάλων σε μέγεθος, μεσοπρόθεσμων κοινοπρακτικών δανείων. Μια λογική ακολουθία εξελίξεων είναι η επακόλουθη αγοραπωλησία μερικών από αυτά τα δάνεια μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Ωστόσο, όπως θα δούμε, η αντασφάλιση, η διανομή και η αγοραπωλησία έχουν προσαρμοστεί για να ικανοποιούν τις ιδιαίτερες απαιτήσεις της χορήγησης δανείων από τις διεθνείς τράπεζες.

Μια **κοινοπραξία** για τη χορήγηση ενός δανείου συνήθως **αποτελείται** από μια μικρή ομάδα καλά πληροφορημένων, όσον αφορά τις συνθήκες της αγοράς, και εύρωστων τραπεζών οι οποίες αρχικά συμφωνούν να προσφέρουν το συνολικό ποσό του δανείου. Στη συνέχεια αυτές οι τράπεζες πουλούν ένα μέρος της συμμετοχής τους στο δάνειο σε ένα μεγάλο αριθμό μικρότερων ή λιγότερο ενημερωμένων τραπεζών <sup>1</sup>. Η κοινοπραξία για τη χορήγηση ενός μεγάλου δανείου εξυπηρετεί σε μεγάλο βαθμό τον ίδιο σκοπό

<sup>1</sup> Σπανίως, κάποιος μπορεί να συναντήσει μερικώς αντασφαλισμένα κοινοπρακτικά δάνεια και κοινοπρακτικά δάνεια που βασίζονται στην καταβολή των "καλύτερων δυνατών προσπαθειών" (best efforts syndicated credits).

με την κοινοπραξία για την ανασφάλιση της έκδοσης ενός αξιόγραφου, π.χ. ενός ομολόγου. Εξασφαλίζει στο δανειζόμενο το ποσό και την τιμή στην οποία θα πουληθεί το χρέος και παράλληλα εξασφαλίζει τη διανομή σε μεγάλο αριθμό επενδυτών: εάν ένας μεγάλος αριθμός τραπεζών μπορούν να μοιραστούν μικρά κομμάτια διαφορετικών δανείων, ο κίνδυνος τους διαφοροποιείται και ως εκ τούτου είναι πιο πρόθυμες να χορηγούν δάνεια. Στην αγορά Ευρωνομισμάτων, ο εκδότης μπορεί να προέρχεται από μια χώρα με δικές της ρυθμίσεις και λογιστικές πρακτικές ενώ οι δανειστές προέρχονται από δεκάδες άλλες χώρες. Το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης του κινδύνου πραγματοποιείται όχι μέσω της ανάλυσης, της παρακολούθησης και του ελέγχου του δανείου αλλά μέσω της απόκτησης ενός μικρότερου ποσού από περισσότερο διαφοροποιημένα περιουσιακά στοιχεία και της εμπιστοσύνης στις ικανότητες της τράπεζας ή των τραπεζών που αναλαμβάνουν το ρόλο του ηγέτη να παρακολουθούν το δάνειο.

**Τι είναι μια κοινοπραξία δανείου** (loan syndicate); Για να το θέσουμε απλά, αυτή είναι μια αυστηρά οργανωμένη ομάδα χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που αποτελείται από τον ανάδοχο (manager) ή μια ομάδα συναδόχων (co-managers) οι οποίοι χορηγούν κεφάλαια επί ίσοις όροις στο δανειζόμενο. Για να κατανοήσουμε τι διαφοροποιεί την κοινοπραξία στις εξωτερικές αγορές από τη συμμετοχή στη χορήγηση ενός δανείου και άλλες μορφές κοινού τραπεζικού δανεισμού, πρακτικές που χρησιμοποιούνται από πολλά χρόνια στις εθνικές αγορές, θα εξετάσουμε την κοινοπραξία από την οπτική γωνία του δανειολήπτη και συμμετεχουσών τραπεζών, συμπεριλαμβανομένου του ηγέτη, των συνηγετών και της "τράπεζας-αναδόχου" (agent bank).

Αν και μεταξύ των μελών της κοινοπραξίας και του δανειζόμενου υπάρχουν πολλές, αντί μιας κοινής συμφωνίας, συνήθως τα μέλη μιας κοινοπραξίας ορίζουν ένα ανάδοχο ή πράκτορα που λειτουργεί ως διάυλος επικοινωνίας μεταξύ της κοινοπραξίας και του δανειολήπτη. Αυτό επιτρέπει τη διασπορά της ιδιοκτησίας και παράλληλα διατηρεί κάποια από τα πλεονεκτήματα της σχέσης μεταξύ εντολέα και πράκτορα (principal-agent relationship) – συγκεκριμένα, τις ευθύνες επιτήρησης και διαπραγμάτευσης που έχει ο ανάδοχος. Στην πράξη, ο ανάδοχος μπορεί να ακολουθήσει ένα αρκετά διαφορετικό πρότυπο συμπεριφοράς εάν τα όρια των επιλογών τίθενται από νομικές και καταπιστευτικές υποχρεώσεις αντί από το φόβο της απώλειας των χρημάτων του, ο οποίος τείνει να αυξάνει την προσοχή του σε μεγάλο βαθμό.

Μια διεθνής κοινοπραξία δανείου μπορεί να λάβει δύο μορφές (η κάποιο συνδυασμό αυτών): (1) **κοινοπραξία άμεσης δανειοδότησης** (direct-loan syndicate) και (2) **κοινοπραξία συμμετοχής** (participation syndicate).

Η **κοινοπραξία άμεσης δανειοδότησης** είναι μια πολυμερής συμφωνία για τη χορήγηση ενός δανείου στην οποία οι συμμετέχουσες τράπεζες, έχοντας υπογράψει μια κοινή σύμβαση χορήγησης τους δανείου, παρέχουν τα κεφάλαια στο δανειολήπτη. Ωστόσο, οι υποχρεώσεις των συμμετεχουσών τραπεζών είναι διαφορετικές, αντί μιας κοινής υποχρέωσης. Από την άλλη μεριά, μια κοινοπραξία **συμμετοχής** είναι παρόμοια με τη σχέση εντολέα-πράκτορα. Η ανάδοχος ή ανάδοχοι τράπεζες πραγματοποιούν με το δανειολήπτη μια συμφωνία για τη χορήγηση του δανείου και στη συνέχεια

σχηματίζουν την κοινοπραξία συνάπτοντας μια συμφωνία συμμετοχής με άλλες τράπεζες. Η σημαντικότερη διαφορά είναι ότι, σε αντίθεση με την περίπτωση της κοινοπραξίας άμεσης χρηματοδότησης, οι "υποσυμμετέχοντες" (subparticipants) δεν είναι συνδανειστές (co-lenders).

Η σχέση μεταξύ του δανειολήπτη και του αναδόχου της κοινοπραξίας είναι παρόμοια με αυτή μεταξύ μιας επιχείρησης και της επενδυτικής τράπεζας-συμβούλου της. Αυτή η σχέση, επειδή απαιτεί βαθιά γνώση των απαιτήσεων, των δυνατοτήτων, των αδυναμιών και των προτιμήσεων του δανειολήπτη, είναι συνήθως μακροχρόνια. Συνήθως, ένα κοινοπρακτικό δάνειο στην εξωτερική αγορά είναι το αποτέλεσμα μιας διαδικασίας αποφάσεων όπου εξετάζονται πολλές εναλλακτικές λύσεις όσον αφορά τις αγορές, τα εργαλεία και τη χρονική διάρκεια.

Οι πρώτοι που εμφανίστηκαν ως ηγέτες κοινοπρακτικών δανείων στις εξωτερικές αγορές ήταν οι παραδοσιακές εταιρίες επενδύσεων των ΗΠΑ και βρετανικές merchant banks (τράπεζες που συναλλάσσονται κυρίως με μεγάλες επιχειρήσεις). Ωστόσο, καθώς οι αγορές ωριμάζουν, αυτοί οι πρωτοπόροι εκτοπίζονται όλο και περισσότερο από μεγάλες εμπορικές τράπεζες ή μάλλον από τις θυγατρικές merchant banks των εμπορικών τραπεζών. Το έργο του ηγέτη της κοινοπραξίας είναι να συγκεντρώσει το ποσό των κεφαλαίων που ζητείται από το δανειολήπτη στους καλύτερους όρους που μπορούν να επιτευχθούν τρεχόντως στην αγορά. Η συμφωνία συνήθως επιτυγχάνεται επί τη βάση της καταβολής των "καλύτερων δυνατών προσπαθειών" (best efforts basis), δηλαδή, ο ηγέτης της κοινοπραξίας λαμβάνει την εντολή (mandate) από το δανειολήπτη να προσπαθήσει να συγκεντρώσει τα κεφάλαια μιας κοινοπραξίας χωρίς να εγγυάται γι' αυτό. Ωστόσο, πρακτικά, ο δανειολήπτης προσδοκεί να λάβει μια δέσμευση χορήγησης σχεδόν ισοδύναμη με την αντασφάλιση των τίτλων μιας επιχείρησης.

Εδώ οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες έχουν ένα μεγάλο **πλεονέκτημα** το οποίο δε μπορεί εύκολα να αποκτηθεί από τις παραδοσιακές επενδυτικές τράπεζες και merchant banks: οι εμπορικές τράπεζες είναι αυτές που διαθέτουν τα κεφάλαια. Αυτό το πλεονέκτημα επιτρέπει στις εμπορικές τράπεζες να μιλούν με πολύ μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση σε κάποιο δανειολήπτη, γιατί αν και όλοι οι lead Managers κοινοπραξιών σκοπεύουν να πουλήσουν ένα πολύ μεγάλο μέρος το συνολικού δανείου σε άλλες τράπεζες, στην έσχατη ανάγκη μια εμπορική τράπεζα μπορεί να αυξήσει το μερίδιο της εάν οι άλλες τράπεζες αποδειχθούν λιγότερο πρόθυμες να συμμετέχουν από ότι αναμενόταν αρχικά.

Οι εμπορικές διαθέτουν ένα δεύτερο **πλεονέκτημα** σε σχέση με τις επενδυτικές τράπεζες το οποίο δεν πρέπει να υποτιμηθεί: οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα είναι πολύ πιο πρόθυμοι να αποκτήσουν ένα μέρος του δανείου εάν γνωρίζουν ότι ο ηγέτης της κοινοπραξίας είναι σίγουρος ότι μπορεί να αναλάβει πολύ περισσότερο από ένα συμβολικό μέρος του δανείου. Αυτό το γεγονός θα συμβάλλει σημαντικά στην επιτυχία της κοινοπραξίας αυξάνοντας το "ποσοστό πωλήσεων" ("sell-out rate"), το ποσοστό του συνολικού δανείου που αγοράζουν οι άλλοι συμμετέχοντες.

Γι' αυτές τις υπηρεσίες οι δανειολήπτες είναι πρόθυμοι να προκαταβάλλουν μεταξύ  $\frac{1}{4}$  και 2 τις εκατό προμήθειες κοινοπραξίας (syndication fees), εκτός των άλλων δαπανών. Για ένα παράδειγμα της διάρθρωσης των προμηθειών σε ένα κοινοπρακτικό δάνειο. Το πλεονέκτημα στη διανομή ή στην τοποθέτηση των δανείων που απορρέει από την άμεση πρόσβαση σε κεφάλαια που προέρχονται από καταθέσεις έδωσε στις εταιρίες επενδύσεων που είναι θυγατρικές μεγάλων εμπορικών τραπεζών τη δύναμη να εκτοπίσουν μερικώς τις παραδοσιακές εταιρίες επενδύσεων. Άλλες ικανότητες που συνήθως διαθέτουν οι επενδυτικές τράπεζες είναι (1) μια συνολική άποψη των χρηματοοικονομικών των επιχειρήσεων (σε σχέση με την υπό στενή έννοια αξιολόγηση των πιστώσεων), (2) βαθιά γνώση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών και (3) ικανότητα να διαρθρώνουν ένα δάνειο ή ένα χρεόγραφο σε ένα "πακέτο" το οποίο είναι ελκυστικό στους προμηθευτές των κεφαλαίων και ταυτόχρονα ικανοποιεί τις ανάγκες του δανειολήπτη. Σε κάποιο βαθμό, αυτές οι τεχνικές δεξιότητες μπορούν να αγοραστούν ή να αντιγραφούν και από τις εμπορικές τράπεζες. Στις εμπορικές τράπεζες, τα στελέχη που έχουν αυτές τις ικανότητες συνήθως στεγάζονται σε ξεχωριστές θυγατρικές merchant banks, που συχνά είναι εγκατεστημένες στο Λονδίνο. Αυτοί οι οργανισμοί βρίσκονται κάπου μεταξύ των οργανισμών που τα έσοδα τους προέρχονται αποκλειστικά από προμήθειες για την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (fee-earning financial service organizations) και των οργανισμών των οποίων το εισόδημα προέρχεται από τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων καταθέσεων και των επιτοκίων χορηγήσεων (asset-building organizations).

Ανεξάρτητα από το θεσμικό περιβάλλον όπου λειτουργεί ο ηγέτης της κοινοπραξίας, η ικανότητα του να πείθει άλλες τράπεζες να συμμετάσχουν στο δάνειο παίζει καθοριστικό ρόλο. Η δημιουργία μιας κοινοπραξίας είναι ένα περίπλοκο ζήτημα ανταγωνισμού και συνεργασίας: (1) Οι περισσότερες κοινοπραξίες δημιουργούνται *εκ των υστέρων*, δηλαδή, η κοινοπραξία δημιουργείται αφού οι δυνητικοί lead Managers έχουν ανταγωνιστεί για τη λήψη της εντολής (και των σχετικών προμηθειών) από το δανειολήπτη. Οι ηττημένοι συχνά εισέρχονται στην κοινοπραξία ως συμμετέχουσες τράπεζες (participant banks). (2) Η αμοιβαιότητα και η σχέση ανταπόκρισης με τον lead Manager είναι από τους σημαντικούς παράγοντες που καθορίζουν ποιες τράπεζες θα συμμετέχουν. (3) Ο δανειολήπτης μπορεί να έχει το δικαίωμα να προτείνει ποιοι θα προσκληθούν να συμμετέχουν. Ο δανειολήπτης συχνά πιέζει για τη συμμετοχή κάποιων χρηματοπιστωτικών οργανισμών οι οποίοι επιθυμεί να αμειφθούν για υπηρεσίες που του προσέφεραν στο παρελθόν ή με τους οποίους σκοπεύει να συνεργαστεί στο μέλλον. (Αντιστρόφως, πολλές τράπεζες έχουν βρει ότι ένας πρόσφορος τρόπος να δημιουργήσουν ένα σύνδεσμο με ένα μελλοντικό πελάτη είναι μέσω της συμμετοχής τους σε μια κοινοπρακτική πίστωση προς τον πελάτη-στόχο).

Ακολουθώντας ξανά το πρότυπο της ανασφάλισης χρεογράφων, οι κοινοπρακτικές πιστώσεις μπορούν να πραγματοποιηθούν σιωπηρά όπως οι ιδιωτικές τοποθετήσεις (private placements), ή με δημόσια ανακοίνωση με τη μορφή διαφημιστικής αναγγελίας "tombstone" η οποία εμφανίζεται σε



οικονομικές εφημερίδες και εβδομαδιαία οικονομικά περιοδικά υψηλής παγκόσμιας κυκλοφορίας.

Η κοινή δανειοδότηση από μια ομάδα τραπεζών είναι ένα συνηθισμένο φαινόμενο στις εθνικές αγορές και στην αγορά Ευρονομισμάτων. Εν μέρει, αυτό συμβαίνει γιατί σε όλες σχεδόν τις χώρες υπάρχουν νόμοι και ρυθμίσεις που θέτουν ανώτατα όρια στο ποσό που μπορεί να χορηγήσει μια τράπεζα σε ένα πελάτη. Αυτές οι ρυθμίσεις σχεδιάστηκαν με σκοπό να

1. προστατεύσουν τον πελάτη από την υπέρμετρη επιρροή ενός μοναδικού δανειστή
2. προστατεύσουν την τράπεζα από υπερβολική έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο ενός μόνο πελάτη.

Αυτές οι ρυθμίσεις αναγκάζουν τις τράπεζες να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, κάτι το οποίο συνιστάται και από τους κανόνες της συνετής χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Επίσης, ακόμη και αν, λόγω του θεσμικού πλαισίου ή επιλογής, κάθε εγχώρια τράπεζα προσφέρει μόνο ένα μέρος των κεφαλαίων που χρειάζονται συγκεκριμένοι δανειζόμενοι, δεν υπάρχει προφανής λόγος για συντονισμό των δανειοδοτήσεων από τις ίδιες τις τράπεζες.

Ένας τρόπος να κατανοήσουμε τη λογική βάση των κοινοπραξιών είναι να ρωτήσουμε γιατί ο δανειζόμενος δε μπορεί να προσεγγίσει ένα αριθμό τραπεζών άμεσα και να λάβει από κάθε μια ένα μέρος των κεφαλαίων που χρειάζεται.<sup>1</sup> Συγκρινόμενη με τα ξεχωριστά μικρά δάνεια, η μέθοδος της κοινοπραξίας επιτρέπει στους δανειστές να αποκτήσουν πολύ καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με (α) το συνολικό ποσό της δανειοδότησης σε κάποιο δανειζόμενο (ιδιαίτερα μια χώρα) και (β) τους όρους και τις προϋποθέσεις των άλλων τμημάτων του δανείου και άλλων χορηγήσεων στον ίδιο δανειζόμενο. Συνεπώς, οι τράπεζες θα χορηγήσουν ένα μεγαλύτερο ποσό και με χαμηλότερο επιτόκιο σε σχέση με την περίπτωση που αυτά τα χαρακτηριστικά ήταν αβέβαια. Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει κάθε δανειστής συνδέεται με το λόγο του συνολικού ποσού των δανείων σε ένα δανειζόμενο προς την κεφαλαιακή βάση της τράπεζας. Οι μεμονωμένοι δανειστές αντιμετωπίζουν αύξων οριακό κόστος κεφαλαίου. Και για τους δύο λόγους, οι τράπεζες θα τείνουν να χρεώνουν ένα υψηλότερο περιθώριο (margin) για ένα δάνειο από μια μόνο τράπεζα από αυτό που θα χρεώνουν για το ίδιο δάνειο όταν χορηγείται από πολλές τράπεζες.

<sup>1</sup> Στην πραγματικότητα, αυτή είναι μια συνήθης πρακτική στις εγχώριες δανειοδοτήσεις σε μερικές χώρες (συμπεριλαμβανομένων μέχρι πρόσφατα, των ΗΠΑ) όπου το έργο της διαπραγμάτευσης με τις διάφορες τράπεζες αναλαμβάνει το χρηματοοικονομικό τμήμα των επιχειρήσεων. Συχνά το αποτέλεσμα είναι μια κοινή ή τουλάχιστον μια συντονισμένη, συμφωνία για τη χορήγηση του απαιτούμενου ποσού. Για να εκφράσουμε τη διαφορά λακωνικά: στις εγχώριες δανειοδοτήσεις, οι σχέσεις οι οποίες έχουν σημασία είναι αυτές μεταξύ του δανειολήπτη και κάθε ξεχωριστής τράπεζας. Μια τράπεζα-ηγέτης μπορεί να μην είναι απαραίτητη και μπορεί να είναι σπάνιο να βρεθεί μια τράπεζα που συμμετέχει στο δάνειο "εκτάκτως", χωρίς άμεση επαφή με το δανειολήπτη. Από την άλλη μεριά, σε μια κοινοπραξία, αυτό που έχει σημασία είναι η σχέση μεταξύ του ηγέτη της κοινοπραξίας και των συμμετεχουσών τραπεζών.

Ένας άλλος λόγος για τη δημιουργία κοινοπραξιών και την αγοραπωλησία δανείων στη διεθνή αγορά δανειοδοτήσεων είναι ότι ο έλεγχος είναι ελάχιστος και η αξία της παρακολούθησης μικρότερη όταν ο δανειολήπτης είναι μια χώρα. Οι δανειστές δεν μπορούν να πείσουν εύκολα μια χώρα όπως η Αργεντινή να βελτιώσει τις προοπτικές της οικονομικής της κατάστασης με απολύσεις όπως θα μπορούσαν να κάνουν στην περίπτωση μιας βιομηχανίας κατασκευής εξαρτημάτων αυτοκινήτων. Επίσης, ο δανειστής δε μπορεί να προσφύγει στα ίδια νομικά μέσα που θα χρησιμοποιούσε εάν ο δανειστής ήταν κάποιος ιδιώτης.

Συνεπώς, στις περιπτώσεις δανειζόμενων-χωρών, η **κοινοπραξία** και η τιτλοποίηση (securitization) παρέχουν στους δανειστές τη δυνατότητα της διαφοροποίησης. Μια βασική πλευρά των κοινοπρακτικών δανείων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες, αλλά και προς τους άλλους δανειζόμενους, είναι ότι πέρα από το χαρακτηριστικό της διαφοροποίησης, οι συμφωνίες κοινοπραξιών προχωρούν πολύ πιο πέρα από ένα προς ένα σχέση μεταξύ των δανειστών-μελών και του δανειολήπτη. Οι συμφωνίες αυτές προβλέπουν σαφή συνεργασία και περιέχουν όρους καταμερισμού του κινδύνου όπως η ρήτρα της "σταυροειδούς" αθέτησης (cross-default clause) και η ρήτρα της ίση μεταχείρισης (sharing clause).<sup>1</sup> Υπάρχει ένας άλλος παράγοντας που μας βοηθάει να εξηγήσουμε γιατί οι κοινοπραξίες πρωτοεμφανίστηκαν στην Ευρωπαϊκή αγορά και γιατί, συγκεκριμένα οι δανειζόμενοι είναι πρόθυμοι να καταβάλλουν τις προμήθειες που συνεπάγεται η κοινοπραξία. Λόγω του πλήθους των δυνητικών δανειοληπτών και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στην Ευρωπαϊκή αγορά, οι σχέσεις τραπεζικής (banking relationships) βασίζονται μόνο σε μικρό βαθμό στους παραδοσιακά καθιερωμένους δεσμούς. Για να επεξηγήσουμε, μια επιχείρηση-δανειζόμενος της οποίας οι σχέσεις τραπεζικής στην εγχώρια αγορά έχουν αναπτυχθεί βαθμιαία, ξεκινώντας με την τοπική τράπεζα που πρώτη χρηματοδότησε το εγχείρημα του ιδρυτή και τους άλλους οργανισμούς να ακολουθούν καθώς αυξανόταν η ζήτηση για δάνεια, ξαφνικά βρίσκεται αντιμέτωπη με ένα πελώριο φάσμα χρηματοπιστωτικών οργανισμών καθώς προσεγγίζει τις εξωτερικές αγορές. Παρομοίως, για τις τράπεζες, ο αριθμός των δυνητικών πελατών ξαφνικά πολλαπλασιάζεται καθώς αρχίζουν να λειτουργούν στις εξωτερικές αγορές. Λόγω του τεράστιου αριθμού των δυνητικών πελατών, ο βαθμός γνώσης κάθε μεμονωμένου δανειζόμενου μειώνεται. Το αποτέλεσμα είναι η χορήγηση πολλών μικρών ποσών (η διεθνής δανειοδότηση παρουσιάζει υψηλό βαθμό κινδύνου) σε πολλούς διαφορετικούς πελάτες. Οι μικρές και μεσαίου μεγέθους τράπεζες βασίζονται κατ' ανάγκη στις υπηρεσίες των σχετικά λίγων μεγάλων τραπεζών οι οποίες διαθέτουν μακρά διεθνή εμπειρία και δείχνουν την εμπιστοσύνη τους στην πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη διατηρώντας ένα μέρος του δανείου στο χαρτοφυλάκιό τους.

Συνεπώς, μέσα στη σχετική ανωνυμία και πολυπλοκότητα της διεθνούς αγοράς χρήματος, ο κύριος λόγος για τη δημιουργία **κοινοπραξιών** είναι ότι ο

<sup>1</sup> Η ρήτρα της "σταυροειδούς" αθέτησης στη σύμβαση ενός δανείου επιτρέπει στο δανειστή να απαιτήσει άμεση αποπληρωμή του δανείου και να διακόψει οποιαδήποτε περαιτέρω παροχή πίστωσης εάν ο δανειολήπτης αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του έναντι οποιουδήποτε άλλου χρέους. Η ρήτρα της ίσης μεταχείρισης προβλέπει ότι οι ζημιές θα μοιραστούν ανάλογα με το ποσό της συμμετοχής του καθενός στα μέλη της κοινοπραξίας.

ηγέτης της κοινοπραξίας μπορεί να συγκεντρώσει τα κεφάλαια που απαιτεί ο δανειολήπτης γρηγορότερα, σε μεγαλύτερα ποσά και με χαμηλότερο κόστος. Αυτή η μορφή δανειοδότησης επιταχύνει τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων με τους δανειστές και, το πιο σημαντικό, μειώνει τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο των οργανισμών οι οποίοι τελικά προσφέρουν τον κύριο όγκο των κεφαλαίων.

Φυσικά, το πρόβλημα της επαφής δανειζομένων και δανειστών σε μια κατακερματισμένη αγορά δεν είναι νέο. Αυτό αποτελεί την πεμπτούσια της επενδυτικής τραπεζικής όπου ο αντασφαλιστής της δανειοδότησης πρέπει να κρίνει ποια χρεόγραφα είναι ιδιαίτερα ελκυστικά στους επενδυτές και προσθέτοντας το κύρος του σε αυτό του εκδότη (δανειζόμενου), τοποθετεί τα χρεόγραφα στην αγορά. Σε πολλές εθνικές αγορές όπως της Ιαπωνίας, των Ηνωμένων Πολιτειών και του Ηνωμένου Βασιλείου η επενδυτική τραπεζική είναι αυστηρά διαχωρισμένη με νόμο από την εμπορική τραπεζική. Στην Ευρωπαϊκή αγορά, ωστόσο, λόγω της απουσίας ρυθμίσεων δεν υπάρχει κάτι το οποίο εμποδίζει τις εμπορικές τράπεζες να δανειστούν έννοιες και τεχνικές της επενδυτικής τραπεζικής και να τις εφαρμόσουν με μεγάλη επιτυχία στο πρόβλημα της δανειοδότησης μεγάλης κλίμακας. Πολλές από τις τυπικότητες των **κοινοπρακτικών δανείων** μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά μέσα από την εξέταση της αντασφάλισης χρεογράφων στις εθνικές και διεθνείς αγορές.

Συνοψίζοντας η επικράτηση των **κοινοπραξιών** στις εξωτερικές αγορές είναι αποτέλεσμα της απουσίας περιορισμών, ιδιαίτερα περιορισμών που διαχωρίζουν την επενδυτική από την εμπορική τραπεζική. Η κοινοπραξία επιτρέπει την εφαρμογή των τεχνικών της αντασφάλισης στο πρόβλημα της "συσχέτισης" (matching) δανειζομένων και δανειστών υπό την απουσία μακροχρόνιων σχέσεων. Οι διευκολύνσεις που προσφέρονται μέσω των κοινοπρακτικών δανείων είναι ίδιες με αυτές που προσφέρονται από μεμονωμένες τράπεζες, αν και δάνεια πολύ μεγάλων ποσών καθιστούν αναγκαία τη δημιουργία κοινοπραξιών. Οι δανειακές συμβάσεις που διέπουν τις κοινοπρακτικές πιστώσεις είναι επίσης ουσιαστικά ίδιες. Οι συμφωνίες μεταξύ δανειοληπτών και μεμονωμένων τραπεζών μπορούν να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις του αντίστοιχου χρηματοπιστωτικού οργανισμού, αλλά οι συμβάσεις που τεκμηριώνουν τις κοινοπρακτικές πιστώσεις – με πολλές τράπεζες από διάφορες χώρες – είναι οι πιο αντιπροσωπευτικές των μοναδικών πρακτικών δανειοδότησης που έχουν αναπτυχθεί στη διεθνή αγορά χρήματος.

### 5.2.1 Πλεονεκτήματα για την επιχείρηση

Πλεονέκτημα για την επιχείρηση αποτελεί η ταχύτητα εκτέλεσης, με την διαδικασία έγκρισης να ολοκληρώνεται σε 1-2 μήνες. Στην περίπτωση που η επιχείρηση είναι πελάτης της τράπεζας η πιστωτική έγκριση συμμετοχής μιας τράπεζας στο δάνειο γίνεται γρηγορότερα. Το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν έχει πρόσβαση στα στοιχεία της δανειοδότησης (όροι, σκοπός, κλπ) τα οποία γνωρίζουν μόνο οι συμμετέχουσες τράπεζες. Η επιχείρηση επίσης ενδυναμώνει τις υφιστάμενες σχέσεις με τους τραπεζικούς φορείς, ενώ

συνεργάζεται με περισσότερες τράπεζες. Όσο αφορά την άντληση σημαντικών κεφαλαίων μακράς διάρκειας αυτή είναι πιο γρήγορη και η διαπραγμάτευση γίνεται από την Οργανώτρια Τράπεζα. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών για την οργάνωση είναι έντονος για λόγους γοήτρου και υψηλότερων προμηθειών, με αποτέλεσμα την καλύτερη τιμολόγηση των παρεχόμενων υπηρεσιών.

### 5.2.2 Πλεονεκτήματα για τις Τράπεζες

Οι τράπεζες βελτιώνουν την εικόνα τους στον Χρηματοπιστωτικό τομέα και βελτιώνουν (εάν η επιχείρηση είναι ήδη πελάτης) ή αναπτύσσουν σχέσεις (εάν πρόκειται για νέο πελάτη) με την επιχείρηση. Η απόδοση των δανείων επίσης βελτιώνεται με τις προμήθειες που τους αναλογούν.

### 5.2.3 Περιπτώσεις κατά τις οποίες ενδείκνυται η έκδοση Κοινοπρακτικού Δανείου

Η έκδοση Κοινοπρακτικού Δανείου ενδείκνυται για την κάλυψη κεφαλαίων που οι ήδη συνεργαζόμενες τράπεζες δεν μπορούν ή δεν επιθυμούν να καλύψουν καθώς και για εξαγορές, κυρίως λόγω της ταχύτητας και της εμπιστευτικότητας της έκδοσης, καθώς και για την κάλυψη προσωρινών κεφαλαίων μέχρι την πραγματοποίηση μιας πιο συμφέρουσας συναλλαγής (εισαγωγή στο ΧΑΑ, έκδοση ομολόγου, κλπ) ("bridge loans").

### 5.2.4 Περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν ενδείκνυται η έκδοση Κοινοπρακτικού Δανείου

Εάν η επιχείρηση επιθυμεί να χρησιμοποιήσει πηγή κεφαλαίων όπως τα Ίδια Κεφάλαια, Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο κλπ, ή επιθυμεί σταθερό επιτόκιο για όλη τη διάρκεια χρήσης των κεφαλαίων δεν ενδείκνυται η έκδοση κοινοπρακτικού δανείου. Ομοίως εάν είναι επιθυμητή η χρήση και άλλων εναλλακτικών πηγών άντλησης κεφαλαίων πέραν του δανεισμού ή δανεισμός μεγάλης διάρκειας, αφού τα κοινοπρακτικά δάνεια έχουν διάρκεια 5 ετών.

### 5.2.5 Τρόποι έκδοσης

**Δύο είναι οι τρόποι έκδοσης.** Με τον πρώτο τρόπο "**Best Efforts**", η οργανώτρια τράπεζα αναλαμβάνει μόνο τον συντονισμό (διαχείριση) της έκδοσης έναντι προμήθειας διαχείρισης (0,5% - 1,0%), όχι όμως και την ευθύνη της συγκέντρωσης των κεφαλαίων, τον κίνδυνο της οποίας παρακρατεί η επιχείρηση. Με τον δεύτερο τρόπο γνωστό ως "**Underwriting**" (αναδοχή) η Οργανώτρια τράπεζα αναλαμβάνει και τον κίνδυνο της συγκέντρωσης των κεφαλαίων στην περίπτωση που η έκδοση δεν είναι επιτυχής. Το κόστος άντλησης επιβαρύνεται και με την προμήθεια αναδοχής (1,0% - 2,0%).

### 5.2.6 Δομή Κοινοπρακτικού Δανείου

Εάν πρόκειται για τη χρηματοδότηση κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης συνηθίζεται η "ανακυκλούμενη γραμμή πίστωσης" (revolver). Εκδίδεται τόσο για **βραχυπρόθεσμη** (364 ημέρες) αλλά και **μακροπρόθεσμη διάρκεια**.

Στην περίπτωση μόνιμων κεφαλαίων κίνησης, επενδύσεων, εξαγορών, κλπ, χρησιμοποιείται "συγκεκριμένης διάρκειας" (term loan). Εξοφλείται σε δόσεις κατά τη διάρκεια του δανείου (πολλές) ή στο τέλος του δανείου.

### 5.2.7 Διαδικασία

Το πρώτο βήμα είναι η **πιστοποίηση των αντικειμενικών στόχων του δανείου**. Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από τον καθορισμό των στόχων, τη συζήτηση οικονομικών, στρατηγικών και λειτουργικών θεμάτων. Αξιολογούνται οι συνθήκες της αγοράς και εκτιμώνται οι πιθανές εναλλακτικές λύσεις.

Στη συνέχεια καθορίζονται οι **όροι και οι προϋποθέσεις**. Δηλαδή καθορίζεται η κεφαλαιακή διάρθρωση, ετοιμάζεται η προσφορά των όρων (term sheet), ανατίθεται ο οργανωτής. Παράλληλα ολοκληρώνεται ο **έλεγχος διοίκησης**, λειτουργίας και οικονομικών στοιχείων (due diligence) και αναπτύσσεται στρατηγική marketing και η αρχική διερεύνηση πιθανών δανειστών.

Ετοιμάζονται, το **πληροφοριακό δελτίο**, η **πρόσκληση προς τους υποψήφιους δανειστές** και **συντάσσονται οι τα συμβατικά έγγραφα (όροι)**.

Κατά τη διανομή, προσεγγίζονται οι υποψήφιοι δανειστές, διανέμεται το πληροφοριακό δελτίο και τους γίνεται παρουσίαση της εταιρίας. Οι υποψήφιοι δανειστές διευκολύνονται για τη λήψη σχετικών πιστωτικών εγκρίσεων και με τη σύμφωνη γνώμη της επιχείρησης ολοκληρώνονται τα συμβατικά έγγραφα.

Τέλος λαμβάνονται δεσμευτικές προσφορές και γίνεται η κατανομή του δανείου στις συμμετέχουσες τράπεζες. Οι συμβάσεις διαπραγματεύονται με τους δανειστές και έχουμε το κλείσιμο και την εκταμίευση του δανείου.

### 5.2.8 Απαιτούμενη πληροφόρηση

Για την έγκριση του δανείου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στοιχεία της δανειζόμενης επιχείρησης, όπως, η σταθερότητα και προβλεψιμότητα ταμειακών ροών, το είδος και η διάρκεια των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Επίσης η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, πιθανές πηγές αποπληρωμής (ταμειακές ροές, στοιχεία ενεργητικού, υποστήριξη από τρίτους, κλπ), η ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης και η ανταγωνιστική θέση της στον κλάδο.

Όσο αφορά τον κλάδο της επιχείρησης, θα πρέπει να εξετάζονται η εποχικότητα, η κυκλικότητα, η ένταση του κεφαλαίου και ο βαθμός ανταγωνισμού. Εξετάζονται επίσης η φάση της ωριμότητας (ανάπτυξη-ωριμότητα-πτώση), η συγκέντρωση (διαδικασίες συγχωνεύσεων) και εξωτερικοί παράγοντες κινδύνου (προϊόν, επιτόκια, πολιτική, περιβάλλον, κλπ).

Ταμειακές ανάγκες όπως το κεφάλαιο κίνησης, οι επενδυτικές δαπάνες, πιθανές εξαγορές, η αναδιάρθρωση του χρέους και της σύνθεσης των κεφαλαίων και η αγορά μετοχών / διανομή μερισμάτων ελέγχονται για τη δανειζόμενη επιχείρηση.

Τέλος ποιοι θα είναι οι τρόποι αποπληρωμής του δανείου. Είτε θα είναι ταμειακές ροές ή η πώληση κάποιων περιουσιακών στοιχείων ή αναχρηματοδότηση (άλλα δάνεια, ίδια κεφάλαια).

### 5.2.9 Χαρακτηριστικά – Όροι κοινοπρακτικού δανείου

Στα κοινοπρακτικά δάνεια εκτός του δανειζόμενου που είναι η επιχείρηση μπορεί να υπάρχει και εγγυητής. Η διάρκεια τους είναι συνήθως τα **5 χρόνια** με την αποπληρωμή να γίνεται ανακυκλούμενα ή απομειούμενα σε ίσες ή άνισες δόσεις ή εφάπαξ στη λήξη. Οι εξασφαλίσεις μπορεί να είναι η προσημείωση υποθήκης σε ακίνητα, ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, ενεχυρίαση μετοχών, κλπ, ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο. Η τιμολόγηση εξαρτάται από τις συνθήκες αγοράς & κλάδου, τη συγκριτική τιμολόγηση, τον πιστωτικό κίνδυνο, τη σχέση με τις συμμετέχουσες τράπεζες και την αξιολόγηση (αποδοτικότητα & αναμενόμενες ταμειακές ροές) του σχεδίου που πρόκειται να χρηματοδοτηθεί (το "story" της συναλλαγής). Το επιτόκιο είναι Euribor + spread (0,25% - 2,5% ανάλογα με τον κίνδυνο). Η προμήθεια αναδοχής κυμαίνεται μεταξύ 1,0% και 2,0%, η προμήθεια οργάνωσης μεταξύ 0,5% και 1,0%, η προμήθεια συμμετοχής μεταξύ 0% και 0,5% για όλες τις συμμετέχουσες τράπεζες και η προμήθεια αδράνειας μέχρι και το μισό του περιθωρίου, επί του μη χρησιμοποιούμενου ποσού του δανείου. Όσο αφορά τις χρηματοοικονομικές ρήτρες δεν υπάρχει απόκλιση από προκαθορισμένους δείκτες:

- Δάνεια / EBITDA
- EBITDA / Χρεωστικοί τόκοι
- Ξένα / Ίδια
- ΚΕ / Βραχ. Υποχρ.

Ενώ εφαρμόζονται περιορισμοί όπως σε παραχώρηση ενεχύρου, πώληση Πάγιων Ενεργητικών στοιχείων και Συμμετοχών, αλλαγή ιδιοκτησίας, εξαγορές & συγχωνεύσεις.

## 5.3 Το επιτόκιο Euribor

### 5.3.1 Έννοια του Euribor

Το επιτόκιο Euribor (Euro Interbank Offered Rate) είναι το επιτόκιο αναφοράς της αγοράς χρήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το ευρώ. Ο υπολογισμός του άρχισε την τελευταία εργάσιμη ημέρα του έτους 1998. Συγκεκριμένα δημοσιεύθηκε για πρώτη φορά στις 30 Δεκεμβρίου 1998 με valeur 4 Ιανουαρίου 1999, ταυτόχρονα με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος. Έκτοτε υπολογίζεται συνεχώς στη διατραπεζική αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κατά συνέπεια και το Euribor εποπτεύεται και στηρίζεται τόσο από το European Banking Federation (F.B.E.), όσο και από το Financial Markets Association (ACI). Στο F.B.E. συμμετείχαν περισσότερες από 3000 τράπεζες των δεκαπέντε κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης πλέον της Ισλανδίας, Νορβηγίας και Ελβετίας. Ο αριθμός των τραπεζών-μελών του F.B.E. αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά, αφού από τις αρχές του 2004 τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξήθηκαν σε είκοσι πέντε.

Πιο συγκεκριμένα το Euribor είναι το επιτόκιο το οποίο **προσφέρεται από τράπεζα πρώτης τάξεως σε άλλη τράπεζα πρώτης τάξεως για προθεσμιακές διατραπεζικές καταθέσεις σε ευρώ** και δημοσιεύεται στις 11 π.μ. CET με valeur για συναλλαγές spot T+2. Δηλαδή η συναλλαγή, η παράδοση και η παραλαβή των κεφαλαίων της κατάθεσης πραγματοποιούνται δύο εργάσιμες ημέρες μετά την ημέρα που διαμορφώνεται και κλείνεται το επιτόκιο. Επομένως, το επιτόκιο κλείνεται δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της αντίστοιχης περιόδου εκτοκισμού για την οποία πρόκειται να εφαρμοστεί.

Το Euribor υπολογίζεται και δημοσιεύεται σήμερα στην ηλεκτρονική οθόνη Moneyline Telerate (προηγουμένως Bridge Telerate).

Οι συμμετέχουσες στη διαδικασία προσφοράς επιτοκίων για τον υπολογισμό του Euribor τράπεζες ανέρχονται σήμερα σε 57 (47 τράπεζες χωρών της ζώνης του ευρώ, 2 από το Ηνωμένο Βασίλειο, 1 από τη Σουηδία, 1 από τη Δανία και 6 διεθνείς τράπεζες από χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά με σημαντική δράση στη ζώνη ευρώ).

Οι τράπεζες που συμμετέχουν στη διαδικασία διαμόρφωσης του Euribor επιλέγονται με κριτήρια που σχετίζονται με τη συνολική τους παρουσία στην αγορά και κυρίως με την αξιολόγηση από άποψη πιστωτικού κινδύνου, ως τράπεζες πρώτης τάξεως και με την καλή τους φήμη και συναλλακτική συμπεριφορά. Παράλληλα η επιλογή τους σχετίζεται και με την εκπροσώπηση του συνόλου των τάσεων στην ευρωπαϊκή αγορά ώστε το Euribor να αποτελεί αντιπροσωπευτικό και αποτελεσματικό επιτόκιο αναφοράς.

Ο κανονισμός λειτουργίας του Euribor καλύπτει θέματα που αναφέρονται στα κριτήρια βάσει των οποίων οι τράπεζες μπορούν να συμπεριληφθούν στις τράπεζες που προσφέρουν τιμές, στις υποχρεώσεις των εν λόγω τραπεζών, στη σύνθεση και τις υποχρεώσεις της επιτροπής που είναι υπεύθυνη για την εποπτεία της λειτουργίας της αγοράς, κ.ο.κ.

Τα βασικά κριτήρια για την επιλογή μιας τράπεζας στις συμμετέχουσες τράπεζες (panel banks) σχετίζονται με το βαθμό ενεργοποίησής της στις χρηματαγορές του ευρώ, στην ευρωζώνη ή στις διεθνείς αγορές, και με την ικανότητά της αν διαπραγματεύεται και να διαχειρίζεται υψηλά ποσά χρηματοοικονομικών προϊόντων που σχετίζονται με τα επιτόκιο του ευρώ, ιδιαίτερα χρηματοοικονομικά προϊόντα της χρηματαγοράς, ακόμα και σε συνθήκες ανισορροπίας. Ειδικότερα από την πλευρά του ενεργητικού εξετάζονται τα μεγέθη της τράπεζας που αφορούν σε δάνεια με διάρκεια έως ένα έτος, τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα της χρηματαγοράς, όπως πιστοποιητικά καταθέσεων, commercial paper ή bankers acceptances, τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναπώλησης (reverse repurchase agreements). Από την πλευρά του παθητικού εξετάζονται οι θέσεις σε καταθέσεις διάρκειας έως ένα έτος, σε προϊόντα της χρηματαγοράς ή σε συμφωνίες επαναγοράς (repurchase agreements).

Επίσης εξετάζονται οι θέσεις σε στοιχεία εκτός ισολογισμού και κυρίως σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα με υποκείμενο το Euribor.

### 5.3.2 Τεχνικά χαρακτηριστικά του Euribor

Για τη διαμόρφωση του Euribor τράπεζες (panel banks), που, όπως προαναφέρθηκε, επιλέγονται ώστε να αντιπροσωπεύουν την αγορά, προσφέρουν σε ημερήσια βάση τιμές επιτοκίων, στρογγυλοποιημένες σε δυο δεκαδικά ψηφία, τις οποίες εκτιμούν ότι μπορεί να προσφέρει μια τράπεζα πρώτης τάξεως (prime bank) για προθεσμιακές καταθέσεις σε μια άλλη τράπεζα πρώτης τάξεως εντός της ευρωζώνης.

Βάση αναφοράς ή υπολογισμού των τόκων αποτελούν οι 360 ημέρες. Το Euribor δημοσιεύεται με τρία δεκαδικά ψηφία.

Οι προσφερόμενες τιμές επιτοκίων αναφέρονται σε περιόδους λήξεως μιας, δύο και τριών εβδομάδων και ενός έως και δώδεκα μηνών (δώδεκα λήξεις).

### 5.3.3 Διαδικασία υπολογισμού του Euribor

Κάθε τράπεζα που συμμετέχει στην αγορά του Euribor υποχρεούται να εισαγάγει τιμές επιτοκίων στο σύστημα TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer) έως τις 10:45 π.μ. ώρα Ευρώπης (CET) και για κάθε μέρα που το σύστημα είναι ανοιχτό.



Σε κάθε συμμετέχουσα τράπεζα αντιστοιχεί μια σελίδα του συστήματος στη οποία έχουν πρόσβαση μόνον η ίδια η τράπεζα και το προσωπικό του Money Telerate που έχει αναλάβει σήμερα το τεχνικό μέρος διαμόρφωσης των τιμών fixing.

Από τις 10:45 π.μ. έως τις 11:00 π.μ. οι συμμετέχουσες τράπεζες μπορούν να τροποποιήσουν τις τιμές που έχουν εισαγάγει.

#### **5.3.4 Υπολογισμός και δημοσίευση του Euribor**

Ο υπολογισμός του Euribor πραγματοποιείται σήμερα στις 11:00 CET από την Money Telerate βάσει των τιμών που έχουν προσφερθεί.

Για κάθε περίοδο (λήξη), δηλαδή για τις περιόδους λήξεως μιας, δύο, και τριών εβδομάδων και ενός έως δώδεκα μηνών, αφαιρείται το 15% τόσο των υψηλότερων όσο και των χαμηλότερων τιμών. Ο μέσος όρος των υπόλοιπων επιτοκίων (τιμών), στρογγυλοποιημένος σε τρία δεκαδικά ψηφία, αποτελεί το επιτόκιο αναφοράς Euribor.

Αμέσως μετά τον υπολογισμό του Euribor δημοσιεύεται σήμερα στις σελίδες 248-249 του Money Telerate στις οποίες μπορούν να έχουν πρόσβαση οι ενδιαφερόμενοι και κυρίως τα μέλη. Ταυτοχρόνως σε άλλες σελίδες δημοσιεύονται τα επιτόκια για κάθε περίοδο που έδωσαν οι συμμετέχουσες τράπεζες.

Παράλληλα, η Money Telerate εμφανίζει τις τιμές Euribor υπολογισμένες με έτος βάσης 365 ημερών για όσες χώρες χρησιμοποιούν έτος βάσης 365 ημερών.

Ιστορικές τιμές του Euribor βρίσκονται σε συγκεκριμένες σελίδες της Money Telerate. Στις αρμοδιότητες της Money Telerate περιλαμβάνεται και ο έλεγχος της καθημερινής εισαγωγής τιμών από όλες τις συμμετέχουσες τράπεζες (panel banks), σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις. Ο έλεγχος αυτός πραγματοποιείται προ του υπολογισμού του Euribor. Στην περίπτωση που διαπιστωθεί ότι κάποια από τις τράπεζες που συμμετέχουν έχει παραλείψει να εισαγάγει τιμές, η τράπεζα ενημερώνεται ώστε να εισαχθούν οι τιμές. Εάν τελικά δεν εισαχθούν οι τιμές ο υπολογισμός πραγματοποιείται χωρίς αυτές τιμές.

Ο υπολογισμός αναβάλλεται έως τις 11:15 π.μ., εάν οι τιμές δεν αντιπροσωπεύουν το 50% των τραπεζών που συμμετέχουν. Ο υπολογισμός πραγματοποιείται και στην περίπτωση που 12 συμμετέχουσες τράπεζες από 3 χώρες έχουν δώσει τιμές.

Η λειτουργία του Euribor εποπτεύεται από Επιτροπή (Steering Committee) που αποτελείται από αναγνωρισμένα στην αγορά στελέχη και το Γενικό Γραμματέα του European Banking Federation (F.B.E.).

## 5.4 Το επιτόκιο Libor

Το επιτόκιο **Libor (London Interbank Offered Rate)** διαμορφώνεται στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου και αποτελεί, για τις τράπεζες που συμμετέχουν στην αγορά αυτή, το επιτόκιο άντλησης κεφαλαίων.

Το Libor προκύπτει από τα προσφερόμενα για κατάθεση στη διατραπεζική αγορά επιτόκια από επιλεγμένες, από την Ένωση Τραπεζών της Μεγάλης Βρετανίας (British Bankers Association – BBA), συμμετέχουσες τράπεζες (Contributor Banks). Το Libor, που διαμορφώνεται υπό την εποπτεία της BBA και ανακοινώνεται από αυτή, είναι το BBA Libor, το οποίο αποτελεί το **πλέον γνωστό επιτόκιο αναφοράς** παγκοσμίως.

Το BBA Libor υπολογίζεται σήμερα για τα ακόλουθα επτά γνωστά νομίσματα: Δολάριο Η.Π.Α. (USD), Γεν Ιαπωνίας (JPY), Φράγκο Ελβετίας (CHF), Δολάριο Καναδά (CAD), Δολάριο Αυστραλίας (AUD), Δολάριο Νέας Ζηλανδίας (NZD), Κορόνα Δανίας (DKK), Ευρώ (EUR) και στερλίνα Μεγάλης Βρετανίας (GBP).

Για τη διαμόρφωση του Libor, η BBA συνεργάζεται με εξειδικευμένους συμβούλους, γνώστες των αγορών, οι οποίοι αποτελούν το BBA Libor Steering Group.

Οι τράπεζες που συμμετέχουν στη διαδικασία διαμόρφωσης του BBA Libor επιλέγονται από την British Bankers Association βάσει της φήμης τους, του βαθμού δραστηριοποίησής τους στην αγορά και της εμπειρίας τους στην αγορά του νομίσματος το οποίο αφορά το διαμορφούμενο επιτόκιο.

Οι συμμετέχουσες στον υπολογισμό του Libor κάθε νομίσματος τράπεζες (contributor banks) πρέπει να είναι τουλάχιστον οκτώ, προερχόμενες από διαφορετικές χώρες και με διαφορετικές δραστηριότητες ώστε να αντιπροσωπεύουν την αγορά.

Έτσι σήμερα τα panels του δολαρίου Αυστραλίας και του δολαρίου Νέας Ζηλανδίας αποτελούνται από 8 τράπεζες το καθένα, τα panels του δολαρίου Καναδά και του Ελβετικού Φράγκου αποτελούνται από 12 τράπεζες το καθένα. Τουλάχιστον μια φορά το έτος η BBA σε συνεργασία με το BBA Libor Steering Group επανεξετάζει και ανασυνθέτει τα Contributor Panels.

Για τη διαμόρφωση του Libor κάθε νομίσματος κάθε μεμονωμένη συμμετέχουσα τράπεζα προσφέρει καθημερινά, έως τις 11:00 π.μ. (ώρα Λονδίνου), επιτόκια με τα οποία επιθυμεί να δανειστεί, ζητώντας και στη συνέχεια αποδεχόμενη από τις διατραπεζικές προσφορές τα κεφάλαια σε αποδεκτά για την αγορά μεγέθη.

Τα προσφερόμενα επιτόκια ακολουθούν τους προκαθορισμένους χρόνους λήξεις και ημέρες διακανονισμού.

Εν συνεχεία, από τις 11:00 π.μ. έως τις 11:10 π.μ. ώρα Λονδίνου, οι συμμετέχουσες τράπεζες προσφέρουν και εισάγουν στο σύστημα του Designated Distributor επιτόκια, τουλάχιστον με δυο δεκαδικά ψηφιά, με τα

οποία επιθυμούν να πραγματοποιήσουν καταθέσεις. Αρχίζει έτσι το τελικό στάδιο διαμόρφωσης του BBA Libor.

Τα προσφερόμενα επιτόκια αφορούν μόνο καταθέσεις για τις οποίες ισχύουν τα ακόλουθα:

- Πραγματοποιούνται στην αγορά του Λονδίνου σε αποδεκτά μεγέθη
- Είναι απλές και δεν καλύπτονται με κάποια ασφάλεια ή εγγύηση
- Είναι σύμφωνες και αντιμετωπίζονται από τους νόμους της Αγγλίας
- Η συναλλαγή υπάγεται στη δικαιοδοσία των αγγλικών δικαστηρίων.

Εάν η ημερομηνία λήξεως μιας κατάθεσης (maturity date) είναι μια μη εργάσιμη ημέρα, στο Λονδίνο και στη χώρα του νομίσματος ταυτόχρονα, η λήξη μεταφέρεται στην επόμενη εργάσιμη ημέρα, εκτός και αν η επόμενη εργάσιμη είναι ημέρα του επόμενου ημερολογιακού μήνα, οπότε ημερομηνία λήξεως θεωρείται η προηγούμενη της λήξεως εργάσιμη ταυτόχρονα και στις δύο αγορές. Για το ευρώ εργάσιμες θεωρούνται οι ημέρες που το σύστημα TARGET λειτουργεί.

Ειδικά για περιόδους λήξεως overnight, spot/next, μιας εβδομάδας και δύο εβδομάδων ημερομηνία λήξεως θεωρείται η πρώτη εργάσιμη ημέρα και στις δύο αγορές (Λονδίνου και νομίσματος) που καλύπτει τουλάχιστον μία ημέρα, επτά ημέρες και δεκατέσσερις ημέρες από την ημέρα διακανονισμού (value date) ασχέτως εάν αυτή είναι ημέρα του επόμενου μήνα.

Για όλα τα νομίσματα για τα οποία υπολογίζεται Libor, πλην του ευρώ και του GBP, η περίοδος (valeur) μεταξύ της ημέρας συναλλαγής (fixing date) και της ημέρας διακανονισμού (value date) είναι δύο εργάσιμες ημέρες στο Λονδίνο και στη χώρα του νομίσματος ταυτόχρονα. Εάν στη μια από τις δύο αγορές η δεύτερη ημέρα δεν είναι εργάσιμη τότε value date είναι η επόμενη ημέρα που είναι ταυτόχρονα εργάσιμη.

Για το ευρώ η value date είναι δυο εργάσιμες ημέρες μετά την fixing date, κατά τις οποίες το σύστημα πληρωμών TARGET λειτουργεί.

Για το GBP fixing date και value date συμπίπτουν χρονικά.

Για τον υπολογισμό του επιτοκίου Libor η BBA συνεργάζεται με εξειδικευμένη εταιρία (Designated Distributor). Μετά τη λήξη της εισαγωγής, στο σύστημα του Designated Distributor, επιτοκίων προς κατάθεση από τις συμμετέχουσες τράπεζες, υπολογίζεται το Libor. Αφού συγκεντρωθούν οι προσφερθείσες τιμές (επιτόκια) ανά νόμισμα, αφαιρείται το 25% των υψηλότερων και το 25% των χαμηλότερων τιμών. Ο μέσος όρος του υπόλοιπου 50% των τιμών αποτελεί την τιμή fixing του επιτοκίου BBA Libor, το οποίο και ανακοινώνεται. Όλες οι συναλλαγές πραγματοποιούνται στην τιμή fixing, ασχέτως του επιτοκίου που η κάθε τράπεζα προσέφερε.

Παράλληλα, για λόγους διαφάνειας, η BBA ανακοινώνει όλες τις προσφερθείσες τιμές. Ο φορέας με τον οποίο συνεργάζεται σήμερα η BBA για τον υπολογισμό και τη δημοσίευση του επιτοκίου είναι η Moneyline Telerate στην ηλεκτρονική οθόνη της οποίας τελικά και δημοσιεύεται το Libor. Ο Designated Distributor δημοσιεύει τα επιτόκια περίπου στις 11:30 π.μ. ώρα

Λονδίνου. Παράλληλα τη στιγμή του υπολογισμού του το Libor ανακοινώνεται διεθνώς από μια σειρά δικτύων, όπως Reuters και Bloomberg.

Στην περίπτωση που δεν είναι δυνατός ο υπολογισμός του Libor βάσει της παραπάνω διαδικασίας, η BBA σε συνεργασία με τις συμμετέχουσες τράπεζες υπολογίζει και κοινοποιεί ένα επιτόκιο.

Η BBA σε συνεργασία με το BBA Libor Steering Group κατά διαστήματα επανεξετάζει και, εφόσον απαιτείται, αναπροσαρμόζει τον τρόπο υπολογισμού του Libor.

Το Libor διαμορφώνεται για περιόδους overnight, μιας εβδομάδας, δύο εβδομάδων και για 1 έως 12 μήνες.

Ουσιαστικά το Libor του δολαρίου ΗΠΑ στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου διαμορφώνεται από τις καταθέσεις στη διατραπεζική αγορά ευρώ-δολαρίων, δηλαδή δολαρίων κατατεθειμένων σε τράπεζες εκτός ΗΠΑ. Η αγορά ευρώδολαρίων αποτελεί τα τελευταία 50 χρόνια το κυριότερο συστατικό της διεθνούς χρηματοοικονομικής αγοράς, με κύριο εκφραστή της, όσον αφορά στα μεγέθη συναλλαγών, την αγορά του Λονδίνου.

Πέραν του BBA Libor, διαμορφώνεται και δημοσιεύεται στις ΗΠΑ (Wall Street Journal) ένα επιτόκιο Libor δολαρίου το οποίο προκύπτει από το μέσο όρο των προσφερόμενων επιτοκίων πέντε μεγάλων τραπεζών (Bank of America, Barclays, Bank of Tokyo, Deutsche Bank και Swiss Bank).

Η σημασία του Libor όλων των νομισμάτων στις χρηματαγορές είναι ιδιαίτερα σημαντική αφού είναι αποδεκτό ως επιτόκιο αναφοράς από όλες τις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, τραπεζικές ή άλλες και παράλληλα εκφράζει τη διεθνή οικονομική τάση. Αποτελεί δε το πλέον σημαντικό εργαλείο των επενδυτών και των επιχειρήσεων για την αξιολόγηση των δικών τους αποδόσεων ή του κόστους άντλησης χρήματος.

Το επιτόκιο αυτό σε τελευταία ανάλυση μεταφέρεται στους πελάτες των τραπεζών κυρίως στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου με κόστος το Libor μεταφέρονται στις επιχειρήσεις ή και στους ιδιώτες με τη μορφή δανείων με την προσθήκη ενός spread.

## 5.5 Το επιτόκιο Euro Libor

Μεγάλη είναι και η σημασία του Libor του ευρώ, το οποίο συγκρίνεται άμεσα με το επιτόκιο του ευρώ που διαμορφώνεται στην αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Euribor το οποίο υπολογίζεται από την Ένωση Ευρωπαϊκών Τραπεζών (European Banking Federation). Το Libor του ευρώ, όπως και των λοιπών νομισμάτων, διαμορφώνεται καθημερινά έως τις 11:30 π.μ. ώρα Λονδίνου από την Ένωση Βρετανικών Τραπεζών (BBA) με βάση το μέσο όρο των προσφερόμενων επιτοκίων για κατάθεση των τραπεζών που συμμετέχουν (σήμερα 16 τράπεζες). Πιο συγκεκριμένα το Libor του Ευρώ, όπως και των λοιπών νομισμάτων, αποτελεί το μέσο όρο των προσφερόμενων επιτοκίων των τραπεζών που συμμετέχουν.

Η κατάθεση των προσφορών γίνεται από τις 11:00 π.μ. μέχρι τις 11:10 π.μ. Η εταιρία Bridge Telerate, η οποία έχει επιλεγεί για τη συλλογή των προσφερόμενων τιμών και για τον υπολογισμό και τη δημοσίευση του Libor ευρώ, υπολογίζει, όπως και για τα επιτόκια των λοιπών νομισμάτων, το μέσο όρο των τιμών αφού αφαιρέσει το 25% των χαμηλότερων και το 25% των υψηλότερων τιμών και δημοσιεύει το αποτέλεσμα στις 11:30 π.μ. Οι τιμές για το Libor του Ευρώ δίνονται με διακανονισμό εντός δύο ημερών (T+2), (valeur 2 ημερών), βάσει υπολογισμού Act/360 ημερών και καθορίζεται από τις ημέρες λειτουργίας του TARGET.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκριση του Euribor και του Euro Libor δεδομένου του διαφορετικού αριθμού των συμμετεχουσών τραπεζών, της σύνθεσης αυτών και του διαφορετικού τρόπου υπολογισμού των δύο επιτοκίων (αφαίρεση του 15% των υψηλότερων και του 15% των χαμηλότερων τιμών για τον υπολογισμό του Euribor έναντι του 25% των υψηλότερων και του 25% χαμηλότερων τιμών για τον υπολογισμό του Libor).

Στη διαδικασία προσφοράς επιτοκίων για τον υπολογισμό του Libor του Ευρώ συμμετέχουν σήμερα 16 τράπεζες (1 από τον Καναδά, 1 από το Βέλγιο, 1 από τη Γαλλία, 2 από τη Γερμανία, 2 από την Ελβετία, 1 από την Ιαπωνία, 4 από το Ην. Βασίλειο και 4 από τις ΗΠΑ).

## 5.6 Σύγκριση Κοινοπρακτικού Δανείου & Ομολογιακό Δάνειο

Στα κοινοπρακτικά δάνεια υπάρχουν ευνοϊκότεροι όροι τιμολόγησης λόγω των υφιστάμενων σχέσεων με τις τράπεζες, ενώ στα ομολογιακά δάνεια υπάρχουν λιγότεροι όροι καθώς περιορισμοί και χρηματοοικονομικές ρήτρες. Επίσης, στα κοινοπρακτικά δάνεια υπάρχει η δυνατότητα αποπληρωμής χωρίς πρόστιμο (δυνατότητα αναχρηματοδότησης με πιο ευνοϊκούς όρους) ενώ στα ομολογιακά δάνεια υπάρχουν περισσότερες πηγές άντλησης κεφαλαίων. Στα κοινοπρακτικά δάνεια δεν απαιτείται η βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (public rating) και η διάρκειά τους είναι μέχρι 5 χρόνια, ενώ στα ομολογιακά δάνεια η βαθμολόγηση είναι απαραίτητη και η διάρκειά τους είναι μεγαλύτερη από τα 5 χρόνια. Στα κοινοπρακτικά δάνεια μέσα σε 1-2 μήνες γίνεται η άντληση των κεφαλαίων και υπάρχει η δυνατότητα χρήσης πολλαπλών νομισμάτων. Τα ομολογιακά δάνεια δίνουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση για την δημιουργία μιας ευρύτερης επενδυτικής και θέτουν τις βάσεις για μελλοντικές συναλλαγές. Όταν η επιχείρηση θέλει να αντλήσει γρήγορα κεφάλαια τότε στρέφεται προς την έκδοση κοινοπρακτικού δανείου. Το κοινοπρακτικό δάνειο δίνει την δυνατότητα στον δανειολήπτη μέσα σε 1 με 2 μήνες να αντλήσει τα κεφαλαία που επιθυμεί. Επίσης σημαντικός παράγοντας για την έκδοση ενός κοινοπρακτικού δανείου είναι ότι η διάρκεια αποπληρωμής είναι τα 5 έτη. Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις ο δανειολήπτης στρέφεται προς αυτή την μορφή δανεισμού. Αντίθετα όταν ο δανειολήπτης θέλει να δανειστεί ένα μικρότερο ποσό και θέλει η διάρκεια αποπληρωμής του κεφαλαίου να είναι μεγαλύτερη των 5 ετών τότε στρέφεται προς την έκδοση ομολογιακού δανείου. Τα τελευταία χρόνια, λόγω της ανάγκης των επιχειρήσεων να αντλούν μεγάλα κεφάλαια σε σύντομο χρονικό διάστημα, (επειδή ο ανταγωνισμός είναι αυξημένος οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν διαρκώς την επεκτατική πολιτική τους) οι επιχειρήσεις προτιμούν την έκδοση κοινοπρακτικών δανείων και στέφονται προς αυτήν την μορφή δανεισμού και λιγότερο προς την έκδοση ομολογιακών δανείων. Βέβαια αυτό δεν γίνεται μόνο στην Ελλάδα. Αρκετά χρόνια πριν αυτή η μορφή δανεισμού ήταν διαδεδομένη στο εξωτερικό. Έτσι οι ελληνικές επιχειρήσεις ακολούθησαν το παράδειγμα των ξένων επιχειρήσεων και στράφηκαν προς την έκδοση κοινοπρακτικών δανείων για να γίνουν και οι ίδιες ποιο ανταγωνιστικές. Επομένως η έκδοση κοινοπρακτικού δανείου, σε σύγκριση με τα ομολογιακά δάνεια είναι στις μέρες μας η ποιο συμφέρουσα λύση για μια επιχείρηση.

## 6 Έρευνα

### 6.1 Ευρήματα Έρευνας

Κύριος σκοπός αυτής της πτυχιακής εργασίας ήταν η εύρεση όλων των κοινοπρακτικών δανείων που εκδόθηκαν από τις αρχές του έτους 1996 έως το τέλος του έτους 2005, δηλαδή της τελευταίας δεκαετίας. Στους πίνακες που είναι καταχωρημένοι στα Παραρτήματα διαθέτονται όλα τα στοιχεία των κοινοπρακτικών δανείων, δηλαδή το έτος που εκδόθηκε το κάθε κοινοπρακτικό δάνειο, όπως και τα συμβαλλόμενα μέρη, δηλαδή ο δανειστής και ο δανειζόμενος. Στην προκειμένη περίπτωση ο δανειζόμενος είναι η εταιρία ενώ ο δανειστής είναι η κοινοπραξία των τραπεζών. Επίσης, στους πίνακες διαθέτονται, το ποσό που δανείστηκε η κάθε επιχείρηση, η διάρκεια αποπληρωμής του κάθε κοινοπρακτικού δανείου, οι τράπεζες που συμμετείχαν στην κοινοπραξία και σε ορισμένες περιπτώσεις το επιτόκιο δανεισμού. Αξίζει να σημειωθεί ότι για λόγους ανταγωνισμού οι εταιρίες δε δημοσιεύουν το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται από τις τράπεζες. Αυτό γίνεται μόνο σε λίγες περιπτώσεις. Η εύρεση αυτών των στοιχείων ήταν πολύ δύσκολη και μακρόχρονη. Αντιμετωπίστηκαν σοβαρά προβλήματα για την εύρεσή τους γιατί κανένας επίσημος φορέας, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος και η Ένωση των Ελληνικών Τραπεζών, δεν έχει στη διάθεσή του συγκεντρωτικές καταστάσεις με αυτά τα στοιχεία. Οι πίνακες με τα κοινοπρακτικά δάνεια που έχουν εκδοθεί την τελευταία δεκαετία διαθέτονται στα Παραρτήματα.

**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

| ΕΤΟΣ          | ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ<br>(ΣΕ EURO) | ΑΡΙΘΜΟΣ<br>ΔΑΝΕΙΩΝ | ΣΥΝΟΛΙΚΗ<br>ΔΙΑΡΚΕΙΑ (ΕΤΗ) |
|---------------|-------------------------------|--------------------|----------------------------|
| 1996          | 130.000.000                   | 1                  | 7                          |
| 1997          | 845.000.000                   | 6                  | 40                         |
| 1998          | 1.539.800.000                 | 9                  | 48                         |
| 1999          | 5.379.575.000                 | 18                 | 82                         |
| 2000          | 1.159.000.000                 | 10                 | 56                         |
| 2001          | 780.255.771                   | 33                 | 153                        |
| 2002          | 1.907.515.000                 | 38                 | 181                        |
| 2003          | 1.698.500.000                 | 15                 | 81                         |
| 2004          | 1.405.500.000                 | 13                 | 65,5                       |
| 2005          | 1.118.500.000                 | 4                  | 21                         |
| <b>ΣΥΝΟΛΟ</b> | <b>15.963.645.771</b>         | <b>147</b>         | <b>734,5</b>               |

ΜΕΣΟΣ ΕΤΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ = 14,7

ΜΕΣΑ ΕΤΗΣΙΑ ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ = 1,5 ΔΙΣ ΕΥΡΩ

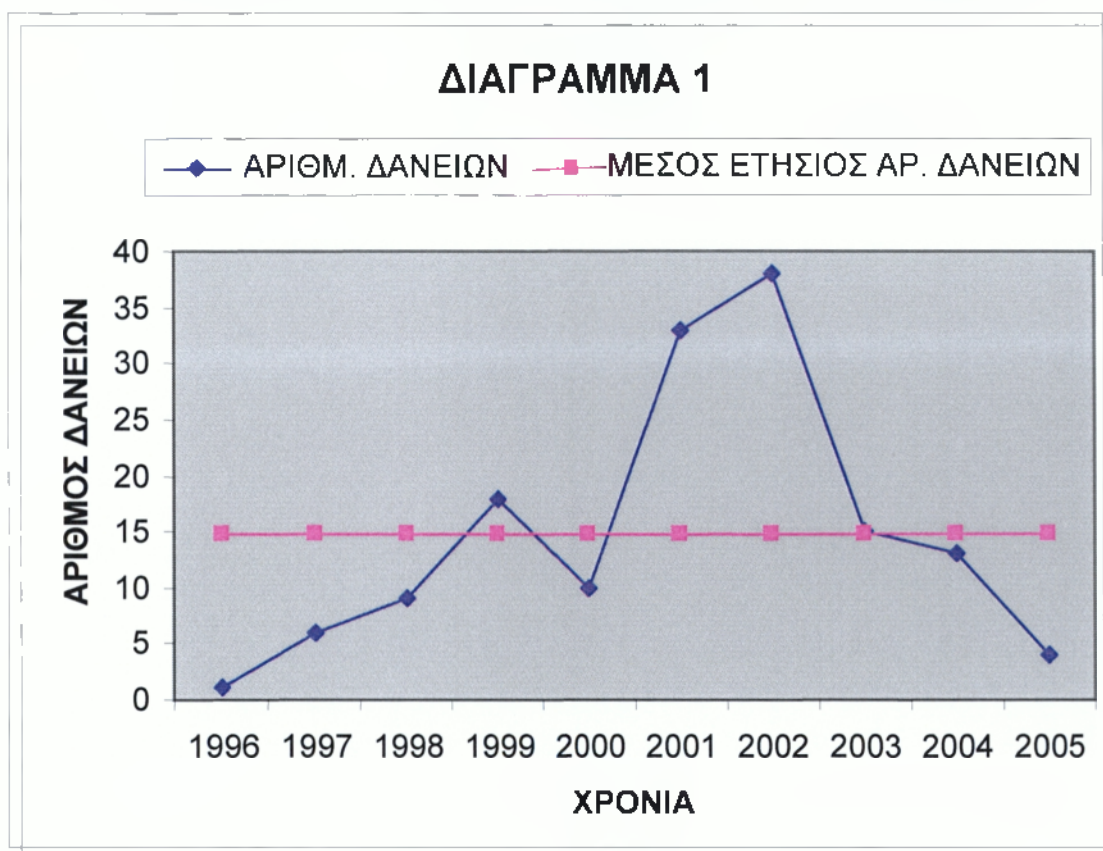
ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ = 4,99 ΕΤΗ

Παραπάνω φαίνονται όλα τα συγκεντρωτικά στοιχεία της δεκαετίας στην οποία αναφερόμαστε. Βλέπουμε ότι το 1996 εκδόθηκε μόλις ένα κοινοπρακτικό δάνειο. Μέχρι το 2000 οι ελληνικές εταιρίες στρέφονταν προς το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για να αντλήσουν κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξή τους, ενώ παράλληλα η αγορά των κοινοπρακτικών δανείων δεν ήταν ευρέως γνωστή. Από το 2001 όμως και μετά, λόγω της κρίσης που δημιουργήθηκε στο ΧΑΑ και ευρύτερα στην ελληνική οικονομία, οι ελληνικές επιχειρήσεις στράφηκαν στα κοινοπρακτικά δάνεια για να αντλήσουν τα κεφάλαια που ήταν απαραίτητα για την επέκτασή τους. Το 2002 εκδόθηκαν τα περισσότερα κοινοπρακτικά δάνεια 38 στον αριθμό, διπλάσια σχεδόν από τον μέσο ετήσιο αριθμό δανείων που είναι 14,7. Το 1999 αντλήθηκαν τα περισσότερα κεφάλαια από τις ελληνικές επιχειρήσεις, 5,5 δις Ευρώ περίπου ενώ τα μέσα ετήσια αντληθέντα κεφάλαια είναι 1,5 δις Ευρώ ετησίως. Οι περισσότερες επιχειρήσεις επέλεξαν τα 5 έτη για να αποπληρώσουν τα αντληθέντα κεφάλαια που είχαν δανειστεί γι' αυτό και η μέση διάρκεια είναι τα 4,99 έτη.



## 6.2 Ανάλυση Έρευνας

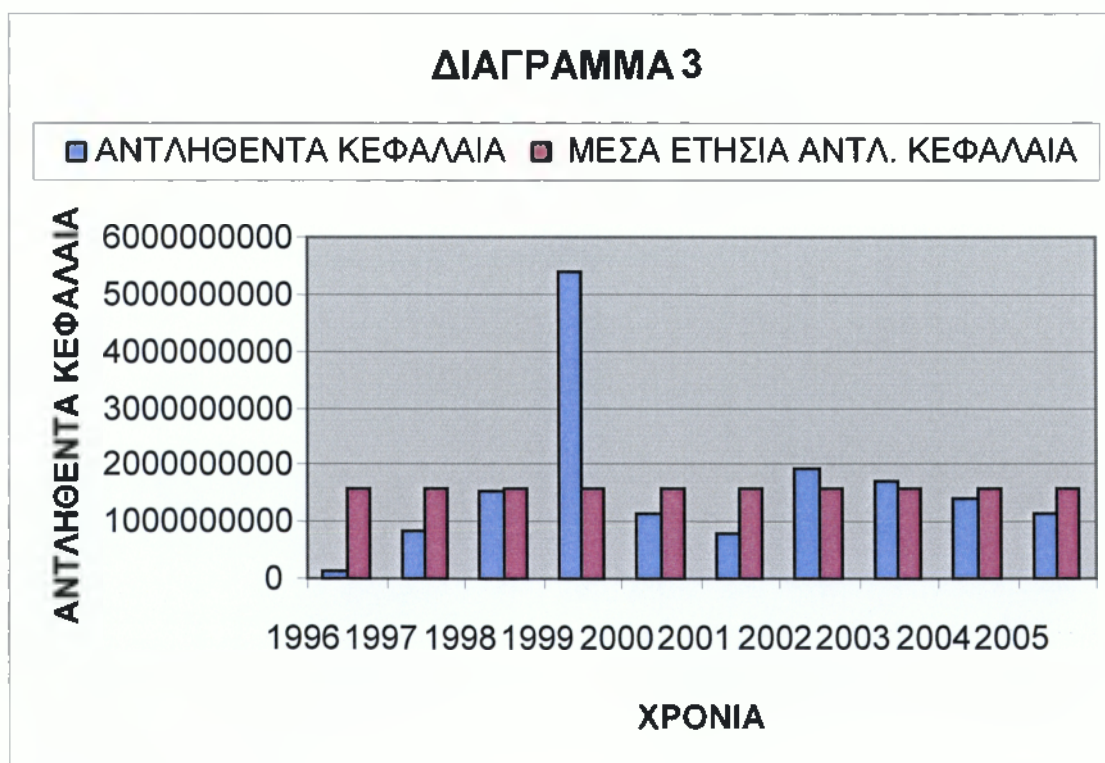
Όπως φαίνεται από τα συγκεντρωτικά στοιχεία οι ελληνικές επιχειρήσεις στράφηκαν προς τα κοινοπρακτικά δάνεια από το 2001 και μετά. Οι λόγοι που οδήγησαν τις εταιρίες προς αυτή τη μορφή δανεισμού είναι η χρηματοδότηση της επιθετικής επέκτασής τους, λόγω και των Ολυμπιακών Αγώνων που διοργανώθηκαν στην Αθήνα το 2004, όπως επίσης και η αντιμετώπιση της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων τους. Αξιοσημείωτο είναι ότι λόγω της κρίσης που ξέσπασε στο ΧΑΑ το 2000, πολλές επιχειρήσεις στράφηκαν από το 2001 και μετά στα κοινοπρακτικά δάνεια όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1.



Από το Διάγραμμα 1 παρατηρούμε ότι το 2001 και το 2002, δηλαδή οι χρονιές που ακολούθησαν μετά την κρίση στο ΧΑΑ, εκδόθηκαν τα περισσότερα κοινοπρακτικά δάνεια, ενώ το 1996 εκδόθηκε μόλις ένα κοινοπρακτικό δάνειο.

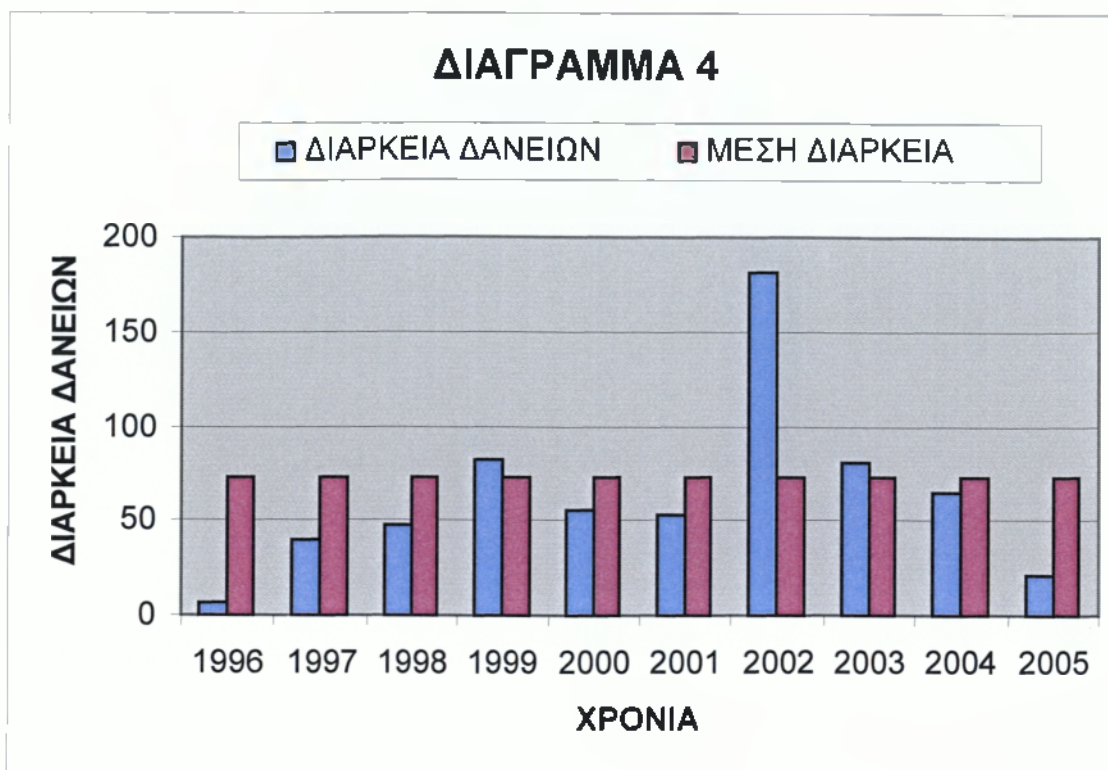


Αυτό μπορεί να διακριθεί και από το Διάγραμμα 2 όπου βλέπουμε το έτος 2002 με ποσοστό 26% και το έτος 2001 με ποσοστό 22% να είναι οι χρονιές που έχουν εκδοθεί τα περισσότερα κοινοπρακτικά δάνεια, ενώ το έτος 1996 με ποσοστό 1% και το έτος 1997 με ποσοστό 6% να έχουν εκδοθεί τα λιγότερα κοινοπρακτικά δάνεια.



Στο Διάγραμμα 3 παρατηρούμε ότι το 1999 αντλήθηκαν τα περισσότερα κεφάλαια από τις επιχειρήσεις που δανείστηκαν εκείνη τη χρονιά και

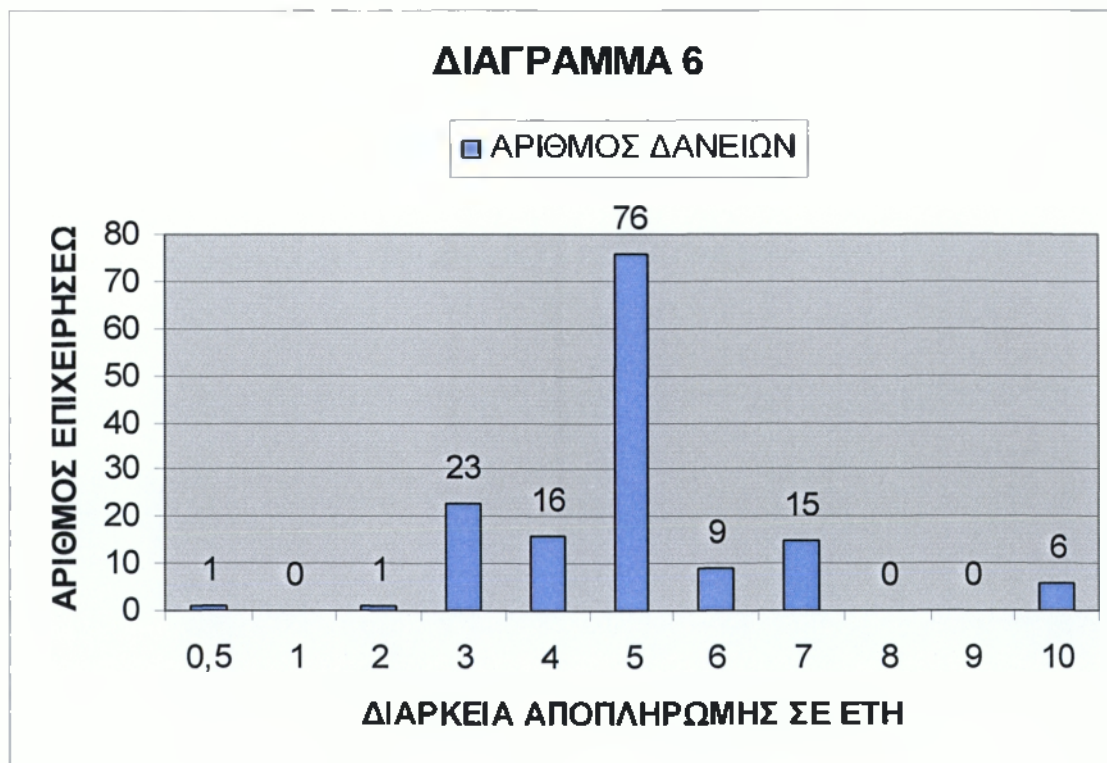
ανέρχονται στο ποσό των 5,5 δις Ευρώ περίπου, ενώ τα μέσα αντληθέντα κεφάλαια είναι 1,5 δις Ευρώ ετησίως.



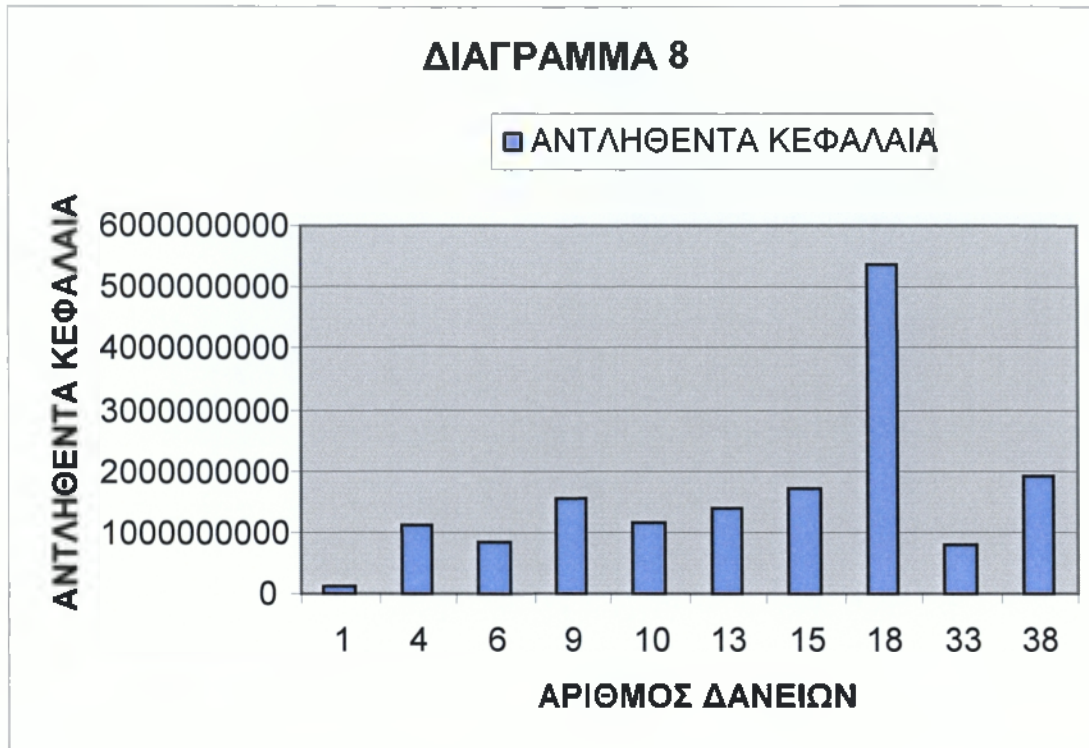
Στο Διάγραμμα 4 παρατηρούμε ότι το 2002 είναι το έτος στο οποίο η διάρκεια αποπληρωμής των κοινοπρακτικών δανείων είναι μεγαλύτερη από τα υπόλοιπα έτη και αυτό συμβαίνει επειδή το έτος 2002 εκδόθηκαν τα περισσότερα κοινοπρακτικά δάνεια.



Στο Διάγραμμα 5 βλέπουμε ότι τα περισσότερα κοινοπρακτικά δάνεια με ποσοστό 51% εκδόθηκαν με διάρκεια αποπληρωμής τα 5 έτη, ενώ η μέση διάρκεια είναι τα 4,99 έτη.

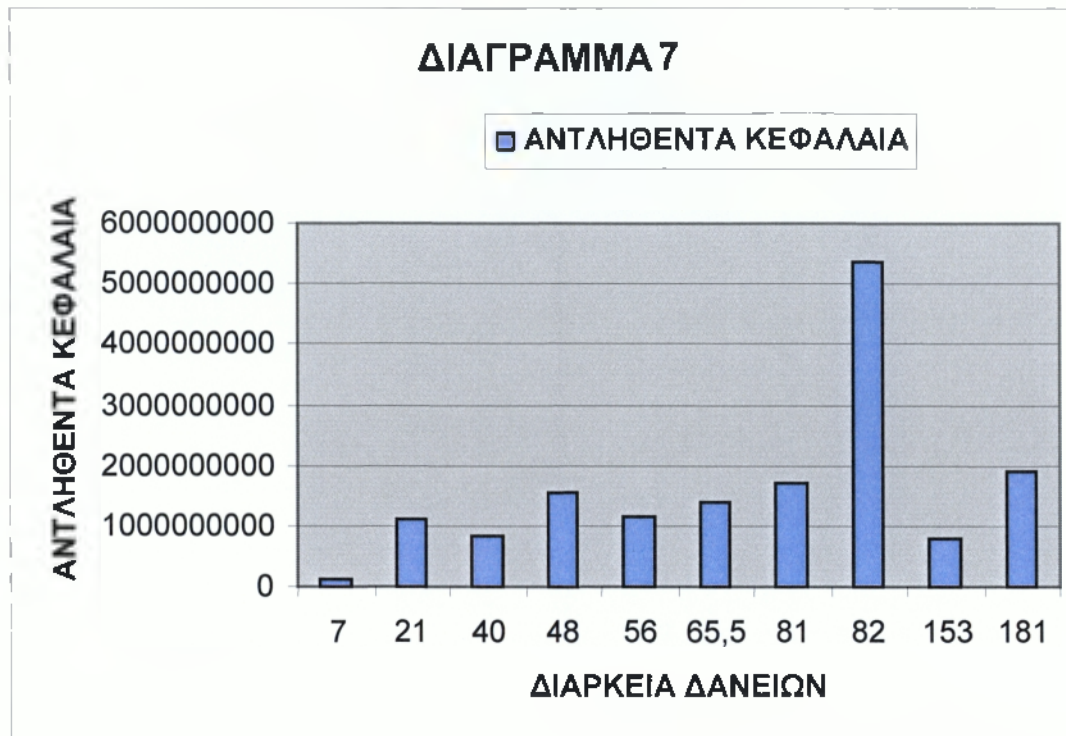


Αυτό φαίνεται και από το Διάγραμμα 6, όπου 76 επιχειρήσεις επέλεξαν τα 5 έτη σε διάρκεια αποπληρωμής του κοινοπρακτικού δανείου που άντλησαν,



Στο Διάγραμμα 8 βλέπουμε για κάθε έτος το συνολικό αριθμό δανείων που εκδόθηκαν και τα αντίστοιχα αντληθέντα κεφάλαια. Δηλαδή, το έτος 1999 εκδόθηκαν 18 κοινοπρακτικά δάνεια συνολικού ποσού 5,5 δις Ευρώ περίπου. Αντιθέτως το έτος 2002 εκδόθηκαν 38 δάνεια συνολικού ποσού 2 δις Ευρώ περίπου. Δηλαδή το έτος 1999 εκδόθηκαν λιγότερα δάνεια σε αντίθεση με το έτος 2002 αλλά συνολικού ποσού μεγαλύτερου από το έτος 2002.

ενώ αντιθέτως καμία επιχείρηση δεν επέλεξε να αποπληρώσει το κεφάλαιο που δανείστηκε στο πρώτο έτος, σε 8 έτη και σε 9 έτη.



Στο Διάγραμμα 7 παρατηρούμε για κάθε έτος το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων που άντλησαν οι επιχειρήσεις και τη συνολική διάρκεια αποπληρωμής. Χαρακτηριστικό είναι το έτος 1999 όπου αντλήθηκαν συνολικά κεφάλαια πάνω από 5,5 δις Ευρώ περίπου και η διάρκεια αποπληρωμής των κεφαλαίων αυτών ήταν τα 82 έτη συνολικά, ενώ το 2002 αντλήθηκαν συνολικά κεφάλαια ύψους 2 δις Ευρώ περίπου και η διάρκεια αποπληρωμής τους ήταν 181 έτη συνολικά. Δηλαδή, ενώ το 1999 αντλήθηκαν περισσότερα κεφάλαια, η συνολική διάρκεια αποπληρωμής τους ήταν μικρότερη σε σύγκριση με το 2002, που αντλήθηκαν λιγότερα κεφάλαια με μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής.

## 7 Επίλογος - Συμπεράσματα

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος τρόπος είναι η χρηματοδότηση μέσω των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και ο δεύτερος τρόπος είναι η χρηματοδότηση με κεφάλαια ξένα προς την επιχείρηση, δηλαδή με την έκδοση ομολογιακού δανείου ή κοινοπρακτικού δανείου. Μέχρι το 1999 οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούσαν η μακροπρόθεσμη χρηματοδότησή τους να γίνεται μέσω έκδοσης ομολογιακών δανείων. Την τελευταία πενταετία όμως γεγονός είναι ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις στράφηκαν προς την έκδοση κοινοπρακτικών δανείων για την αποπληρωμή και χρηματοδότηση παλαιότερων ομολογιακών τους δανείων. Επομένως από το 2000 και μετά βλέπουμε πως όλο και περισσότερες επιχειρήσεις στράφηκαν προς τα κοινοπρακτικά δάνεια. Ένας σημαντικός λόγος που οι επιχειρήσεις στράφηκαν προς τα κοινοπρακτικά δάνεια είναι η κρίση που ξέσπασε στο ΧΑΑ το 2000 όπου επηρέασε αρνητικά την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών των επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και γενικότερα την ελληνική οικονομία. Άρα οι επιχειρήσεις για να αντιμετωπίσουν την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου τους στράφηκαν προς την έκδοση κοινοπρακτικών δανείων. Επιπλέον ήταν γνωστό πως η Ελλάδα θα διοργάνωνε τους Ολυμπιακούς Αγώνες στην Αθήνα το 2004 επομένως πολλές ελληνικές επιχειρήσεις στράφηκαν προς τα κοινοπρακτικά δάνεια για να χρηματοδοτήσουν την περαιτέρω επέκτασή τους και για να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές. Επιπρόσθετα η έκδοση ενός κοινοπρακτικού δανείου έχει πολλά οφέλη για την επιχείρηση γιατί εκδίδεται το πολύ σε 2 μήνες, το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν έχει πρόσβαση στα στοιχεία της δανειοδότησης και η επιχείρηση ενδυναμώνει τις υφιστάμενες σχέσεις της με τους τραπεζικούς φορείς, ενώ συνεργάζεται και με περισσότερες τράπεζες. Από την πλευρά τους οι τράπεζες προωθούν τα κοινοπρακτικά δάνεια διότι βελτιώνουν την εικόνα τους στον χρηματοπιστωτικό τομέα και βελτιώνουν τη σχέση τους με την επιχείρηση που είναι ήδη πελάτης τους. Αν δεν είναι πελάτης τους η επιχείρηση αναπτύσσουν σχέσεις από τις οποίες ωφελούνται και οι δύο. Επίσης ένα σημαντικό κίνητρο για τις τράπεζες, είναι ότι μέσω των κοινοπρακτικών δανείων γίνεται καταμερισμός του κινδύνου, σε περίπτωση που κάποια επιχείρηση δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στην αποπληρωμή του κοινοπρακτικού της δανείου. Εν κατακλείδι η έκδοση κοινοπρακτικού δανείου είναι μια πολύ καλή λύση για την επιχείρηση, η οποία θέλει να επεκταθεί και να γίνει περισσότερο ανταγωνιστική και γι' αυτό το λόγο τα τελευταία χρόνια οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν την έκδοση κοινοπρακτικών δανείων από άλλες μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.

## Παράρτηματα



ΚΟΙΝΟΠΡΑΚΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΕΝΕΥΤΑΙΑΣ ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                            | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ     |
|------|------------------------------------|--|----------------|-------------------|--------------|
| 1996 | ALPHA BANK                         | SANWA BANK, WESTDEUTSCHE LANDESBANK<br>DUSSELDORF, BARCLAYS BANK   | 130000000      | 7                 | Libor +0.25% |
| 1997 | ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ               | BEAR STERNS  | 150000000      | 7                 | -----        |
| 1997 | ΟΜΙΛΟΣ<br>ΒΑΡΔΙΝΟΓΙΑΝΝΗ            | MITSUBISHI BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 150000000      | 7                 | Libor +1.50% |
| 1997 | ALPHA BANK                         | SANWA BANK, DEUTSCHE BANK, DRESDNER<br>BANK, DAITSI BANK   | 150000000      | 7                 | Libor +0.12% |
| 1997 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ<br>ΓΡΑΜΜΕΣ                | CITIBANK SHIPPING, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΤΒΑ,<br>BAYERISCHE VEREINSBANK AG, CITIBANK<br>LTD, ABN AMBRO, CHRISTIANA BANK og<br>KREDITKASSE ASA, LANDESBANK SCHESWIG<br>GIROZENTRALE, BANK OF NOVA SCOTIA | 215000000      | 7                 | -----        |
| 1997 | 3Ε                                 | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,<br>ΕΤΕΒΑ, ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΚΥΠΡΟΥ  | 110000000      | 7                 | Libor +0.67% |
| 1997 | ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ                       | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ MIDLAND  | 70000000       | 5                 | -----        |
| 1998 | ΚΛΩΝΑΤΕΞ<br>ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ<br>ΝΑΟΥΣΗΣ   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 3000000        | 3                 | -----        |
| 1998 | SARESCO<br>ΣΑΡΑΝΤΗΣ<br>ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,<br>EUROBANK, ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ,<br>ΟΜΙΛΟΣ ΓΑΛΛΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ                                   | 135000000      | 5                 | -----        |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                               | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ                         |
|------|---------------------------------------|--|----------------|-------------------|----------------------------------|
| 1998 | ΟΜΙΛΟΣ ΛΑΤΣΗ                          | ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ   | 350000000      | 7                 | -----                            |
| 1998 | ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ                             | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, BARCLAYS   | 12000000       | 5                 | -----                            |
| 1998 | ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ<br>ΑΤΕΝΕ                   | EUROBANK   | 1500000        | 3                 | Libor + το spend<br>της τραπεζης |
| 1998 | CARDICO                               | ΑΛΦΑ BANK, BARCLAYS, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 4000000        | 5                 | -----                            |
| 1998 | ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕ<br>ΜΑΡΜΑΡΑ-<br>ΓΡΑΝΙΤΕΣ | SOSIETE GENERALE   | 4300000        | 5                 | 3%+ προμήθεια                    |
| 1998 | ΟΤΕ                                   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΕΡΓΑΣΙΑΣ, CITIBANK, DRESNER  | 100000000<br>0 | 10                | Libor +0.2%                      |
| 1998 | ALTEC                                 | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ, EUROBANK,<br>SOSIETE GENERALE   | 30000000       | 5                 | Libor +0.9%                      |
| 1999 | ΚΛΩΝΑΤΕΞ<br>ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ<br>ΝΑΟΥΣΗΣ      | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,<br>ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ,<br>ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,<br>ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ, BANQUE<br>NATIONALE DE PARIS, SOSIETE GENERALE | 75000000       | 5                 | -----                            |
| 1999 | ΑΝΕΚ                                  | ΜΑΝΗΑΤΤΑΝ BANK   | 300000000      | 7                 | -----                            |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                  | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ                                       |
|------|--------------------------|---|----------------|-------------------|--|
| 1999 | ΟΜΙΛΟΣ<br>ΣΕΛΟΝΤΑ        | HVB FINANCE LTD,ALPHA BANK,ΑΓΡΟΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, HELLENIC<br>BANK,ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ                                | 3000000000     | 3                 | 18 μήνες<br>σταθερό<br>18 μήνες<br>κυμαινόμενο |
| 1999 | ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ                | ABN AMBRO FINANCE,ALPHA BANK,BANQUE<br>NATIONALE DE GREECE,BRITISH ARAB<br>COMMERCIAL BANK,CYPRUS POPULAR BANK<br>LTD,ΧΙΟΣ BANK | 4575000        | 3                 | 4,25%  |
| 1999 | SEX FORM                 | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 10000000       | 3                 | -----  |
| 1999 | ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ               | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 28000000       | 5                 | -----  |
| 1999 | ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ              | ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ,ΑΤΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ   | 100000000      | 5                 | -----  |
| 1999 | ΡΟΚΑΣ                    | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ  | 72000000       | 5                 | -----  |
| 1999 | ΜΠΕΙΜΠΥ ΛΑΝΤ<br>ΑΕ JAMBO | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 15000000       | 3                 | -----  |
| 1999 | ΓΕΡΜΑΝΟΣ                 | BANK OF AMERICA,EUROBANK  | 48000000       | 5                 | Euribor<br>+spread<br>1,2%                     |
| 1999 | COSMOTE                  | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 225000000      | 7                 | -----  |
| 1999 | ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟ<br>ΓΛΟΥΛΗ   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 8000000        | 5                 | -----  |
| 1999 | ΟΤΕ                      | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 1000000000     | 5                 | Libor +0.2%                                    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ              | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|----------------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 1999 | ΠΡΟΦΙΛ<br>ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ | ΑΛΡΗΑ BANK,ΕΤΕ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK   | 21000000       | 3                 | -----    |
| 1999 | ΑΓΡΟΠΑΚ              | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 15000000       | 3                 | -----    |
| 1999 | SEA FARM<br>IONIAN   | ΑΛΡΗΑ BANK,BARCLAYS, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 3000000        | 5                 | -----    |
| 1999 | ΣΤΙΝΤΖΗΣ             | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΑΛΡΗΑ BANK,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ,ΑΒΝ<br>ΑΜΒΡΟ BANK,LANDESBANK SCHESWING<br>HOLSTEIN,COMMERZ BANK,VIKING SHIP<br>FINANCE,WESTDEUTSHE LANDESBANK<br>GIROZENTRALE,DE NATIONALE INVESTERINGS BANK,<br>BANCA POPOLAVEDI NOVARA,GREDIT LYONNAIS<br>BAYERISCHE HYPO UNDVEREINS BANK | 205000000      | 5                 | -----    |
| 1999 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ<br>ΓΡΑΜΜΕΣ  | ΚΙΤΙΒΑΝΚ SHIPPING,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΤΒΑ,<br>BAYERISCHE VEREINSBANK AG,ΚΙΤΙΒΑΝΚ LTD,ΑΒΝ<br>ΑΜΒΡΟ,CHRISTIANA BANK og KREDITKASSE<br>ASA,LANDESBANK SCHESWIG GIROZENTRALE,BANK<br>OF NOVA SCOTIA  | 250000000      | 5                 | -----    |
| 2000 | ΣΚΑΓΙΑΣ ΑΒΕΕ         | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΙΟΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΕΡΓΑΣΙΑΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  | 10000000       | 5                 | -----    |
| 2000 | ΧΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ          | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ ,EUROBANK, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΓΝΑΤΙΑ   | 13000000       | 5                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ            | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ)          | ΕΠΙΤΟΚΙΟ        |
|------|--------------------|---|----------------|----------------------------|-----------------|
| 2000 | AUTOHELLAS         | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK  | 48000000       | 7                          | -----           |
| 2000 | NOTOS COM HOLDINGS | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,BARCLAYS BANK PLC,ALPHA BANK,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 60000000       | 5                          | -----           |
| 2000 | DILUX & DUNREX AE  | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 7000000        | 5                          | -----           |
| 2000 | COSMOTE            | ΣΙΤΙΒΑΝΚ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ+12 ελληνικές και ξένες τράπεζες   | 350000000      | 7                          | -----           |
| 2000 | ΟΜΙΛΟΣ ΜΑΙΛΛΗ      | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK  | 51000000       | 7                          | Euribor + 0.7%  |
| 2000 | ΕΤΒΑ BANK          | SANWA INTERNATIONAL, WEST LB, BAYERISCHE HYPO VEREINSBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 150000000      | 5                          | Euribor + 0.35% |
| 2000 | INFORMATICS        | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK, ALPHA BANK,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΠΕΙΡΑΙΩΣ  | 15000000       | 5                          | -----           |
| 2000 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ   | ΣΙΤΙΒΑΝΚ SHIPPING,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΤΒΑ, BAYERISCHE VEREINSBANK AG,ΣΙΤΙΒΑΝΚ LTD,ΑΒΝ ΑΜΒΡΟ,CHRISTIANA BANK og KREDITKASSE ASA,LANDESBANK SCHESWIG GIROZENTRALE,BANK OF NOVA SCOTIA | 455000000      | 5                          | -----           |
| 2001 | ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ     | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΤΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA BANK,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 12000000       | 5(περίοδος χάριτος 2 ετών) | -----           |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                             | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|-------------------------------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 2001 | ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ                         | ALPHA BANK,NBG INTERNATIONAL LIMITED + 8<br>τράπεζες   | 45000000       | 4                 | -----    |
| 2001 | ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-<br>ΛΑΠΠΑΣ ΑΤΕ            | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,,EUROBANK,ALPHA BANK   | 10000000       | 5                 | -----    |
| 2001 | ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ<br>ΕΤΑΙΡΙΑ<br>ΚΑΥΣΙΜΩΝ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΒΑΥΕΡΙΣΧΕ ΗΥΡΟ-<br>UNDVEREINSBANK             | 4054000        | 10                | -----    |
| 2001 | ΡΟΥΠΑΣ                              | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA<br>BANK,EUROBANK,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΓΕΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ABN AMBROBANK                          | 6000000        | 5                 | -----    |
| 2001 | VELLIFEST                           | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK   | 15586207       | 4                 | -----    |
| 2001 | ΔΗΜΟΣΘΕΝΗ<br>Σ<br>ΤΟΥΦΕΞΗΣ          | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ, EUROBANK,ALPHA BANK  | 6000000        | 5                 | -----    |
| 2001 | ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ                           | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA<br>BANK,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ABN<br>AMBROBANKN.V.                  | 29500000       | 6                 | -----    |
| 2001 | ΔΙΟΡΗΑΝ                             | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA<br>BANK,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,<br>EUROBANK,ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ,ΕFG ΔΕΠΕΥ | 20500000       | 3                 | -----    |
| 2001 | PROTECTA                            | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ALPHA<br>BANK,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK  | 6000000        | 4                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                 | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|-------------------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 2001 | ΛΙΠΑΣΜΑΤΑ<br>ΧΑΛΚΙΔΙΚΗΣ | ΑΒΝ AMBROBANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,<br>EUROBANK,ΕΤΕ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΛΛΗΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ   | 7000000        | 5                 | -----    |
| 2001 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ<br>ΓΡΑΜΜΕΣ     | ΑΒΝ AMBROBANK N.V.ALPHA<br>BANK,CITIBANK,NEDSHIPBANK N.V.LANDESBANK<br>SCHLEWING-HOLSTEN GIROZENTRALE,NATIONAL<br>BANK OF GREECE,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,FRANKFURTEN<br>SPARKASSE,LANDESBANK SAAR<br>GIROZENTRALE,NATEXIS BANQUES POPULAIRES | 20000000       | 10                | -----    |
| 2001 | ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ             | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΑΛΦΑ BANK,BANK<br>OF TOKYO-MITSUBISHI LTD,HVB<br>GROUP,EUROBANK,SOCIETE GENERALE   | 55000000       | 5                 | -----    |
| 2001 | ΘΡΑΚΗ ΑΕ                | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΛΦΑ<br>BANK,EUROBANK,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,BNP,CITIBANK  | 54000000       | 5                 | -----    |
| 2001 | INFO-QUEST              | FFG  | 10000000       | 3                 | -----    |
| 2001 | INFO-QUEST              | NBG INTERNATION  | 24000000       | 4                 | -----    |
| 2001 | SEA FARM<br>IONIAN      | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK.   | 18000000       | 4                 | -----    |
| 2001 | ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ           | 21 τράπεζες από 11 χώρες   | 120000000      | 7                 | -----    |
| 2001 | ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ            | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK  | 7000000        | 4                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ           | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ            |
|------|-------------------|--|----------------|-------------------|---------------------|
| 2001 | ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ        | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΤΒΑ,ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΑΒΝ ΑΜΒΡΟΒΑΝΚ,ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΒΑΥΕΡΙΣΧΕ ΗΥΡΟ-UND VEREINSΒΑΝΚ,ΣΟCΙΕΤΕ ΓΕΝΕΡΑΛΕ | 47615564       | 4                 | Κυμαινόμενο euribor |
| 2001 | Κ.Ι.ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ     | ΤΕΛΕΣΙΣ,ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 15000000       | 3                 | -----               |
| 2001 | ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ        | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΒΝΡ,STANDART CHARTERED GRINDLAYW,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΛΙΟΗΔΣ ΗCΡΟ ΕΤΕ  | 20000000       | 4                 | -----               |
| 2001 | ΒRS ΑΒΕΕ          | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 7000000        | 3                 | -----               |
| 2001 | ΙΝΦΟΡΜΑΤΙCΣ       | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ  | 15000000       | 4                 | -----               |
| 2001 | ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ        | ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ   | 8000000        | 3                 | -----               |
| 2001 | 01 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ  | 7000000        | 5                 | -----               |
| 2001 | ΣΑΡΑΝΤΗΣ          | ΕFG FINANCE,ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ+ 9 ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | 66000000       | 3                 | -----               |
| 2001 | ΚΤΙΣΤΩΡ           | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΑΤΕ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΣΟCΙΕΤΕ ΓΕΝΕΡΑΛΕ   | 9000000        | 3                 | -----               |



| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ              | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ         |
|------|----------------------|---|----------------|-------------------|------------------|
| 2001 | ΚΡΕΤΑ FARM           | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ                                | 54000000       | 5                 | -----            |
| 2001 | ΑΦΟΙ ΧΑΙΤΟΓΛΟΥ       | ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 6000000        | 3                 | -----            |
| 2001 | ΚΑΡΙΝΑ ΑΒΕΕ          | ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 10000000       | 5                 | -----            |
| 2001 | Χ.ΓΑΡΥΦΑΛΟΥ<br>ΑΕΒΕ  | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ | 7000000        | 5                 | -----            |
| 2001 | ΜΟΡΝΟΣ ΑΕ            | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, EUROBANK                   | 39000000       | 5                 | -----            |
| 2002 | ΛΑΒΙΡΗΑΡΜ            | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ALPHA BANK, BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK, BNP PARIBAS                             | 31000000       | 4                 | -----            |
| 2002 | ΤΕΧΝΙΚΗ<br>ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ | SOLOMON SMITH BARNEY  | 225000000      | 3                 | Libor+250<br>bps |
| 2002 | ΑΤΕΝΑ GOLD           | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 6500000        | 5                 | -----            |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                              | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|--------------------------------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 2002 | ΡΑΡΕΡΡΑΚΚ<br>ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ             | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 14700000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΜΕΛ Α.Ε.                             | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,<br>EUROBANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΚΥΠΡΟΥ, ABN AMRO  | 12000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΝΕΟΓΑΛ                               | ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ, FBV   | 8800000        | 5                 | -----    |
| 2002 | ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ                            | ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, CITIBANK, LAUDES BANK SCHLESWING-<br>HOLSTEIN KIEL, GREDIT LYONNAIS, FORTIS<br>INTERNATIONAL FINANCE, WESTDEUTSCHE<br>LANDESBANK | 170000000      | 5                 | -----    |
| 2002 | ΣΑΡΑΝΤΗΣ                             | ALPHA BANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ΕΤΕ, ABN AMBRO, SOCIETE<br>GENERALE, BNP, HYPO   | 25500000       | 3                 | -----    |
| 2002 | ΣΚΛΑΒΟΣ                              | EUROBANK, ALPHA BANK, ABN<br>AMBRO, PROBANK, ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 8800000        | 3                 | -----    |
| 2002 | VETERIN                              | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ALPHA BANK, EFG<br>TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ, ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 23500000       | 4                 | -----    |
| 2002 | ΕΜΦΑΣΙΣ<br>ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ<br>ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, FBV, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 8800000        | 5                 | -----    |

| ΕΙΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                                    | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|--|--|----------------|-------------------|----------|
| 2002 | AMASA HELLAS<br>ΑΕΒΕΤ                      | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, EUROBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ASPIS BANK   | 20000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΚΑΛΛΙΜΑΝΗΣ ΑΕ                              | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, AVN AMBRO, EUROBANK, FVB  | 18000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΑΤΤΑΛΟΣ                                    | ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, FVB   | 10700000       | 5                 | -----    |
| 2002 | COURVA                                     | ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 8300000        | 5                 | -----    |
| 2002 | ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ<br>ΑΕ                          | ALPHA BANK, EUROBANK, ΩΜΕΓΑ BANK, HSBS BANK  | 5000000        | 5                 | -----    |
| 2002 | COSMOTE                                    | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ALPHA BANK, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, CITIGROUP, AVN AMBRO, MITSUBISHI, BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK, HSBC, WEST LB, SAN PAOLO IMI, SOCIETE GENERALE, ARAB BANK | 420000000      | 3                 | -----    |
| 2002 | ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ<br>ΑΒΕΕ<br>ΜΑΡΜΑΡΑ-<br>ΓΡΑΝΙΤΕΣ | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ALPHA BANK, EFG TELESIS FINANCE, HSBC, SOCIETE GENERALE, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 16000000       | 6                 | -----    |
| 2002 | ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ<br>ΜΑΡΜΑΡΑ<br>ΔΡΑΜΑΣ             | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΤΒΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 30000000       | 5                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ   | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|---|--|----------------|-------------------|----------|
| 2002 | L&N<br>ΕΥΘΥΜΙΑΔΗΣ<br>ΑΒΕΕ ΟΙΚΟΣ<br>ΓΕΩΡΓΙΚΩΝ<br>ΕΙΔΩΝ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ASPIS BANK, MARFIN BANK, FBB  | 10500000       | 4                 | -----    |
| 2002 | ΦΩΚΑΣ ΑΕ  | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΤΕΒΑ  | 13000000       | 4                 | -----    |
| 2002 | ΑΡΓΥΡΟΜΕΤΑΛΛ<br>ΕΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ<br>ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ ΑΕΕ          | ALPHA BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, HYPO-VEREINSBANK, BNP<br>PARIBAS  | 90000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΒΙΣ   | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΚΥΠΡΟΥ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ, CMBH, FIST BUSINESS BANK, ABN<br>AMBRO, BNP PARIBAS                 | 11750000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ<br>ΑΕΒΕ                                   | ALPHA BANK, EUROBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ   | 45000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ<br>ΑΕΒΕ                                   | ALPHA BANK, EUROBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ   | 21000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | JUMBO ΑΕ  | BNP  | 54000000       | 6                 | -----    |
| 2002 | SEA FARM<br>IONIAN ΑΕ                                 | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK | 15000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | CONNECTION<br>ΑΕΒΕΕ                                   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΑΓΡΟΤΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK   | 14265000       | 5                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|------------------------|---|----------------|-------------------|----------|
| 2002 | Κ.ΜΕΣΑΙΚΟΣ<br>ΑΤΕΒΕ    | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 9000000        | 5                 | -----    |
| 2002 | Μ.Ι.ΜΑΙΛΛΗΣ<br>ΑΕ      | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΣΙΤΙΒΑΝΚ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΑΛΦΑ<br>ΒΑΝΚ,ΣΙΤΙΛΟΑΝΣ,ΒΝΡ ΡΑΡΙΒΑΣ,ΡΙΒΑΤΕ ΒΑΝΚ<br>ΡΛΚ,ΑΣΠΙΣ ΒΑΝΚ,ΗΒΒ | 130000000      | 4                 | -----    |
| 2002 | FORTHNET ΑΕ            | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΓΕΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ   | 20000000       | 6                 | -----    |
| 2002 | GAZPROM                | ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΗΥΡΟ-<br>VEREINSBANK,MUNICH,WEST LB,DUSSELDORF,DE<br>ΡFA INVESTMENT BANK   | 300000000      | 6                 | -----    |
| 2002 | PROMOTA<br>HELLAS ΑΕ   | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΛΑΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,FBV   | 18000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΑ<br>ΜΑΡΜΑΡΑ  | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 4400000        | 5                 | -----    |
| 2002 | ΜΠΗΤΡΟΣ<br>ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ | ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΕΘΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΕFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ,ΓΕΝΙΚΗ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ,ΒΑΥΕΡΙΣΧΗ ΗΥΡΟ-VEREINSBANK            | 49000000       | 5                 | -----    |
| 2002 | ΕΛΤΡΑΚ ΑΕ              | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ<br>ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΥΡΟΒΑΝΚ,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΑΛΦΑ<br>ΒΑΝΚ,ΕFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ,ΒΝΡ ΡΑΡΙΒΑΣ                                | 11000000       | 5                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ       | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ     |
|------|---------------|---|----------------|-------------------|--------------|
| 2002 | ΕΛΑΣΤΡΑΚ ΑΕ   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,EUROBANK,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA BANK,EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ,BNP PARIBAS             | 16000000       | 5                 | -----        |
| 2002 | ΕΛΤΡΕΚΚΑ ΑΕ   | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,EUROBANK,ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ALPHA BANK,EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ,BNP PARIBAS             | 13000000       | 5                 | -----        |
| 2003 | ΔΕΛΤΑ ΑΕ      | ALPHA BANK,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΒΑΥΕΡΙΣΧΕ ΗΥΡΟ-UND VEREINSBANK, SOCIETE GENERALE                         | 80000000       | 5                 | -----        |
| 2003 | ΟΜΙΛΟΣ GMC    | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,EUROBANK,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,ΕΤΒΑ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ                                       | 10300000       | 5                 | -----        |
| 2003 | ΕΛΠΕ          | MITSUBISHI,CITIGROUP,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ + 12 ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | 250000000      | 3                 | Libor + 0.5% |
| 2003 | ΑΕΡΟINVEST    | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,EUROBANK,FBV   | 20000000       | 5                 | -----        |
| 2003 | ΣΕΛΟΝΤΑ       | EUROBANK,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ,EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ,ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ | 17500000       | 6                 | -----        |
| 2003 | ΟΤΕ           | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,CITIGROUP,GREDIT SUISSE FIRST BOSTON,DEUTSHE BANK,MORGAN STANLEY   | 1000000000     | 10                | -----        |
| 2003 | ΝΤΡΟΥΚΦΑΡ ΜΕΝ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ,ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ,EUROBANK,EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ  | 13200000       | 5                 | -----        |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|------------------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 2003 | SANYOCOM               | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ALPHA BANK, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  | 20000000       | 6                 | -----    |
| 2003 | EVEREST                | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ALPHA BANK, EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ, BNP PARIBAS | 13600000       | 5                 | -----    |
| 2003 | ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΕ             | ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, BNP PARIBAS  | 30000000       | 5                 | -----    |
| 2003 | ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΕ             | ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, BNP PARIBAS  | 8900000        | 5                 | -----    |
| 2003 | ΟΜΙΛΟΣ<br>ΦΟΥΡΛΗΣ      | CITIBANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ALPHA BANK   | 95000000       | 5                 | -----    |
| 2003 | ΔΙΕΚΑΤ ΑΤΕ             | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΩΜΕΓΑ ΤΡΑΠΕΖΑ   | 20000000       | 5                 | -----    |
| 2003 | ΑΛΟΥΜΥΛ-<br>ΜΥΛΩΝΑΣ    | EUROBANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ                | 50000000       | 6                 | -----    |
| 2003 | CHIRITA INTL<br>SA     | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ALPHA BANK, EUROBANK   | 70000000       | 5                 | -----    |
| 2004 | ΠΑΡΕΥΞΕΙΝΙΑ<br>ΤΡΑΠΕΖΑ | BAYERN LB, SAN PAOLO IMI S.p.a.  | 60000000       | 3                 | -----    |

| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ        | ΤΡΑΠΕΖΕΣ   | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ |
|------|----------------|--|----------------|-------------------|----------|
| 2004 | S&B            | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ALPHA BANK, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  | 150000000      | 5                 | -----    |
| 2004 | ΤΟΥΣΑ          | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, EUROBANK, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ALPHA BANK, EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ, BNP PARIBAS | 200000000      | 10                | -----    |
| 2004 | ΥΑΛΚΟ ΑΕ       | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, SOCIETE GENERALE   | 13000000       | 4                 | -----    |
| 2004 | ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ    | ALPHA BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, BNP PARIBAS  | 20000000       | 4                 | -----    |
| 2004 | ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ     | CITIBANK, ALPHA BANK   | 60500000       | 5                 | -----    |
| 2004 | ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ    | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 16000000       | 6 μήνες           | -----    |
| 2004 | ΘΡΑΚΗ ΑΕ       | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ALPHA BANK   | 6000000        | 3                 | -----    |
| 2004 | ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ALPHA BANK, EUROBANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ                        | 75000000       | 5                 | -----    |
| 2004 | TELLAS         | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ALPHA BANK, EUROBANK   | 100000000      | 7                 | -----    |



| ΕΤΟΣ | ΕΤΑΙΡΙΑ                  | ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | ΠΟΣΟ<br>(ΕΥΡΩ) | ΔΙΑΡΚΕΙΑ<br>(ΕΤΗ) | ΕΠΙΤΟΚΙΟ                             |
|------|--------------------------|---|----------------|-------------------|--------------------------------------|
| 2004 | JUMBO                    | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΑΛΦΑ BANK, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  | 105000000      | 7                 | -----                                |
| 2004 | MOTOR OIL                | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΑΛΦΑ BANK, CΙΤΙΒANK   | 250000000      | 10                | -----                                |
| 2004 | ΟΤΕ                      | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΑΛΦΑ BANK, CΙΤΙΓΡΟΥΠ, DRES DNER WASSERSTEIN, ΚΛΕΙΝΒΟΥΡΤ   | 350000000      | 2                 | -----                                |
| 2005 | ΑΕΓΕΚ                    | ΑΛΦΑ BANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ   | 200000000      | 5                 | -----                                |
| 2005 | ΝΗΡΕΥΣ                   | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΑΛΦΑ BANK, ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΑΡΑΒ BANK PLC, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 5000000        | 5                 | -----                                |
| 2005 | ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EUROBANK, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΑΛΦΑ BANK, ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ  | 63500000       | 6                 | -----                                |
| 2005 | ΟΤΕ                      | ΑΛΦΑ BANK, BANK OF AMERICA, DRES DNER BANK, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, HSBC, MITSUBISHI + 21 ΤΡΑΠΕΖΕΣ  | 850000000      | 5                 | Euribor +<br>0.2125 %<br>κυμαινόμενο |

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

ΠΟΥ ΣΥΜΜΕΤΕΙΧΑΝ ΣΤΑ ΚΟΙΝΟΠΡΑΚΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

|                                    |
|------------------------------------|
| SANWA BANK                         |
| WESTDEUTSCHE LANDESBANK DUSSELDORF |
| BARCLAYS BANK                      |
| BEAR STERNS                        |
| MITSUBISHI BANK                    |
| DEUTSHE BANK                       |
| DRESDNER BANK                      |
| DAITSI BANK                        |
| CITIBANK SHIPPING                  |
| BAYERISCHE HYPO- VEREINSBANK AG    |
| ABN AMBRO                          |
| CHISTIANA BANKog KREDIT KASSE ASA  |
| LANDESBANK SHLESWING GIROZENTRALE  |
| BANK OF NOVA SCOTIA                |
| MIDLAND                            |
| SOCIETE GENERALE                   |
| BANQUE NATIONALE DE PARIS          |
| MANHATTAN BANK                     |
| HVB FINANCE LTD                    |
| BRITISH ARAB COMERCIAL BANK        |
| BANK OF AMERICA                    |
| COMMERZ BANK                       |
| WEST LB                            |
| NBG INTERNATIONAL LIMITED          |
| NEDSHIP BANK N.V.                  |

|                                     |
|-------------------------------------|
| FRANKFURTEN SPARKASSE               |
| NATEXIS BANQUE POPULARITIES         |
| HVB GROUP                           |
| LIOHDS HSBC                         |
| BNP PARIBAS                         |
| SALOMON SMITH BARNEY                |
| LANDESBANK SCHLESWING-HOLSTEIN KIEL |
| GREDIT LYONNAIS                     |
| FORTIS INTERNATIONAL FINANCE        |
| CITIGROUP                           |
| SAN PAOLO IMI                       |
| ARAB BANK                           |
| FIRST BUSINESS BANK                 |
| CITILOANS                           |
| MUNICH                              |
| DE PFA INVESTMENT BANK              |
| GREDIT SUISSE FIRST BOSTON          |
| MORGAN STANLEY                      |
| BAYERN LB                           |
| DRESDNER KLEINWORT WASSERSTEIN      |

Σημαντικός είναι ο ρόλος των ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην έκδοση κοινοπρακτικών δανείων στην χώρα μας. Όπως βλέπουμε από τα παραπάνω πληθώρα ξένων τραπεζών συναλλάσσονται με ελληνικές επιχειρήσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα κεφάλαια των ελληνικών τραπεζών δεν επαρκούν για να χρηματοδοτήσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις. Έτσι ελληνικά και ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνεργάζονται για να εκδώσουν κοινοπρακτικά δάνεια για λογαριασμό των ελληνικών επιχειρήσεων. Από την μεριά τους οι ξένες τράπεζες διευρύνουν το πελατολόγιο τους και οι ελληνικές επιχειρήσεις δείχνουν εμπιστοσύνη στην εμπειρία των ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επομένως και οι δυο πλευρές (για τους λόγους της η κάθε μια)βγαίνουν κερδισμένες.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΤΡΙΤΟ

**ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ**  
**ΠΟΥ ΣΥΜΜΕΤΕΙΧΑΝ ΣΤΑ ΚΟΙΝΟΠΡΑΚΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ**

|                            |
|----------------------------|
| ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ             |
| ΕΤΒΑ                       |
| ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ           |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ    |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ             |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ           |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ            |
| ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ             |
| EUROBANK                   |
| ALPHA BANK                 |
| ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ           |
| ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ             |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ           |
| ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ             |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ  |
| ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ           |
| ΧΙΟΣ BANK                  |
| ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ          |
| ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ            |
| ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ              |
| ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ |
| ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ |
| PROBANK                    |
| ASPIS BANK                 |
| ΩΜΕΓΑ BANK                 |
| MARFIN BANK                |

## Βιβλιογραφία

1. ΑΡΤΙΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, Αθήνα 2002
2. ΑΡΤΙΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Τρίτη έκδοση, Αθήνα 2001
3. Μαλάκος Π. και Χ. Δεμίρης, Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα 1993
4. Κώστας Μελάς, Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική, Τόμος Α', Αθήνα 2002
5. Καραθανάσης Γεώργιος Δ, χρηματοοικονομική διοικητική και χρηματιστηριακές αγορές, Γ' έκδοση, Αθήνα 2002
6. Παπαδάκης Βασίλειος Μ., Στρατηγική των επιχειρήσεων ελληνική και διεθνής εμπειρία, 4<sup>η</sup> έκδοση, τόμος Α, Αθήνα 2002
7. J FRED NESTON, EUGENE F BRIGHAM, Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής, Αθήνα 1986
8. [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)