

Κώστας Γαλιάτσος

Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής

Λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών

Προσάρτημα επικαιροποίησης
της τέταρτης έκδοσης

Το Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, συνεχίζοντας την προσπάθεια διαρκούς εκσυγχρονισμού και ανανέωσης των εκπαιδευτικών προγραμμάτων του και των εγχειριδίων που τα υποστηρίζουν, προβαίνει σε τακτική αναθεώρηση των τελευταίων, έτσι ώστε να αντανακλάται σε αυτά η συσσωρευόμενη εκπαιδευτική εμπειρία αλλά και να ενσωματώνονται οι πρόσφατες εξελίξεις και τα νέα οικονομικά στοιχεία.

Στην πέμπτη αναθεωρημένη έκδοση του εγχειριδίου «Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής. Λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών» έχουν ενσωματωθεί αλλαγές και διαφοροποιήσεις κυρίως σε δύο επίπεδα:

1. Έγιναν προσθήκες ή τροποποιήσεις με στόχο την καλύτερη κατανόηση και τη μεγαλύτερη σύνδεση με την καθημερινή πρακτική.
2. Ενσωματώθηκαν οι μεταβολές στο θεσμικό πλαίσιο που πραγματοποιήθηκαν από την προηγούμενη έκδοση μέχρι σήμερα.

Συγκεκριμένα, στο πρώτο επίπεδο, υπήρξαν οι εξής παρεμβάσεις:

- Οι εφαρμογές και τα παραδείγματα που αφορούν τις στατιστικές έννοιες αντικαταστάθηκαν σε μεγάλο βαθμό, ώστε να είναι πιο κοντά σε πολύ συγκεκριμένα επενδυτικά θέματα.
- Τα παραδείγματα που αφορούν την εξόφληση συναλλαγών και παροχή πιστώσεων τροποποιήθηκαν, με στόχο την απλούστευση και την ευκολότερη κατανόησή τους.
- Η προσέγγιση και τα παραδείγματα που αφορούν τις εταιρικές πράξεις μεταβλήθηκαν επίσης στην ίδια κατεύθυνση.
- Το τμήμα που αφορά την εκκαθάριση και τον διακανονισμό απλουστεύθηκε, ώστε να αναδειχθούν τα βασικά στάδια που συνεπάγονται αυτές οι διαδικασίες.
- Τα τμήματα που αφορούν τους χρεωστικούς τίτλους και τις μετοχές ξαναγράφηκαν, με στόχο τη σαφή διάκριση των βασικών χαρακτηριστικών από τα δευτερεύοντα.
- Προστέθηκαν παραδείγματα, ώστε να αποσαφηνιστούν οι έννοιες της καθαρής αξίας ενεργητικού, της καθαρής τιμής μεριδίου και των τιμών διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο δεύτερο επίπεδο, υπήρξαν μεταβολές για την ενσωμάτωση νέων ρυθμίσεων που αφορούν:

- τον νέο Κανονισμό του ΧΑ, τον νέο Κανονισμό Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Κινητών Αξιών σε Λογιστική Μορφή της ΕΤ.ΕΚ. και τον νέο Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων,
- τη νέα κατηγοριοποίηση των χρηματιστηριακών δεικτών,
- τη νέα κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι πιο σημαντικές από τις παραπάνω μεταβολές και παρεμβάσεις στην τέταρτη έκδοση αποτυπώνονται στις σελίδες που ακολουθούν.

Κεφάλαιο 7

Εξόφληση συναλλαγών και παροχή πιστώσεων

Οι συναλλαγές εξοφλούνται τοις μετρητοίς ή με πίστωση. Σε περίπτωση μη εμπρόθεσμης εξόφλησης ολόκληρου του τιμήματος εκ μέρους του πελάτη μέσα στην προθεσμία 3 ημερών από την κατάρτιση των συναλλαγών (άρθρο 20 του ν. 3632/1928) και εφόσον δεν έχει συμφωνηθεί πίστωση σύμφωνα με τα κάτωθι αναφερόμενα, το μέλος προβαίνει την επόμενη εργάσιμη ημέρα από τη λήξη του τριημέρου σε εκποίηση των μετοχών για την αγορά των οποίων ο πελάτης δεν έχει καταβάλει το τίμημα και μέχρι την πλήρη εξόφληση του τιμήματος δεν προβαίνει για λογαριασμό του πελάτη του σε οποιαδήποτε άλλη αγορά κινητών αξιών (άρθρο 2 υπ' αριθμ. 2/363/30.11.2005 απόφασης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς). Δεν συνιστά δε εμπρόθεσμη εξόφληση του τιμήματος η πληρωμή του τιμήματος με το προϊόν της πώλησης των κινητών αξιών που αγοράστηκαν ή με το προϊόν της πώλησης άλλων εν γένει κινητών αξιών, εάν η εκκαθάριση της χρηματιστηριακής συναλλαγής πώλησης γίνεται σε ημερομηνία μεταγενέστερη της ημερομηνίας εκκαθάρισης της χρηματιστηριακής αγοράς (άρθρο 1 Απόφασης 8/370/26.1.2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).

Προκειμένου να παρασχεθεί πίστωση από τα μέλη του ΧΑ προς τους πελάτες τους, ισχύουν τα εξής (άρθρα 1-6 του ν. 2843/2000, υπ' αριθμ. 2/363/30.11.2005 και 8/370/26.1.2006 αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς):

Η παροχή πίστωσης από μέλος του ΧΑ προς πελάτη του για την εξόφληση του τιμήματος χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών επιτρέπεται μόνο εφόσον έχει συναφθεί εγγράφως σύμβαση για τη χορήγησή της μεταξύ του μέλους και του πελάτη του. Για την εξασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων που απορρέουν από την παροχή πιστώσεων για αγορά μετοχών, ο πελάτης παρέχει στο μέλος ως ασφάλεια κινητές αξίες και μετρητά, τα οποία απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο ασφάλειας. Το χαρτοφυλάκιο ασφάλειας πρέπει να απαρτίζεται από κινητές αξίες τουλάχιστον 3 εκδοτών και η αξία οποιουδήποτε στοιχείου του χαρτοφυλακίου πρέπει να μην υπερβαίνει το 40% της τρέχουσας αξίας του. Υπέρ του μέλους συνιστάται νόμιμο ενέχυρο στις κινητές αξίες που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο ασφάλειας. Για κάθε αγορά μετοχών με πίστωση ο πελάτης καταθέτει κινητές αξίες ή καταβάλλει μετρητά στο μέλος, ώστε να προκύπτει αρχικό περιθώριο (η διαφορά μεταξύ της συνολικής τρέχουσας αξίας των κινητών αξιών που καταβάλλονται προκειμένου να αποτελέσουν το χαρτοφυλάκιο ασφάλειας και της οφειλής του πελάτη, η οποία προκύπτει από την αγορά μετοχών με πίστωση).

Το σύνολο του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή ονομάζεται χαρτοφυλάκιο ασφάλειας. Το χαρτοφυλάκιο ασφάλειας αποτελείται από δύο τμήματα: Από το μέρος του χαρτοφυλακίου που αγοράστηκε με πίστωση και από το υπόλοιπο χαρτοφυλάκιο, που έχει αγοραστεί με χρήματα

του πελάτη. Το δεύτερο αυτό τμήμα του χαρτοφυλακίου ονομάζεται περιθώριο. Το περιθώριο δηλαδή αποτελεί τη διαφορά μεταξύ της αξίας του χαρτοφυλακίου ασφάλειας και του χρεωστικού υπολοίπου του επενδυτή. Ως περιθώριο ασφάλειας θεωρείται το υποχρεωτικό ποσοστό στο οποίο πρέπει να διατηρείται το περιθώριο σε σχέση με την αξία του χαρτοφυλακίου ασφάλειας. Το περιθώριο ασφάλειας διακρίνεται σε αρχικό και σε διατηρητέο περιθώριο. Το αρχικό είναι το περιθώριο που απαιτείται κατά την αρχική αγορά των μετοχών με πίστωση, ενώ το διατηρητέο είναι αυτό που απαιτείται σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή στο μέλλον. Έτσι, ο επενδυτής κατά την αρχική αγορά δεν επιτρέπεται να αγοράσει μετοχές με πίστωση που η αξία τους θα μειώνει το περιθώριο σε επίπεδο που θα είναι μικρότερο από αυτό που απαιτείται από το αρχικό περιθώριο ασφάλειας. Επίσης δεν επιτρέπεται το περιθώριο να πέφτει κάτω από το διατηρητέο περιθώριο ασφάλειας σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή μετά την αγορά των μετοχών.

Η τιμή στην οποία θα πρέπει να πέσει η τιμή για να υπάρξει κλήση (margin call) στον επενδυτή να αποκαταστήσει το περιθώριο ασφάλειας του χαρτοφυλακίου του σε περίπτωση αγοράς μετοχών με πίστωση, δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$MC_L = TM_A \times \frac{(1 - \Delta\Pi)}{(1 - \Delta\Pi)} \quad (7.1)$$

όπου:

MC_L : Margin call σε αγορά με πίστωση

TM_A : Αρχική τιμή μετοχής

$\Delta\Pi$: Αρχικό περιθώριο

$\Delta\Pi$: Διατηρητέο περιθώριο

Αντιστοίχως, η τιμή στην οποία θα πρέπει να ανέβει η τιμή για να υπάρξει κλήση στον επενδυτή να αποκαταστήσει το περιθώριο ασφάλειας του χαρτοφυλακίου του σε περίπτωση ανοικτής πώλησης μετοχών (short selling), δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$MC_S = TM_A \times \frac{(1 + \Delta\Pi)}{(1 + \Delta\Pi)} \quad (7.2)$$

όπου:

MC_S : Margin call σε ανοικτή πώληση με πίστωση

Το Παράδειγμα 7.1 αποσαφηνίζει τους διάφορους όρους και εξηγεί τον μηχανισμό παροχής πιστώσεων:

..... Παράδειγμα 7.1

Το αρχικό περιθώριο ασφάλειας που ισχύει στην ΑΕΠΕΥ Χ είναι 40%, ενώ το διατηρητέο περιθώριο ασφάλειας είναι 30%.

Ο επενδυτής Α αγοράζει μετοχές αξίας 100.000 € (100.000 μετοχές με τιμή μετοχής 1€), καταβάλλοντας 40.000 €, ενώ το υπόλοιπο τίμημα εξοφλείται με πίστωση.

Κατά την αγορά των μετοχών δηλαδή ισχύει:

Χαρτοφυλάκιο ασφάλειας: 100.000 €

Πίστωση: 60.000 €

Περιθώριο: 40.000 €

Όπως φαίνεται από τα παραπάνω στοιχεία, η αγορά έγινε μέσα στο όριο που έχει θέσει η ΑΕΠΕΥ.

Σε κάποια επόμενη χρονική στιγμή λόγω ανόδου της τιμής της μετοχής σε 1,2 €, η αξία του χαρτοφυλακίου ανέρχεται σε 120.000 €.

Στην περίπτωση αυτή ισχύουν:

Χαρτοφυλάκιο ασφάλειας: 120.000 €

Πίστωση: 60.000 €

Περιθώριο: 60.000 €

Στην περίπτωση αυτή το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή όχι μόνο ευρίσκεται εντός του θεσπισμένου ορίου, αλλά το υπερβαίνει κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες ($60.000 \text{ €} / 120.000 \text{ €} = 50\%$).

Αντίθετα, εάν λόγω πτώσης στις τιμές των μετοχών, η αξία του χαρτοφυλακίου μειωθεί σε 80.000 €, διαμορφώνεται η εξής κατάσταση:

Χαρτοφυλάκιο ασφάλειας: 80.000 €

Πίστωση: 60.000 €

Περιθώριο: 20.000 €

Στην περίπτωση αυτή, το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή υπολείπεται των θεσπισμένων ορίων, κατά 5% ($20.000 \text{ €} / 80.000 \text{ €} = 25\%$). Κατά συνέπεια, θα δεχτεί από την ΑΕΠΕΥ κλήση (margin call) για να καταθέσει 4.000 € ($80.000 \text{ €} \times 5\%$).

Ειδικότερα, ο επενδυτής θα δεχτεί κλήση για αποκατάσταση του περιθωρίου ασφάλειας, όταν η

τιμή της μετοχής πέσει σε 0,857 € ($MC_L = 1 \times \frac{(1 - 0,4)}{(1 - 0,3)}$)

Εκκαθάριση και διακανονισμός

Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται από την «Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών ΑΕ» (ΕΤ.ΕΚ.). Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός διενεργούνται βάσει του Κανονισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Κινητών Αξιών σε Λογιστική Μορφή, ο οποίος εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με τον ισχύοντα Κανονισμό Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Κινητών Αξιών σε Λογιστική Μορφή (Αποφάσεις 54/21.2.2011 και 58/23.5.2011 Διοικητικού Συμβουλίου ΕΤ.ΕΚ.), η διαδικασία εκκαθάρισης και διακανονισμού κινητών αξιών είναι η εξής:

Κάθε χειριστής, δηλαδή μέλος του ΧΑ ή θεματοφύλακας, τηρεί σε τράπεζα, που καλείται Τράπεζα Χρηματικού Διακανονισμού, Χρηματικούς Λογαριασμούς, οι οποίοι διακρίνονται σε Λογαριασμούς Χρηματικού Διακανονισμού επί μετοχών και Λογαριασμούς Χρηματικού Διακανονισμού επί ομολόγων και χρησιμοποιούνται για τον διακανονισμό των χρηματικών υποχρεώσεων και απαιτήσεων του χειριστή. Κάθε ημέρα μετά τη λήξη της διαδικασίας των συναλλαγών γίνεται η εκκαθάρισή τους, δηλαδή οι κινητές αξίες κατανέμονται στους Λογαριασμούς Αξιών που διαθέτουν

οι αγοραστές-επενδυτές, ενώ το αντίτιμο για την αγορά τους κατατίθεται στους Χρηματικούς Λογαριασμούς των μελών που χειρίστηκαν τη συναλλαγή. Ειδικότερα τα στάδια της εκκαθάρισης και του διακανονισμού είναι τα εξής:

- 1ο Στάδιο: **Γνωστοποίηση των συναλλαγών που πρόκειται να εκκαθαριστούν από το ΧΑ προς την ΕΧΑΕ:** μετά τη λήξη της συνεδρίασης, το ΧΑ ενημερώνει ηλεκτρονικά την ΕΧΑΕ σχετικά με τις συναλλαγές της ημέρας αυτής, παρέχοντας αναλυτικά και συγκεντρωτικά στοιχεία.
- 2ο Στάδιο: **Οριστικοποίηση των πράξεων:** οι ποσοτικές και χρηματικές αξίες των πράξεων (πωλήσεων ή αγορών) αθροίζονται ανά επενδυτή, ανά μέλος, ανά αξία και ανά είδος πράξης και προσδιορίζεται η μέση χρηματική τιμή των αξιών των αθροιζόμενων πράξεων, διαιρώντας τη συνολική χρηματική αξία διά της ποσότητας των αξιών (σύνπτυξη πράξεων) και στη συνέχεια γίνεται η οριστικοποίηση των πράξεων.
- 3ο Στάδιο: **Γνωστοποίηση λογαριασμού χειριστή:** Οι χειριστές οφείλουν να συνδέσουν με κάθε μία πράξη, τον Λογαριασμό Αξιών του επενδυτή που έκανε την πράξη, προκειμένου να καταχωρηθούν σε αυτόν οι αξίες που αγοράστηκαν ή να αφαιρεθούν από αυτόν οι αξίες που πωλήθηκαν. Η γνωστοποίηση του λογαριασμού χειριστή πρέπει να γίνει: α) από το μέλος ΧΑ, το αργότερο μέχρι την έναρξη του τελευταίου κύκλου διακανονισμού, β) από τις τράπεζες/θεματοφύλακες, το αργότερο μέχρι την 13:30 της ημέρας διακανονισμού.
- 4ο Στάδιο: **Διακανονισμός των πράξεων:** το τελευταίο στάδιο της εκκαθάρισης είναι ο διακανονισμός των πράξεων, κατά το οποίο το Αποθετήριο μεταφέρει τις αξίες από τους Λογαριασμούς Αξιών των πωλητών στους Λογαριασμούς Αξιών των αγοραστών-επενδυτών και προβαίνει ταυτόχρονα σε αντίστοιχες χρεοπιστώσεις των χρηματικών λογαριασμών των χειριστών στην τράπεζα χρηματικής εκκαθάρισης. Ο διακανονισμός των πράξεων είναι πολυμερής, ενώ διμερής διακανονισμός χωρεί μόνο όπου προβλέπεται ρητά. Ο πολυμερής διακανονισμός πραγματοποιείται από την ΕΧΑΕ μέχρι την τρίτη εργάσιμη ημέρα (T+3) μετά από κάθε ημέρα διαπραγμάτευσης (T) και διενεργείται σύμφωνα με συγκεκριμένη διαδικασία σε κύκλους. Ο διμερής διακανονισμός αφορά συγκεκριμένες συναλλαγές, οι οποίες διακανονίζονται μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών, εφόσον αυτά εκπληρώσουν τις εκατέρωθεν υποχρεώσεις τους (διενεργείται δε μέχρι την T+3 αλλά σε μερικές περιπτώσεις την T+0 ή την T+1). Οι συναλλαγές αυτόματης κατάρτισης διακανονίζονται πολυμερώς. Οι Προσυμφωνημένες Συναλλαγές διακανονίζονται διμερώς, ενώ οι Συναλλαγές Επιλεκτικής Κατάρτισης διακανονίζονται πολυμερώς, με δυνατότητα του Προέδρου του ΔΣ του ΧΑ να επιλέγει τον διμερή διακανονισμό τους. Ειδικώς τα Πακέτα Διακανονισμού διακανονίζονται αυθημερόν. Ο διακανονισμός των πράξεων διενεργείται με τη μέθοδο «παράδοση επί πληρωμή» και θεωρείται οριστικός και μη αναστρέψιμος ως προς τα αποτελέσματα που επιφέρει στους λογαριασμούς αξιών των επενδυτών και τους χρηματικούς λογαριασμούς των χειριστών. Οι χρηματικές υποχρεώσεις που απορρέουν από τις αγορές που είναι υποχρεωμένος να εκκαθαρίσει ο χειριστής, συμψηφίζονται με τις απαιτήσεις που προκύπτουν από τις πωλήσεις και αποτελούν την καθαρή χρηματική υποχρέωση ή απαίτηση του χειριστή ως προς την εκκαθάριση. Οι χειριστές υποχρεούνται, μέχρι την T+3 ή την T+1 το πρώι, να καταθέσουν στον χρη-

ματικό λογαριασμό τους, που τηρείται για τον σκοπό αυτό στην τράπεζα χρηματικής εκκαθάρισης, το ποσό που αντιστοιχεί στην καθαρή υποχρέωσή τους.

Επίσης σημειώνεται ότι, την εκκαθάριση συγκεκριμένης πράξης (αγοράς ή πώλησης) μπορεί να τη μεταθέσει το μέλος σε έναν θεματοφύλακα που συμμετέχει ως χειριστής στο ΣΑΤ, ο οποίος υποκαθίσταται στις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις του. Η μετάθεση συγκεκριμένης αγοράς/πώλησης γίνεται μετά την οριστικοποίηση της πράξης και πριν τη γνωστοποίηση του λογαριασμού χειριστή. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να γίνει το αργότερο έως τις 20:00 της T+1 αν ο διακανονισμός γίνεται την T+3 και το αργότερο έως την 10:30 της T+1 αν ο διακανονισμός γίνεται την T+1.

Κεφάλαιο 8

Εισαγωγή

Οι επενδύσεις, από την άποψη που μας ενδιαφέρει σε αυτή τη σειρά βιβλίων, διενεργούνται επί χρηματοπιστωτικών μέσων. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: στα πρωτογενή και στα παράγωγα. Τα πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι το αντικείμενο αυτού του βιβλίου, έχουν δύο βασικές μορφές: των χρεωστικών τίτλων (ή τίτλων σταθερού εισοδήματος όπως ονομάζονται διαφορετικά) και των μετοχών. Αντικείμενο αυτού του κεφαλαίου είναι η σύντομη αναφορά στα βασικά χαρακτηριστικά των δύο αυτών μορφών επενδυτικών προϊόντων. Επίσης, θα αναφερθούμε στις εταιρικές πράξεις και στην επίδραση που έχουν αυτές στις τιμές των μετοχών.

Τι είναι τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι τα μέσα που χρησιμοποιούνται, όπως είδαμε στο δεύτερο κεφάλαιο, για την πραγματοποίηση των έμμεσων ή χρηματοοικονομικών, όπως ονομάζονται διαφορετικά, επενδύσεων.

Οι άμεσες επενδύσεις είναι αυτές που κατευθύνονται στην αγορά παραγωγικών συντελεστών, οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή ενός προϊόντος ή υπηρεσίας. Οι επενδύσεις αυτές χρειάζονται χρηματοδότηση. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις χρειάζονται χρηματοδότηση για να προωθήσουν νέες επενδύσεις και να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Αντίστοιχα, η κυβέρνηση και οι δήμοι χρειάζονται μεγάλα χρηματικά ποσά για να καλύψουν τις δαπάνες τους για την εκπαίδευση, την υγεία, την άμυνα, τη δημιουργία υποδομής (αεροδρόμια, λιμάνια, έργα αποχέτευσης κ.λπ.).

Τη χρηματοδότηση αυτή μπορούν να την αντλήσουν οι άμεσοι επενδυτές με δύο τρόπους: παίρνοντας ένα κλασικό τραπεζικό δάνειο ή εκδίδοντας ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, που θα το αγοράσουν οι ιδιώτες, κάποιες άλλες εταιρείες ή χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ή οι ίδιες οι τράπεζες. Στην πρώτη περίπτωση μιλάμε για έμμεση ή για τραπεζική χρηματοδότηση, ενώ στη δεύτερη για άμεση. Και αυτό γιατί στην πρώτη περίπτωση, μεταξύ του δανειστή (καταθέτη) και του δανειοδότημένου παρεμβάλλεται ένας ενδιάμεσος, η τράπεζα. Αντίθετα, στη δεύτερη περίπτωση, ο δανειστής και ο δανειζόμενος έρχονται σε άμεση επαφή μεταξύ τους. Στην πρώτη περίπτωση, ο δανεισμός γίνεται μέσω της τραπεζικής αγοράς, ενώ στη δεύτερη, μέσω των αγορών (της χρηματαγοράς και της κεφαλαιαγοράς). Στην πρώτη περίπτωση, ο δανεισμός παίρνει τη μορφή ενός τραπεζικού λογαριασμού, ενώ στη δεύτερη παίρνει τη μορφή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου.

Χρηματοπιστωτικά μέσα λοιπόν από οικονομική άποψη θα ονομάσουμε όλες τις μορφές των χρηματοοικονομικών εγγράφων (ή μετά την αποϋλοποίηση, των υποκαταστάτων τους), τα οποία χρησιμοποιούνται ως μέσα για τη διεκπεραίωση της άμεσης μορφής χρηματοδότησης – της χρηματοδότησης μέσω των χρηματαγορών και των κεφαλαιαγορών.

Διάκριση των χρηματοπιστωτικών μέσων

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν να διακριθούν κατά διάφορους τρόπους. Καταρχήν θα μπορούσαν να διακριθούν ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη τους σε ιδιωτικά και δημόσια, όπως και με βάση άλλα κριτήρια. Από την οικονομική και νομική άποψη όμως που μας ενδιαφέρει εδώ, η διάκριση θα πρέπει να γίνει με βάση διαφορετικά κριτήρια: Από οικονομική άποψη η διάκριση πρέπει να γίνει σε σχέση με το είδος του οικονομικού οφέλους και του κινδύνου που συνεπάγεται για τον αγοραστή τους και αντιστοίχως του κόστους για τον εκδότη τους. Από νομική άποψη, η διάκριση γίνεται στη βάση του διαχωρισμού του είδους των δικαιωμάτων τα οποία ενσωματώνουν και η άσκηση των οποίων προϋποθέτει την κατοχή του συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου. Με βάση τόσο το οικονομικό όσο και το νομικό κριτήριο, τα χρηματοπιστωτικά μέσα διακρίνονται σε χρηματοπιστωτικά μέσα που ενσωματώνουν πιστωτικά δικαιώματα, σε αυτά που ενσωματώνουν περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα και στα μικτά.

Με βάση λοιπόν την προηγούμενη προσέγγιση, τα χρηματοπιστωτικά μέσα διακρίνονται:

- Στα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αντιπροσωπεύουν δάνεια, συνεπώς ένα χρέος του εκδότη (δανειζομένου) και τα οποία ενσωματώνουν την υπόσχεση πληρωμής προς τον αγοραστή (δανειστή). Τα χρηματοπιστωτικά μέσα αυτά στο σύνολό τους ονομάζονται χρεωστικοί τίτλοι.

Τέτοια χρηματοπιστωτικά μέσα είναι τα κάθε είδους ομόλογα και ομολογίες, τα έντοκα γραμμάτια κ.λπ.

- Στα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αντιπροσωπεύουν δικαιώματα ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση και, συνεπώς, δικαιώματα στη διοίκηση και στα κέρδη της επιχείρησης.

Τέτοια χρηματοπιστωτικά μέσα είναι οι κάθε είδους μετοχές (κοινές, προνομιούχες κ.λπ.).

- Στα χρηματοπιστωτικά μέσα που ενσωματώνουν τόσο ιδιοκτησιακά, όσο και πιστωτικά δικαιώματα.

Τέτοια χρηματοπιστωτικά μέσα είναι τα ομόλογα μετατρέψιμα σε μετοχές.

Μια δεύτερη διάκριση των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι αυτή της χρονικής διάρκειας. Από αυτήν την άποψη, τα χρηματοπιστωτικά μέσα διακρίνονται σε:

- Μέσα της χρηματαγοράς. Τα μέσα αυτά μπορεί να είναι μόνο χρεωστικοί τίτλοι, που έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό τη βραχυπρόθεσμη χρονική διάρκεια (μέχρι ένα έτος). Μετοχές δεν μπορεί να ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία, γιατί οι μετοχές δεν έχουν βραχυπρόθεσμη διάρκεια.
- Κινητές αξίες. Οι κινητές αξίες ή μέσα της κεφαλαιαγοράς, όπως διαφορετικά ονομάζονται, είναι αυτά που έχουν μακροπρόθεσμη χρονική διάρκεια, δηλαδή οι μετοχές, και από τους χρεωστικούς τίτλους αυτοί που έχουν διάρκεια πάνω από ένα έτος.

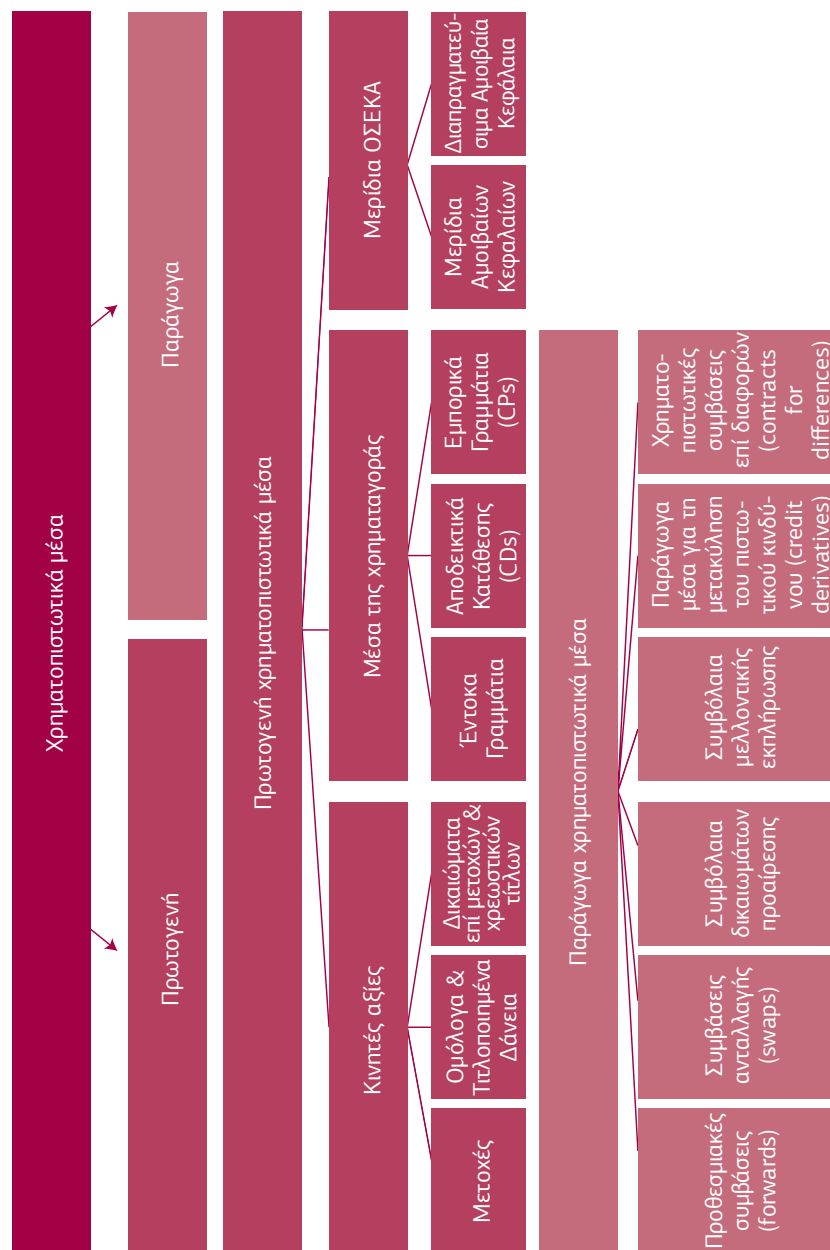
Είναι δυνατόν διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα να συγκεντρωθούν σε ένα χαρτοφυλάκιο και τα μερίδια του χαρτοφυλακίου να πουληθούν στους επενδυτές. Για παράδειγμα, θα μπορούσε να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο να περιλαμβάνει τις μετοχές διαφόρων εταιρειών ή διάφορους χρεωστικούς τίτλους, ή έναν συνδυασμό και των δύο, ή με ειδική σύνθεση ανάλογη προς τη σύνθεση ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Σε οποιαδήποτε περίπτωση, τα χρηματοπιστωτικά μέσα αυτής της κατηγορίας ονομάζονται μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ). Τα χρηματοπιστωτικά μέσα αυτής της τρίτης κατηγορίας αποτελούν μέσα συλλογικών επενδύσεων, ενώ τα μέσα των δύο πρώτων κατηγοριών (μετοχές και χρεωστικοί τίτλοι) αποτελούν μέσα ατομικής επένδυσης.

Οι τρεις κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων που παρουσιάσαμε προηγουμένως, ονομάζονται πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα. Τα πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα και συγκεκριμένα η λήψη και διαβίβαση εντολών επ' αυτών, αποτελούν το αντικείμενο αυτού του βιβλίου. Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τις δύο πρώτες κατηγορίες και στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιαστεί η τρίτη κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, δηλαδή οι συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες.

Για λόγους πληρότητας της παρουσίασης, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι εκτός από τα πρωτογενή, υπάρχουν και τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα. Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι συμβόλαια που αναφέρονται σε προθεσμιακές πράξεις επί των πρωτογενών. Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι επενδυτικές υπηρεσίες που αναφέρονται σε αυτά, παρουσιάζονται σε άλλα βιβλία αυτής της σειράς.

Στο επόμενο Σχήμα 8.1, παρουσιάζεται η κατηγοριοποίηση του συνόλου των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Σχήμα 8.1
ΟΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ



Χρηματοπιστωτικά μέσα πιστωτικών δικαιωμάτων - χρεωστικοί τίτλοι

Οι χρεωστικοί τίτλοι έχουν ως κύρια χαρακτηριστικά την καθορισμένη ημερομηνία λήξης και το καθορισμένο ποσοστό απόδοσης, το οποίο παίρνει τη μορφή του τόκου. Λόγω του δεύτερου χαρακτηριστικού τους, οι χρεωστικοί τίτλοι ονομάζονται και τίτλοι σταθερής απόδοσης (fixed income securities). Οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος (fixed income securities) ονομάζονται δηλαδή έτσι, επειδή αποφέρουν ένα σταθερό εισόδημα στον επενδυτή, σε αντίθεση με τους τίτλους μεταβλητής απόδοσης, στους οποίους η απόδοση είναι μεταβαλλόμενη και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες (από την κερδοφορία της επιχείρησης, εάν πρόκειται για μετοχές, από την κατάσταση στην αγορά ακινήτων, εάν πρόκειται για ακίνητο κ.ο.κ.). Με αυτήν την έννοια οι χρεωστικοί τίτλοι συνήθως αποκαλούνται τίτλοι σταθερού εισοδήματος, γιατί ένα μεγάλο μέρος από αυτούς (οι τίτλοι σταθερού επιτοκίου) αποδίδουν μια σταθερή απόδοση για τους επενδυτές, αλλά και οι υπόλοιποι κατά κανόνα έχουν μια σταθερότερη απόδοση από άλλους τίτλους, όπως για παράδειγμα οι μετοχές. Τι είναι όμως οι χρεωστικοί τίτλοι; Οι χρεωστικοί τίτλοι είναι αξιόγραφα που εκδίδονται από οικονομικές μονάδες (επιχειρήσεις, Δημόσιο, δήμους κ.λπ.) που έχουν ανάγκη δανειακών κεφαλαίων. Οι χρεωστικοί τίτλοι είναι δηλαδή μέσα δανεισμού που εκδίδονται από τους δανειζομένους (εκδότες) και αγοράζονται από τους δανειστές (επενδυτές).

Οι όροι έκδοσης των χρεωστικών τίτλων περιλαμβάνουν προβλέψεις όσον αφορά την τιμή έκδοσης, τον τρόπο πληρωμής του τόκου, τον τρόπο προσδιορισμού του επιτοκίου κ.λπ. Τα βασικά χαρακτηριστικά των χρεωστικών τίτλων είναι τα παρακάτω:

α. Ονομαστική αξία και τιμή έκδοσης του ομολόγου

Ονομαστική αξία (face value/par value) ενός ομολόγου είναι η αξία που αναγράφεται στο ομόλογο όταν εκδίδεται και αντιστοιχεί στην τιμή εξόφλησης, δηλαδή στο χρηματικό ποσό που θα αποδοθεί στον επενδυτή στη λήξη του ομολόγου. Η αξία αυτή στα ομόλογα τα οποία πληρώνουν τοκομερίδια σε τακτική βάση μέχρι τη λήξη, εάν εξαιρεθούν τα ομόλογα που εκδίδονται υπό το άρτιο ή υπέρ το άρτιο (discount ή premium), συμπίπτει με την τιμή έκδοσης, δηλαδή το χρηματικό ποσό το οποίο θα πληρώσει ο επενδυτής και θα εισπράξει ο εκδότης κατά την έκδοση του ομολόγου. Η ονομαστική αξία συνήθως εκφράζεται σε πολλαπλάσιο των 100 νομισματικών μονάδων.

Η ονομαστική αξία του ομολόγου μπορεί να διαφέρει από την πραγματικά καταβαλλόμενη τιμή για την αγορά ή την εξόφλησή της. Υπάρχουν οι εξής περιπτώσεις:

- Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο

Ένα ομόλογο μπορεί να αναγράφει ονομαστική τιμή μεγαλύτερη από αυτήν που πραγματικά καταβάλλει ο επενδυτής κατά την αγορά της. Για παράδειγμα, μια ομολογία 1.000 ευρώ αγοράζεται προς 970 ευρώ.

- Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο

Η περίπτωση αυτή είναι η αντίστροφη. Η τιμή που καταβάλλει ο επενδυτής είναι ανώτερη της ονομαστικής.

- Εάν το ομόλογο εκδίδεται σε τιμή ίση με την τιμή εξόφλησης (που αποτελεί και την κλασική περίπτωση) χαρακτηρίζεται ως ομόλογο με τιμή έκδοσης στο άρτιο.

β. Επιτόκιο έκδοσης του ομολόγου και συχνότητα τοκομεριδίου

Το επιτόκιο έκδοσης είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται ο εκδότης του χρεωστικού τίτλου και με βάση το οποίο καθορίζεται το τοκομερίδιο. Για παράδειγμα, ένα 5ετές ομόλογο ονομαστικής αξίας 1.000 € και επιτοκίου έκδοσης 4% που πληρώνει τοκομερίδια μία φορά τον χρόνο, θα αποδίδει στον κάτοχό του 4% (40 €) κάθε χρόνο για 5 χρόνια. Στο τέλος της πενταετίας, ο κάτοχος αυτού του ομολόγου θα εισπράξει και την ονομαστική αξία των 1.000 €. Εάν το ίδιο ομόλογο πλήρωνε τοκομερίδια 2 φορές τον χρόνο (κάθε εξάμηνο) θα απέδιδε στον κάτοχό του 2% (20 €) κάθε εξάμηνο για 5 χρόνια.

Ο τόκος ο οποίος πληρώνεται, ονομάζεται «κουπόνι» ή τοκομερίδιο, γιατί πριν την αποϋλοποίηση των τίτλων, τα κουπόνια τα οποία εκφράζουν τον τόκο, ευρίσκονταν προσαρτημένα στο σώμα του τίτλου και αποκόπτονταν κατά την πληρωμή του. Τα τοκομερίδια μπορούν να αποτελούν τμήμα του χρεωστικού τίτλου, ή να αποκοπούν και να αποτελέσουν αυτοτελή τίτλο.

γ. Χρόνος λήξης ομολόγου

Ο χρόνος λήξης είναι η ημερομηνία στην οποία θα εξοφληθεί ένα ομόλογο, δηλαδή η ημερομηνία στην οποία ο κάτοχός του θα εισπράξει την ονομαστική αξία. Όλα τα ομόλογα έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης. Εξαίρεση αποτελεί μια κατηγορία ομολόγων χωρίς ημερομηνία λήξης (perpetuals).

δ. Δικαιώματα των κατόχων χρεωστικών τίτλων

Τα δικαιώματα των κατόχων χρεωστικών τίτλων είναι πιστωτικά και κατά κανόνα είναι ατομικά. Σε ορισμένες όμως περιπτώσεις, εφόσον αναφέρεται στους όρους έκδοσης, μπορεί να υπάρχουν και άλλα δικαιώματα, τα οποία επίσης μπορεί να είναι κοινά για το σύνολο των κατόχων των τίτλων.

Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να είναι:

- Διοικητικά

Η συνέλευση των ομολογιούχων μπορεί να πάρει με πλειοψηφία απόφαση για την αλλαγή των εμπράγματων εξασφαλίσεων, την παράταση ή τη σύντμηση της διάρκειας του δανείου κ.λπ.

- Περιουσιακά

Στην περίπτωση των ενυπόθηκων ομολογιών, το σύνολο των ομολογιούχων ασκεί τα δικαιώματά του επί της υποθήκης, μέσω του θεματοφύλακα.

Στις περιπτώσεις που αναφέραμε παραπάνω, οι ομολογίες μετατρέπονται με έμμεσο τρόπο, ή για την ακρίβεια αποκτούν σε κάποιον βαθμό χαρακτηριστικά τίτλων ιδιοκτησίας. Σε άλλες περιπτώσεις, αυτό γίνεται πιο άμεσα. Αυτές είναι οι περιπτώσεις των λεγόμενων συμμετοχικών ομολογιακών δανείων. Μια μορφή συμμετοχικών ομολογιακών δανείων είναι οι ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές.

Οι χρεωστικοί τίτλοι διακρίνονται, όπως ήδη αναφέραμε, κατά διάφορους τρόπους, όπως σε σχέση με τον εκδότη, με τη διάρκεια ή άλλα χαρακτηριστικά. Στα επόμενα τμήματα θα αναφερθούμε σε αυτές τις διακρίσεις των χρεωστικών τίτλων.

Η διάκριση των χρεωστικών τίτλων ανάλογα με τον εκδότη

Εκδότης χρεωστικών τίτλων μπορεί να είναι οποιαδήποτε οικονομική μονάδα που έχει ανάγκη δανειακών κεφαλαίων. Η διάκριση των χρεωστικών τίτλων σε σχέση με την οικονομική και νομική ιδιότητα του εκδότη, έχει σημασία για διάφορους λόγους, όπως ο προσδιορισμός του σκοπού του δανεισμού ή η ιδιαιτερότητα της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται ο εκδότης, αλλά κυρίως λόγω της διαφοροποίησης όσον αφορά τον βαθμό πιστωτικής φερεγγυότητάς του. Οι χρεωστικοί τίτλοι από την άποψη του εκδότη τους διακρίνονται σε:

- Τίτλους έκδοσης του Δημοσίου

Το Δημόσιο είναι ένας από τους κύριους εκδότες χρεωστικών τίτλων. Ο σκοπός της έκδοσης χρεωστικών τίτλων από το Δημόσιο είναι η κάλυψη των ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού. Οι τίτλοι του Δημοσίου θεωρούνται μηδενικού πιστωτικού κινδύνου, εφόσον τα κράτη έχουν το δικαίωμα να προσφύγουν στην επιβολή φόρων για να καλύψουν τις δαπάνες τους, όπως επίσης και τα χρέη τους. Βέβαια σε ορισμένες περιπτώσεις, η βεβαιότητα περί ικανότητας των κρατών να ανταποκριθούν στις οικονομικές υποχρεώσεις τους τίθεται σε αμφισβήτηση, όπως στην περίπτωση του υπερδανεισμού ή/και της οικονομικής ύφεσης. Τέτοιες περιπτώσεις παρατηρήθηκαν κατά τη δεκαετία του '80 σε αρκετές χώρες της Λατινικής Αμερικής και κατά τη δεκαετία του '90 στη Ρωσία.

- Τίτλους έκδοσης από δημόσιους οργανισμούς με την ευρεία έννοια

Σε πολλές περιπτώσεις εκτός από το Δημόσιο με τη στενή έννοια, χρεωστικούς τίτλους εκδίδουν και άλλοι δημόσιοι με την ευρύτερη έννοια, ή ημιδημόσιοι οργανισμοί ή επιχειρήσεις, όπως οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, πανεπιστήμια κ.λπ. Για παράδειγμα, τα δημοτικά ομόλογα εκδίδονται από δήμους για τη χρηματοδότηση κάποιου συγκεκριμένου έργου (αποχετευτικό δίκτυο, γέφυρα κ.λπ.). Αποπληρώνονται από τα έσοδα που προέρχονται από τη χρησιμοποίηση του έργου (δημοτικά τέλη, διόδια κ.λπ.). Το κυριότερο πλεονέκτημά τους είναι ότι απαλλάσσονται από τη φορολογία, και συνεπώς, είναι ελκυστικά για ιδιώτες ή επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν υψηλούς φορολογικούς συντελεστές.

Στην Ελλάδα αυτή τη στιγμή δεν υπάρχουν εκδόσεις τίτλων από τέτοιους φορείς, αν και στο παρελθόν υπήρχαν αρκετά σημαντικές εκδόσεις από δημόσιες επιχειρήσεις, όπως από τη ΔΕΗ και τον ΟΤΕ.

- Τίτλους έκδοσης από επιχειρήσεις

Χρεωστικούς τίτλους εκδίδουν φυσικά και οι επιχειρήσεις, ως εναλλακτική μορφή άντλησης κεφαλαίων σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό. Τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδονται από επιχειρήσεις, διακρίνονται στα κοινά, τα οποία είναι αυτά που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες, και στις κτηματικές και ναυτιλιακές ομολογίες, οι οποίες διέπονται από ειδικό καθεστώς. Τα κοινά ομολογιακά δάνεια διέπονται από τις ίδιες τις διατάξεις για όλες τις ανώνυμες εταιρείες.

- Τίτλους έκδοσης από τράπεζες

Οι τράπεζες έχουν πολλές ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, οι κυριότερες από τις οποίες αναφέρονται στη φύση των δραστηριοτήτων τους και στο ότι σε αντίθεση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις αποτελούν αντικείμενο εποπτείας από τις νομι-

σηματοπιστωτικές αρχές. Βασικό στοιχείο της εποπτείας των τραπεζών είναι η απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια την οποία πρέπει να διαθέτουν, προκειμένου να καλύπτονται έναντι των κινδύνων που αντιμετωπίζουν. Οι χρεωστικοί τίτλοι, υπό ορισμένες προϋποθέσεις που αφορούν κυρίως τη διάρκειά τους, αποτελούν μια μορφή κεφαλαίων σύμφωνα με τις εποπτικές αρχές και για τον λόγο αυτό οι τράπεζες προβαίνουν στην έκδοσή τους, στις περιπτώσεις που δεν θέλουν ή υπάρχει δυσκολία να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο.

- Τίτλους έκδοσης από ξένους οικονομικούς φορείς

Οι χρεωστικοί τίτλοι που εκδίδονται από ξένους οικονομικούς φορείς μπορεί να διατεθούν απευθείας στην ελληνική αγορά, ή να εκδοθούν στο εξωτερικό και να αγοραστούν από Έλληνες επενδυτές. Για παράδειγμα, στο παρελθόν η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων εξέδωσε χρεωστικούς τίτλους απευθείας στην ελληνική αγορά. Οι τίτλοι ξένων εκδοτών δεν διαφέρουν προφανώς από τους υπόλοιπους τίτλους, παρά μόνο ως προς τον συναλλαγματικό τους κίνδυνο, εάν έχουν εκδοθεί στο νόμισμα της χώρας του εκδότη και εφόσον αυτό είναι διαφορετικό από το νόμισμα της χώρας του επενδυτή. Για παράδειγμα, οι τίτλοι που εκδίδονται σε οποιαδήποτε χώρα της Ευρωζώνης, δεν έχουν συναλλαγματικό κίνδυνο για τους επενδυτές άλλης χώρας στη νομισματική ένωση, παρόλο που έχουν εκδοθεί από ξένο οικονομικό φορέα.

Η διάκριση των χρεωστικών τίτλων ανάλογα με τον βαθμό φερεγγυότητας του εκδότη

Οι εκδότες των χρεωστικών τίτλων έχουν, όπως είναι φυσικό, διάφορους βαθμούς φερεγγυότητας. Στην αγορά ομολόγων δραστηριοποιούνται διάφορες εταιρείες που έχουν ως αντικείμενο τη βαθμολόγηση της φερεγγυότητας των εκδοτών. Οι εταιρείες αυτές ονομάζονται εταιρείες βαθμολόγησης του βαθμού φερεγγυότητας (credit rating agencies). Οι πιο γνωστές από τις εταιρείες αυτές παγκοσμίως είναι οι Moody's, Standard & Poor's και Fitch. Οι εταιρείες αυτές βαθμολογούν τους εκδότες όσον αφορά τον βαθμό φερεγγυότητάς τους και τους κατατάσσουν σε μια κλίμακα από τον ανώτατο προς τον κατώτερο βαθμό, χρησιμοποιώντας γράμματα της αλφαβήτου. Για παράδειγμα, οι εταιρείες Moody's και Standard & Poor's χρησιμοποιούν τις κλίμακες που φαίνονται στον Πίνακα 8.1.

Πίνακας 8.1
ΚΛΙΜΑΚΕΣ ΒΑΘΜΟΥ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΒΑΘΜΟΥ				ΜΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΒΑΘΜΟΥ			
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	C
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D

Κάθε φορά που κάποιος εκδότης υποβαθμίζεται, δηλαδή κατέρχεται σε χαμηλότερο επίπεδο της κλίμακας, σημαίνει μείωση του βαθμού φερεγγυότητας και κατά συνέπεια μείωση της τιμής του τίτλου. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση αναβάθμισής του.

Η διάκριση των χρεωστικών τίτλων ανάλογα με τη διάρκεια

Οι χρεωστικοί τίτλοι διακρίνονται στις εξής τρεις κατηγορίες, ανάλογα με τη διάρκεια:

- **Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι:** Οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι είναι τίτλοι που η αρχική λήξη τους είναι μέχρι ένα έτος. Βραχυπρόθεσμους τίτλους εκδίδει το Δημόσιο, οι επιχειρήσεις και οι τράπεζες και αποτελούν μέσα της χρηματαγοράς. Οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι που εκδίδει το Δημόσιο ονομάζονται Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ). Το χαρακτηριστικό αυτών των τίτλων εκτός από τη βραχυπρόθεσμη διάρκειά τους είναι ότι εκδίδονται σε προεξοφλητική βάση. Για παράδειγμα, ένα ΕΓΕΔ ετήσιας διάρκειας με 4% επιτόκιο αντί να πουληθεί στην τιμή των 1.000 ευρώ και να εξοφληθεί μετά από έναν χρόνο αντί 1.040 ευρώ, πουλιέται 961,50 ευρώ και εξοφλείται μετά από έναν χρόνο αντί 1.000 ευρώ. Οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι που εκδίδουν οι επιχειρήσεις ονομάζονται εμπορικά γραμμάτια (commercial papers) και αποτελούν μέσα δανεισμού για κεφάλαια κίνησης. Οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι που εκδίδουν οι τράπεζες ονομάζονται αποδεικτικά κατάθεσης (certificates of deposits) και αποτελούν ουσιαστικά προθεσμιακές καταθέσεις βραχυπρόθεσμης διάρκειας.¹ Το χαρακτηριστικό των αποδεικτικών καταθέσεων είναι ότι έχουν εγγύηση, όπως όλες οι υπόλοιπες τραπεζικές καταθέσεις, κάτι που δεν ισχύει για τους χρεωστικούς τίτλους των άλλων επιχειρήσεων.
- **Μεσοπρόθεσμοι τίτλοι:** Οι μεσοπρόθεσμοι τίτλοι είναι διάρκειας από 1 έως 5 έτη και εκδίδονται από όλους τους οικονομικούς φορείς που αναφέραμε στο προηγούμενο τμήμα για τη χρηματοδότηση αναγκών πιο μόνιμου χαρακτήρα. Οι τίτλοι αυτοί όταν εκδίδονται από το Δημόσιο ονομάζονται Ομόλογα του Δημοσίου και αντίθετα με τα έντοκα γραμμάτια εκδίδονται στην ονομαστική τους αξία και καταβάλλουν τον τόκο κάθε χρόνο, ενώ στη λήξη καταβάλλουν τον τόκο του τελευταίου έτους και εξοφλούν το κεφάλαιο. Οι επιχειρήσεις και οι τράπεζες εκδίδουν επίσης μεσοπρόθεσμους τίτλους που ονομάζονται επίσης ομόλογα. Σε πολλές περιπτώσεις τα ομόλογα που εκδίδουν οι τράπεζες είναι μετατρέψιμα σε μετοχές.
- **Μακροπρόθεσμοι τίτλοι:** Οι μακροπρόθεσμοι τίτλοι είναι διάρκειας άνω των 5 ετών και εκδίδονται από όλους τους οικονομικούς φορείς. Το πιο μακροπρόθεσμο ομόλογο που έχει εκδώσει το ελληνικό Δημόσιο είναι 50 ετών, ενώ στον διεθνή χώρο, οι επιχειρήσεις Coca Cola και Walt Disney έχουν εκδώσει ομόλογα διάρκειας 100 ετών.

Άλλα χαρακτηριστικά των χρεωστικών τίτλων

Οι όροι έκδοσης των χρεωστικών τίτλων περιλαμβάνουν προβλέψεις όσον αφορά την τιμή έκδοσης, τον τρόπο πληρωμής του τόκου, τον τρόπο προσδιορισμού του επιτοκίου κ.λπ. Στα επόμενα τμήματα θα αναφερθούμε στα κυριότερα από αυτά τα χαρακτηριστικά.

α. Ομόλογα με τοκομερίδια και μηδενικού τοκομεριδίου

Τα ομόλογα διακρίνονται σε αυτά που καταβάλλουν περιοδικά τόκο, όπως τα Ομόλογα του Δημοσίου στα οποία αναφερθήκαμε προηγουμένως και σε αυτά τα οποία δεν πληρώνουν τόκο σε όλη τη διάρκειά τους, αλλά στη λήξη τους. Τα πρώτα ονομάζονται ομόλογα με τοκομερίδια, ενώ τα δεύτερα ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου.

¹ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αν και συνήθως τα αποδεικτικά κατάθεσης είναι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι, σε μερικές περιπτώσεις οι τράπεζες εκδίδουν τέτοιους τίτλους και μεσοπρόθεσμης ή μακροπρόθεσμης διάρκειας.

β. Ομόλογα σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου

Το επιτόκιο των ομολόγων σε μερικές περιπτώσεις είναι προσδιορισμένο στην έκδοσή του και παραμένει σταθερό μέχρι τη λήξη του, οπότε τα ομόλογα ονομάζονται σταθερού επιτοκίου, ενώ σε άλλες περιπτώσεις δεν είναι σταθερό και εξαρτάται από κάποιον δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένο. Για παράδειγμα, το επιτόκιο του ομολόγου μπορεί να εξαρτάται από το επιτόκιο του EURIBOR ή το επιτόκιο των ΕΓΕΔ. Τα ομόλογα της δεύτερης κατηγορίας ονομάζονται ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου. Σε μερικές περιπτώσεις η διακύμανση των επιτοκίων περιορίζεται προς τα πάνω ή/και προς τα κάτω, με την πρόβλεψη ανώτατου ποσοστού αύξησης (cap) ή μείωσης (floor). Μια ειδική κατηγορία ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου είναι τα ομόλογα που είναι συνδεδεμένα με κάποιον δείκτη που μετρά τον πληθωρισμό (όπως για παράδειγμα τον Δ.Τ.Κ.).

γ. Ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης από τον εκδότη και τον επενδυτή

Μερικά ομόλογα κατά την έκδοσή τους περιλαμβάνουν την πρόβλεψη ότι σε κάποιο χρονικό σημείο πριν από τη λήξη τους ο εκδότης έχει το δικαίωμα να τα ανακαλέσει (να τα εξοφλήσει πρόωρα). Για παράδειγμα, ένα ομόλογο μπορεί να εκδοθεί με αρχική λήξη μετά από 30 έτη, αλλά να υπάρχει το δικαίωμα ανάκλησης 5 έτη μετά την έκδοσή του, σε μια προσδιορισμένη τιμή (call bond). Από την άλλη πλευρά, η πρόβλεψη του δικαιώματος της πρόωρης εξόφλησης σε άλλα ομόλογα μπορεί να αφορά τον επενδυτή (redeemable at par at the holder's option).

δ. Εξασφαλισμένοι και μη εξασφαλισμένοι χρεωστικοί τίτλοι

Πολλές φορές οι χρεωστικοί τίτλοι περιλαμβάνουν κάποια εξασφάλιση για την πληρωμή τους. Για παράδειγμα, οι χρεωστικοί τίτλοι που εκδίδουν οι επιχειρήσεις πολλές φορές είναι εξασφαλισμένοι με κάποια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (asset backed securities). Αυτό σημαίνει ότι, εάν η επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της, οι επενδυτές θα ρευστοποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία, για να ικανοποιήσουν τη χρηματική τους απαίτηση. Μια συνηθισμένη εξασφάλιση την οποία προσφέρουν οι επιχειρήσεις είναι μέσω της εγγραφής προσημείωσης σε ακίνητα της ιδιοκτησίας τους (mortgage securities). Οι τράπεζες κατά την τιτλοποίηση απαιτήσεων εξασφαλίζουν τους χρεωστικούς τίτλους που εκδίδουν με τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν παράσχει ως εξασφάλιση σε αυτές οι πελάτες τους κατά τη λήψη του δανείου. Η κρίση στην αγορά ομολόγων αυτής της κατηγορίας και ειδικότερα στα τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgages) είναι αυτή που έχει επιφέρει την πρόσφατη αναταραχή στις παγκόσμιες χρηματαγορές και της οποίας την εξέλιξη παρακολουθούμε ακόμα.

ε. Ασφαλισμένοι και μη ασφαλισμένοι χρεωστικοί τίτλοι

Μερικοί χρεωστικοί τίτλοι ασφαλίζονται έναντι του κινδύνου αφερεγγυότητας του εκδότη τους σε ασφαλιστικές εταιρείες. Οι εταιρείες που αναλαμβάνουν την ασφάλιση ομολόγων είναι εξειδικευμένες ασφαλιστικές εταιρείες στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων και ασχολούνται αποκλειστικά με αυτό το αντικείμενο. Επειδή ασχολούνται αποκλειστικά μόνο με αυτό το ασφαλιστικό αντικείμενο, έχουν αποκτήσει την εξειδίκευση που απαιτείται σε ένα τόσο δύσκολο έργο (που ουσιαστικά ξεφεύγει από το αντικείμενο της κλασικής ασφαλιστικής δραστηριότητας) και ονομάζονται επιχειρήσεις αποκλειστικού αντικειμένου δραστηριότητας (monolines). Ο τύπος αυτός ασφαλιστικών επιχειρήσεων ήλθε επίσης στην επικαιρότητα λόγω της πρόσφατης κρίσης στην αγορά ομολόγων των ΗΠΑ.

στ. Μετατρέψιμοι χρεωστικοί τίτλοι

Πολλοί χρεωστικοί τίτλοι κατά την έκδοσή τους περιλαμβάνουν την πρόβλεψη μετατροπής σε μετοχές, σε μια προσδιορισμένη τιμή. Με αυτόν τον τρόπο οι τίτλοι γίνονται πιο ελκυστικοί, γιατί ο επενδυτής εκτός από τους τόκους τους οποίους λαμβάνει σε όλη τη διάρκεια πριν την ημερομηνία μετατροπής, έχει τη δυνατότητα πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών εάν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από την τιμή μετατροπής.

Τα ομόλογα τα οποία περικλείουν τη δυνατότητα μετατροπής σε μετοχές, αποτελούν μια ξεχωριστή κατηγορία ομολόγων (τους μικτούς τίτλους).

Υπάρχουν δύο ειδών τέτοιες ομολογίες:

- Οι ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές (convertible bonds)
- Οι ομολογίες με εγγύηση μετατροπής σε μετοχές (bonds with equity warrants).

Μια μετατρέψιμη ομολογία μπορεί να ανταλλαγεί στη λήξη της με έναν προκαθορισμένο αριθμό μετοχών της επιχείρησης, σε προκαθορισμένη τιμή, εάν το επιθυμεί ο κάτοχός της.

Έτσι, παρέχεται στον κάτοχο της ομολογίας η δυνατότητα αποκόμισης κεφαλαιακών κερδών εάν η τιμή της μετοχής ανεβαίνει, ενώ ταυτοχρόνως προσφέρει τη συμβατική πληρωμή της ομολογίας.

Οι ομολογίες με εγγύηση μετατροπής σε μετοχές είναι ομολογίες οι οποίες έχουν προσαρτημένο ένα άλλο αξιόγραφο – την εγγύηση μετατροπής σε μετοχές, εάν το επιθυμεί ο κάτοχός τους. Οι εγγυήσεις μπορούν να αποκοπούν από το σώμα της ομολογίας και να γίνουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης ξεχωριστά από αυτήν.

Χρηματοπιστωτικά μέσα ιδιοκτησίας - μετοχές

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που ενσωματώνουν περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα είναι οι κάθε είδους μετοχές.

Τα κυριότερα οικονομικά χαρακτηριστικά τους είναι η έλλειψη οποιασδήποτε ημερομηνίας λήξης και η έλλειψη αναφοράς (τουλάχιστον όσον αφορά τις κοινές μετοχές) σε οποιοδήποτε προκαθορισμένο ποσοστό απόδοσης.

Οι μετοχές διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες. Η κυριότερη διάκριση είναι μεταξύ κοινών και προνομιούχων. Μια εξίσου βασική διάκριση είναι η διάκριση μεταξύ μετοχών που είναι και αυτών που δεν είναι εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε μια δευτερογενή αγορά.

Στα επόμενα τμήματα θα αναφερθούμε στις κυριότερες κατηγορίες μετοχών.

Κοινές μετοχές

Οι κοινές μετοχές αντιπροσωπεύουν δικαιώματα ιδιοκτησίας στην εταιρεία. Ειδικότερα, ο κάτοχος κοινών μετοχών έχει το δικαίωμα:

- Να συμμετέχει στη Γενική Συνέλευση και να εκλέγει το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας.
- Να εισπράττει τα μερίσματα που προτείνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και επικυρώνονται από τη Γενική Συνέλευση.

- Να εκφράζει τη γνώμη του στην περίπτωση συγχωνεύσεων.
- Να αγοράζει ένα μέρος του νέου μετοχικού κεφαλαίου που εκδίδεται, ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ήδη.

Οι κοινές μετοχές, αντίθετα με τα άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα, δεν εγγυώνται κάποια συγκεκριμένη απόδοση στον κάτοχό τους. Η απόδοση των κοινών μετοχών εξαρτάται από τη γενική πορεία της εταιρείας. Όλα τα κέρδη της εταιρείας χρησιμοποιούνται για την αποζημίωση των μετόχων, είτε μέσω της πληρωμής μερισμάτων, είτε μέσω της δημιουργίας αποθεματικών κεφαλαίων.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, ο κάτοχος κοινών μετοχών έχει ένα σημαντικό οικονομικό όφελος έναντι των επενδυτών σε χρεωστικούς τίτλους. Συγκεκριμένα, ενώ ο επενδυτής σε χρεωστικούς τίτλους περιορίζεται σε μια προσδιορισμένη απόδοση ανεξάρτητα από το ύψος της απόδοσης του επενδυτικού έργου που χρηματοδότησε, ο επενδυτής σε μετοχές λαμβάνει μέρος σε οποιαδήποτε υπερβάλλουσα απόδοση πραγματοποιηθεί. Βέβαια σε αντιστάθμιση αυτού του οικονομικού οφέλους, ο επενδυτής σε μετοχές αναλαμβάνει τον κίνδυνο να έχει μικρότερη απόδοση σε σχέση με τον επενδυτή σε χρεωστικούς τίτλους, ή και καμία απόδοση εάν η επένδυση δεν δημιουργήσει κέρδη. Επίσης, ο επενδυτής κοινών μετοχών είναι κάτοχος μιας υπολειμματικής αξίας, με την έννοια ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας της εταιρείας λαμβάνει το υπόλοιπο που απομένει, μετά την αποζημίωση κατά προτεραιότητα των κατόχων χρεωστικών τίτλων και γενικότερα των δανειστών της εταιρείας και κατά δεύτερο λόγο των προνομιούχων μετόχων.

Σημαντικής σημασίας για τη διατήρηση των δικαιωμάτων των μετόχων είναι το λεγόμενο δικαίωμα προτίμησης (preemptive right), το οποίο έχουν σε κάθε περίπτωση μεταβολών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Το δικαίωμα προτίμησης σημαίνει ότι ο μέτοχος έχει το δικαίωμα να λάβει τουλάχιστον με τους ίδιους (αν όχι με προνομιακούς) όρους μέρος σε οποιαδήποτε διαφοροποίηση της διάρθρωσης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Εάν δεν υπήρχε αυτό το δικαίωμα, τότε η πλειοψηφία των μετόχων της εταιρείας θα μπορούσε να θέσει σε μειονεκτική θέση τους μετόχους που κατέχουν μικρότερα ποσοστά του μετοχικού κεφαλαίου. Για να γίνει κατανοητός ο τρόπος με τον οποίο θα μπορούσε να γίνει κάτι τέτοιο, θα δώσουμε ένα αριθμητικό παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε ότι η εταιρεία Α έχει κεφαλαιοποίηση 100.000.000 €, η οποία διαμοιράζεται σε 10.000.000 κοινές μετοχές, χρηματιστηριακής αξίας 10 € η κάθε μία. Ο μέτοχος Β κατέχει 100.000 μετοχές, δηλαδή το 1% του μετοχικού κεφαλαίου, χρηματιστηριακής αξίας 1.000.000 €. Ας υποθέσουμε τώρα ότι η πλειοψηφία της εταιρείας αποφασίζει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με έκδοση 3 νέων μετοχών για κάθε μία παλαιά μετοχή, στην τιμή των 5 €. Εάν δεν υπήρχε το δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων, ο μέτοχος Β θα κινδύνευε να υποστεί διπλή ζημιά. Καταρχήν μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την προσθήκη σε αυτό 150.000.000 € (30.000.000 μετοχές X 5 €), το νέο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας θα διαμορφωθεί στο ποσό των 250.000.000 €. Ο νέος αριθμός των μετοχών της εταιρείας θα είναι 40.000.000 (10.000.000 + 30.000.000), η δε τιμή της μετοχής θα διαμορφωθεί σε 6,25 € (250.000.000 € / 40.000.000 μετοχές). Κατά συνέπεια, ο μέτοχος Β έχει απολέσει 3,75 € ανά μετοχή, δηλαδή συνολικά 375.000 €, αξία η οποία μεταφέρθηκε στους νέους μετόχους. Δεύτερον, το ποσοστό συμμετοχής του στην εταιρεία έχει μειωθεί από 1% σε 0,25% (100.000 μετοχές / 40.000.000 μετοχές). Ακριβώς στην πρόληψη τέτοιων αρνητικών για τους παλαιούς μετόχους φαινομένων, στοχεύει το δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων.

Σε μερικές περιπτώσεις οι εταιρείες εκδίδουν διαφορετικές κατηγορίες κοινών μετοχών, τις οποίες ονομάζουν μετοχές κατηγορίας Α και μετοχές κατηγορίας Β. Οι διαφορετικές κατηγορίες ενσωματώνουν διαφορετικά ιδιοκτησιακά δικαιώματα. Συνήθως τα διαφορετικά δικαιώματα αναφέρονται σε διαφοροποιημένα ποσοστά ψήφου, δηλαδή οι μετοχές κατηγορίας Α έχουν περισσότερες ψήφους από ό,τι οι μετοχές κατηγορίας Β.

Τέλος, πολλές φορές οι εταιρείες εκδίδουν κοινές μετοχές με δικαίωμα ανάκλησης (callable common shares) ή με δικαίωμα πώλησης από τους επενδυτές στην εταιρεία (puttable common shares). Οι κοινές μετοχές με δικαίωμα ανάκλησης από την εταιρεία ενσωματώνουν ένα δικαίωμα της εταιρείας να επαναγοράσει τις μετοχές σε μια προκαθορισμένη τιμή. Το δικαίωμα αυτό προφανώς θα το ασκήσει η εταιρεία, εάν η τιμή της μετοχής είναι ανοδική. Αυτό το δικαίωμα βέβαια αφαιρεί ένα τμήμα του πλεονεκτήματος της ενδεχόμενης ανοδικής δυναμικής της τιμής της μετοχής από τον επενδυτή. Από την άλλη πλευρά, του δίνει τη δυνατότητα να πουλήσει τη μετοχή του σε ανώτερη τιμή από αυτήν που την αγόρασε. Οι κοινές μετοχές με δικαίωμα πώλησης από τους επενδυτές στην εταιρεία σε μια προκαθορισμένη τιμή, αποτελούν αντίθετα ένα δικαίωμα του επενδυτή, το οποίο τον προστατεύει από ενδεχόμενη πτώση της τιμής της μετοχής. Συνοψίζοντας, οι δύο προηγούμενοι τύποι μετοχών αποτελούν ουσιαστικά ένα σύνθετο χρηματοπιστωτικό μέσο, το οποίο αποτελείται από μία μετοχή και ένα δικαίωμα προαίρεσης (αγοράς στη μια περίπτωση και πώλησης στην άλλη). Η τιμολόγηση αυτών των μετοχών θα προκύπτει συνεπώς από τη τιμολόγηση της μετοχής και του αντίστοιχου δικαιώματος που ενσωματώνεται σε αυτήν.

Προνομιούχες μετοχές

Οι προνομιούχες μετοχές είναι μια ενδιάμεση μορφή χρηματοπιστωτικού μέσου, με μερικά χαρακτηριστικά τίτλου που αντιπροσωπεύει δάνειο και άλλα τίτλου που αντιπροσωπεύει ιδιοκτησία. Τυπικά, οι προνομιούχες μετοχές ενσωματώνουν το δικαίωμα πληρωμής ενός ορισμένου μερίσματος, αλλά αυτό το δικαίωμα δεν αντιπροσωπεύει μια νομική απαίτηση και πληρώνεται μόνο εάν ψηφιστεί κάθε περίοδο, από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας.

Έτσι, οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών αναμένουν μια σχετικά πιο σταθερή απόδοση σε σχέση με τους κατόχους κοινών μετοχών, αλλά αυτή εξαρτάται από την κερδοφορία της εταιρείας. Τελικά, το προνόμιο αυτής της κατηγορίας χρηματοπιστωτικών μέσων είναι η υποχρέωση από πλευράς εταιρείας καταβολής μερίσματος κατά προτεραιότητα στους κατόχους προνομιούχων μετοχών, σε σχέση με τους κατόχους κοινών. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι, σε περίπτωση που τα κέρδη δεν επαρκούν για να πληρωθεί μέρισμα σε όλους τους μετόχους, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών θα εισπράξουν μέρισμα, ενώ των κοινών δεν θα εισπράξουν. Επίσης, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών προηγούνται στην αποζημίωση σε περίπτωση χρεοκοπίας της εταιρείας, όχι όμως και έναντι των δανειστών.

Υπάρχουν δύο είδη προνομιούχων μετοχών: Οι προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος (cumulative preference shares) και οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος (non cumulative preference shares). Οι προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος ενσωματώνουν την πρόβλεψη καταβολής σωρευτικά του μερίσματος το οποίο πιθανόν δεν καταβλήθηκε ένα έτος, μαζί με το μέρισμα του έτους κατά το οποίο καταβάλλεται μέρισμα. Οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν αυτήν την πρόβλεψη.

Τέλος, κάποιες προνομιούχες μετοχές είναι μετατρέψιμες σε κοινές (convertible preference shares), σε μια σχέση ανταλλαγής που είναι καθορισμένη κατά την έκδοσή τους. Οι μετοχές αυτές, όπως γίνεται εύκολα κατανοητό, έχουν διπλό πλεονέκτημα: Πρώτον, συμμετέχουν κατά προτεραιότητα στα κέρδη της εταιρείας και δεύτερον, επωφελούνται από ενδεχόμενη αύξηση της τιμής της μετοχής της.

Εισηγμένες και μη εισηγμένες μετοχές

Εκτός από τη διάκριση σε κοινές και προνομιούχες, πολύ σημαντική είναι η διάκριση των μετοχών σε εισηγμένες και μη εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε μια δευτερογενή αγορά.

Εισηγμένες (listed or public) ονομάζονται οι μετοχές που έχουν εισαχθεί σε μια δευτερογενή αγορά (χρηματιστήριο) για διαπραγμάτευση μετά την έκδοσή τους. Αντίθετα οι μη εισηγμένες (unlisted or private) δεν αποτελούν αντικείμενο πολυμερούς διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά, αντίθετα αποτελούν αντικείμενο διμερούς διαπραγμάτευσης.

Οι μη εισηγμένες μετοχές αφορούν κυρίως μετοχές νέων εταιρειών ή εταιρειών οι οποίες δεν έχουν ακόμα τις προϋποθέσεις εισαγωγής σε μια δευτερογενή αγορά. Οι προϋποθέσεις αυτές μπορεί να αφορούν το ύψος της κεφαλαιοποίησης, την απαιτούμενη κερδοφορία ή το εύρος διασποράς. Οι μετοχές των εταιρειών αυτών, από την άλλη πλευρά, μπορεί να αποτελούν ελκυστικές επενδυτικές επιλογές, ιδιαίτερα για τους θεσμικούς επενδυτές, λόγω των ενδεχόμενων ευνοϊκών προοπτικών που παρουσιάζουν. Δεν είναι κατά συνέπεια σπάνιο, οι θεσμικοί κυρίως επενδυτές, εφόσον δεν αντιμετωπίζουν περιορισμούς όσον αφορά τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους, να κατευθύνουν ένα ποσοστό των επενδύσεών τους σε αυτές τις μετοχές. Είναι αυτονόητο ότι, σε σχέση με τα ενδεχόμενα πλεονεκτήματα που μπορεί να παρουσιάζουν, οι μη εισηγμένες μετοχές έχουν και μειονεκτήματα. Το κυριότερο από αυτά είναι η έλλειψη ρευστότητας και η απουσία ενός μηχανισμού συνεχούς διαμόρφωσης των τιμών τους. Το μειονέκτημα αυτό συνεπάγεται αυξημένο κόστος συναλλαγών. Επίσης αυξημένο είναι το κόστος παρακολούθησης των οικονομικών στοιχείων και γενικά της πορείας αυτών των εταιρειών, δεδομένου ότι δεν υπάρχει από αυτές θεσμική υποχρέωση περιοδικής πληροφόρησης των επενδυτών, αφού δεν είναι εισηγμένες σε μια ρυθμιζόμενη αγορά. Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι μη εισηγμένες μετοχές, παρά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζουν, μπορεί να αποτελούν ελκυστικές επιλογές για τους πληροφορημένους επενδυτές, ή τους επενδυτές που έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στην απόκτηση αυτής της πληροφόρησης. Είναι εξάλλου φανερό ότι, σε αυτήν την περίπτωση δεν ισχύουν οι προϋποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς και, κατά συνέπεια, υπάρχουν προϋποθέσεις επικερδούς αξιοποίησης της πληροφόρησης.

Οι εισηγμένες μετοχές παρουσιάζουν το πλεονέκτημα της μεγαλύτερης ρευστότητας και διαφάνειας σε σχέση με τις μη εισηγμένες. Η τιμολόγησή τους βέβαια είναι προσαρμοσμένη στις συνθήκες της αποτελεσματικής αγοράς. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, οι συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση οδήγησαν, και οι τεχνολογικές εξελίξεις κατέστησαν δυνατή την εισαγωγή των μετοχών σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια (dual listing), κυρίως διαφορετικών χωρών. Η αξιοποίηση αυτής της δυνατότητας πραγματοποιείται από τις εταιρείες για διεύρυνση της κεφαλαιακής τους βάσης και προσέγγιση νέων υποψήφιων επενδυτών.

Η εισαγωγή μιας μετοχής σε ένα δεύτερο χρηματιστήριο μιας τρίτης χώρας μπορεί να γίνει με δύο τρόπους: Ο πρώτος είναι η απευθείας εισαγωγή των μετοχών στο ξένο χρηματιστήριο και η διαπραγμάτευσή τους στο τοπικό νόμισμα. Οι μετοχές αυτές είναι μετοχές εισηγμένες σε υπε-

ρεθνικό επίπεδο (Global Registered Shares – GRDs). Οι μετοχές αυτές μπορούν να αγοραστούν στο χρηματιστήριο μιας χώρας στο τοπικό νόμισμα και να πουληθούν στο χρηματιστήριο μιας άλλης χώρας στο νόμισμά της. Μετοχές αυτού του τύπου δημιουργήθηκαν για πρώτη φορά το 1998 από τη Daimler Chrysler.

Η πιο συνηθισμένη μέθοδος όμως εισαγωγής μιας μετοχής σε ξένο χρηματιστήριο είναι με τη χρησιμοποίηση των λεγόμενων αποδεικτικών θεματοφυλακής (depository receipts). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ένας αριθμός μετοχών της εταιρείας κατατίθεται σε μία τράπεζα-θεματοφύλακα, η οποία εκδίδει πιστοποιητικά που αντιπροσωπεύουν τις μετοχές που είναι κατατεθειμένες. Το κάθε αποδεικτικό αντιπροσωπεύει έναν αριθμό μετοχών ή τμήμα μετοχής. Το μεγάλο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου εισαγωγής των μετοχών σε ξένο χρηματιστήριο είναι ότι, η διαπραγμάτευση γίνεται στο τοπικό νόμισμα και η εκκαθάριση και ο διακανονισμός από τους μηχανισμούς του τοπικού χρηματιστηρίου. Με αυτόν τον τρόπο αποφεύγεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος από τους επενδυτές, ενώ παράλληλα συναλλάσσονται με μεθόδους και διαδικασίες οικείες σε αυτούς. Ένα χρηματιστήριο στο οποίο έχουν εισαχθεί πολλές ξένες μετοχές για διαπραγμάτευση με αυτή τη μέθοδο, είναι το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, στο οποίο εκδίδονται τα λεγόμενα Αμερικανικά Αποδεικτικά Θεματοφυλακής (American Depository Receipts – ADRs). Μέσω ADRs γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και τέσσερις ελληνικές μετοχές (Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Άλφα, ΟΤΕ και 3Ε).

Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Για τη μέτρηση της απόδοσης των μετοχών χρησιμοποιούνται κυρίως δύο δείκτες:

- Η σχέση της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη
- Η μερισματική απόδοση

Η σχέση της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη (Price to Earnings – P/E ratio), όπως όλοι οι αριθμοδείκτες, είναι ένα κλάσμα, με αριθμητή την τιμή της μετοχής και παρονομαστή τα πραγματοποιηθέντα κέρδη ανά μετοχή.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται δηλαδή με βάση τη φόρμουλα:

$$P/E = \frac{P}{E} \quad (8.1)$$

όπου:

P/E : Τιμή προς κέρδη (Price to Earnings)

P : Τιμή μετοχής (Price)

E : Κέρδη ανά μετοχή (Earnings)

Παράδειγμα 8.1

Η εταιρεία AAA έχει εκδώσει 10.000.000 μετοχές, η χρηματιστηριακή της τιμή είναι 4 € και ανακοίνωσε κέρδη 5.000.000 €.

Η εταιρεία BBB έχει εκδώσει 15.000.000 μετοχές, η χρηματιστηριακή της τιμή είναι 2 € και ανακοίνωσε κέρδη 3.000.000 €.

Ποια είναι η τιμή προς κέρδη των δύο μετοχών;

Εφαρμόζοντας τη φόρμουλα (8.1):

Μετοχή AAA:

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{4}{(5.000.000/10.000.0000)} = \frac{4}{0,5} = 8$$

Μετοχή BBB:

$$P/E = \frac{P}{E} = \frac{2}{(3.000.000/15.000.0000)} = \frac{2}{0,2} = 10$$

Ο δείκτης τιμή προς κέρδη δείχνει, όπως είπαμε, τη σχέση της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή. Κατά συνέπεια δείχνει την τιμή που καταβάλλει ο επενδυτής, ανά μονάδα κερδών που πραγματοποιεί η εταιρεία. Είναι λοιπόν προφανές ότι, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης (όσο μικρότερη τιμή καταβάλλεται για κάθε μονάδα πραγματοποιούμενου κέρδους) τόσο καλύτερα είναι για τον επενδυτή. Στην περίπτωση του προηγούμενου παραδείγματος, η εταιρεία AAA έχει δείκτη τιμή προς κέρδη 8, ενώ η εταιρεία BBB 10. Αυτό σημαίνει ότι στην πρώτη περίπτωση ο επενδυτής πληρώνει 8 € για κάθε 1 € πραγματοποιούμενου κέρδους, ενώ στη δεύτερη πληρώνει 10 € για κάθε 1 € πραγματοποιούμενου κέρδους. Κατά συνέπεια η εταιρεία AAA είναι αρκετά ελκυστικότερη επενδυτική επιλογή σε σχέση με την εταιρεία BBB.

Η μερισματική απόδοση είναι ένας αριθμοδείκτης που συσχετίζει το μέρισμα ανά μετοχή, με την τιμή της μετοχής.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με βάση τη φόρμουλα:

$$MA = \frac{M}{T} \quad (8.2)$$

όπου:

MA : Μερισματική απόδοση

M : Μέρισμα ανά μετοχή

T : Τιμή μετοχής

Παράδειγμα 8.2

Η μετοχή Γ διανέμει μέρισμα ανά μετοχή 1 € και η χρηματιστηριακή της τιμή είναι 45 €.

Ποια είναι η μερισματική απόδοση της μετοχής Γ;

Εφαρμόζοντας τη φόρμουλα 8.2:

$$MA = \frac{M}{T} = \frac{1}{45} = 2,22\%$$

Η μερισματική απόδοση μετρά την ποσοστιαία απόδοση της επένδυσης σε μετοχές. Η μερισματική απόδοση είναι ένα μέτρο αντίστοιχο με την τρέχουσα απόδοση που εξετάσαμε στο τέταρτο κεφάλαιο. Θα πρέπει όμως να θυμόμαστε ότι η μερισματική απόδοση αποτελεί ένα μόνο μέρος της συνολικής απόδοσης των μετοχών. Το άλλο μέρος είναι τα ενδεχόμενα κεφαλαιακά κέρδη που μπορεί να προκύψουν από την αύξηση της τιμής της μετοχής. Στο προηγούμενο παράδειγμα η μετοχή Γ είχε μερισματική απόδοση 2,22%, δηλαδή ενδεχομένως πολύ μικρότερη από ένα ετήσιο ΕΓΕΔ που κατά το ίδιο χρονικό διάστημα μπορεί να απέδιδε 4%. Για να απαντήσουμε όμως ποια επένδυση είναι πιο αποδοτική, θα πρέπει να γνωρίζουμε και την κίνηση της τιμής της μετοχής. Ένας λόγος, για παράδειγμα, που η μερισματική απόδοση μπορεί να είναι μικρή αλλά η τιμή της μετοχής να σημειώνει σημαντική άνοδο, μπορεί να είναι ότι η εταιρεία έχει μεν ισχυρή κερδοφορία, αλλά αυτή χρησιμοποιήθηκε για τη διενέργεια νέων επενδύσεων και όχι για την πληρωμή μερισμάτων. Σε αυτήν την περίπτωση, η προσδοκώμενη μελλοντική κερδοφορία από τις νέες επενδύσεις αντανakλάται στην τιμή της μετοχής. Ως τελικό συμπέρασμα προκύπτει δηλαδή ότι, ενώ η μερισματική απόδοση είναι ένα μέτρο αντίστοιχο με το μέτρο απόδοσης των χρεωστικών τίτλων, θα πρέπει πάντοτε να αντιμετωπίζεται από διαφορετική οπτική γωνία, γιατί απλά οι δύο κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους.

Εταιρικές πράξεις και τιμές των μετοχών

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε διάφορες εταιρικές πράξεις, οι οποίες έχουν επίδραση στην τιμή των μετοχών.

Στα επόμενα τμήματα θα εξετάσουμε τρεις από τις βασικότερες εταιρικές πράξεις και την επίδραση που αυτές έχουν στην τιμή των μετοχών. Συγκεκριμένα, οι εταιρικές πράξεις που θα εξετάσουμε είναι:

- Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου
- Η διάσπαση (split) μετοχών
- Η σύμπτυξη (reverse split) μετοχών.

Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, η νέα τιμή της μετοχής που θα προκύψει μετά την αύξηση, θα είναι ανάλογη της τιμής του δικαιώματος για την αγορά των νέων μετοχών και του αριθμού των νέων μετοχών.

Η φόρμουλα που δίνει την προσαρμοσμένη τιμή μετά την αύξηση είναι:

$$T_{\pi} = \frac{(N_0 \times T_K) + (N_1 \times T_{\delta})}{(N_0 + N_1)} \quad (8.3)$$

όπου:

T_{π} : Προσαρμοσμένη τιμή μετοχής

N_0 : Αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρείας

T_K : Παλαιά τιμή μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

N_1 : Αριθμός νέων μετοχών της εταιρείας από καταβολή μετρητών

T_δ : Τιμή διάθεσης μετοχής (τιμή δικαιώματος)

Παράδειγμα 8.3

Η εταιρεία Α με 10.000.000 μετοχές και χρηματιστηριακή τιμή 2,4 €, προβαίνει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, με δικαίωμα υπέρ των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 1 νέα μετοχή ανά 5 παλαιές. Το δικαίωμα συμμετοχής στην αύξηση είναι 1 €.

Ποια θα είναι η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου;

Εφαρμόζοντας τη φόρμουλα 8.3:

$$T_\pi = \frac{(N_0 \times T_K) + (N_1 \times T_\delta)}{(N_0 + N_1)} = \frac{(10.000.000 \times 2,4) + (2.000.000 \times 1)}{(10.000.000 + 2.000.000)} = 2,17\text{€}$$

Όπως εύκολα μπορεί να διαπιστώσει κάποιος, εάν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γινόταν με τιμή δικαιώματος ίση προς την τιμή της μετοχής, η προσαρμοσμένη τιμή θα ήταν ίση με την παλαιά.

Διάσπαση (split) μετοχών

Κατά τη διάσπαση μετοχών υπάρχει αύξηση του αριθμού των μετοχών, χωρίς να υπάρχει αύξηση της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας. Κατά συνέπεια, η προσαρμοσμένη τιμή που θα προκύψει μετά τη διάσπαση, θα πρέπει πολλαπλασιαζόμενη με τον νέο αριθμό των μετοχών να δίνει το ίδιο αποτέλεσμα με το γινόμενο της παλαιάς τιμής με τον παλαιό αριθμό των μετοχών. Ο νέος αριθμός των μετοχών θα προκύψει από τον «δείκτη διάσπασης» (split ratio), ο οποίος δείχνει πόσες μετοχές προκύπτουν μετά από τη διάσπαση, σε σχέση με τις παλαιές μετοχές. Για παράδειγμα, εάν ο «δείκτης διάσπασης» είναι 3, αυτό σημαίνει ότι η αναλογία νέων προς παλαιές μετοχές είναι 3:1 ($3/1=3$).

Η φόρμουλα που δίνει την προσαρμοσμένη τιμή μετά τη διάσπαση είναι:

$$T_\pi = \frac{(N_0 \times T_K)}{(N_0 \times \Delta_\delta)} \quad (8.4)$$

όπου:

T_π : Προσαρμοσμένη τιμή μετοχής

N_0 : Αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρείας

T_K : Παλαιά τιμή μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

Δ_δ : Δείκτης διάσπασης

Παράδειγμα 8.4

Η εταιρεία Α με 10.000.000 μετοχές και χρηματιστηριακή τιμή 1,8 €, προβαίνει σε διάσπαση (split) μετοχών, σε αναλογία 3:2 (3 νέες μετοχές για κάθε δύο παλαιές).

Ποια θα είναι η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής μετά τη διάσπαση;

Εφαρμόζοντας τη φόρμουλα 8.4:

$$T_{\pi} = \frac{(N_0 \times T_K)}{(N_0 \times \Delta_{\sigma})} = \frac{(10.000.000 \times 1,8)}{10.000.000 \times \left(\frac{3}{2}\right)} = 1,2\text{€}$$

Όπως εύκολα διαπιστώνεται, η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας δεν μεταβλήθηκε, δηλαδή το γινόμενο της προσαρμοσμένης τιμής επί τον νέο αριθμό των μετοχών είναι ίσο με το γινόμενο της παλαιάς τιμής επί τον παλιό αριθμό των μετοχών.

Σύμπτυξη (reverse split) μετοχών

Η σύμπτυξη (reverse split) είναι η ακριβώς αντίστροφη διαδικασία σε σχέση με τη διάσπαση μετοχών. Ο νέος αριθμός των μετοχών, στην περίπτωση αυτή, θα προκύψει ως το γινόμενο του παλαιού αριθμού των μετοχών, επί τον «δείκτη σύμπτυξης» (reverse split ratio). Για παράδειγμα, εάν η αναλογία των νέων προς τις παλαιές μετοχές είναι 1:5, ο «δείκτης σύμπτυξης» είναι 0,2 (1/5=0,2).

Η φόρμουλα που δίνει την προσαρμοσμένη τιμή μετά τη σύμπτυξη, είναι:

$$T_{\pi} = \frac{(N_0 \times T_K)}{N_0 \times \Delta_{\sigma}} \quad (8.5)$$

όπου:

T_{π} : Προσαρμοσμένη τιμή μετοχής

N_0 : Αριθμός παλαιών μετοχών της εταιρείας

T_K : Παλαιά τιμή μετοχής (προ εταιρικής πράξης)

Δ_{σ} : Δείκτης σύμπτυξης

Παράδειγμα 8.5

Η εταιρεία Α με 10.000.000 μετοχές και χρηματιστηριακή τιμή 2,4 €, προβαίνει σε σύμπτυξη (reverse split) μετοχών, σε αναλογία 1:10.

Ποια θα είναι η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής μετά τη σύμπτυξη;

Εφαρμόζοντας τη φόρμουλα 8.5:

$$T_{\pi} = \frac{(N_0 \times T_K)}{N_0 \times \Delta_{\sigma}} = \frac{(10.000.000 \times 2,4)}{10.000.000 \times \left(\frac{1}{10}\right)} = 24\text{€}$$

Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση της διάσπασης, εύκολα μπορεί να διαπιστωθεί ότι, και στην περίπτωση της σύμπτυξης η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας δεν μεταβάλλεται, όπως εξάλλου είναι και αναμενόμενο.

Κεφάλαιο 9

Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι σύμφωνα με τον νόμο ανώνυμες εταιρείες, που έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Η νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας σημαίνει ότι το κεφάλαιο της εταιρείας είναι σταθερό (εκτός φυσικά από τις περιπτώσεις της αύξησής του). Γι' αυτό τον λόγο οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ονομάζονται εταιρείες επενδύσεων κλειστού τύπου, με την έννοια ότι τα προς επένδυση κεφάλαια είναι σταθερά και δεν αυξομειώνονται, όπως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων που θα εξετάσουμε στο επόμενο τμήμα.

Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου πρέπει να έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 10.000.000 ευρώ και για τη σύστασή της απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Μετά τη σύστασή της, οφείλει υποχρεωτικά να εισαχθεί στο χρηματιστήριο.

Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου επιτρέπεται να επενδύει αποκλειστικά σε κινητές αξίες και μέσα της χρηματαγοράς που διαπραγματεύονται ήδη, ή εκδίδονται για πρώτη φορά με σκοπό τη διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Επίσης επιτρέπονται οι επενδύσεις σε μερίδια ΟΣΕΚΑ και οι καταθέσεις σε τράπεζες. Τέλος επιτρέπονται οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακά και υπό ορισμένες προϋποθέσεις σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα. Δεν επιτρέπονται οι επενδύσεις σε πολύτιμα μέταλλα.

Οι επενδύσεις των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου υπόκεινται σε ορισμένα όρια σε σχέση με τη συγκέντρωση των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Τα πιο σημαντικά από αυτά είναι το όριο του 10% του κεφαλαίου τους που επιτρέπεται να επενδύουν σε τίτλους του ίδιου εκδότη, καθώς και το όριο του 10% που επιτρέπεται να κατέχουν από τις μετοχές ή τα ομόλογα του ίδιου εκδότη.

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν ανά τρίμηνο τον κατάλογο των επενδύσεών τους.

Μια άλλη μορφή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Οι εταιρείες αυτές έχουν κοινά χαρακτηριστικά με τις προηγούμενες όσον αφορά τη νομική μορφή, τις προϋποθέσεις ίδρυσης και το ύψος του απαιτούμενου μετοχικού κεφαλαίου.

Η κύρια διαφορά συνίσταται στο αντικείμενο των επενδύσεων. Οι εταιρείες αυτής της μορφής, όπως το υποδηλώνει και ο τίτλος τους, επενδύουν κυρίως σε ακίνητα. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον νόμο, είναι υποχρεωμένες να επενδύουν τουλάχιστον το 70% των διαθεσίμων τους σε ακίνητη περιουσία. Ως ακίνητη περιουσία ορίζονται τα εμπορικά ακίνητα, δηλαδή τα ακίνητα που προορίζονται για επαγγελματική στέγη, ή άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό.

Οι κυριότεροι περιορισμοί που τίθενται στις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ότι η επένδυση σε ένα ακίνητο δεν πρέπει να υπερβαίνει το 15% και στις κινητές αξίες το 10% των διαθεσίμων της εταιρείας.

Οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου ως εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμώνται καθημερινά με βάση τη διαπραγματεύσή τους. Κατά συνέπεια, η χρηματιστηριακή τιμή που είναι καθαρά θέμα προσφοράς και ζήτησης, μπορεί να είναι πάνω ή κάτω από την αποτίμηση των επενδύσεών της. Στην πρώτη περίπτωση λέγεται ότι οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται με premium, ενώ στη δεύτερη με discount. Αυτή είναι μια ακόμα διαφορά με τα αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου ότι η αποτίμηση των μεριδίων των τελευταίων γίνεται, όπως θα δούμε και στο επόμενο τμήμα, πάντοτε ακριβώς στο άθροισμα της αξίας των επενδύσεών τους. Συγκεκριμένα, από την αποτίμηση της αξίας του χαρτοφυλακίου της εταιρείας επενδύσεων με βάση τις τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές, εάν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της, προκύπτει η καθαρή αξία ενεργητικού (Net Asset Value –NAV) της εταιρείας. Η διαίρεση της καθαρής αξίας ενεργητικού με τον αριθμό των μετοχών δίνει την εσωτερική αξία της μετοχής, όπως φαίνεται στην παρακάτω φόρμουλα 9.1. Η διαφορά της εσωτερικής αξίας από τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αποτελεί το premium ή discount της μετοχής.

$$EAM = \frac{KAE}{AM} \quad (9.1)$$

όπου:

EAM : εσωτερική αξία μετοχής

KAE : καθαρή αξία ενεργητικού

AM : αριθμός μετοχών

..... Παράδειγμα 9.1

Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. έχει εκδώσει 11.178.000 μετοχές και κατά την 29.2.2012 είχε καθαρή αξία ενεργητικού (NAV) 17.793.918 €. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αυτή ήταν 0,85 €.

Ποια είναι η εσωτερική αξία της μετοχής και ποιο είναι το ποσοστό premium discount που διαπραγματεύεται;

$$EAM = \frac{KAE}{AM} = \frac{17.793.918}{11.178.000} = 1,59 \text{ €}$$

$$premium / discount = \frac{0,85 - 1,59}{1,59} = -46,54\%$$

Η μετοχή διαπραγματεύεται με discount 46,54%.

Αμοιβαία κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η δεύτερη μεγάλη κατηγορία εταιρειών επενδύσεων. Τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται από τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου τόσο ως προς τη νομική

μορφή, όσο και σε σχέση με την οικονομική λειτουργία. Καταρχήν το αμοιβαίο κεφάλαιο σύμφωνα με τον νόμο ορίζεται ως «ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους». Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται από την Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), η οποία είναι η εταιρεία που έχει την ευθύνη διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο ιδρύεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τα στοιχεία του ενεργητικού πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.200.000 ευρώ. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια. Η εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υποχρεωτική όταν τη ζητήσει ο μεριδιούχος. Κατά συνέπεια, το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να αυξάνεται (με τις νέες εισροές) ή να μειώνεται (με τις εξαγορές μεριδίων). Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο τα αμοιβαία κεφάλαια ονομάζονται επενδύσεις ανοικτού τύπου.

Όπως σημειώθηκε προηγουμένως, το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να ανήκει κατά 51% τουλάχιστον σε πιστωτικό ίδρυμα ή Α.Ε.Π.Ε.Υ. ή εταιρεία συμμετοχών ή ασφαλιστική εταιρεία.

Για τον προσδιορισμό της καθαρής τιμής του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται το σύνολο της αξίας του καθαρού ενεργητικού του με τον αριθμό των μεριδίων του. Η τιμή διάθεσης και τιμή εξαγοράς επιτρέπεται να υπερβαίνει ή να υπολείπεται αντίστοιχα της καθαρής τιμής του μεριδίου κατά το ποσοστό προμήθειας της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η καθαρή τιμή του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται δηλαδή με βάση τη φόρμουλα:

$$KTM = \frac{KA\epsilon}{AM} \quad (9.2)$$

όπου:

KTM : καθαρή τιμή μεριδίου

KAε : καθαρή αξία ενεργητικού

AM : αριθμός μεριδίων

..... Παράδειγμα 9.2

Το αμοιβαίο κεφάλαιο Alpha Trust Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού κατά την 8.3.2012 είχε καθαρή αξία ενεργητικού 20.742.338 €. Κατά την ημερομηνία αυτή το κεφάλαιο είχε 1.123.047 μερίδια.

Ποια είναι η καθαρή τιμή μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου;

$$KTM = \frac{KA\epsilon}{AM} = \frac{20.742.338}{1.123.047} = 18,47 \text{ €}$$

Τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων διατίθενται στην καθαρή τιμή τους, προσαυξημένα κατά την προμήθεια διάθεσης, όπως φαίνεται στην παρακάτω φόρμουλα 9.3:

$$T\Delta M = KTM + \Pi\Delta \quad (9.3)$$

όπου:

ΤΔΜ : τιμή διάθεσης μεριδίου

ΚΤΜ : καθαρή τιμή μεριδίου

ΠΔ : προμήθεια διάθεσης

Αντιστοίχως, τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων διατίθενται στην καθαρή τιμή τους, μειωμένα κατά την προμήθεια εξαγοράς, όπως φαίνεται στην παρακάτω φόρμουλα 9.4:

$$ΤΕΜ = ΚΤΜ - ΠΕ \quad (9.4)$$

ΤΕΜ : τιμή εξαγοράς μεριδίου

ΚΤΜ : καθαρή τιμή μεριδίου

ΠΕ : προμήθεια εξαγοράς

..... Παράδειγμα 9.3

Το αμοιβαίο κεφάλαιο Χ έχει καθαρή τιμή μεριδίου 1,50 €.

Εάν η προμήθεια διάθεσης είναι 5% και η προμήθεια εξαγοράς 3%, ποιες είναι οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς του μεριδίου;

$$ΤΔΜ = 1,5 + 1,5 \times 0,05 = 1,5 \times (1 + 0,05) = 1,575 \text{ €}$$

$$ΤΕΜ = 1,5 - 1,5 \times 0,03 = 1,5 \times (1 - 0,03) = 1,455 \text{ €}$$

Τα αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε συγκεκριμένους περιορισμούς σε σχέση με την επενδυτική πολιτική τους, που αποσκοπούν στη διασφάλιση της διαφοροποίησης των επενδύσεών τους και, κατά συνέπεια, στη μη συγκέντρωση κινδύνων σε συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες.

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με δύο κριτήρια:

- Τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους
- Το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους.

Σύμφωνα με το πρώτο κριτήριο, τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε:

1. Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.
2. Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδας.

Σύμφωνα με το δεύτερο κριτήριο, τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε:

1. Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς, εφόσον επενδύουν κυρίως (σε ποσοστό τουλάχιστον 65%) σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς διακρίνονται σε δύο επιμέρους κατηγορίες:

- Στα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Βραχυπρόθεσμων Διαθεσίμων, τα οποία μπορούν να επενδύουν πέρα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρθηκαν προηγουμένως και σε χρεωστικούς τίτλους με υπολειπόμενη διάρκεια ζωής μέχρι 397 ημέρες. Το χαρτοφυλάκιο αυτής της κατηγορίας αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να έχει σταθμισμένη μέση ληκτότητα (Weighted Average Maturity – WAM) έως 60 ημέρες και σταθμισμένη μέση διάρκεια ζωής (Weighted Average Life – WAL) έως 120 ημέρες.¹
 - Στα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων, τα οποία μπορούν να επενδύουν πέρα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρθηκαν προηγουμένως και σε ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου και σε χρεωστικούς τίτλους με υπολειπόμενη διάρκεια ζωής μέχρι 2 έτη. Το χαρτοφυλάκιο αυτής της κατηγορίας αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να έχει σταθμισμένη μέση ληκτότητα έως 6 μήνες και σταθμισμένη μέση διάρκεια ζωής έως 12 μήνες.
2. Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, εφόσον επενδύουν κυρίως σε χρεωστικούς τίτλους. Επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές, μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους.
 3. Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχές.
 4. Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε χρεωστικούς τίτλους. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.
 5. Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία επιτρέπεται να επενδύουν σε οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο. Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας σε όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους.
 6. Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη, τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση δείκτη μετοχών ή ομολόγων. Τα κεφάλαια αυτά επενδύουν τουλάχιστον το 95% του καθαρού ενεργητικού τους σε κινητές αξίες που περιλαμβάνονται στον δείκτη που αναπαράγουν, ή σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενη αξία τον δείκτη αυτόν, ή άλλους δείκτες που έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης με τον συγκεκριμένο δείκτη. Τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτής της κατηγορίας γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο και γι' αυτό ονομάζονται Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια – ΔΑΚ (Exchange Traded Funds – ETFs).
 7. Αμοιβαία Κεφάλαια Κεφαλαίων (funds of funds). Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας επενδύουν κυρίως σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται αντιστοίχως, όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε χρηματοπιστωτικά μέσα, σε:

1. Ομολογιακά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια ή και σε μετο-

¹ Ληκτότητα νοείται το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι την επόμενη αναπροσαρμογή του επιτοκίου, ενώ διάρκεια ζωής το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι τη λήξη του τίτλου.

χικά αμοιβαία κεφάλαια μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους.

2. Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.
3. Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Μια ξεχωριστή κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας. Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας είναι αντίστοιχα με τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα, των οποίων ο κύριος σκοπός, όπως υποδηλώνει και η επωνυμία τους, είναι οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία.