

ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ
(Α. Τ. Ε. Ι. ΠΑΤΡΑΣ)
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΚΑΙ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΥΡΙΩΣ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΑ»



ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ :

- ΣΤΑΘΟΠΟΥΛΟΣ ΜΙΛΤΙΑΔΗΣ
- ΣΤΑΘΟΠΟΥΛΟΣ ΣΤΑΥΡΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΦΩΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ



Μάρτιος 2006

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	6957
----------------------	------

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ενότητα 1 ^η «Εταιρικά Ομόλογα»
--

1. ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	
A. Εισαγωγή	1
B. Χαρακτηριστικές έννοιες των εταιρικών ομολόγων	2
B.1. Ονομαστική αξία (par value)	2
B.2. Απόδοση στη λήξη (yield to maturity)	3
B.3. Τρέχουσα απόδοση (current yield)	3
B.4. Δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής (call provision)	3
Γ. Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα	5
Γ.1. Πλεονεκτήματα	5
Γ.2. Μειονεκτήματα	6
Δ. Κίνδυνος χρεοκοπίας (default ή risk)	6
Δ.1. Περιοριστικοί όροι στην έκδοση ομολόγων	7
Δ.2. Πιστοληπτική αξιολόγηση εκδότη (Bond ratings)	9
Δ.3. Κριτήρια πιστοληπτικής αξιολόγησης	14
Δ.4. Junk Bonds	16
2. ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΟΜΟΛΟΓΑ	18
A. Εισαγωγή	18
B. Αναπροσαρμογή της τιμής της μετοχής	19
Γ. Αναπροσαρμογή της τιμής και του λόγου μετατροπής	20
Δ. Συνέπειες έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων	22
Ε. Σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων	23
ΣΤ. Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα Μετατρέψιμων Ομολόγων	25
3. Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	27
A. Λειτουργικό και κανονιστικό πλαίσιο	27
A1. Εισαγωγή	27
A2. Κατηγορίες ομολογιακών δανείων	27
A3. Λοιποί όροι έκδοσης Ομολόγων με δημόσια εγγραφή	32
A4. Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολόγων και ομολογιακών δανείων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.)	33
A5. Διαδικασία εισαγωγής ομολογιών στο Χ.Α.	37

A6. Υποχρεώσεις εταιριών που έχουν εισάγει ομολογίες	38
A7. Φορολογικό καθεστώς	39
A8. Διαπραγμάτευση και εκκαθάριση εισηγμένων Ομολόγων	39
A9. Πίνακας χρεώσεων για την εισαγωγή, διαπραγμάτευση στο Χ.Α και εκκαθάριση εταιρικών ομολόγων	42

<p style="text-align: center;">Ενότητα 2^η «Εκδόσεις Ελληνικών Εταιρικών Ομολόγων»</p>
--

B. Εκδόσεις Ελληνικών Εταιρικών Ομολόγων	46
B.1. Εισαγωγή	46
B.2. Εκδόσεις εταιρικών ομολόγων 1993-Α'τρίμ./2003	47
B.3. Ανάλυση εκδόσεων Εταιρικών Ομολόγων 1997 – Α'τρίμ/2003	51

<p style="text-align: center;">Ενότητα 3^η «Μαθηματικά Εργαλεία Αξιολόγησης Εταιρικών Ομολόγων»</p>

A. Εισαγωγή	85
1. Μελλοντική αξία κεφαλαίου	85
2. Απόδοση στη λήξη εταιρικού ομολόγου	85
3. Μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας (Duration)	88
4. Μαθηματική ερμηνεία του duration	90
5. Το «duration» ως εργαλείο μέτρησης του κινδύνου	93
6. Κυρτότητα	94

<p style="text-align: center;">Ενότητα 4^η «Συμπεράσματα - Προοπτικές»</p>
--

A. Εισαγωγή	98
B. Προοπτικές Εξέλιξης	104
B.1. Εγχώριες	104
B.2 Ευρωπαϊκές	107
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	109

Ενότητα 1^η
«Εταιρικά Ομόλογα»

A. Εισαγωγή

Τα Εταιρικά Ομόλογα (Corporate Bonds) είναι αξιόγραφα, συνήθως μακροπρόθεσμης λήξεως, που εκδίδονται τόσο από ιδιωτικές όσο και από δημόσιες επιχειρήσεις και ενσωματώνουν την οφειλή του εκδότη προς τους δανειστές ομολογιούχους καθώς και την υποχρέωση του να αποπληρωθούν στη λήξη τους προσφέροντας παράλληλα μια σταθερή ή κυμαινόμενη ετήσια απόδοση. Είναι επομένως μία εναλλακτική λύση δανεισμού των επιχειρήσεων πέραν των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης όπως είναι ο τραπεζικός δανεισμός και η άντληση κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου.

Σε μια εποχή, όπως είναι η σημερινή, όπου η άντληση κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές αποδεικνύεται ολοένα και πιο «δύσκολη», η λύση των Εταιρικών Ομολόγων αξιοποιείται σε εντεινόμενο βαθμό από τις εταιρίες σε διεθνή κλίμακα, οι οποίες αντιλαμβάνονται ότι ένας διόλου ευκαταφρόνητος αριθμός επενδυτών θα ήθελε να τοποθετηθεί σε αυτές, αλλά δεν επιθυμεί να αναλάβει το επενδυτικό ρίσκο που συνεπάγεται η τοποθέτηση στον υπό διαπραγμάτευση τίτλο της εκάστοτε εταιρίας. Έτσι οι μεγαλύτερες εταιρίες του κόσμου, ιδιωτικές και δημόσιες, καταφεύγουν στο δανεισμό μέσω Εταιρικών Ομολόγων κυρίως λόγω των πολλών πλεονεκτημάτων και ευελιξίας που η μορφή αυτή δανεισμού προσφέρει.

Ειδικότερα στη Ευρωζώνη, με την καθιέρωση του ευρώ και τη συσχέτιση των ήδη χαμηλών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών-μελών, επενδυτές, επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βρίσκονται μεταξύ δύο επιλογών: είτε να επενδύσουν σε πιο μακροχρόνια κρατικά ομόλογα, αυξάνοντας έτσι την έκθεσή τους στον κίνδυνο επιτοκίου, είτε να αναλάβουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο, επενδύοντας σε ένα ευρύ φάσμα εταιρικών εκδόσεων.

Τα εταιρικά ομόλογα διαιρούνται σε δύο βασικές κατηγορίες, τα μετατρέψιμα σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας και τα μη μετατρέψιμα. Λόγω της ιδιαίτερης σπουδαιότητας και σημασίας που παρουσιάζουν τα μετατρέψιμα ομόλογα σαν χρηματοοικονομικό εργαλείο για την εκδότρια εταιρία, θα αναφερθούμε σε αυτά αναλυτικά στη συνέχεια.

B. Χαρακτηριστικές έννοιες των Εταιρικών Ομολόγων

B. 1. Ονομαστική αξία (Par Value)

Η *ονομαστική αξία (Par Value)* του ομολόγου είναι η αξία που φέρει το ομόλογο και αντιπροσωπεύει το ποσό που η επιχείρηση έχει δανειστεί και υποχρεούται να αποπληρώσει στη λήξη. Επίσης είναι η αξία επί της οποίας υπολογίζονται με το επιτόκιο που έχει καθορισθεί στη σχετική έκδοση οι οφειλόμενοι τόκοι της κάθε τοκοφόρου περιόδου.

Η αξία του εταιρικού ομολόγου ορίζεται ως η παρούσα αξία των ταμιακών ροών που αναμένεται να παραχθούν κατά τη διάρκεια ζωής αυτού, οι οποίες αποτελούνται από τους τόκους που αναμένεται να καταβληθούν και από την ονομαστική αξία που θα αποπληρωθεί στη λήξη του ομολόγου.

Η αξία του ομολόγου προκύπτει από την παρακάτω εξίσωση:

$$V_B = \sum_{t=1}^N \frac{INT}{(1+k_d)^t} + \frac{M}{(1+k_d)^N} \quad (1.1)^1$$

Όπου:

V_B = η αξία του ομολόγου

k_d = το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ταμιακών ροών του ομολόγου. Δεν πρόκειται για το ονομαστικό επιτόκιο που φέρει το ομόλογο κατά την έκδοσή του αλλά για αυτό που δίνει η αγορά (απόδοση στη λήξη ή Yield to Maturity).

N = ο αριθμός των ετών που υπολείπονται για τη λήξη του ομολόγου

INT = ο οφειλόμενος τόκος της κάθε τοκοφόρου περιόδου

M = η ονομαστική αξία του ομολόγου

¹ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

B. 2. Απόδοση στη λήξη (Yield to Maturity)

Από τους επενδυτές χρησιμοποιείται περισσότερο ο όρος «απόδοση στη λήξη» (*Yield to Maturity*). Πρόκειται στην ουσία για τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (IRR) του ομολόγου και αντιπροσωπεύει την απόδοση την οποία προσφέρουν το σύνολο των μελλοντικών ροών που αποδίδονται στον κομιστή των ομολόγων με περίοδο ανατοκισμού αυτή που προβλέπεται στην έκδοση (ετήσια, τριμηνιαία κ.λ.π.). Γενικά η απόδοση στη λήξη αντιπροσωπεύει το επιτόκιο της αγοράς k_d και υπολογίζεται εάν λύσουμε την ανωτέρω εξίσωση ως προς k_d .

B. 3. Τρέχουσα Απόδοση (Current Yield)

Με τον όρο τρέχουσα απόδοση (*Current Yield*) εννοείται σε μια δεδομένη στιγμή το ποσό του τοκομεριδίου που θα καταβληθεί ετησίως στους ομολογιούχους δια της τρέχουσας τιμής του ομολόγου. Σε αντίθεση με την απόδοση στη λήξη η τρέχουσα απόδοση δεν αντιπροσωπεύει τον συντελεστή απόδοσης που οι επενδυτές θα προσδοκούσαν από το ομόλογο αλλά παρέχει πληροφορία σχετικά με την ταμειακή εισροή που το ομόλογο θα δημιουργήσει σε δεδομένο χρόνο. Μην λαμβάνοντας όμως υπόψη τα κεφαλαιακά κέρδη ή ζημίες που πιθανόν να πραγματοποιηθούν κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου δεν παρέχει μια ακριβή μέτρηση της συνολικής προσδοκώμενης απόδοσης του ομολόγου.

B. 4. Δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής (Call Provision)

Μεγάλος αριθμός εκδόσεων Εταιρικών Ομολόγων περιλαμβάνει όρο που προβλέπει για την εκδότρια εταιρία *δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής του Ομολόγου (Call Provision)* την δυνατότητα δηλαδή να εξαγοράσει το ομόλογο πριν αυτό λήξει. Τα ομόλογα αυτά είναι γνωστά ως *callable bonds*. Αντίστοιχα μπορεί να παρέχεται στον ομολογιούχο αυτό το δικαίωμα και είναι γνωστά ως *puttable* ή *redeemable bonds*. Το δικαίωμα αυτό παρέχεται στην εκδότρια εταιρία ή τον ομολογιούχο είτε σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα κατά την διάρκεια ζωής του ομολόγου είτε μετά την πάροδο συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος από την έκδοση του.

Στη περίπτωση των callable bonds όπου προβλέπεται το δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής δεν έχει νόημα ο υπολογισμός της απόδοσης στη λήξη. Στη περίπτωση αυτή κρίνεται σκόπιμο να υπολογίζεται το λεγόμενο *Yield to Call* το οποίο βρίσκεται λύνοντας την παρακάτω εξίσωση ως προς k_d .

$$\text{Price of bond} = \sum_{t=1}^N \frac{INT}{(1+k_d)^t} + \frac{\text{Call price}}{(1+k_d)^N} \quad (1.2)^2$$

Στη παραπάνω εξίσωση το N είναι ο αριθμός των ετών μέχρι ο εκδότης να μπορεί να ανακαλέσει το ομόλογο και call price η τιμή που πρέπει να καταβάλλει ο εκδότης στο κομιστή του ομολόγου που ανακαλεί.

Η πρόωρη αποπληρωμή του ομολόγου ενδείκνυται σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων, όπου η εταιρία που έχει εκδώσει στο παρελθόν callable bonds με υψηλότερο επιτόκιο θα θελήσει να εξαγοράσει τα ομόλογα αυτά και να εκδώσει νέα με χαμηλότερο επιτόκιο. Το δικαίωμα αυτό την συμφέρει να το ασκήσει όταν η τιμή εξαγοράς που θα καταβάλλει στους ομολογιούχους είναι μικρότερη από την τρέχουσα αξία του ομολόγου. Έτσι επιτυγχάνει δύο πράγματα:

- Εκδίδοντας νέα ομόλογα με χαμηλότερο επιτόκιο μειώνει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα
- Εξαγοράζοντας τα παλαιά «ακριβά» ομόλογα, μειώνει με την έκδοση των νέων την αξία του χαρτοφυλακίου των εκδοθέντων ομολόγων και συνεπώς μειώνει τις δανειακές της υποχρεώσεις που εμφανίζονται στα βιβλία της

Η έκδοση callable bonds είναι επωφελής για την εκδότρια εταιρία αλλά ενδεχομένως επιζήμια για τους ομολογιούχους. Εάν τα επιτόκια αυξηθούν η εκδότρια δεν θα εξαγοράσει τα ομόλογα και οι ομολογιούχοι θα παραμείνουν με το αρχικό κουπόνι έκδοσης του δανείου μη επωφελούμενοι από την αύξηση των επιτοκίων. Αντίθετα εάν τα επιτόκια μειωθούν η εκδότρια θα εξαγοράσει τα ομόλογα και οι ομολογιούχοι θα αναγκασθούν να επανεπενδύσουν τα κεφάλαιά τους με χαμηλότερο τρέχον επιτόκιο σε σχέση με αυτό της αρχικής έκδοσης του δανείου. Συνεπώς ο ομολογιούχος χάνει

² Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

όταν τα επιτόκια αυξάνονται και δεν αποκομίζει τα κέρδη όταν αυτά μειώνονται. Για να έχει κίνητρο ο επενδυτής να πάρει αυτό το ρίσκο θα πρέπει η έκδοση callable bonds να προβλέπει τα εξής:

- Επιτόκιο έκδοσης υψηλότερο σε σχέση με αυτό ενός μη εξαγοράσιμου ομολόγου
- Εξαγορά του ομολόγου σε τιμή μεγαλύτερη από την ονομαστική του αξία. Η διαφορά αυτή ονομάζεται call premium και συνήθως αντιπροσωπεύει τους τόκους ενός έτους εάν το ομόλογο εξαγορασθεί κατά την διάρκεια του πρώτου έτους από την έκδοσή του και βαίνει μειούμενη κατ' αναλογία με τα υπολειπόμενα έτη ζωής του ομολόγου.

Στις περιπτώσεις των *puttable bonds*, ο ομολογιούχος έχει την δυνατότητα να απαιτήσει πρόωρη εξαγορά των ομολόγων. Με τον τρόπο αυτό προφυλάσσεται από μια ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων έχοντας την δυνατότητα εξαγοράζοντας το ομόλογο να επενδύσει τα κεφάλαιά του με μεγαλύτερο επιτόκιο. Η εξαγορά στη περίπτωση αυτή γίνεται στην ονομαστική αξία ενώ και το επιτόκιο του ομολόγου αυτού είναι χαμηλότερο σε σχέση ομοειδούς μη εξαγοράσιμου ομολόγου.

Η έκδοση *puttable bonds* αν και είναι επωφελής για τον επενδυτή μπορεί να αποβεί εξαιρετικά επιζήμια για την εκδότρια εταιρία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν τα δάνεια που είχαν εκδώσει πολλές Ασιατικές εταιρίες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και τα οποία έδιναν την δυνατότητα εξαγοράς στους δανειστές με αποτέλεσμα στην Ασιατική κρίση του 1997 να βρεθούν αντιμέτωπες με πληθώρα δανειστών που απαιτούσαν την επιστροφή των κεφαλαίων τους.

Γ. Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα

Γ.1. Πλεονεκτήματα

Ένα από τα πλεονεκτήματα της αγοράς των Εταιρικών Ομολόγων για τις επιχειρήσεις είναι ότι μέσω αυτών επιτυγχάνουν την άντληση υγιών κεφαλαίων, χωρίς να αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, με αποτέλεσμα οι διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελεσματικότητας,

όπως για παράδειγμα αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων ή αυτός της μερισματικής απόδοσης να μην επηρεάζονται αρνητικά. Το πλεονέκτημα αυτό είναι ίσως και το σημαντικότερο σε αντιδιαστολή με την μέθοδο άντλησης κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, μέθοδος η οποία μπορεί μεν να αποδίδει «ζεστό χρήμα» στα ταμεία της επιχείρησης αλλά επιβαρύνει ταυτόχρονα τους παραπάνω δείκτες. Παράλληλα αποφεύγεται το κόστος κεφαλαίου των κοινών μετοχών το οποίο για μεγάλες επιχειρήσεις είναι συνήθως υψηλότερο από το κόστος δανεισμού.

Το πλεονέκτημα για τον επενδυτή είναι ότι τα Εταιρικά Ομόλογα είναι ελκυστικά γιατί προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα, σε συνδυασμό με το σχετικά χαμηλό ρίσκο στη περίπτωση που επιλεγούν αυτά που έχουν σχετικά υψηλά ratings.

Επίσης η αγορά, καθώς και η ρευστοποίηση των Εταιρικών Ομολόγων είναι εύκολη, αφού είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες δευτερογενείς αγορές του εξωτερικού στις οποίες μπορεί να έχει πρόσβαση ο επενδυτής είτε μέσω των εξειδικευμένων τμημάτων των τραπεζών είτε μέσω brokers.

Γ. 2. Μειονεκτήματα

Το μειονέκτημα για τον επενδυτή είναι ότι τα Εταιρικά Ομόλογα εμπεριέχουν, όπως συμβαίνει με τα πάσης φύσεως δάνεια, τον κίνδυνο να μην αποπληρωθούν στη λήξη τους λόγω οικονομικής αδυναμίας του εκδότη (default risk) όπως σχετικά θα σχολιασθεί στη συνέχεια.

Δ. Κίνδυνος Χρεοκοπίας (Default Risk)

Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των Εταιρικών Ομολόγων και των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων είναι ότι οι εκδότριες (ιδιωτικές) εταιρίες έχουν το δικαίωμα της χρεοκοπίας ενώ οι εκδότριες κυβερνήσεις προφανώς όχι. Ως εκ τούτου τα Εταιρικά Ομόλογα εμπεριέχουν τον κίνδυνο είτε να μην αποπληρωθούν στη λήξη τους είτε να σταματήσει η καταβολή των τόκων και πριν από αυτήν λόγω οικονομικής αδυναμίας του εκδότη. Ο κίνδυνος αυτός είναι και ο λόγος που οι κάτοχοι των Ομολόγων απαιτούν υψηλότερο επιτόκιο

σε σχέση με αυτό των κρατικών ομολόγων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας (*default risk*) του εκδότη τόσο μεγαλύτερο επιτόκιο απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν ομόλογα εκδόσεώς του.

Είναι επομένως λογικό οι επενδυτές να αξιολογούν τον κίνδυνο χρεοκοπίας που εμπεριέχεται σε ένα ομόλογο προτού προχωρήσουν στην αγορά του. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο λιγότερο είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν για την αξία του με αποτέλεσμα να αυξάνει η απόδοση στη λήξη (*yield to maturity*) του ομολόγου αυτού. Υπάρχει επομένως μια αντιστρόφως ανάλογη σχέση μεταξύ της αξίας (τρέχουσα τιμή) του ομολόγου και της απόδοσής του.

Στη συνέχεια θα ασχοληθούμε με μερικά θέματα που συνδέονται με τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Κατ' αρχήν θα αναφερθεί πως οι εκδότριες εταιρίες μπορούν να επηρεάσουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας των ομολόγων τους αλλάζοντας τον τύπο και τους όρους έκδοσης αυτών, εν συνεχεία θα αναλυθεί η μέτρηση του κινδύνου χρεοκοπίας με βάση την πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη με ιδιαίτερη μνεία στα κριτήρια πιστοληπτικής αξιολόγησης και τέλος θα περιγράψουμε την έχουσα μεγάλη πιθανότητα χρεοκοπίας, αγορά των junk bonds.

Δ. 1. Περιοριστικοί όροι στην έκδοση Ομολόγων

Ο βαθμός του κινδύνου χρεοκοπίας δεν επηρεάζεται μόνο από την οικονομική ευρωστία του εκδότη των ομολόγων. Οι εκδότριες εταιρίες μπορούν να επηρεάσουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας των ομολόγων τους αλλάζοντας τον τύπο των ομολόγων που εκδίδουν και διαμορφώνοντας ανάλογα τους όρους έκδοσης αυτών. Οι επενδυτές αν και γνωρίζουν ότι υπάρχει κίνδυνος χρεοκοπίας όταν επενδύουν σε εταιρικά ομόλογα, εν τούτοις δεν επιθυμούν να αναλάβουν αδικαιολόγητους κινδύνους. Για να προστατευθούν λοιπόν από τον κίνδυνο αυτό οι επενδυτές απαιτούν από τον εκδότη να συμπεριλάβει στη σύμβαση έκδοσης των ομολόγων έναν ικανό αριθμό περιοριστικών όρων οι οποίοι αφενός θα περιορίσουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας και αφετέρου θα εμποδίσουν τους διοικούντες την εταιρία από το να αυξήσουν εσκεμμένα εις βάρος τους τον κίνδυνο αυτόν.

Οι περιοριστικοί αυτοί όροι αναφέρονται στην πλειοψηφία τους είτε σε εγγυήσεις που θα απολαμβάνουν οι ομολογιούχοι της συγκεκριμένης έκδοσης είτε σε όρια που οφείλουν να κυμαίνονται οι διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες που έχουν σχέση με το σύνολο των χρεών της εκδότριας είτε ακόμα σε περιορισμούς σχετικά με τα διανεμόμενα μερίσματα.

Κάθε νέα έκδοση ομολόγων είναι σε βάρος των παλαιών ομολογιούχων γιατί αυξάνει την αναλογία των δανειστών στην εταιρική περιουσία. Οι ομολογιούχοι δεν θα είχαν αντίρρηση σε νέα έκδοση εάν η εκδότρια διατηρούσε την ανωτέρω αναλογία σταθερή με ταυτόχρονη έκδοση νέων μετοχών και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι συχνά υπάρχει ο περιοριστικός όρος στην έκδοση ομολόγων ότι ο λόγος των χρεών του εκδότη προς την καθαρή του περιουσία θα παραμένει σταθερός εντός καθορισμένων ορίων.

Ξεχωριστές κατηγορίες ομολόγων αποτελούν τα ομόλογα εκείνα των οποίων η απαίτηση προηγείται άλλων απαιτήσεων σε περίπτωση εκκαθάρισης (senior debt) και τα μειωμένης εξασφάλισης ομόλογα (subordinated debt) των οποίων η ικανοποίηση της απαίτησης έπεται των απαιτήσεων άλλων δανειστών. Υπάρχουν ακόμα και τα ενυπόθηκα ομόλογα (mortgage bonds) στα οποία ο εκδότης παραχωρεί εμπράγματη ασφάλεια υπέρ του ομολογιούχου που συνίσταται στην εγγραφή πρώτης ή ακόμα και δεύτερης υποθήκης επί συγκεκριμένων περιουσιακών του στοιχείων. Οι κάτοχοι αυτών των ομολόγων που έχουν προτιμώμενη οφειλή δεν θέτουν όρια στην έκδοση νέων ομολόγων που δεν φέρουν κάποια εξασφάλιση. Ο λόγος είναι ότι οι νέοι αυτοί ομολογιούχοι δεν θα εξοφληθούν εάν δεν ικανοποιηθούν πλήρως οι ομολογιούχοι που έχουν προτεραιότητα λόγω εξασφάλισης των απαιτήσεών τους με αποτέλεσμα να θεωρούν την έκδοση αυτή των μη εξασφαλισμένων ομολόγων ισοδύναμη με την έκδοση νέων μετοχών. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει με τους κατόχους μη εξασφαλισμένων ομολόγων οι οποίοι ενδιαφέρονται και για το συνολικό ύψος των δανείων και για την αναλογία των δανείων που προηγούνται ως προς τις δικές τους απαιτήσεις. Λόγω αυτού μια έκδοση μη εξασφαλισμένων ομολόγων περιλαμβάνει συνήθως περιορισμό και ως προς το συνολικό και ως προς το εξασφαλίσιμο χρέος.

Πρακτικά η έκδοση μη εξασφαλίσιμων ομολόγων εξαρτάται από την φύση των περιουσιακών στοιχείων του εκδότη και από την πιστοληπτική του ευρωστία. Οικονομικά ισχυρές εταιρίες προβαίνουν συχνά σε έκδοση μη εξασφαλίσιμων ομολόγων επειδή λόγω ακριβώς της οικονομικής τους επιφάνειας δεν υπάρχει η ανάγκη να βάλουν εξασφάλιση για την ικανοποίηση των χρεών τους. Από την άλλη πλευρά και οικονομικά αδύνατες εταιρίες προβαίνουν σε έκδοση μη εξασφαλίσιμων ομολόγων όταν πλέον έχουν υποθηκεύσει όλα τα περιουσιακά τους στοιχεία για εξασφάλιση ενυπόθηκων δανείων. Στη περίπτωση αυτή βέβαια τα συγκεκριμένα ομόλογα είναι αρκετά επικίνδυνα και οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερο επιτόκιο.

Τέλος η αξία των ομολόγων μπορεί να επηρεασθεί από τα ύψος των διανεμομένων κερδών. Εάν ο εκδότης καταβάλλει υψηλά μερίσματα χωρίς παράλληλα να αναπληρώνει τα διαθέσιμά του με έκδοση νέων μετοχών τότε σταδιακά απομένουν λιγότερα περιουσιακά στοιχεία που είναι διαθέσιμα για να καλύψουν το χρέος. Έτσι πολλές εκδόσεις ομολόγων θέτουν περιορισμούς ως προς το ύψος των κερδών που θα έχει την δυνατότητα να διανείμει ο εκδότης.

Δ. 2. Πιστοληπτική αξιολόγηση εκδότη (Bond ratings)

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, όσον αφορά την πλειονότητα των διαπραγματεύσιμων Εταιρικών Ομολόγων, διενεργείται από διεθνείς ανεξάρτητους οίκους (Credit Rating Agencies). Οι τρεις μεγαλύτεροι από αυτούς είναι οι Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's Corporation (S&P) και Fitch Investors Service.

Ο παρακάτω πίνακας³ δείχνει τους δείκτες αξιολόγησης (Bond ratings) που χρησιμοποιούν οι οίκοι Moody's, S&P και Fitch.

³ Πηγή: Principles of Corporate Finance (Brealey Myers) 7th Edition

CREDIT RATINGS		
Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA
Investment-grade		
Aaa	AAA	AAA
Aa	AA	AA
A	A	A
Baa	BBB	BBB
Junk Bonds		
Ba	BB	BB
B	B	B
Caa	CCC	CCC
Ca	CC	CC
C	C	C

Τα ομόλογα με rating τρία ή δύο A είναι εξαιρετικά ασφαλή και ακολουθούν αυτά με rating ένα A ή τρία B. Τα ομόλογα με αξιολόγηση τρία B και άνω καλούνται και *Investment-grade bonds* όπου αντιπροσωπεύουν και το όριο των αξιολογημένων ομολόγων κάτω από το οποίο συνήθως δεν επιτρέπεται να επενδύουν οι τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και διάφορα άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Τέλος τα ομόλογα με rating δύο B και κάτω καλούνται *Junk bonds*.

Η Moody's και η S&P χρησιμοποιούν διάφορες παραλλαγές για τα ομόλογα που αξιολογούνται χαμηλότερα από 3A. Συγκεκριμένα η S&P και η Fitch χρησιμοποιούν ένα σύστημα με θετικό (+) και αρνητικό (-) πρόσημο χαρακτηρίζοντας έτσι τα ισχυρότερα και τα πιο αδύνατα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας αντίστοιχα (A+, A-). Η Moody's χρησιμοποιεί έναν προσδιορισμό με τους αριθμούς 1, 2 και 3 όπου το 1 δηλώνει τα ισχυρότερα και το 3 τα πιο αδύνατα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας αντίστοιχα (Aa1, Aa2, Aa3).

Η πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη των ομολόγων (Bond ratings) αποτελεί σημαντικό παράγοντα τόσο για την εταιρία που θέλει να εκδώσει Εταιρικά Ομόλογα όσο και για τους επενδυτές. Κατ' αρχήν η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας έχει μια μετρήσιμη επίδραση στο επιτόκιο των Εταιρικών Ομολόγων και κατ' επέκταση και στο δανειακό κόστος της εταιρίας που το εκδίδει. Επιπλέον μια αλλαγή στην πιστοληπτική ικανότητα της εκδότριας εταιρίας επηρεάζει τόσο την δυνατότητά της να δανείζεται μακροχρόνια κεφάλαια όσο και το κόστος αυτών των κεφαλαίων.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι το βασικότερο στοιχείο για την τιμολόγηση του ομολόγου είναι το credit rating, βάσει του οποίου διαμορφώνεται το λεγόμενο περιθώριο κινδύνου, η διαφορά δηλαδή απόδοσης των Εταιρικών Ομολόγων έναντι των με αντίστοιχη διάρκεια κρατικών ομολόγων ή άλλων σταθερών δεικτών της αγοράς (Libor, Euribor). Ενδεικτική είναι η περίπτωση της γαλλικής εταιρίας τηλεπικοινωνιών ALCATEL η οποία μέσα σε ένα χρόνο έπεσε κατά 5 βαθμίδες στην αξιολόγηση της Standard & Poor's, πέφτοντας στο επίπεδο B+ στις αρχές του 2003. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η ALCATEL για τα νέα δάνεια που θα συνάπτει να πρέπει να πληρώνει 1,5% μεγαλύτερο επιτόκιο από ότι πλήρωνε πριν από ένα χρόνο⁴.

Επιπρόσθετα είναι πιθανόν να υπάρχουν ρήτρες στα ομολογιακά δάνεια σύμφωνα με τις οποίες το επιτόκιο θα αυξάνεται αυτόματα εάν το rating πέσει κάτω από ένα καθορισμένο όριο. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της DEUTSCHE TELECOM η οποία έχει εξοπλίσει τα ομόλογά της με κουπόνια Step-up με αποτέλεσμα μία υποβάθμιση στην αξιολόγησή της να την επιβαρύνει με περίπου 150 εκατ. € επιπλέον τόκους το χρόνο¹.

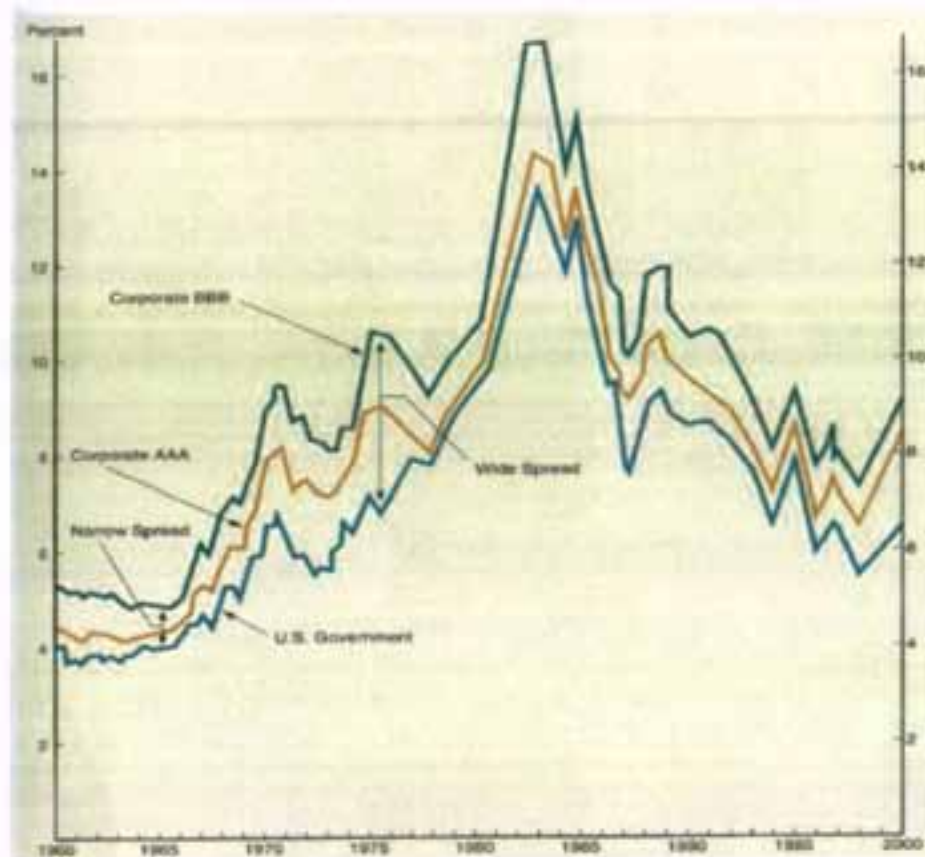
Επειδή το μεγαλύτερο μέρος των ομολόγων αγοράζεται από θεσμικούς παρά από ιδιώτες επενδυτές, υπάρχουν για τους θεσμικούς αυτούς επενδυτές περιορισμοί για τοποθέτηση μόνο σε Investment-grade bonds. Έτσι εάν το rating μιας εταιρίας πέσει κάτω από BBB, θα έχει δυσκολία στο να πουλήσει νέα ομόλογα επειδή δεν θα επιτρέπεται σε μεγάλο αριθμό πιθανών αγοραστών να τα αγοράσουν. Ενδεικτική είναι η περίπτωση της σουηδικής εταιρίας τηλεπικοινωνιών ERICSSON η οποία έχασε 4 βαθμίδες στην αξιολόγηση της Standard & Poor's πέφτοντας στο επίπεδο BB στις αρχές του 2003 με αποτέλεσμα μερικές μεγάλες εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων να είναι αναγκασμένες βάσει του καταστατικού τους να αποφεύγουν τη μετοχή της. Ο ίδιος κίνδυνος απειλεί και την ελβετική εταιρία ABB η αξιολόγηση της οποίας έπεσε μέσα σε ένα χρόνο από τη βαθμίδα A+ στην βαθμίδα BBB¹.

⁴ Πηγή: ΗΜΕΡΗΣΙΑ 25/1/2003

Συμπερασματικά λόγω του υψηλότερου κινδύνου και των ειδικών περιορισμών της αγοράς, τα ομόλογα με χαμηλό rating έχουν μεγαλύτερη απαιτούμενη απόδοση απ' αυτήν των ομολόγων με υψηλό rating και όσο μικρότερο είναι το rating τόσο μεγαλύτερο είναι το περιθώριο που καλείται να πληρώσει για το ομόλογό του ο εκδότης και ανάλογα τόσο μεγαλύτερο και το επιτόκιο του ομολόγου.

Το παρακάτω διάγραμμα⁵ απεικονίζει ακριβώς αυτό το σημείο.

Διάγραμμα 1.1

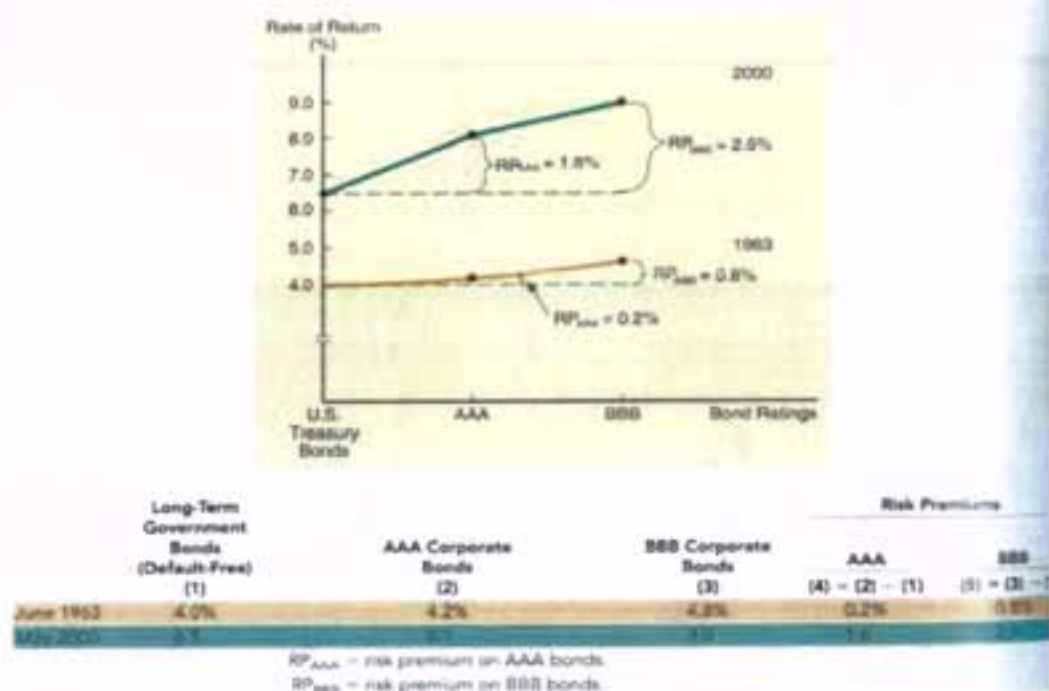


Στο διάγραμμα αυτό που απεικονίζονται οι αποδόσεις τριών διαφορετικών τύπων μακροχρόνιων ομολόγων στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1960-2000, παρατηρούμε ότι τα κυβερνητικά ομόλογα είχαν τις χαμηλότερες αποδόσεις, τα ομόλογα AAA πιο υψηλές ενώ τα ομόλογα BBB είχαν τις υψηλότερες αποδόσεις.

⁵ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

Στο διάγραμμα επίσης φαίνεται ότι υπάρχουν διαφορές μεταξύ των αποδόσεων των τριών τύπων ομολόγων κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής. Αυτό δείχνει ότι τόσο τα διαφοροποιούμενα κόστη όσο και τα πριμ κινδύνου μεταβάλλονται από χρόνο σε χρόνο. Ειδικά το σημείο αυτό απεικονίζεται στο επόμενο διάγραμμα⁶, το οποίο δείχνει τις αποδόσεις των τριών τύπων ομολόγων και το πριμ κινδύνου για τα AAA και BBB ομόλογα σε δύο συγκεκριμένα χρονικά σημεία και ειδικά τον Ιούνιο 1963 και τον Μάιο 2000.

Διάγραμμα 1.2



Όπως παρατηρούμε, το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate) αυξήθηκε κατά 2,5% από το 1963 έως το 2000 απεικονίζοντας πρωταρχικά την αύξηση στον πραγματοποιηθέντα και στον αναμενόμενο πληθωρισμό. Επίσης η κλίση της γραμμής έχει αυξηθεί από το 1963, δείχνοντας μια αύξηση στην αποστροφή κινδύνου των επενδυτών (risk averse) με συνέπεια η επιβάρυνση του να έχεις χαμηλό rating διαφέρει στο χρόνο.

Ο βαθμός της πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating) του εκδότη των ομολόγων αντανακλά και την πιθανότητα χρεοκοπίας αυτού. Όσο μεγαλύτερο είναι το rating του ομολόγου τόσο μειώνεται και η πιθανότητα χρεοκοπίας του.

⁶ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

Ο παρακάτω πίνακας⁷ παρουσιάζει για τη περίοδο 1971-1997 τα ποσοστά της χρεοκοπίας των Εταιρικών Ομολόγων σε σχέση με την αρχική αξιολόγησή τους στο έτος έκδοσης από την Standard & Poor's.

Ποσοστά % χρεοκοπίας εταιρικών ομολόγων 1971-1997 αξιολογημένα στην έκδοση από την S & P			
Αξιολόγηση στο έτος έκδοσης	1 έτος μετά την έκδοση	5 έτη μετά την έκδοση	10 έτη μετά την έκδοση
AAA	0,0	0,1	0,1
AA	0,0	0,7	0,7
A	0,0	0,2	0,6
BBB	0,0	1,6	2,8
BB	0,4	8,3	16,4
B	1,5	22,0	33,0
CCC	2,3	35,4	47,5

Όπως προκύπτει, κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής κανένα ομόλογο χαρακτηρισθέν στο έτος έκδοσής του σαν AAA δεν χρεοκόπησε στο επόμενο από την έκδοση έτος, ενώ επιπλέον δέκα χρόνια μετά την έκδοσή τους χρεοκόπησε μόλις το 0,1% αυτών. Από την άλλη πλευρά άνω του 2% των αξιολογηθέντων σαν CCC χρεοκόπησαν το πρώτο έτος έκδοσής τους και σχεδόν τα μισά στη διάρκεια των δέκα ετών από την έκδοσή τους. Αυτό επιβεβαιώνει και το γεγονός ότι ο βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης των ομολόγων αντικατοπτρίζει και τον κίνδυνο χρεοκοπίας αυτού.

Δ. 3. Κριτήρια πιστοληπτικής αξιολόγησης

Οι δείκτες πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι πρωτίστως ενδεικτικοί της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας και των επιχειρηματικών της προοπτικών. Σύμφωνα με εκπροσώπους των οίκων αξιολόγησης⁸ δεν υπάρχει μια ακριβής μαθηματική φόρμουλα που να χρησιμοποιείται για την εξαγωγή των δεικτών αξιολόγησης. Για τον υπολογισμό των δεικτών αυτών λαμβάνονται υπόψη ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια που αφορούν την εκδότηρα εταιρία όχι όμως με κάποιο συγκεκριμένο μαθηματικό υπολογισμό.

⁷ Πηγή: Principles of Corporate Finance (Brealey Myers) 7th Edition

⁸ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

Ενδεικτικά παρατίθενται παρακάτω μερικά από τα κριτήρια αυτά:

- Αριθμοδείκτες όπως ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (debt ratio), ο δείκτης κάλυψης τόκων (times-interest-earned ratio, EBIT/interest) και ο δείκτης εξυπηρέτησης του συνολικού χρέους (EBITDA coverage ratio, EBITDA/interest)
- Η εφαρμογή συντηρητικών λογιστικών αρχών και μεθόδων
- Η σταθερότητα των πωλήσεων και των κερδών της εκδότριας
- Προβλέψεις για εξασφάλιση του ομολόγου όπως ασφάλιση του ομολόγου με υποθήκη, προτεραιότητα του ομολόγου έναντι άλλων χρεών ή εγγύηση του δανείου από άλλες εταιρίες
- Η χρονική διάρκεια του ομολόγου
- Η συμμετοχή στις συνολικές πωλήσεις της εκδότριας των πωλήσεων σε χώρες του εξωτερικού σε συνδυασμό με το πολιτικό κλίμα στις χώρες αυτές
- Περιβαλλοντικοί περιορισμοί, ασφάλεια προϊόντων, εργατικές αναταραχές καθώς και μη χρηματοδοτούμενες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις προς τους εργαζόμενους

Όλα τα προαναφερθέντα κριτήρια καθώς και άλλα λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό των δεικτών πιστοληπτικής αξιολόγησης όχι όμως με κάποιο ακριβή μαθηματικό τρόπο. Στατιστικές μελέτες έχουν επιβεβαιώσει αυτόν τον ισχυρισμό. Συγκεκριμένα ερευνητές που προσπάθησαν να προβλέψουν τους δείκτες αξιολόγησης στη βάση ποσοτικών δεδομένων είχαν περιορισμένη επιτυχία, καταδεικνύοντας έτσι ότι οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν και υποκειμενική κρίση και όχι μια συγκεκριμένη μαθηματική φόρμουλα στην αξιολόγησή τους.

Ωστόσο υπάρχει μια ισχυρή συσχέτιση των δεικτών αξιολόγησης των ομολόγων με αρκετούς χρηματοοικονομικούς δείκτες. Αυτό δείχνει και ο παρακάτω πίνακας⁹ που απεικονίζει για περίοδο τριών ετών (1996-1998) τους στατιστικούς μέσους όρους χρηματοοικονομικών δεικτών για διαφορετικές κατηγορίες δεικτών αξιολόγησης.

⁹ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT / Interest	12,9	9,2	7,2	4,1	2,5	1,2	(0,9)
EBITDA / Interest	18,7	14,0	10,0	6,3	3,9	2,3	0,2
NCF / Total debt	89,7%	67,0%	49,5%	32,2%	20,1%	10,5%	7,4%
FCF / Total debt	40,5%	21,6%	17,4%	6,3%	1,0%	(4,0)%	(25,4)%
Return on capital	30,6%	25,1%	19,6%	15,4%	12,6%	9,2%	(8,8)%
Operating income / Sales	30,9%	25,2%	17,9%	15,8%	14,4%	11,2%	5,0%
Long-term debt / Total capital	21,4%	29,3%	33,3%	40,8%	55,3%	68,8%	71,5%
Total debt / Total capital	31,8%	37,0%	39,2%	46,4%	58,5%	71,4%	79,4%

Από τον ανωτέρω πίνακα προκύπτει ότι οι εταιρίες με μικρότερη δανειακή επιβάρυνση (Total debt / Total capital & Long-term debt / Total capital), υψηλότερο δείκτη ελεύθερων ταμειακών ροών προς τα συνολικά χρέη (FCF / Total debt), μεγαλύτερη απόδοση κεφαλαίων (Return on capital) καθώς και υψηλότερους δείκτες κάλυψης τόκων (EBITDA / Interest & EBIT / Interest) έχουν υψηλότερους δείκτες πιστοληπτικής αξιολόγησης επιβεβαιώνοντας έτσι τη συσχέτιση των δεικτών αξιολόγησης και αρκετών χρηματοοικονομικών δεικτών.

Δ. 4. Junk Bonds

Τα ομόλογα με rating χαμηλότερο από Bbb ή BBB είναι γνωστά σαν Junk bonds. Πρόκειται για υψηλού ρίσκου και υψηλής απόδοσης ομόλογα τα οποία συνήθως εκδίδονται για να χρηματοδοτήσουν μια εξαγορά (Leveraged Buyouts-LBO's), μια συγχώνευση, μια εταιρία που βρίσκεται αντιμέτωπη με προβλήματα ή τέλος για να βοηθήσουν μια εταιρία να προστατευθεί από εξαγορά. Επίσης ένας άλλος τύπος Junk bonds είναι γνωστός ως «έκπτωτοι άγγελοι» (fallen angels). Πρόκειται για ομόλογα που είχαν υψηλό rating όταν εκδόθηκαν, αλλά εν συνεχεία η αξιολόγησή τους μειώθηκε λόγω των οικονομικών προβλημάτων στα οποία περιήλθε η εκδότρια εταιρία.

Τα Junk bonds αναπτύχθηκαν ως ένας σημαντικός εναλλακτικός τρόπος δανεισμού των εταιριών από τις αρχές και καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 ως επακόλουθο της αλματώδους αύξησης του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των εταιριών. Η ανάπτυξη αυτή της αγοράς των Junk bonds συνέβαλλε στην αλλαγή του οικονομικού σκηνικού των Η.Π.Α.. Είναι χαρακτηριστικό ότι μεγάλες εταιρίες απώλεσαν τον έλεγχο (όπως η Gulf Oil) ενώ άλλες οδηγήθηκαν σε πλήρη αναδιοργάνωση (CBS, Union Carbide, U.S. Steel)¹⁰. Μια σειρά όμως χρεοκοπιών που συνέβη στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της επόμενης, όπως της ειδικευμένης στην αγορά των Junk bonds επενδυτικής τράπεζας Drexel Burnham Lambert καθώς και εταιριών που είχαν εκδώσει Junk bonds, είχε σαν αποτέλεσμα να μην μπορέσουν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους οδηγώντας την αγορά αυτή σε κατάρρευση. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 1990 και 1991 ο δείκτης χρεοκοπίας των Junk bonds υπερέβη το 10%. Από τα μέσα όμως της δεκαετίας του 1990 και βοήθους της οικονομικής ανάπτυξης η αγορά των Junk bonds σημείωσε εκ νέου άνοδο με αποτέλεσμα ο δείκτης χρεοκοπίας να πέσει κάτω από 2%¹¹.

Τα δύο τελευταία έτη (2001-2002) έχουν καταγραφεί αρνητικές αποδόσεις των Junk bonds, υπό το βάρος μιας σειράς λογιστικών σκανδάλων και χρεοκοπιών που οδήγησαν σε μια αδυναμία εξυπηρέτησης των χρεών εκ μέρους των εταιριών. Εν τούτοις, σύμφωνα με στοιχεία της Merrill Lynch, οι ζημιές στην αγορά των Junk bonds έχουν μειωθεί σημαντικά προς το τέλος του 2002 με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να αυξηθούν τον Νοέμβριο κατά 6,3% και τον Δεκέμβριο κατά 1,3%.

¹⁰ Πηγή: Financial Management (Brigham, Gapenski, Ehrhardt) 10th Edition

¹¹ Πηγή: Principles of Corporate Finance (Brealey Myers) 7th Edition

2. ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

A. Εισαγωγή

Τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι είδος χρεογράφων που φέρουν σταθερό συνήθως επιτόκιο και δίνουν την δυνατότητα στον κομιστή να τα μετατρέψει σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας, σύμφωνα με προκαθορισμένους όρους και προϋποθέσεις.

Οι βασικές έννοιες που σχετίζονται με τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι οι παρακάτω:

- Τιμή μετατροπής (conversion price) είναι η προκαθορισμένη τιμή της μετοχής στην οποία είναι ανταλλάξιμο το ομόλογο.
- Λόγος μετατροπής (conversion ratio) είναι ο αριθμός των μετοχών που αντιστοιχεί σε κάθε ομόλογο.
- Αξία μετατροπής είναι το γινόμενο της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής επί το λόγο μετατροπής.
- Πριμ μετατροπής είναι η διαφορά που προκύπτει μεταξύ της τιμής μετατροπής και της αξίας μετατροπής.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι σύνθετα χρεόγραφα τα οποία συνδυάζουν τα χαρακτηριστικά του κοινού ομολόγου και της μετοχής, με αποτέλεσμα να χαρακτηρίζονται σαν υβριδικά κεφάλαια. Αυτό συμβαίνει γιατί εάν μέχρι τη λήξη του το ομόλογο δεν μετατραπεί σε μετοχές του εκδότη τότε δεν διαφέρει σε τίποτα από ένα κοινό ομόλογο, ενώ τυχόν μετατροπή του σε μετοχές σημαίνει ότι η αξία του είναι τουλάχιστον μεγαλύτερη από την ονομαστική του αξία.

Επίσης από πλευράς κινδύνου, προσδοκώμενης απόδοσης και «εγγυημένης» απόδοσης, το μετατρέψιμο ομόλογο τοποθετείται ενδιάμεσα, μεταξύ του κοινού ομολόγου και της μετοχής. Γι' αυτό μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα χρεόγραφο που απευθύνεται σε εκείνο το επενδυτικό κοινό που επιθυμεί να επενδύσει σε μετοχικούς τίτλους ενώ παράλληλα θέλει να εξασφαλίσει ένα ελάχιστο εισόδημα, σε περίπτωση που οι προσδοκίες του για άνοδο των τιμών των μετοχών δεν επαληθευθούν.

Το κύριο χαρακτηριστικό του μετατρέψιμου ομολόγου είναι οι προσδοκίες των ομολογιούχων για πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Η επιτυχία της έκδοσης έγκειται στο να πεισθεί ο επενδυτής να αντισταθμίσει το συγκριτικά μικρό επιτόκιο του μετατρέψιμου καθώς και το πριμ μετατροπής με τις προσδοκίες για άνοδο της τιμής της μετοχής της εκδότριας εταιρίας. Ως εκ τούτου η έκδοση μετατρέψιμου δανείου συνιστάται σε εκείνες τις περιπτώσεις που η εταιρία ελπίζει βάσιμα σε μια μελλοντική αύξηση της τιμής της μετοχής της. Σε αντίθετη περίπτωση η εκδότρια εταιρία μπορεί μεν να επωφεληθεί από τη συγκεκριμένη έκδοση του δανείου καθορίζοντας μικρό επιτόκιο, μελλοντικά όμως θα δημιουργήσει δυσπιστία στην αγορά και δύσκολα θα καλυφθούν νέες εκδόσεις μετατρέψιμων δανείων.

B. Αναπροσαρμογή της τιμής της μετοχής

Σε περίπτωση έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων υπέρ των παλαιών μετόχων, προσαρμόζεται ανάλογα η τιμή της μετοχής κατά την ημέρα αποκοπής του σχετικού δικαιώματος. Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης τιμής της μετοχής βρίσκεται λύνοντας ως προς T_{π} ως εξής:

$$N * T_k + N' * T_e = N * T_{\pi} + N' * T_{\pi} \quad (2.1)^{12}$$

Όπου:

N = ο αριθμός των μετοχών της εταιρίας

T_k = η τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη της αποκοπής ημέρα

N' = ο αριθμός των μετοχών που θα προέκυπτε από την μετατροπή όλων των ομολόγων του εκδότη.

T_e = η τιμή έκδοσης που αντιστοιχεί για κάθε μετοχή που προκύπτει από τη μετατροπή του δανείου (Τιμή έκδοσης/Λόγος μετατροπής)

T_{π} = η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος

¹² Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης (θεωρητικής) τιμής γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της μετοχής της προηγούμενης, από την αποκοπή του δικαιώματος, συνεδρίασης και πέραν της στατιστικής της χρησιμότητας αποτελεί την τιμή εκκίνησης της διαπραγμάτευσης της μετοχής κατά την συνεδρίαση που γίνεται η αποκοπή του δικαιώματος.

Γ. Αναπροσαρμογή της τιμής και του λόγου μετατροπής

Ένας παράγοντας από τον οποίο μεταβάλλεται ο λόγος μετατροπής των ομολόγων είναι από ενδεχόμενες, μετά την ημερομηνία έκδοσης των ομολόγων, αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη με έκδοση νέων μετοχών, από διανομή μερίσματος σε μετοχές και από κατάτμηση (split) ή σύντμηση (reverse split) της ονομαστικής αξίας των υφισταμένων μετοχών. Στις περιπτώσεις αυτές, πλην του reverse split, η υφιστάμενη αναλογία μεταξύ μετοχών και μετατρέψιμων ομολόγων μεταβάλλεται σε βάρος του ομολογιούχου. Επιπλέον εάν η εκδότρια εταιρία προχωρήσει, μέχρι την λήξη του μετατρέψιμου ομολόγου, σε διαδοχικές αυξήσεις του μετοχικού της κεφαλαίου, τότε η ζημία που υφίσταται ο ομολογιούχος είναι μεγάλη διότι, θεωρητικά τουλάχιστον, του «απαγορεύεται» η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής.

Για το λόγο αυτό στις εκδόσεις των εταιρικών ομολόγων παρέχεται πρόβλεψη για την προστασία των ομολογιούχων που συνίσταται στην αναπροσαρμογή της τιμής και του λόγου μετατροπής των ομολόγων, ώστε να διατηρούνται εκάστοτε ακέραια τα δικαιώματα των κομιστών εταιρικών ομολόγων, ιδίως δε η σχέση μετατροπής που ισχύει κατά την κάλυψη της έκδοσης.

Ο προσδιορισμός του νέου λόγου μετατροπής βασίζεται στην αρχή ότι η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που δικαιούται να λάβει ο ομολογιούχος, ασκώντας το δικαίωμα μετατροπής πριν από οποιαδήποτε μεταβολή του αριθμού των μετοχών της εκδότριας εταιρίας, πρέπει να είναι ίση με την χρηματιστηριακή αξία του νέου αριθμού μετοχών που δικαιούται να λάβει μετά την μεταβολή του αριθμού των μετοχών της εταιρίας.

Το παραπάνω επιτυγχάνεται με την αναπροσαρμογή του λόγου μετατροπής, ώστε ο *Συντελεστής Μετοχικής Σύνθεσης*, ο οποίος ορίζεται ως το κλάσμα με αριθμητή τον αρχικό λόγο μετατροπής και παρονομαστή τον αριθμό των εκάστοτε υφισταμένων μετοχών του εκδότη, να διατηρείται ίσος με αυτόν που προκύπτει κατά την ημερομηνία έκδοσης. Ειδικότερα, σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη με καταβολή μετρητών, ο αναπροσαρμοσμένος λόγος μετατροπής θα προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του αρχικού λόγου με κλάσμα που θα έχει αριθμητή τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής του εκδότη κατά το κλείσιμο της προηγούμενης της αποκοπής του δικαιώματος προτίμησης ημέρας και παρονομαστή την προσαρμοσμένη (θεωρητική) χρηματιστηριακή τιμή αυτής.

Ο υπολογισμός του αναπροσαρμοσμένου λόγου μετατροπής βρίσκεται λύνοντας ως προς Λ_1 ως εξής:

$$\Lambda_0 * T_{\mu} = \Lambda_1 * T_{\pi\rho} \Rightarrow \Lambda_1 = \Lambda_0 * \frac{T_{\mu}}{T_{\pi\rho}} \quad (2.2)^{13}$$

Όπου:

Λ_0 = υφιστάμενος (αρχικός) λόγος μετατροπής

T_{μ} = η τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη της αποκοπής ημέρα

Λ_1 = αναπροσαρμοσμένος λόγος μετατροπής

$T_{\pi\rho}$ = προσαρμοσμένη (θεωρητική) τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του δικαιώματος

Η επίλυση της παραπάνω ισότητας δίνει το νέο λόγο μετατροπής Λ_1 που αντιπροσωπεύει το νέο αριθμό μετοχών που δικαιούται να πάρει ο κάτοχος των μετατρέψιμων ομολόγων ασκώντας το δικαίωμα μετατροπής, μετά την αποκοπή του δικαιώματος.

¹³ Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Δ. Συνέπειες έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων

Η έκδοση μετατρέψιμων εταιρικών ομολόγων επιφέρει μεταβολές οι οποίες έχουν σχέση με τον Ισολογισμό, τα ποσοστά συμμετοχής, τον έλεγχο και τα μελλοντικά αναλογούντα κέρδη ανά μετοχή του εκδότη.

Αναλυτικά οι μεταβολές αυτές έχουν ως εξής:

1. Μεταβολές στον Ισολογισμό της εκδότριας

Κατά την αρχική περίοδο που ακολουθεί την έκδοσή του, το μετατρέψιμο εταιρικό ομόλογο θεωρείται μακροπρόθεσμος δανεισμός για την εκδότρια εταιρία και κατά συνέπεια επιβαρύνει τις υποχρεώσεις της. Από τη στιγμή όμως που, κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου, γίνεται άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολόγων σε μετοχές παύει να θεωρείται μακροπρόθεσμος δανεισμός και ουσιαστικά αποτελεί μέρος των ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας εταιρίας.

2. Η εξασθένιση (dilution) του ελέγχου της εταιρίας

Με την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων εξασθενίζει ο έλεγχος της εταιρίας από τους παλαιούς μετόχους στο βαθμό που ασκείται από τους ομολογιούχους το δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές, γεγονός που έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την είσοδο νέων μετόχων στη μετοχική σύνθεση του εκδότη. Πάντως ο βαθμός αυτός εξασθένισης είναι μικρότερος αυτού που θα προκαλούσε μια ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη με καταβολή μετρητών. Αντίστοιχα, για τον ίδιο αριθμό μετοχών που προκύπτουν είτε από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη είτε από μετατροπή σε μετοχές του συνόλου των ομολόγων της έκδοσης, τα έσοδα έκδοσης της εκδότριας εταιρίας που προκύπτουν είναι μεγαλύτερα στη περίπτωση που προτιμηθεί η έκδοση μετατρέψιμων εταιρικών ομολόγων έναντι της αύξησης κεφαλαίου. Τα παραπάνω οφείλονται στο γεγονός ότι η έκδοση των ομολόγων γίνεται, κατά κανόνα, με πριμ μετατροπής.

3. Η αραίωση των κερδών ανά μετοχή (dilution of EPS)

Κατά τη διάρκεια ζωής ενός μετατρέψιμου ομολόγου ο αριθμός των μετοχών της εκδότριας εταιρίας αυξάνεται ανάλογα με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής από τους ομολογιούχους, γεγονός που έχει σαν αποτέλεσμα την μείωση των κερδών ανά μετοχή (*dilution of EPS*). Η μείωση δε αυτή θα είναι σημαντική στη περίπτωση που ο εκδότης θα αντιμετωπίσει μαζικές μετατροπές ομολόγων εξ αιτίας πιθανής ευνοϊκής υπέρ των ομολογιούχων συγκυρίας που θα διαμορφωθεί από την διαφορά μεταξύ της τιμής μετατροπής και της τιμής της μετοχής του εκδότη.

Επομένως για την πληρέστερη ενημέρωση των επενδυτών θα πρέπει οι εταιρίες με εταιρικά ομόλογα που δεν έχουν λήξει, πέραν των κερδών ανά μετοχή που προκύπτουν από τον υφιστάμενο αριθμό μετοχών της εταιρίας, να δημοσιεύουν και τα πλήρως αραιωμένα κέρδη ανά μετοχή δηλαδή τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή σε περίπτωση μετατροπής σε μετοχές όλων των ομολόγων που έχει εκδώσει.

Ε. Σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων

Το σχετικά χαμηλό επιτόκιο των μετατρέψιμων ομολόγων προσφέρει στις εκδότριες εταιρίες – ιδιαίτερα σε εκείνες που παρουσιάζουν αλματώδη αύξηση – μια καλή ευκαιρία για κάλυψη των χρηματοοικονομικών τους αναγκών με μικρό κόστος.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, μια εταιρία με υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα θα επιλέξει την έκδοση μετατρέψιμων εταιρικών ομολόγων από το να συνάψει ένα κοινό δάνειο. Εν τούτοις οι απόψεις δίστανται όσον αφορά την απόφαση κάλυψης των χρηματοοικονομικών αναγκών με έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων ή με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Συνήθως μια εταιρία που έχει ανάγκη από κεφάλαια μακροπρόθεσμου χαρακτήρα θα προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου εάν έχει σαφείς ενδείξεις ότι η αύξηση αυτή θα καλυφθεί. Η σκέψη για έκδοση μετατρέψιμων εταιρικών ομολόγων γεννιέται όταν υπάρχουν αμφιβολίες για την κάλυψη της αύξησης ή όταν η εταιρία επιθυμεί να μεγιστοποιήσει τα έσοδα της έκδοσης. Το τελευταίο συμβαίνει

γιατί κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών είναι μικρότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής σε αντίθεση με την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων όπου η τιμή είναι κατά κανόνα υψηλότερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής.

Για την τελική επιλογή της κάλυψης των χρηματοοικονομικών αναγκών με έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων ή με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών η εταιρία πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη και να συνεκτιμήσει τη διαφορά μεταξύ της τιμής του μετατρέψιμου ομολόγου και της τιμής έκδοσης των νέων μετοχών, το επιτόκιο των μετατρέψιμων και το ύψος του σχεδιαζόμενου μερίσματος ανά μετοχή.

Είναι προφανές ότι η έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων πρέπει να θεωρείται σαν μια ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας η οποία, προεξοφλώντας την αύξηση της τιμής της μετοχής της στο μέλλον, πωλεί έμμεσα μετοχές σε τιμή μεγαλύτερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής. Έτσι εκδίδοντας τα ομόλογα με πριμ μετατροπής επιτυγχάνει μικρότερη διασπορά στα κέρδη και την περιουσία της από εκείνη που θα επιτύγχανε δια της απ' ευθείας πώλησης μετοχών.

Από την πλευρά του, ο επενδυτής στοιχηματίζει υπέρ μιας καλλίτερης πορείας της εταιρίας στο μέλλον και δέχεται να αγοράσει τη μετοχή της σε τιμή μεγαλύτερη από τη τρέχουσα χρηματιστηριακή εφόσον σε αντιστάθμισμα η εταιρία του προσφέρει μια ικανοποιητική και σίγουρη ετήσια απόδοση.

ΣΤ. Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα Μετατρέψιμων Ομολόγων

Ανάλογα αν αφορούν την εκδότρια εταιρία ή τους ομολογιούχους-επενδυτές είναι:

1. Για την εκδότρια εταιρία

Πλεονεκτήματα

- Δυνατότητες άντλησης πόρων από την κεφαλαιαγορά σε στιγμές που το κλίμα είναι δυσμενές
- Χαμηλότερο επιτόκιο έναντι εκείνου της κοινής ομολογίας
- Αποτελεί μια ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σε συμφέρουσα τιμή

Μειονεκτήματα

- Η απόφαση μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές δεν εναπόκειται στον απόλυτο έλεγχο της εταιρίας
- Η εταιρία έχει την υποχρέωση καταβολής τόκων ανεξάρτητα από τα αποτελέσματά της
- Το πλεονέκτημα του χαμηλότερου επιτοκίου θα χαθεί όταν επέλθει η μετατροπή των ομολόγων
- Εάν η απώτερη βούληση της εταιρίας είναι η αύξηση του κεφαλαίου τότε στη περίπτωση που η τιμή της μετοχής δεν αυξηθεί σημαντικά κινδυνεύει να μείνει δεσμευμένη με το χρέος
- Εάν μετά την έκδοση η τιμή της μετοχής αυξηθεί σημαντικά θα ήταν προτιμότερο για την εταιρία να είχε συνάψει απλό δάνειο και να προχωρούσε αργότερα στην έκδοση μετοχών στην υψηλότερη τιμή για την χρηματοδότηση του δανείου

2. Για τους ομολογιούχους - επενδυτές

Πλεονεκτήματα

- Εγγυημένη απόδοση εφόσον το ομόλογο δεν μετατραπεί
- Δυνατότητες επίτευξης κεφαλαιακών κερδών στη περίπτωση που επέλθει άνοδος της τιμής της μετοχής
- Κάλυψη από υποτίμηση του νομίσματος

Μειονεκτήματα

- Χαμηλότερο επιτόκιο έναντι εκείνου της κοινής ομολογίας
- Η εταιρία διατηρεί το δικαίωμα να προβεί σε πρόωρη εξόφληση του ομολόγου. Έτσι δύναται να ανακόψει την ανοδική πορεία του μετατρέψιμου ομολόγου

3. Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

A. Λειτουργικό και κανονιστικό πλαίσιο

A. 1. Εισαγωγή

Η έκδοση εταιρικών ομολόγων και ομολογιακών δανείων από Ανώνυμες Εταιρίες στην Ελλάδα ρυθμίζεται από τις σχετικές διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920 και ιδίως από τα άρθρα 3α-3γ. Συμπληρωματικά εφαρμόζονται στις ομολογίες οι διατάξεις των άρθρων 888-900 του Αστικού Κώδικα, περί ανωνύμων χρεογράφων, καθώς επίσης και άλλοι ειδικότεροι νόμοι, όπως π.χ. οι διατάξεις του Π.Δ.350/1985 ως προς το ειδικότερο ζήτημα της εισαγωγής για διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο κ.λ.π.

A. 2. Κατηγορίες ομολογιακών δανείων

Σύμφωνα με το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο υφίστανται οι εξής βασικές κατηγορίες ομολογιακών δανείων:

- Κοινό ομολογιακό δάνειο
- Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο
- Ομολογιακό δάνειο με κερδοφόρες ομολογίες
- Ομολογιακό δάνειο με ενυπόθηκες ομολογίες

Κοινό ομολογιακό δάνειο

Το κοινό ομολογιακό δάνειο δεν προβλέπεται ρητά στο νόμο αλλά αναγνωρίζεται εμμέσως από αυτόν στο άρθρο 34 του Κ.Ν. 2190/1920. Αποτελείται από κοινές ομολογίες που παρέχουν μόνο δικαίωμα τόκου και επιστροφής της ονομαστικής τους, χωρίς να παρέχουν άλλο προνόμιο.

Το αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης είναι η Γενική Συνέλευση, που αποφασίζει με αυξημένη (καταστατική) απαρτία των 2/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 34 παρ.1, 29 παρ. 3 του Κ.Ν.

2190/1920). Στην απόφαση της Γ.Σ. πρέπει να ορίζεται το ποσό του δανείου, ο χρόνος, ο τόκος, ο αριθμός και το είδος των ομολογιών και άλλοι όροι.

Το μέγιστο ύψος του δανείου όταν γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν έχει όριο ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να είναι ανώτερο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 8^α Κ.Ν. 2190/1920)

Όταν η έκδοση γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν απαιτείται ελάχιστο όριο μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ορίζεται στο ποσό των 300.000 € ολοσχερώς καταβεβλημένο.

Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο

Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο αποτελείται από ομολογίες που παρέχουν στον ομολογιούχο το δικαίωμα να ζητήσει τη μετατροπή τους σε κοινές μετοχές του εκδότη. Κατά τη μετατροπή θεωρείται ότι η εταιρία πραγματοποιεί ισόποση αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου (άρθρο 3^α Κ.Ν. 2190/1920). Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες επιφέρει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας η οποία τελεί υπό την αίρεση της μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές. Επίσης παρέχεται το δικαίωμα προτίμησης στην απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών που εκδίδει η εταιρία υπέρ των προσώπων τα οποία κατά το χρόνο έκδοσης αυτών είναι μέτοχοι. Η τιμή μετατροπής των ομολογιών δε μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσής τους.

Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρία είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ τότε, ανεξάρτητα από την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των ομολογιών στο ΧΑΑ, θα πρέπει να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus) το οποίο θα πρέπει να εγκριθεί από το Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Το αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης διαφέρει ανάλογα από το εάν η έκδοση είναι **τακτική** ή **έκτακτη** ως κατωτέρω:

- **Τακτική έκδοση**

Αρμόδιο όργανο είναι η Γενική Συνέλευση με καταστατική απαρτία και πλειοψηφία (άρθρα 34 & 29 του Κ.Ν. 2190/1920), στην οποία θα πρέπει να ορίζεται ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος και

η τιμή μετατροπής. Αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, τότε για την απόφαση της καταστατικής Γ.Σ. απαιτείται έγκριση της κατηγορίας μετόχων που θίγονται. Τέλος απαιτείται έγκριση του Νομάρχη καθώς επίσης και διατυπώσεις δημοσιότητας της σχετικής απόφασης.

- **Έκτακτη έκδοση**

Αρμόδιο όργανο είναι το Διοικητικό Συμβούλιο υπό τους εξής περιορισμούς (άρθρο 13 του Κ.Ν. 2190/1920):

- Εφόσον η σχετική εξουσία του Δ.Σ. προβλέπεται στο καταστατικό ή από σχετική εξουσιοδότηση της Γ.Σ., η οποία λαμβάνεται με την καταστατική απαρτία και πλειοψηφία
- Η εξουσιοδότηση από το καταστατικό ισχύει κατά την διάρκεια της πρώτης 5ετίας από τη σύσταση της εκδότριας ή την τροποποίηση του καταστατικού της, ενώ η εξουσιοδότηση από την Γ.Σ. ισχύει για μια 5ετία από τη λήψη της απόφασης και είναι ανανεώσιμη ανά 5ετία
- Αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών απαιτείται και έγκριση της κατηγορίας μετόχων που θίγονται
- Η απόφαση του Δ.Σ. λαμβάνεται με πλειοψηφία των 2/3 των μελών του, υπόκειται δε σε διατυπώσεις δημοσιότητας
- Το ύψος του δανείου δεν μπορεί να υπερβεί το μισό (1/2) του αρχικά καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου ή αυτού που ήταν καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία λήψης της απόφασης της Γ.Σ. που χορήγησε την εξουσιοδότηση στο ΔΣ
- Απαγορεύεται η έκδοση εάν τα αποθεματικά της εκδότριας υπερβαίνουν το 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή επιτρέπεται η έκδοση μόνο με απόφαση της καταστατικής Γ.Σ.

Το μέγιστο ύψος του ομολογιακού δανείου με ιδιωτική εγγραφή είτε αυτό αποφασίζεται από την Γ.Σ. είτε από το Δ.Σ. δεν μπορεί να υπερβεί το μισό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρα 3^α & 13 του Κ.Ν. 2190/1920). Επισημαίνεται ότι το όριο αυτό αφορά μόνο το ποσό που αντιπροσωπεύουν οι μετατρέψιμες μετοχές. Αυτό σημαίνει ότι το δάνειο

μπορεί να είναι απεριόριστου ποσού, αλλά το μέν ποσό για το οποίο θα εκδοθούν μετατρέψιμες ομολογίες δεν μπορεί να υπερβεί το μισό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, το δε υπόλοιπο θα εκδοθεί με κοινές ομολογίες. Το όριο αυτό του ύψους του δανείου (50% του Μ.Κ.) τέθηκε με το άρθρο 2 του ΝΔ 4237/1962.

Το μέγιστο ύψος του ομολογιακού δανείου με δημόσια εγγραφή, εκτός των ανωτέρω περιορισμών, δε μπορεί να είναι ανώτερο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Ομολογιακό Δάνειο με κερδοφόρες ομολογίες

Αυτό το ομολογιακό δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους δανειστές εκτός από τον τόκο είτε δικαίωμα απόληψης και ορισμένου ποσοστού από τα κέρδη που απομένουν μετά την απόληψη του πρώτου (υποχρεωτικού) μερίσματος είτε άλλης πρόσθετης παροχής που εξαρτάται από το ύψος της παραγωγής ή από το εν γένει επίπεδο της δραστηριότητας της εκδότριας εταιρίας. Οι πέραν του τόκου παροχές λογίζονται φορολογικά σαν μέρισμα (άρθρο 3^β Κ.Ν. 2190/1920).

Το αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης διαφέρει ανάλογα από το εάν η έκδοση είναι **τακτική** ή **έκτακτη** ως κατωτέρω:

- **Τακτική έκδοση**

Αρμόδιο όργανο είναι η Γενική Συνέλευση με καταστατική απαρτία και πλειοψηφία (άρθρα 31 & 29 του Κ.Ν. 2190/1920) ενώ δεν απαιτούνται έγκριση του Νομάρχη και διατυπώσεις δημοσιότητας.

- **Έκτακτη έκδοση**

Αρμόδιο όργανο είναι το Διοικητικό Συμβούλιο υπό τους εξής περιορισμούς (άρθρο 13 του Κ.Ν. 2190/1920):

- Εφόσον η σχετική εξουσία του Δ.Σ. προβλέπεται στο καταστατικό ή από σχετική εξουσιοδότηση της Γ.Σ., η οποία λαμβάνεται με την καταστατική απαρτία και πλειοψηφία
- Η εξουσιοδότηση από το καταστατικό ισχύει κατά την διάρκεια της πρώτης 5ετίας από τη σύσταση της εκδότριας ή την τροποποίηση του καταστατικού της, ενώ η εξουσιοδότηση από την Γ.Σ. ισχύει για μια 5ετία από τη λήψη της απόφασης και είναι ανανεώσιμη ανά 5ετία

- Η απόφαση του Δ.Σ. λαμβάνεται με πλειοψηφία των 2/3 των μελών του
- Το ύψος του δανείου δεν μπορεί να υπερβεί το μισό (1/2) του αρχικά καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου ή αυτού που ήταν καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία λήψης της απόφασης της Γ.Σ. που χορήγησε την εξουσιοδότηση στο ΔΣ

Το μέγιστο ύψος του δανείου όταν γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν έχει όριο ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να είναι ανώτερο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 8^ο Κ.Ν. 2190/1920)

Όταν η έκδοση γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν απαιτείται ελάχιστο όριο μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ορίζεται στο ποσό των 300.000 € ολοσχερώς καταβεβλημένο.

Ομολογιακό Δάνειο με ενυπόθηκες ομολογίες

Με το ομολογιακό αυτό δάνειο παραχωρείται εμπράγματη ασφάλεια υπέρ του ομολογιούχου που συνίσταται στην εγγραφή υποθήκης σε ένα ή περισσότερα ακίνητα της εκδότριας εταιρίας ή τρίτου που παραχωρεί υπέρ αυτής υποθήκη σε ακίνητό του κεφαλαίου (άρθρο 3γ Κ.Ν. 2190/1920). Για την έκδοση τέτοιου δανείου απαιτούνται κάποιες πρόσθετες υποχρεώσεις όπως:

- Η άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία κρίνει την επάρκεια της παρεχόμενης ασφάλειας
- Η εγγραφή της υποθήκης
- Η τήρηση ορισμένων διατυπώσεων δημοσιότητας αναφορικά με τους όρους του δανείου και την εγγραφή της υποθήκης

Το αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης είναι η Γενική Συνέλευση, που αποφασίζει με αυξημένη (καταστατική) απαρτία των 2/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 29 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920).

Το μέγιστο ύψος του δανείου όταν γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν έχει όριο ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να είναι ανώτερο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 8^ο Κ.Ν. 2190/1920)

Όταν η έκδοση γίνεται με ιδιωτική εγγραφή δεν απαιτείται ελάχιστο όριο μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ενώ όταν γίνεται με δημόσια εγγραφή το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ορίζεται στο ποσό των 300.000 € ολοσχερώς καταβεβλημένο.

A. 3. Λοιποί όροι έκδοσης Ομολόγων με δημόσια εγγραφή

Σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου κάθε είδους με δημόσια εγγραφή, πέρα από τους όρους και περιορισμούς που ισχύουν για την κάθε επιμέρους μορφή ομολογιακού δανείου, απαιτούνται επίσης και οι εξής όροι και περιορισμοί που αφορούν τη δημόσια εγγραφή:

- Η εκδότρια εταιρία υποχρεούται εντός έτους από την κάλυψη όλων των ομολογιών να ζητήσει την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α.
- Απαιτείται η παροχή άδειας από την Επίτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει και το επιτόκιο του ομολογιακού δανείου (έλεγχος νομιμότητας και σκοπιμότητας της έκδοσης). Παράλειψη δε της άδειας συνεπάγεται ακυρότητα της έκδοσης
- Η κάλυψη του ομολογιακού δανείου ενεργείται μέσω Τραπέζης, του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και των χρηματιστηριακών εταιριών που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου
- Ανακοίνωση του Προγράμματος του Δανείου στον τύπο και στα ΜΜΕ. Το Πρόγραμμα Δανείου περιλαμβάνει το ποσό του δανείου, το τμήμα που εκτίθεται με δημόσια εγγραφή, τον αριθμό και το είδος των υπό έκδοση ομολογιών, τα δικαιώματα των ομολογιούχων, το ποσό που πρέπει να καταβάλλεται για κάθε ομολογία, τον χρόνο καταβολής αυτού, στοιχεία της εκδότριας (έδρα, επωνυμία, δραστηριότητα) και τον τρόπο απόκτησης της ομολογίας. Συνήθως ορίζεται ότι η βούληση του ομολογιούχου πρέπει να δηλωθεί μέσα σε ορισμένη προθεσμία είτε στην ίδια την εταιρία είτε σε άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, συνήθως τράπεζες, που ενεργούν ως εντολοδόχοι του εκδότη με προμήθεια (διαχειριστής δανείου).

A. 4. Προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρικών ομολόγων και ομολογιακών δανείων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.)

Οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή στο Χ.Α. ρυθμίζονται από το άρθρο 4 του Π.Δ. 350/1985 και είναι αναλυτικά οι εξής:

➤ **Νομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας**

Η νομική κατάσταση της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, όσον αφορά την ίδρυσή της και την καταστατική της λειτουργία.

➤ **Ελάχιστο μέγεθος εταιρίας**

Κύρια αγορά

Η λογιστική καθαρή περιουσία της εταιρίας βάσει του τελευταίου ισολογισμού της πρέπει να είναι τουλάχιστον 2.934.702,86 €. Το ποσό αυτό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση ΥΠΕΘΟ ύστερα από γνώμη του ΔΣ του ΧΑ και της Ε. Κ.

Παράλληλη αγορά

Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε 1.467.351,57 € για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής. Με απόφαση ΥΠΕΘΟ το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με εισήγηση της ΕΚ και του ΧΑΑ.

➤ **Διάρκεια και κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας**

Κύρια αγορά

Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρία, για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

Παράλληλη αγορά

Διάρκεια: η εκδότρια θα πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για 2 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό.

Τόσο για την Κύρια όσο και για την Παράλληλη αγορά, οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.

Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών, την εισαγωγή μετοχών εταιρίας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον της εταιρίας ή των επενδύσεων και η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι αυτό σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών.

➤ **Φορολογικός έλεγχος**

Η εταιρία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής των αιτήσεων έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου του προηγούμενου εδαφίου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Η αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία (Δ.Ο.Υ.) υπόχρεούται να προβεί σε φορολογικό έλεγχο και να κοινοποιήσει στην εταιρία και τις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις τα σχετικά φύλλα ελέγχου εντός τριμήνου από την υποβολή σε αυτήν της σχετικής αιτήσεως της εταιρίας. Η προθεσμία

αυτή μπορεί να παραταθεί γι' άλλους τρεις (3) μήνες με ειδικώς αιτιολογημένη απόφαση του προϊσταμένου της Δ.Ο.Υ. και του αρμόδιου επιθεωρητή Δ.Ο.Υ., η οποία απόφαση κοινοποιείται στην εταιρία εντός τριμήνου από της υποβολής της αιτήσεως, για εξαιρετικούς λόγους που αφορούν το μέγεθος της επιχείρησης ή την έκταση των απαιτούμενων ελεγκτικών επαληθεύσεων. Αν η εταιρία που, κατά τα προηγούμενα εδάφια, πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.

➤ **Νομική κατάσταση των ομολογιών**

Η νομική κατάσταση των ομολογιών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται.

➤ **Διαπραγματευσιμότητα των ομολογιών**

Οι ομολογίες πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

➤ **Ομολογίες που εκδόθηκαν δια δημοσίας εγγραφής**

Σε περίπτωση εκδόσεως ομολογιών δια δημοσίας εγγραφής η εισαγωγή πραγματοποιείται μετά τη λήξη της περιόδου κατά τη διάρκεια της οποίας είναι δυνατή η υποβολή αιτήσεων εγγραφής.

Η διάταξη αυτή δεν εφαρμόζεται σε περίπτωση συνεχούς εκδόσεως ομολογιών, όταν η ημερομηνία λήξεως της περιόδου εγγραφής δεν είναι καθορισμένη.

➤ **Εισαγωγή ομολογιών της αυτής εκδόσεως**

Η αίτηση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις ομολογίες της αυτής εκδόσεως.

➤ **Εμφάνιση των ομολογιών**

Για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών ομολογιών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε άλλο Κράτος μέλος πρέπει η εμφάνιση των ομολογιών αυτών να είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν σ' αυτό το άλλο κράτος μέλος. Όταν η εμφάνιση των ομολογιών αυτών δεν είναι σύμφωνη με τις διατάξεις που ισχύουν στην Ελλάδα η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου γνωστοποιεί αυτό στο κοινό. Εν τούτοις η εμφάνιση ομολογιών που έχουν εκδοθεί σ' ένα μόνο Κράτος μέλος πρέπει να ανταποκρίνεται σ' αυτό το Κράτος.

Η εμφάνιση των ομολογιών που έχουν εκδοθεί από εταιρίες με έδρα σε τρίτο Κράτος πρέπει να παρέχει επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

➤ **Ύψος δανείου (ελάχιστο – μέγιστο)**

Το μέγιστο ύψος του εκδιδόμενου ομολογιακού δανείου, μαζί με τα ανεξόφλητα κατά το χρόνο έκδοσης του νέου δανείου υπόλοιπα προηγούμενων ομολογιακών δανείων της ίδιας εταιρίας δεν πρέπει να είναι ανώτερο του ημίσεως (50%) της λογιστικής καθαρής περιουσίας της.

Ως ελάχιστο ύψος ομολογιακού δανείου ορίζεται το ποσό των 58.694 € για την Κύρια Αγορά και το ποσό των 146.735 € για την Παράλληλη Αγορά. Με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου δύναται να αναπροσαρμόζεται το ελάχιστο ύψος του ομολογιακού δανείου.

Εξαιρούνται του περιορισμού τα ομολογιακά δάνεια, τα οποία εγγυάται τράπεζα κράτους μέλους της Ε.Ο.Κ. ή κράτος μέλος της Ε.Ο.Κ.

➤ **Ομολογίες μετατρέψιμες, ανταλλάξιμες και παραστατικά δικαιώματος προς κτήση ομολογιών (Warrants)**

Οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι ανταλλάξιμες και τα παραστατικά δικαιώματος προς κτήση ομολογιών (Warrants) δύναται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή εισάγονται ταυτόχρονα.

A. 5. Διαδικασία εισαγωγής ομολογιών στο Χ.Α.

Η διαδικασία εισαγωγής ομολογιών στο Χ.Α. περιγράφεται αναλυτικά στις διατάξεις της απόφασης 57 / 2001 του ΔΣ του Χ.Α.. Ειδικότερες ενέργειες που άπτονται του θέματος είναι:

Διορισμός Διαχειριστή

Ο εκδότης ομολογιών ορίζει ένα χρηματοδοτικό οργανισμό ως εντολοδόχο στον οποίο οι ομολογιούχοι δύνανται να ασκούν τα οικονομικά τους δικαιώματα, εκτός εάν η επιχείρηση εξασφαλίζει η ίδια την οικονομική εξυπηρέτηση (άρθρο 6 τμήμα Α παρ. 1 περ. β) του π.δ. 350 / 1985)

Δημοσίευση Ενημερωτικού Δελτίου

Απαιτείται η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου εγκεκριμένου από το ΔΣ του ΧΑΑ. Τα στοιχεία που πρέπει να περιέχει το ενημερωτικό δελτίο περιγράφονται στο ΠΔ 348/ 85 και συνοπτικά είναι τα ακόλουθα:

- *Κεφάλαιο 1:* Πληροφορίες σχετικά με τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο και τον έλεγχο των λογαριασμών
- *Κεφάλαιο 2:* Πληροφορίες σχετικά με το δάνειο και την εισαγωγή ομολογιών στο ΧΑΑ
- *Κεφάλαιο 3:* Γενικές πληροφορίες σχετικά με τον εκδότη και το κεφάλαιό του
- *Κεφάλαιο 4:* Πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες του εκδότη
- *Κεφάλαιο 5:* Πληροφορίες σχετικά με την περιουσία, την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη
- *Κεφάλαιο 6:* Πληροφορίες σχετικά με τη διοίκηση, τη διεύθυνση και την εποπτεία
- *Κεφάλαιο 7:* Πληροφορίες σχετικές με την πρόσφατη εξέλιξη και τις προοπτικές του εκδότη

A. 6. Υποχρεώσεις εταιριών που έχουν εισαγάγει ομολογίες

Οι υποχρεώσεις των εκδοτριών εταιριών που έχουν εισαγάγει τις ομολογίες στο Χ.Α. και περιγράφονται στο άρθρο 6 του Π.Δ.350/1985 είναι:

- ✓ Η εταιρία εξασφαλίζει την ίση μεταχείριση των ομολογιούχων
- ✓ Η εταιρία εξασφαλίζει όλες τις αναγκαίες διευκολύνσεις και πληροφορίες για να καταστήσει δυνατή στους ομολογιούχους την άσκηση των δικαιωμάτων τους
- ✓ Η εταιρία που πρόκειται να προβεί σε τροποποίηση του καταστατικού της με επιπτώσεις στα δικαιώματα των ομολογιούχων ανακοινώνει το σχέδιο τροποποίησης στο Δ.Σ. του Χ.Α.
- ✓ Η εταιρία θέτει στη διάθεση του κοινού τις τελευταίες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της και την τελευταία έκθεση διαχείρισης
- ✓ Η εταιρία πληροφορεί το συντομότερο δυνατό το κοινό για σημαντικά γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τη δυνατότητά της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της
- ✓ Η εταιρία πληροφορεί αμέσως το κοινό για κάθε τροποποίηση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων που θα προέκυπτε ιδίως από μια τροποποίηση των όρων του δανείου ή των επιτοκίων
- ✓ Η εταιρία πληροφορεί αμέσως το κοινό για τις νέες εκδόσεις δανείου και ιδίως τις παρεχόμενες εγγυήσεις
- ✓ Σε περίπτωση που η εισαγωγή αναφέρεται σε μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες ή σε παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση ομολογιών, η εταιρία πληροφορεί αμέσως το κοινό για κάθε τροποποίηση των δικαιωμάτων των διαφόρων κατηγοριών μετοχών στις οποίες αναφέρονται οι ομολογίες

A. 7. Φορολογικό καθεστώς

Φορολογία επί των τόκων

Κατόπιν πρόσφατης αλλαγής στη φορολογική νομοθεσία, οι ομολογίες που εκδίδονται μετά τις 11.2.2000 από εταιρίες που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα εξομοιώθηκαν ως προς τη φορολογική τους μεταχείριση με τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου. Συγκεκριμένα, με το Ν. 2789/2000 (άρθρο 26), οι εταιρίες που εδρεύουν στην Ελλάδα θα προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου 10% επί του τόκου (και όχι 20% που ίσχυε προηγουμένως) κατά την εξαργύρωση των τοκομεριδίων.

Φορολογία επί των πωλήσεων

Ο νόμος για την επιβολή φόρου επί των πωλήσεων 0,3% στις χρηματιστηριακές συναλλαγές αναφέρεται μόνο σε μετοχές ενώ δεν αναφέρεται σε ομολογίες (ή γενικά σε κινητές αξίες), οπότε δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση πώλησης ομολογιών.

A. 8. Διαπραγμάτευση και εκκαθάριση εισηγμένων ομολόγων

Οι εταιρικές ομολογίες που εισάγονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α. (όχι στην Παράλληλη) διαπραγματεύονται στην Αγορά Αξιών Σταθερού Εισοδήματος (ΑΑΣΕ) του Χ.Α. (άρθρο 53 ν.2533/1997). Η εκκαθάριση των τίτλων αυτών γίνεται μόνο από το ΚΑΑ (άρθρο 58 παρ. 2533/1997 σε συνδυασμό με το άρθρο 2 της υπ' αριθμ. 9820/154/16.3.99 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τον Κανονισμό του ΚΑΑ).

Τέλος, η διαπραγμάτευση των ομολόγων στην ΑΑΣΕ γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις της απόφασης 54/2000 του ΔΣ του ΧΑΑ όπως τροποποιήθηκε από τις αποφάσεις 75/2001 και 87/2002, ως εξής:

- Η διαπραγμάτευση κινητών αξιών στην Α.Α.Σ.Ε. γίνεται με μία από τέσσερις επιτρεπόμενες μεθόδους διαπραγμάτευσης

(Α) με αυτόματη συνάντηση δηλώσεων,

(Β) με επιλεκτική συνάντηση δηλώσεων,

(Γ) σε προσυμφωνημένη τιμή, και

(Δ) με συμφηφιστική εγγραφή.

Ως προς τα χαρακτηριστικά των μεθόδων διαπραγμάτευσης ισχύουν τα ακόλουθα

(Α) Η αγορά με αυτόματη συνάντηση δηλώσεων έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Διέπεται από την ανωνυμία της διαπραγμάτευσης
- Τα μέλη μόνο εισάγουν δηλώσεις
- Αυτόματη συνάντηση των δηλώσεων από το σύστημα
- Ιεράρχηση των δηλώσεων ως προς τη δυνατότητα κατάρτισης συναλλαγής με προτεραιότητα τιμής / χρόνου
- Μπορεί να γίνει συνάντηση των δηλώσεων οποιωνδήποτε μελών της αγοράς, χωρίς τη δυνατότητα επιλογής αντισυμβαλλόμενου από οποιοδήποτε μέλος
- Κατώτατο όριο δήλωσης το ποσό που αντιστοιχεί στην ονομαστική αξία της μονάδας της έκδοσης

(Β) Η αγορά με επιλεκτική συνάντηση δηλώσεων έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Διέπεται από την ανωνυμία της διαπραγμάτευσης
- Τα μέλη εισάγουν δηλώσεις αλλά και επιλέγουν δηλώσεις
- Επιλεκτική συνάντηση των δηλώσεων από το μέλος (χωρίς όμως να γνωρίζει το μέλος από ποιο αντισυμβαλλόμενο μέλος προέρχεται η δήλωση την οποία επέλεξε)
- Μπορεί να γίνει συνάντηση των δηλώσεων οποιωνδήποτε μελών της αγοράς, χωρίς τη δυνατότητα επιλογής αντισυμβαλλόμενου (αλλά μόνο δήλωσης) από οποιοδήποτε μέλος,
- Προσδιορισμός των τμημάτων εκτέλεσης (υποδιαιρέσεων) του συνολικού ποσού ονομαστικής αξίας (όγκου προς διαπραγμάτευση) της δήλωσης, σύμφωνα με τις συνθήκες εντολών: α) «όλα ή τίποτα», β) «σε πολλαπλάσια» και γ) «με ελάχιστο μέγεθος».

- Κατώτατο όριο δήλωσης το ποσό που αντιστοιχεί στην ονομαστική αξία της μονάδας της έκδοσης

(Γ) Η αγορά σε προσυμφωνημένη τιμή έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά

- Γνωστός αντισυμβαλλόμενος
- Πράξη προσυμφωνημένη εκτός συστήματος μεταξύ δύο μελών
- Εισαγωγή της πράξης στο σύστημα από τον πωλητή
- Επιβεβαίωση της πράξης από τον αγοραστή (και μόνο)
- Κατώτατο όριο δήλωσης ποσό ονομαστικής αξίας τριακοσίων χιλιάδων (300.000) €

(Δ) Η αγορά με συμπηφιστική εγγραφή έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά

- Γνωστός αντισυμβαλλόμενος
- Πράξη προσυμφωνημένη εκτός συστήματος μεταξύ δύο πελατών του ίδιου μέλους
- Το ίδιο μέλος συμμετέχει και στις δύο πλευρές της συναλλαγής (ως αγοραστής και πωλητής)
- Εισαγωγή της πράξης στο σύστημα από το μέλος
- Κατώτατο όριο δήλωσης ποσό ονομαστικής αξίας τριακοσίων χιλιάδων (300.000) €

➤ Εισάγεται κατώτατο όριο αξίας δηλώσεων βούλησης που επιτρέπεται να διαβιβάζονται στην Α.Α.Σ.Ε. ως εξής:

(Α) Για δηλώσεις που απευθύνονται στην κατάρτιση πράξης με αυτόματη ή επιλεκτική συνάντηση δηλώσεων, ορίζεται ως κατώτατο όριο το ποσό, ανά κινητή αξία που περιλαμβάνεται στη δήλωση βούλησης, της ονομαστικής τιμής της μονάδας της κινητής αξίας.

(B) Σε κάθε άλλη περίπτωση το κατώτατο όριο ορίζεται σε τριακόσιες χιλιάδες (300.000) €

- α. Το ανώτατο ημερήσιο επιτρεπόμενο ποσοστό διακύμανσης των τιμών των κινητών αξιών που είναι εισηγμένες για διαπραγμάτευση στην Α.Α.Σ.Ε. ορίζεται σε 4%.
- β. Οι μετατρέψιμες και ανταλλάξιμες ομολογίες διαπραγματεύονται ελεύθερα, χωρίς ημερήσιο όριο διακύμανσης
- Οι ώρες διαπραγμάτευσης κινητών αξιών εισηγμένων στην Α.Α.Σ.Ε. είναι οι ίδιες με τις ώρες της κύριας περιόδου διαπραγμάτευσης των μετοχών, όπως αυτές ισχύουν κάθε φορά

A. 9. Πίνακας χρεώσεων για την εισαγωγή, διαπραγμάτευση στο Χ.Α. και εκκαθάριση εταιρικών ομολόγων

I. Χρεώσεις που βαρύνουν την εκδότρια εταιρία

Χρεώσεις υπέρ ΧΑΑ:

- Εφ'άπαξ δικαιώματα εγγραφής

Ισχύουν οι παρακάτω χρεώσεις οι οποίες τελούν υπό αναθεώρηση και αναμένεται σχετική απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Οι νέες χρεώσεις αναφέρονται σε πλάγια γράμματα σε παρένθεση.

- Για την εισαγωγή της πρώτης έκδοσης ομολογιακών δανείων ανωνύμων εταιριών στην Κύρια Αγορά καταβάλλεται εφάπαξ ποσό 1.467,35 € (4.000 €).
- Για την εισαγωγή της πρώτης έκδοσης ομολογιακών δανείων ανωνύμων εταιριών στην Παράλληλη Αγορά καταβάλλεται εφάπαξ ποσό 880,41 € (3.000 €).
- Για τις επόμενες εκδόσεις ομολογιακών δανείων ανωνύμων εταιριών καταβάλλεται ποσό 586,94 € (2.000 €) για κάθε έκδοση.

- Για την εισαγωγή στο ΧΑ τραπεζικών ομολόγων που εκδίδονται σε σειρές, καταβάλλεται ποσό 293,47 € (1.000 €) για κάθε έκδοση.

➤ **Συνδρομές Τριμήνων**

Υπολογίζεται σε ποσοστό επί της αξίας των εισηγμένων τίτλων ανάλογα αν οι τίτλοι είναι εισηγμένοι στην Κύρια Αγορά, στη Παράλληλη ή στη ΝΕΧΑ, το ελάχιστο δε ύψος των οποίων δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 763,02 €, 88,04 € και 44,02 € αντίστοιχα και ο υπολογισμός γίνεται με βάση τον παρακάτω πίνακα:

ΑΞΙΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΤΙΤΛΩΝ	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	ΝΕΧΑ
Έως 586.940,57 €		0,0075%	
Από 586.940,58 - 1.467.351,57 €		0,0060%	
Από 1.467.351,58 – 2.934.702,86 €		0,0035%	
Έως 2.934.702,86 €	0,01%		0,004%
Πάνω από 2.934.702,86 €		0,0025%	0,002%
2.934.702,86 - 8.804.108,58 €	0,008%		
8.804.108,59 - 14.673.514,31 €	0,006%		
14.673.514,32 - 29.347.028,61 €	0,004%		
29.347.028,62 – 58.694.057,23 €	0,003%		
58.694.057,24 – 146.735.143,07 €	0,002%		
146.735.143,07 – 293.470.286,13 €	0,0012%		
Πάνω από 293.470.286,13 €	0,0006%		

Χρεώσεις υπέρ Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

0,02% επί της συνολικής αξίας των εισαγόμενων κεφαλαίων +2,4% χ/μο

Χρεώσεις υπέρ Κεντρικού Αποθετηρίου:

Η χρέωση για τα Εταιρικά Ομόλογα θα είναι το ½ των καταβαλλόμενων για τις μετοχές ποσών, ήτοι:

1. Ποσοστό 0,15% επί της αξίας (γινόμενο της τιμής διάθεσης X αριθμό ομολογιών) έως 3.000.000 €
2. Ποσοστό 0,10% για την από 3.000.000,01 – 9.000.000 € αξία
3. Ποσοστό 0,05% για την από 9.000.000,01 – 15.000.000 € αξία
4. Ποσοστό 0,025% για την πάνω από 15.000.000 € αξία

Το ελάχιστο καταβαλλόμενο ποσό ορίζεται σε 3.000 €, ενώ το μέγιστο σε 90.000 €. Τα ποσά αυτά θα καταβάλλονται κατά την εισαγωγή των ομολογιών ή για την περίπτωση των ήδη εισηγμένων, κατά τη μετατροπή τους σε μετοχές.

Επίσης θα καταβάλλεται και σε κάθε περίπτωση μεταβολής του αριθμού ή της αξίας των ομολογιών, ποσό 0,05 € ανά εγγραφή σε μερίδα επενδυτή με ελάχιστη καταβολή 1.000 €.

II. ΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΒΑΡΥΝΟΥΝ ΤΑ ΜΕΛΗ

Χρεώσεις υπέρ ΧΑΑ:

- 0,0001% επί της αξίας των ημερησίων συναλλαγών επί των ομολόγων
- 0,06 € ανά εντολή που εισάγεται στο ΟΑΣΗΣ

Εφόσον οι εντολές διαβιβάζονται μέσω του ODL

- 0,005% επί της αξίας των συναλλαγών που συνάπτονται επί εντολών μέσω ODL.
- 0,11 € ανά εντολή

Χρεώσεις υπέρ Κεντρικού Αποθετηρίου:

Η χρέωση θα είναι το $\frac{1}{4}$ των καταβαλλόμενων για τις μετοχές ποσών, ήτοι:

- 0,00625% επί της αξίας της χρηματιστηριακής συναλλαγής υπέρ του ΚΑΑ για κάθε συμβαλλόμενο.

Δικαιώματα υπέρ Μελών:

- Δικαιώματα υπέρ μελών 0,00875% επί της αξίας της χρηματιστηριακής συναλλαγής, για κάθε συμβαλλόμενο.

Σημείωση: Το 0,0025% αποδίδεται στο Επικουρικό Κεφάλαιο.

Ενότητα 2^η «Εκδόσεις ελληνικών εταιρικών ομολόγων»
--

B. 1. Εισαγωγή

Εκδόσεις εταιρικών ομολόγων από ελληνικές επιχειρήσεις πραγματοποιούνται ήδη επί μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι εκδόσεις όμως αυτές ήταν περιορισμένες και το ύψος των αντλούμενων κεφαλαίων χαμηλό σε σχέση με το μέγεθος των εκδοτριών εταιριών. Μια από τις σημαντικότερες αιτίες ήταν η δυσμενής και άνιση φορολόγηση των εταιρικών ομολόγων σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα. Έτσι τα εταιρικά ομόλογα φορολογούνταν με συντελεστή 20% και μόλις πρόσφατα (για εκδόσεις από 11/2/2000 και μετά) επήλθε εξομοίωση με το φόρο των κρατικών ομολόγων τα οποία φορολογούνται με συντελεστή 10%. Αποτέλεσμα της πρακτικής αυτής ήταν οι εκδόσεις αυτές να καλύπτονται από τράπεζες ή ασφαλιστικές εταιρίες οι οποίες και κρατούσαν τα ομόλογα στα χαρτοφυλάκιά τους με συνέπεια να μην γίνει δυνατή η δημιουργία αγοράς εταιρικών ομολόγων.

Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε και σχολιάζουμε συνοπτικά τις εκδόσεις των εταιρικών ομολόγων που έχουν πραγματοποιηθεί κατά την τελευταία δεκαετία και συγκεκριμένα για το διάστημα από το 1993 έως το Α'τριμ./2003 από ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο ΧΑ και έχουν εγκριθεί από τις αρμόδιες χρηματιστηριακές αρχές. Στη μελέτη αυτή δεν έχουμε συμπεριλάβει εκδόσεις ομολόγων που έχουν πραγματοποιηθεί από ελληνικές επιχειρήσεις και τράπεζες αλλά έχουν διατεθεί στο εξωτερικό καθώς και την έκδοση των μετατρέψιμων ομολόγων της Εθνικής Τράπεζας του 1996 που εκδόθηκε σε αντικατάσταση των μετατρέψιμων ομολόγων της ίδιας του 1991 αφού το ύψος της έκδοσης αυτής που ανήλθε σε 102 δις δρχ. περίπου δεν θα ήταν αντιπροσωπευτικό των υπό μελέτη εκδόσεων της περιόδου αυτής.

Στη συνέχεια θα αναφερθούν ξεχωριστά και θα σχολιασθούν αναλυτικά οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων της περιόδου 1997-Α'τριμ./2003 οι οποίες παρουσιάζουν και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον αφού συνέπεσαν χρονικά τόσο με την φρενήρη άνοδο των τιμών των μετοχών εξαιτίας του θερμού χρηματιστηριακού κλίματος του 1999 όσο και με την μετέπειτα ραγδαία πτώση αυτών και το κλίμα απαξίωσης που ακολούθησε.

Β. 2. Εκδόσεις εταιρικών ομολόγων 1993-Α΄ τριμ./2003¹⁴

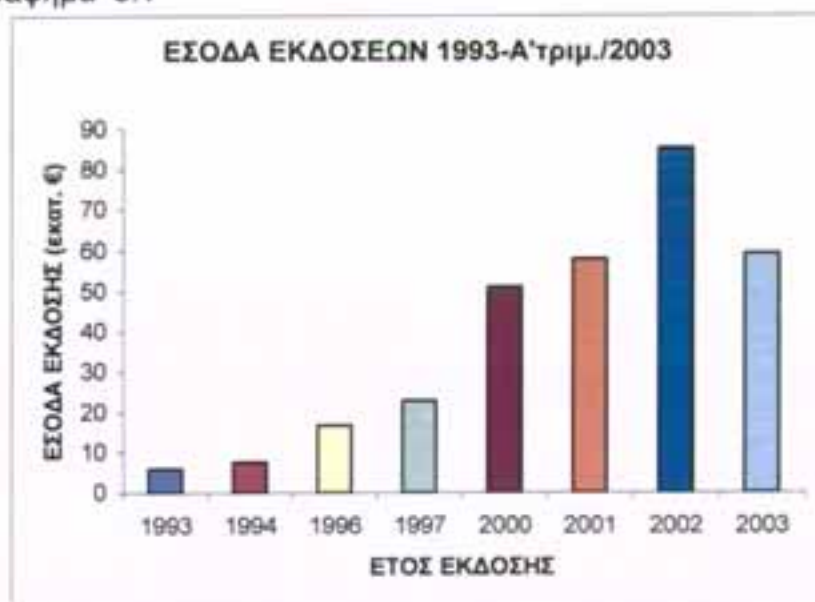
ΕΚΔΟΤΡΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΣΟΔΑ ΕΚΔΟΣΗΣ €	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑ ΤΕΥΣΗ	ΕΤΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΤΗ	ΕΠΙΤΟΚΙΟ
ΑΛΛΑΤΙΝΗ	5.994.632	ΝΑΙ	1993	7	ΕΓΕΔ – 4%
ΒΑΛΚΑΝΕΞΠΟΡΤ	7.623.390	ΝΑΙ	1994	5	12%
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	6.418.606	ΟΧΙ	1996	3	2,5%
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ	2.967.309	ΝΑΙ	1996	2	8%
Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	7.422.722	ΝΑΙ	1996	5	9%
EUROMEDICA	1.619.956	ΝΑΙ	1997	3	9,5%
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ	6.836.496	ΝΑΙ	1997	5	ΑΤΗΒΟΡ-4%
ΝΗΡΕΥΣ	4.171.526	ΝΑΙ	1997	3	ΑΤΗΒΟΡ-4%
FANCO	3.832.816	ΝΑΙ	1997	3	ΑΤΗΒΟΡ-3%
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	6.441.438	ΝΑΙ	1997	3	ΑΤΗΒΟΡ-4%
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	26.865.755	ΟΧΙ	2000	3	0,25%
ΙΠΠΟΤΟΥΡ	1.156.649	ΟΧΙ	2000	3	3,5%
JUMBO	11.765.106	ΟΧΙ	2000	4	0,5%
ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ	11.254.585	ΟΧΙ	2000	3	1%
LogicDIS	13.043.180	ΟΧΙ	2001	3	0,5%
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	45.000.000	ΝΑΙ	2001	3	3,25%
ΝΕΛ	543.856	ΟΧΙ	2002	7	EURIBOR+2%
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	19.300.000	ΝΑΙ	2002	3	3,75%
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	30.000.000	ΝΑΙ	2002	3	3,25%
ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ	30.000.000	ΝΑΙ	2002	3	3,25%
ΔΑΡΙΓΚ	5.428.418	ΟΧΙ	2002	3	EURIBOR-0,1%
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	29.999.968	ΝΑΙ	2003	10	EURIBOR+1,75% EURIBOR+3,25%
ELBISCO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	23.600.000	ΝΑΙ	2003	3	4,75%
RIDENCO	5.764.922	ΝΑΙ	2003	4	6%

¹⁴ Πηγή: Ενημερωτικά Δελτία Εκδόσεως Ομολογιακών Δανείων

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι όλες οι εκδόσεις που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα αφορούν μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια, δεν πρόκειται δηλαδή για εκδόσεις αντιπροσωπευτικών κοινών ομολογιακών δανείων. Επίσης το δάνειο εκδόσεως 2002 της εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ» αφορά το πρώτο ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο που εκδόθηκε μάλιστα σε άυλη μορφή και εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα το παρόν δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους το δικαίωμα να ανταλλάξουν τα ομόλόγά τους με υπάρχουσες μετοχές όχι του εκδότη του δανείου αλλά της εισηγμένης στο Χ.Α. εταιρίας «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ» η οποία είναι θυγατρική της εκδότριας εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ».

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται τα έσοδα των εκδόσεων της περιόδου 1993-Α'τρίμ./2003 ανάλογα με το έτος έκδοσης αυτών.

Γράφημα 3.1



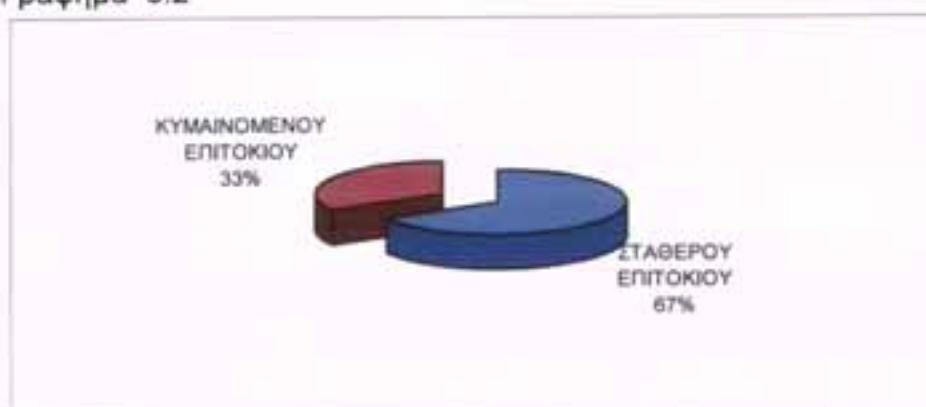
Όπως προκύπτει το ύψος των εκδόσεων ήταν αρκετά περιορισμένο κατά τα έτη 1993-1997 παρουσιάζοντας πάντως σταδιακή βελτίωση κάθε χρόνο. Το γεγονός αυτό των χαμηλών εκδόσεων οφείλονταν και στη χαμηλή κεφαλαιοποίηση που είχαν οι εκδότριες εταιρίες την περίοδο αυτή και στον περιορισμό από το νόμο της έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων έως το 50% του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Εν συνεχεία παρατηρούμε ότι δεν πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις κατά τα έτη 1998 και 1999. Αυτό αποδίδεται στο ότι οι εταιρίες ήταν σε θέση λόγω του ευνοϊκού χρηματιστηριακού κλίματος της περιόδου εκείνης να αντλήσουν με ευχέρεια τα απαιτούμενα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά μέσω αυξήσεων του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Εν συνεχεία από το 2000 και μετά παρατηρείται αύξηση του ύψους των εκδόσεων που αντανακλά και σε ένα βαθμό τη δυσκολία που αντιμετώπιζαν οι εταιρίες στην άντληση κεφαλαίων μέσω αυξήσεων του μετοχικού τους κεφαλαίου εξαιτίας της πτώσης των τιμών και του κακού χρηματιστηριακού κλίματος που επικρατούσε. Θα πρέπει πάντως να σημειώσουμε ότι η αύξηση στα έσοδα έκδοσης στο 2002 είναι πλασματική αφού σε αυτά έχουν περιληφθεί τόσο τα έσοδα των 30 εκατ. € του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου της εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ» όσο και τα έσοδα του αντίστοιχου μετατρέψιμου της εταιρίας «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ». Όπως όμως αναφέρουμε στη συνέχεια οι δύο αυτές εκδόσεις θα πρέπει να αντιμετωπισθούν ως ενιαία συναλλαγή.

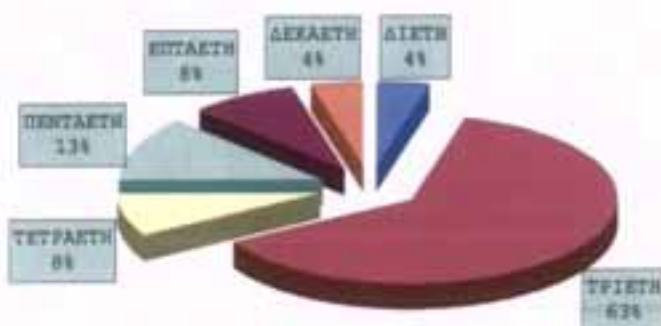
Το παρακάτω γράφημα δείχνει την κατανομή των εκδόσεων όσον αφορά το κατά πόσον αυτές εκδόθηκαν με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο. Όπως προκύπτει η πλειοψηφία των εκδοτριών εταιριών προτίμησε την έκδοση ομολόγων με σταθερό επιτόκιο.

Γράφημα 3.2



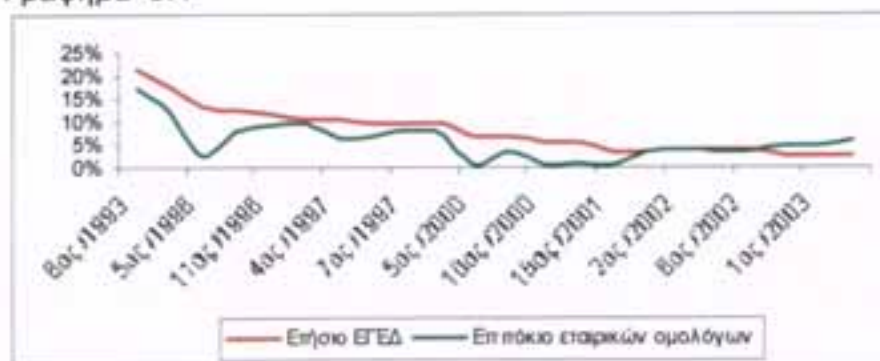
Στη συνέχεια απεικονίζεται η κατανομή των εκδόσεων όσον αφορά τα έτη διάρκειας αυτών. Όπως προκύπτει η πλειοψηφία των εκδοτικών εταιριών προτίμησε την έκδοση τριετών ομολογιακών δανείων.

Γράφημα 3.3



Τέλος στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η καμπύλη των επιτοκίων που ίσχυαν για τις εκδόσεις των εταιρικών ομολόγων της περιόδου 1993-Α'τρίμη/2003 σε σύγκριση με την καμπύλη απόδοσης των ετήσιων εντόκων γραμματίων του δημοσίου (ΕΓΕΔ) της ίδιας περιόδου.

Γράφημα 3.4



Όπως προκύπτει οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων ήταν χαμηλότερες από αυτές των ΕΓΕΔ σε όλη την υπό μελέτη περίοδο με εξαίρεση τις τελευταίες εκδόσεις του 2003 όπου το προσφερόμενο επιτόκιο ήταν συγκριτικά μεγαλύτερο από αυτό των ΕΓΕΔ.

B. 3 Ανάλυση εκδόσεων Εταιρικών Ομολόγων 1997-Α΄τριμ/2003

Κατωτέρω περιγράφονται αναλυτικά και σχολιάζονται οι εκδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων που πραγματοποιήθηκαν στην περίοδο από το 1997 έως το Α΄τριμ/2003. Για κάθε έκδοση παρατίθεται ανάλυση των όρων έκδοσης, διαγραμματική απεικόνιση και σχολιασμός του πριμ μετατροπής όπως προέκυψε από τη σύγκριση της τιμής της υποκείμενης μετοχής για περίοδο ενός μηνός και συγκεκριμένα δεκαπέντε ημερών πριν και δεκαπέντε ημερών μετά την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης που αποφάσισε τη συγκεκριμένη έκδοση και της τιμής μετατροπής που καθορίστηκε απ' αυτήν. Ανάλογη απεικόνιση και σχολιασμός γίνεται και για το πριμ έκδοσης στις περιπτώσεις εκείνες όπου η τιμή έκδοσης ήταν διαφορετική από τη τιμή μετατροπής.

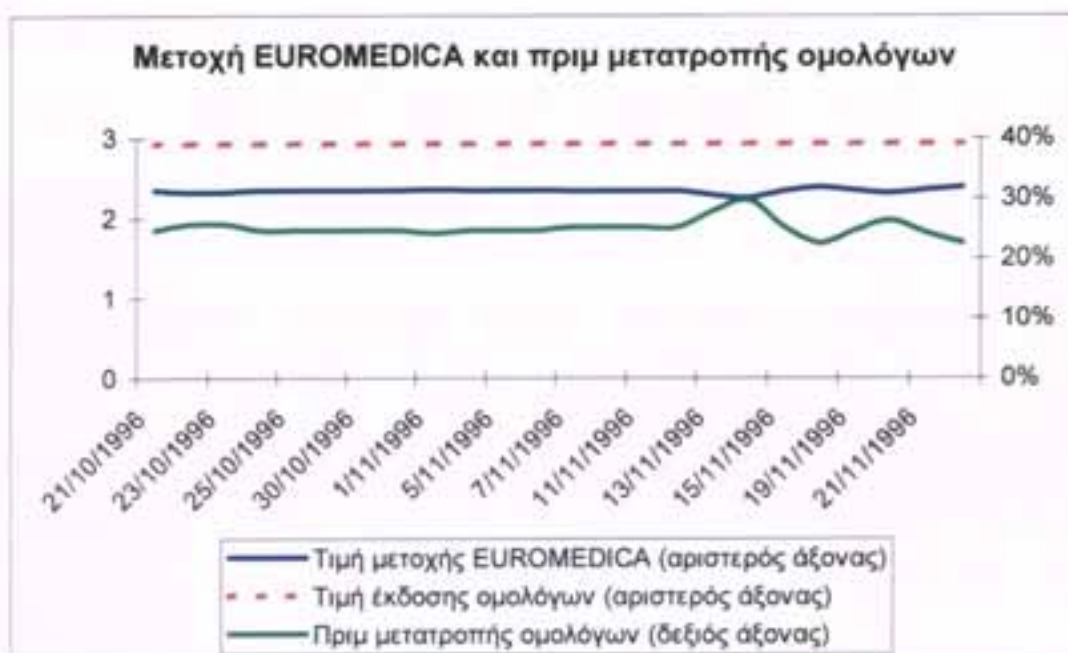
Επίσης γίνεται διαγραμματική απεικόνιση και σχολιασμός της υπεραξίας ή υποαξίας (κεφαλαιακά κέρδη ή ζημίες) που πραγματοποίησαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους. Ο υπολογισμός αυτός έγινε λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά μεταξύ της αξίας μετατροπής κατά το χρόνο που πραγματοποιήθηκε η μετατροπή (γινόμενο της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής επί το λόγο μετατροπής) και της τιμής μετατροπής του ομολόγου. Η διαφορά αυτή αντιπροσωπεύει το κεφαλαιακό κέρδος (ή ζημία) από τη μετατροπή των ομολόγων δεδομένου ότι η αξία μετατροπής ισούται με τη πραγματική τιμή στην οποία θα πωληθεί το ομόλογο αν μετατραπεί σε μετοχές.

Στη παρουσίαση αυτή έχουν ληφθεί υπόψη και έχουν γίνει οι κατάλληλες προσαρμογές στις περιπτώσεις που απαιτήθηκε να γίνει αναπροσαρμογή της τιμής ή του λόγου μετατροπής εξαιτίας μεταγενέστερων αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη με έκδοση νέων μετοχών και από κατάτμηση (split) ή σύντμηση (reverse split) της ονομαστικής αξίας των υφισταμένων μετοχών.

1. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο EUROMEDICA A.E.

Ποσό έκδοσης:	552.000.000 δρχ. (1.619.956 €)
Αριθμός ομολογιών:	552.000
Ονομαστική αξία:	1.000 δρχ. (2,93 €)
Τιμή έκδοσης:	1.000 δρχ. (2,93 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Στο τέλος του 2 ^{ου} και 3 ^{ου} έτους από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	1.000 δρχ. (2,93 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επτόκιο:	9,5% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	5/11/1996
Χρόνος έκδοσης	3 ^{ος} /1997

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα, που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 5/11/1996 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης, για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 21/10-22/11/1996.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 23% και 30% ενώ δεν φάνηκε στο διάστημα αυτό να επηρεάζεται η τιμή της μετοχής από την αποφασισθείσα έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το δικαίωμα μετατροπής δεν παρείχεται καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου αλλά μόνο στο τέλος του 2^{ου} και 3^{ου} έτους από την έκδοση και συγκεκριμένα στις περιόδους 12/2-15/3/1999 και 14/2-15/3/2000 αντίστοιχα. Με βάση αυτόν τον περιορισμό οι ομολογιούχοι μετέτρεψαν στο τέλος του 2^{ου} έτους 295.450 ομολογίες και στο τέλος του 3^{ου} έτους 252.410 ομολογίες.

Στα παρακάτω διαγράμματα απεικονίζεται ο όγκος μετατροπών στο τέλος του 2^{ου} και 3^{ου} έτους, σε συνδυασμό με την υπεραξία που αποκόμισαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους. Σημειώνεται ότι από το σύνολο των 552.000 ομολόγων μετατράπηκαν στις νόμιμες προθεσμίες 547.860 ομόλογα.

Λήφθηκε υπόψη και έγινε η κατάλληλη αναπροσαρμογή του λόγου μετατροπής σε κάθε μία περίοδο και συγκεκριμένα:

- i. από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας στις 2/12/1998 λόγω απορρόφησης θυγατρικών εταιριών, αναπροσαρμόσθηκε ο λόγος μετατροπής για τις μετατροπές που πραγματοποιήθηκαν στο τέλος του 2^{ου} έτους από 1:1 σε 1:1,73489.
- ii. από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας στις 10/1/2000 αναπροσαρμόσθηκε ο λόγος μετατροπής για τις μετατροπές που πραγματοποιήθηκαν στο τέλος του 3^{ου} έτους από 1:1 σε 1:2,406362



Όπως προκύπτει οι ομολογιούχοι που μετέτρεψαν τα ομόλογά τους στο τέλος του 2^{ου} έτους αποκόμισαν σημαντική υπεραξία από τη μετατροπή των ομολόγων τους σε μετοχές, που κυμάνθηκε από 155% έως 325%.



Όπως προκύπτει οι ομολογιούχοι που μετέτρεψαν τα ομόλογά τους στο τέλος του 3^{ου} έτους αποκόμισαν τεράστιες υπεραξίες από τη μετατροπή των ομολόγων τους σε μετοχές, που κυμάνθηκε από 1.111% έως 1.993%. Το γεγονός αυτό οφείλεται όχι στο τόσο ευνοϊκό χρηματιστηριακό κλίμα όσο στις επιχειρηματικές κινήσεις της εκδότριας λόγω της μετατροπής της σε Holding (νυν AXON ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.) σε συνδυασμό με την επικείμενη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

2. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.

Ποσό έκδοσης:	2.329.536.000 δρχ. (6.836.496 €)
Αριθμός ομολογιών:	970.640
Ονομαστική αξία:	2.400 δρχ. (7,04 €)
Τιμή έκδοσης:	2.400 δρχ. (7,04 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Σε όλη τη διάρκεια του δανείου
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	3.000 δρχ. (8,80 €)
Διάρκεια δανείου:	5 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Athibor – 4% κυμαινόμενο
Γενική Συνέλευση:	4/3/1997
Χρόνος έκδοσης	5 ^{ος} /1997

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται τόσο το πριμ μετατροπής όσο και το πριμ της έκδοσης των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και έκδοσης που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 4/3/1997 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 17/2-21/3/1997. Σημειώνεται ότι η τιμή μετατροπής καθορίσθηκε με premium 15,4% σε σχέση με την τιμή έκδοσης (600 δρχ. ή 1,76 €).



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 0% και 30%. Αντίθετα το πριμ έκδοσης ήταν τις περισσότερες ημέρες αρνητικό και κυμάνθηκε μεταξύ -20% και 3%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής παρουσίασε διακυμάνσεις δείχνοντας να σταθεροποιείται μετά την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το δικαίωμα μετατροπής παρέχεται καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου. Οι ομολογιούχοι μετέτρεψαν τα ομόλογα που κατείχαν σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας ως εξής:

<u>Ημερομηνία μετατροπής</u>	<u>Μετατραπείσες ομολογίες</u>
31/12/1997	98.120
16/5/1998	134.280
31/12/1998	188.600
14/6/1999	541.040
25/10/1999	<u>6.510</u>
Σύνολο	<u>968.550</u>

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ο όγκος μετατροπών σε συνδυασμό με την υπεραξία που αποκόμισαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους. Λήφθηκε υπόψη η περίοδος μετατροπών μέχρι την 14/6/1999 οπότε μετατράπηκε το σύνολο σχεδόν των ομολόγων.

Λήφθηκε επίσης υπόψη και έγινε η κατάλληλη αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, που πραγματοποιήθηκε μετά την έκδοση του ομολογιακού δανείου, με διανομή δωρεάν μετοχών από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών (split) με αποτέλεσμα η τιμή μετατροπής να καθορισθεί από 3.000 δρχ. σε 2.730 δρχ. για τις μετατροπές που θα πραγματοποιούντο από 10/6/1998 και μετά.

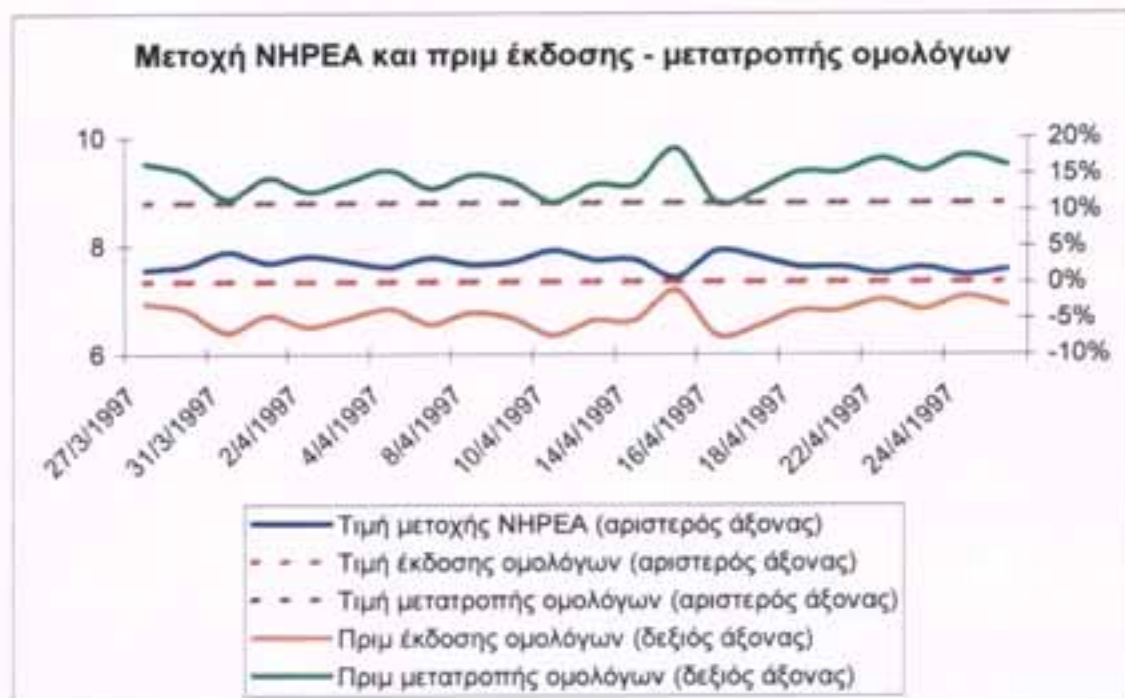


Όπως προκύπτει οι ομολογιούχοι που μετέτρεψαν τα ομόλόγά τους πριν την συμπλήρωση του πρώτου έτους από την έκδοση αντιμετώπισαν αρνητικό πριμ μετατροπής -10% (κεφαλαιακές ζημιές). Αντίθετα η μετατροπή αποδείχθηκε συμφέρουσα για τους ομολογιούχους που μετέτρεψαν τα ομόλόγά τους μετά το πρώτο έτος από την έκδοση, αφού αποκόμισαν υπεραξίες από τη μετατροπή των ομολόγων τους σε μετοχές, που κυμάνθηκαν από 62% έως 188%. Ειδικότερα οι ομολογιούχοι που αποκόμισαν τις υψηλότερες υπεραξίες ήταν αυτοί που μετέτρεψαν τις ομολογίες τους τον Ιούνιο 1999, μήνας κατά τον οποίον μετατράπηκε το 56% του συνόλου των ομολογιών και ταυτόχρονα περίοδος κατά την οποία υπήρξε σημαντική αύξηση στη τιμή της μετοχής λόγω και του γενικότερου ευνοϊκού χρηματιστηριακού κλίματος.

3. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	1.421.447.500 δρχ. (4.171.526 €)
Αριθμός ομολογίων:	568.579
Ονομαστική αξία:	2.500 δρχ. (7,34 €)
Τιμή έκδοσης:	2.500 δρχ. (7,34 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Σε όλη τη διάρκεια του δανείου
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	3.000 δρχ. (8,80 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Athibor – 4% κυμανόμενο
Γενική Συνέλευση:	13/4/1997
Χρόνος έκδοσης:	5 ^{ος} /1997

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται τόσο το πριμ μετατροπής όσο και το πριμ της έκδοσης των ομολόγων και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα, βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και έκδοσης που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 13/4/1997 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης, για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 27/3-29/4/1997. Σημειώνεται ότι η τιμή μετατροπής καθορίστηκε με premium 20% σε σχέση με την τιμή έκδοσης (500 δρχ. ή 1,47 €).



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 11% και 19%. Αντίθετα το πριμ έκδοσης ήταν όλες τις ημέρες αρνητικό και κυμάνθηκε μεταξύ -1% και -7%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών και δεν παρουσίασε αξιόλογες διακυμάνσεις.

Το δικαίωμα μετατροπής παρέχεται καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου. Οι ομολογιούχοι μετέτρεψαν τα ομόλογα που κατείχαν σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας ως εξής:

<u>Ημερομηνία μετατροπής</u>	<u>Μετατραπείσες ομολογίες</u>
7 ^{ος} /1998	443.809
8 ^{ος} /1998	21.950
3 ^{ος} /1999	77.740
6 ^{ος} /1999	<u>4.990</u>
Σύνολο	<u>548.489</u>

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ο όγκος μετατροπών σε συνδυασμό με την υπεραξία που αποκόμισαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους. Σημειώνεται ότι από το σύνολο των 568.579 ομολόγων μετατράπηκαν συνολικά 548.489 ομόλογα.

Λήφθηκε επίσης υπόψη και έγινε η κατάλληλη αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής από 3.000 δρχ. σε 2.727 δρχ. από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας στις 3/12/1997 λόγω απορρόφησης θυγατρικής εταιρίας.



Όπως προκύπτει το 78% των ομολογιούχων μετέτρεψαν τα ομόλογά τους τον Ιούλιο 1998 απολαμβάνοντας υπεραξία κατά μέσο όρο περίπου 35% (κεφαλαιακά κέρδη). Οι ομολογιούχοι αυτοί προτίμησαν να μετατρέψουν τα ομόλογά τους επωφελοόμενοι από μια σημαντική για την περίοδο εκείνη αύξηση της τιμής της μετοχής. Η αύξηση αυτή οφείλονταν σε μεγάλο βαθμό στην πραγματοποιηθείσα την ίδια περίοδο μετάταξη της εκδότριας εταιρίας από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α. με παράλληλη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και τιμή διάθεσης της κάθε μετοχής 3.500 δρχ. Λόγω του γεγονότος αυτού η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είχε σταθεροποιηθεί το διάστημα αυτό περίπου στις 3.500 δρχ., κάτι που αποδείχθηκε κίνητρο για τους ομολογιούχους να μετατρέψουν τα ομόλογά τους σε μετοχές έναντι μόνο 2.727 δρχ.

4. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο FANCO A.E.

Ποσό έκδοσης:	1.306.032.000 δρχ. (3.832.816 €)
Αριθμός ομολογίων:	1.088.360
Ονομαστική αξία:	1.200 δρχ. (3,52 €)
Τιμή έκδοσης:	1.200 δρχ. (3,52 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Σε όλη τη διάρκεια του δανείου
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	1.200 δρχ. (3,52 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Athibor – 3% κυμαινόμενο
Γενική Συνέλευση:	9/7/1997
Χρόνος έκδοσης	8 ^{ος} /1997

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα, που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 9/7/1997 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης, για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 24/6-24/7/1997.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 15% και 27% ενώ δεν φάνηκε στη περίοδο αυτή να επηρεάζεται η τιμή της μετοχής από την αποφασισθείσα έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το δικαίωμα μετατροπής παρέχεται καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου. Οι ομολογιούχοι μετέτρεψαν τα ομόλογα που κατείχαν σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας ως εξής:

<u>Ημερομηνία μετατροπής</u>	<u>Μετατραπείσες ομολογίες</u>
2/6/1998	266.670
23/2/1999	173.450
29/4/1999	30.460
7/5/1999	188.670
20/5/1999	428.650
31/1/2000	460
Σύνολο	<u>1.088.360</u>

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ο όγκος μετατροπών σε συνδυασμό με την υπεραξία που αποκόμισαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους. Λήφθηκε υπόψη η περίοδος μετατροπών μέχρι την 20/5/1999 όπότε μετατράπηκε το σύνολο σχεδόν των ομολόγων.



Όπως προκύπτει η μετατροπή αποδείχθηκε αρκετά συμφέρουσα για τους ομολογιούχους, αφού αποκόμισαν υπεραξία από τη μετατροπή των ομολόγων τους σε μετοχές, που κυμάνθηκε από 45% έως σχεδόν 500% ειδικά για τους ομολογιούχους που μετέτρεψαν τις ομολογίες τους τον Μάιο 1999, μήνας κατά τον οποίο μετατράπηκε το 57% του συνόλου των ομολόγων και ταυτόχρονα περίοδος κατά την οποία υπήρξε αλματώδης αύξηση στη τιμή της μετοχής λόγω και του γενικότερου ευνοϊκού χρηματιστηριακού κλίματος.

5. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.

Ποσό έκδοσης:	2.194.920.000 δρχ. (6.441.438 €)
Αριθμός ομολογιών:	1.045.200
Ονομαστική αξία:	2.100 δρχ. (6,16 €)
Τιμή έκδοσης:	2.100 δρχ. (6,16 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Σε όλη τη διάρκεια του δανείου
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	2.600 δρχ. (7,63 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Athibor – 4% κυμαινόμενο
Γενική Συνέλευση:	30/6/1997
Χρόνος έκδοσης	7 ^{ος} /1997

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται τόσο το πριμ μετατροπής όσο και το πριμ της έκδοσης των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και έκδοσης και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα, που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 30/6/1997 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης, για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 17/6-17/7/1997. Σημειώνεται ότι η τιμή μετατροπής καθορίσθηκε με premium 23,8% σε σχέση με την τιμή έκδοσης (500 δρχ. ή 1,47 €).



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 20% και 37%. Αντίστοιχα και το πριμ έκδοσης ήταν τις περισσότερες ημέρες θετικό και κυμάνθηκε μεταξύ -3% και 10%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών δείχνοντας να μην επηρεάζεται από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το δικαίωμα μετατροπής παρέιχτο καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου. Οι ομολογιούχοι μετέτρεψαν τα ομόλογα που κατείχαν σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας ως εξής:

Ημερομηνία <u>μετατροπής</u>	Μετατραπείσες <u>ομολονίες</u>
23/6/1999	181.150
26/7/1999	3.440
7/9/1999	559.890
16/9/1999	<u>299.710</u>
Σύνολο	<u>1.044.190</u>

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ο όγκος μετατροπών σε συνδυασμό με την υπεραξία που αποκόμισαν οι ομολογιούχοι από την μετατροπή των ομολόγων τους.



Όπως προκύπτει η μετατροπή αποδείχθηκε αρκετά συμφέρουσα για τους ομολογιούχους, αφού αποκόμισαν σημαντικές υπεραξίες από τη μετατροπή των ομολόγων τους σε μετοχές, που κυμάνθηκε από 120% έως σχεδόν 440% ειδικά για τους ομολογιούχους που μετέτρεψαν τις ομολογίες τους τον Σεπτέμβριο 1999, μήνας κατά τον οποίο μετατράπηκε το 82% του συνόλου των ομολόγων και ταυτόχρονα ο μήνας της μεγάλης χρηματιστηριακής έξαρσης η οποία προξένησε και την αλματώδη αύξηση της τιμής της μετοχής.

6. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	9.154.506.000 δρχ. (26.865.754,95 €)
Αριθμός ομολογιών:	796.044
Ονομαστική αξία:	11.500 δρχ. (33,75 €)
Τιμή έκδοσης:	11.500 δρχ. (33,75 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά τρίμηνο μετά την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	11.500 δρχ. (33,75 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	0,25% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	29/11/1999
Χρόνος έκδοσης	5 ^{ος} /2000

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. Το επιτόκιο 0,25% με το οποίο εκδόθηκε είναι χαμηλό συγκριτικά με παρόμοιες εκδόσεις και το γενικότερο ύψος των επιτοκίων της περιόδου εκείνης, πλην όμως η εκδότρια παρείχε το δικαίωμα σε όποιον ομολογιούχο δεν έχει στη λήξη του δανείου μετατρέψει τα ομόλόγά του σε μετοχές να του αποπληρώσει την ονομαστική αξία των ομολόγων προσαυξημένη κατά 25%.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 29/11/1999 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 15/11-15/12/1999.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με αρνητικό πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ -26% και -6%. Επίσης φαίνεται ότι τη μεγαλύτερη αρνητική τιμή την παρουσίασε την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης (29/11/1999) ενώ μετά από αυτήν σημειώθηκε μείωση στη τιμή της μετοχής η οποία συνέκλινε στη τιμή μετατροπής του ομολόγου.

Ήδη η Γενική Συνέλευση της 21/4/2003 έχει αποφασίσει την τροποποίηση των όρων του δανείου ως ακολούθως:

- i. Παρατάθηκε η διάρκεια κατά τρία έτη έως 17/5/2006.
- ii. Ο λόγος μετατροπής από 1 μετοχή για 1 ομολογία έγινε 6 μετοχές για 1 ομολογία.
- iii. Η αποπληρωμή των ομολογικών που δεν θα έχουν μετατραπεί σε μετοχές στη λήξη θα γίνει στην ονομαστική αξία προσαυξημένη κατά 41,58% έναντι του 25% που ίσχυε για την αρχική διάρκεια.

7. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	394.128.000 δρχ. (1.156.649 €)
Αριθμός ομολογιών:	331.200
Ονομαστική αξία:	1.190 δρχ. (3,49 €)
Τιμή έκδοσης:	1.190 δρχ. (3,49 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Στο τέλος του 3 ^{ου} έτους από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1,4 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	1.190 δρχ. (3,49 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	3,5% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	22/12/1999
Χρόνος έκδοσης	5 ^{ος} /2000

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. ενώ παράλληλα η κάλυψή του έγινε από τους βασικούς μετόχους της εταιρίας. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 22/12/1999 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 6/12/1999-7/1/2000.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με αρνητικό πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ -86% και -71%. Το υψηλό αυτό αρνητικό πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η ίδια Γενική Συνέλευση αποφάσισε παράλληλα με την εν λόγω έκδοση και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και τιμή διάθεσης των νέων μετοχών 2,49 € έναντι των 15 € που ήταν η τότε χρηματιστηριακή της τιμή.

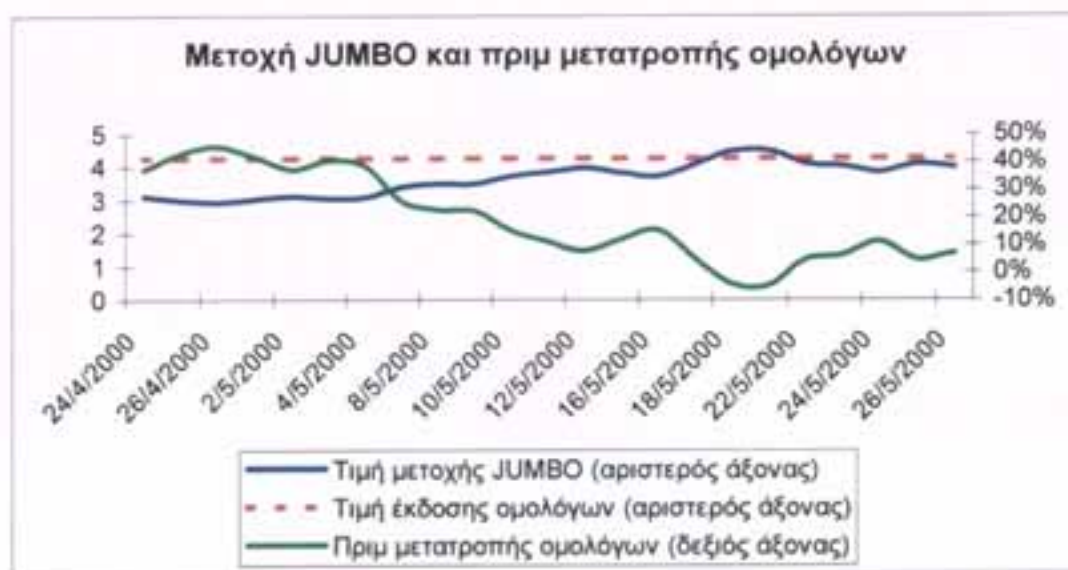
8. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο JUMBO Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	4.008.960.000 δρχ. (11.765.106 €)
Αριθμός ομολογιών:	2.764.800
Ονομαστική αξία:	1.450 δρχ. (4,26 €)
Τιμή έκδοσης:	1.450 δρχ. (4,26 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Τριμηνιαίως μετά τον 6 ^ο μήνα από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	1.450 δρχ. (4,26 €)
Διάρκεια δανείου:	4 έτη
Επιτόκιο:	0,5% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	11/5/2000
Χρόνος έκδοσης	10 ^{ος} /2000

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. Το επιτόκιο 0,5% με το οποίο εκδόθηκε είναι χαμηλό συγκριτικά με παρόμοιες εκδόσεις και το γενικότερο ύψος των επιτοκίων της περιόδου εκείνης, πλην όμως η εκδότρια παρείχε το δικαίωμα σε όποιον ομολογιούχο δεν είχε στη λήξη του δανείου μετατρέψει τα ομόλογά του σε μετοχές να του αποπληρώσει την ονομαστική αξία των ομολόγων προσαυξημένη κατά 29%.

Επίσης λόγω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και διανομή δωρεάν μετοχών (split) που πραγματοποιήθηκε μετά τη συγκεκριμένη έκδοση, αναπροσαρμόσθηκε ο λόγος μετατροπής από 1 μετοχή για κάθε 1 ομολογία σε 1,1 μετοχές για κάθε 1 ομολογία.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 11/5/2000 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 24/4-26/5/2000.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ -5% και 45%. Επίσης φαίνεται ότι τις μεγαλύτερες τιμές του το πριμ τις παρουσίασε πριν την ημερομηνία της Γενικής Συνέλευσης (11/5/2000) ενώ όσο πλησίαζε η ημέρα της Γενικής Συνέλευσης και μετά από αυτήν σημειώθηκε αύξηση στη τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα να σημειωθεί ακόμα και αρνητικό πριμ μετατροπής.

9. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	3.835.000.000 δρχ. (11.254.585 €)
Αριθμός ομολογιών:	118
Ονομαστική αξία:	32.500.000 δρχ. (95.377,84 €)
Τιμή έκδοσης:	32.500.000 δρχ. (95.377,84 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Τριμηνιαίως από τον 6 ^ο μήνα από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	10.000 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	32.500.000 δρχ. (95.377,84 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	1% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	22/9/2000
Χρόνος έκδοσης	11 ^{ος} /2000

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. και εκδόθηκε με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ στρατηγικών επενδυτών, πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων. Το επιτόκιο 1% με το οποίο εκδόθηκε είναι χαμηλό συγκριτικά με παρόμοιες εκδόσεις και το γενικότερο ύψος των επιτοκίων της περιόδου εκείνης, πλην όμως η εκδότρια παρείχε το δικαίωμα σε όποιον ομολογιούχο δεν είχε στη λήξη του δανείου μετατρέψει τα ομόλογά του σε μετοχές να του αποπληρώσει την ονομαστική αξία των ομολόγων προσαυξημένη κατά 22,5%.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 22/9/2000 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 6/9-9/10/2000.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με αυξημένο πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 24% και 63% ενώ δεν φάνηκε στη περίοδο αυτή να επηρεάζεται ιδιαίτερα η τιμή της μετοχής από την αποφασισθείσα έκδοση του ομολογιακού δανείου.

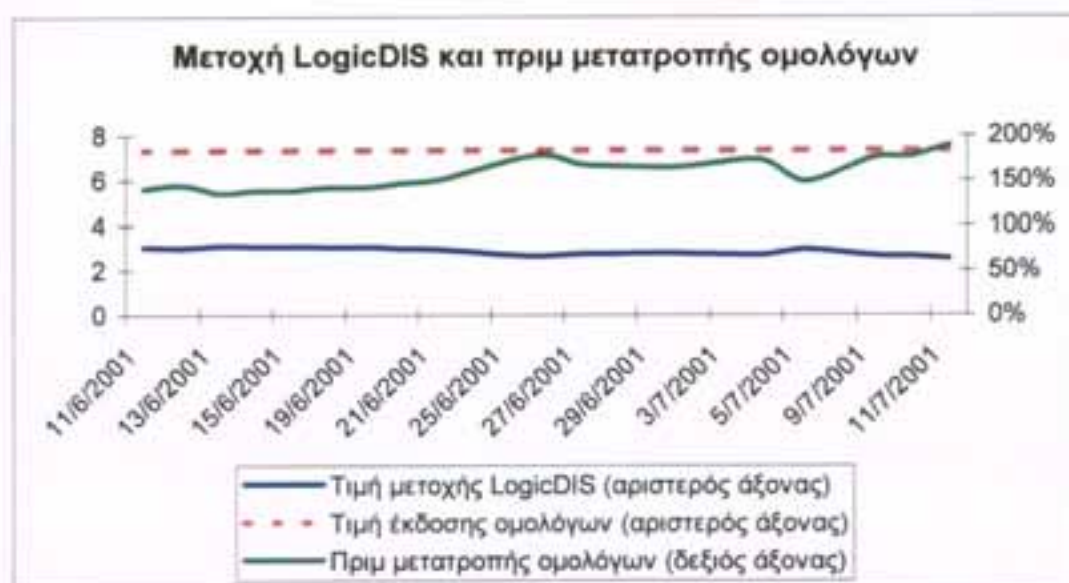
Το αυξημένο πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η έκδοση δεν έγινε με δημόσια εγγραφή αλλά με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ στρατηγικών επενδυτών, πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων.

10. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο LogicDIS A.E.

Ποσό έκδοσης:	4.444.463.585 δρχ. (13.043.180 €)
Αριθμός ομολογιών:	17.770
Ονομαστική αξία:	250.111 δρχ. (734 €)
Τιμή έκδοσης:	250.111 δρχ. (734 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Σε όλη τη διάρκεια του δανείου
Λόγος μετατροπής:	100 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	250.111 δρχ. (734 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	0,5% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	26/6/2001
Χρόνος έκδοσης	10 ^{ος} /2001

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. και εκδόθηκε με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ στρατηγικού επενδυτή και συγκεκριμένα υπέρ της EFG Eurobank-Ergasias A.E. Το επιτόκιο 0,5% με το οποίο εκδόθηκε είναι χαμηλό συγκριτικά με παρόμοιες εκδόσεις και το γενικότερο ύψος των επιτοκίων της περιόδου εκείνης, πλην όμως η εκδότρια παρείχε το δικαίωμα σε όποιον ομολογιούχο δεν είχε στη λήξη του δανείου μετατρέψει τα ομόλογά του σε μετοχές να του αποπληρώσει την ονομαστική αξία των ομολόγων προσαυξημένη κατά 20%.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 26/6/2001 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 11/6-11/7/2001.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με ιδιαίτερα αυξημένο πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 135% και 190%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών δείχνοντας να μην επηρεάζεται από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το αυξημένο πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η έκδοση δεν έγινε με δημόσια εγγραφή αλλά με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ της EFG Eurobank-Ergasias η οποία εισήλθε ως στρατηγικός επενδυτής στην εκδότρια αφού παράλληλα με την εν λόγω έκδοση του ομολογιακού δανείου ανέλαβε και την πλήρη κάλυψη της ταυτόχρονης αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας ποσού 5,6 δις δρχ. η οποία πραγματοποιήθηκε επίσης με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων με αποτέλεσμα η EFG Eurobank-Ergasias να κατέχει μετά την εν λόγω αύξηση το 6,65% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας.

11. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	15.333.750.000 δρχ. (45.000.000 €)
Αριθμός ομολογιών:	4.500
Ονομαστική αξία:	3.407.500 δρχ. (10.000 €)
Τιμή έκδοσης:	3.407.500 δρχ. (10.000 €)
Δικαίωμα μετατροπής:	Μηνιαίως μετά τον 6 ^ο μήνα από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1.908 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	3.407.500 δρχ. (10.000 €)
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	3,25% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	19/7/2001
Χρόνος έκδοσης	10 ^{ος} /2001

Η παρούσα έκδοση αφορά το πρώτο εταιρικό ομόλογο σε άυλη μορφή που εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 19/7/2001 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 2/7-3/8/2001.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με τιμή μετατροπής αισθητά χαμηλότερη της τιμής της μετοχής με αποτέλεσμα να προκύψει αρνητικό πριμ μετατροπής σε όλη τη διάρκεια της εξετασθείσας περιόδου που κυμάνθηκε μεταξύ -13% και -34%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε ιδιαίτερη διακύμανση και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών δείχνοντας μια ελαφρά πτωτική τάση όσο πλησίαζε η ημέρα της Γενικής Συνέλευσης και επανερχόμενη στα ίδια επίπεδα μετά την πραγματοποίησή της.

12. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.

Ποσό έκδοσης:	19.300.000 €
Αριθμός ομολογιών:	1.930
Ονομαστική αξία:	10.000 €
Τιμή έκδοσης:	10.000 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Μηνιαίως μετά το 1 ^ο έτος από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1.360 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	10.000 €
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	3,75% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	22/11/2001
Χρόνος έκδοσης	2 ^{ος} /2002

Το ομολογιακό δάνειο εκδόθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση υπέρ θεσμικών και λοιπών επενδυτών. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 22/11/2001 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 5/11-5/12/2001.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με αυξημένο πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 38% και 24%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών δείχνοντας να μην επηρεάζεται από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το αυξημένο πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η έκδοση δεν έγινε με δημόσια εγγραφή αλλά με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων και ιδιωτική τοποθέτηση υπέρ θεσμικών και λοιπών επενδυτών.

13. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΝΕΛ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	543.856 €
Αριθμός ομολογιών:	247.207
Ονομαστική αξία:	2,20 €
Τιμή έκδοσης:	2,20 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Κάθε Μάρτιο και Σεπτέμβριο
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	2,20 €
Διάρκεια δανείου:	7 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Euribor + 2% κυμαινόμενο
Γενική Συνέλευση:	24/6/2001
Χρόνος έκδοσης	11 ^{ος} /2001 – 2 ^{ος} /2002

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 24/6/2001 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 8/6-9/7/2001.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 20% και 46%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής φαίνεται να παρουσιάζει μια ελαφρά πτώση μετά την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Επισημαίνεται ότι το ομολογιακό δάνειο καλύφθηκε κατά ποσοστό μόνο 3,08% και αφού η προθεσμία της περιόδου των προεγγραφών παρατάθηκε επί τρίμηνο. Συγκεκριμένα η εκδότρια κατάφερε να συγκεντρώσει μόνο 543.856 € έναντι των 17.655.442 € που είχε αποφασίσει η Γενική Συνέλευση να ανέλθει το ύψος της συνολικής έκδοσης. Η μη πλήρης κάλυψη του οφείλεται πιθανότατα αφενός στη μεγάλη διάρκεια και στη μη διαπραγματευσιμότητά του δανείου στο Χρηματιστήριο και αφετέρου στα μεγάλα οικονομικά προβλήματα που αντιμετώπιζε η εκδότρια εταιρία.

14. Ανταλλάξιμο Ομολογιακό Δάνειο ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	30.000.000 €
Αριθμός ομολογιών:	3.000
Ονομαστική αξία:	10.000 €
Τιμή έκδοσης:	10.000 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά μήνα μετά την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	5.850 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	10.000 €
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	3,25% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	8/5/2002
Χρόνος έκδοσης	6 ^{ος} /2002

Η παρούσα έκδοση αφορά το πρώτο ανταλλάξιμο εταιρικό ομόλογο σε άυλη μορφή που εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα το παρόν δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους το δικαίωμα να ανταλλάξουν τα ομόλογά τους με υπάρχουσες μετοχές όχι του εκδότη του δανείου αλλά της εισηγμένης στο ΧΑΑ εταιρίας «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ» η οποία είναι θυγατρική της εκδότριας εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ». Για

την κάλυψη αυτού του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου πραγματοποιήθηκε αντίστοιχη ισόποση έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου από την «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ» η οποία διατέθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση και αναλήφθηκε εξολοκλήρου από την εκδότρια εταιρία του ανταλλάξιμου δανείου «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ». Η έκδοση αυτή του μετατρέψιμου δανείου έγινε με τους ίδιους ακριβώς όρους που έγινε η έκδοση του ανταλλάξιμου δανείου όπως προκύπτει και από την εν συνεχεία ανάλυση της έκδοσης αυτής.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής -όχι της εκδότριας εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ» αλλά της «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ»- και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 8/5/2002 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 22/4-24/5/2002.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 13% και 32%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών δείχνοντας να μην επηρεάζεται από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της μητρικής εταιρίας για την έκδοση του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου ή από την απόφαση της ίδιας για την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

15. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.

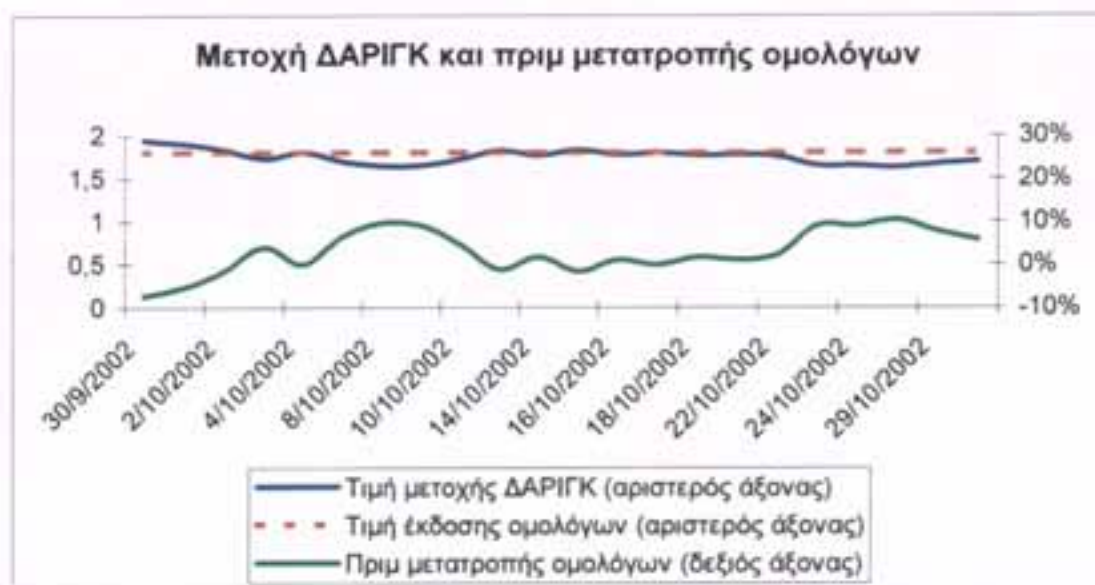
Ποσό έκδοσης:	30.000.000 €
Αριθμός ομολογιών:	3.000
Ονομαστική αξία:	10.000 €
Τιμή έκδοσης:	10.000 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά μήνα μετά την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	5.850 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	10.000 €
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	3,25% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	8/5/2002
Χρόνος έκδοσης	6 ^{ος} /2002

Το παρόν ομολογιακό δάνειο εκδόθηκε με ιδιωτική τοποθέτηση και διατέθηκε εξολοκλήρου στην μητρική εταιρία «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ». Οπως αναφέραμε και ανωτέρω η παρούσα έκδοση έγινε με τους ίδιους ακριβώς όρους που έγινε η ταυτόχρονη έκδοση του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου της εταιρίας «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ» και σκοπός ήταν η κάλυψη του ανταλλάξιμου δανείου με μετοχές της «ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ». Κατ' ουσία δηλαδή οι δύο αυτές εκδόσεις ομολογιακών δανείων θα πρέπει να αντιμετωπισθούν ως ενιαία συναλλαγή.

16. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΔΑΡΙΓΚ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	5.428.418,88 €
Αριθμός ομολογιών:	53.832
Ονομαστική αξία:	100,84 €
Τιμή έκδοσης:	100,84 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά μήνα μετά την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	56 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	100,84 €
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	Ετήσιο Euribor – 0,1% κυμαινόμενο
Γενική Συνέλευση:	14/10/2002
Χρόνος έκδοσης	12 ^{ος} /2002

Το παρόν ομολογιακό δάνειο δεν είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 14/10/2002 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 8/6-9/7/2001



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ -7% και 10%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών.

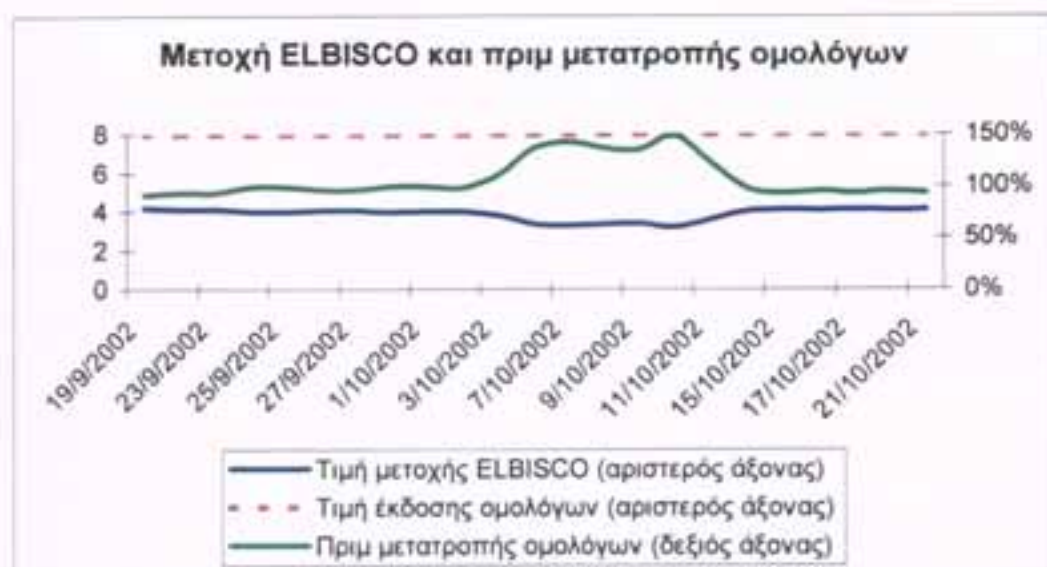
Επισημαίνεται ότι το ομολογιακό δάνειο καλύφθηκε κατά ποσοστό μόνο 41,6% και συγκεκριμένα η εκδότρια κατάφερε να συγκεντρώσει μόνο 5.428.418,88 € έναντι των 13.049.401,88 € που είχε αποφασίσει η Γενική Συνέλευση να ανέλθει το ύψος της συνολικής έκδοσης. Η μη πλήρης κάλυψή του οφείλεται πιθανότατα στη μη διαπραγματευσιμότητά του στο Χρηματιστήριο σε συνδυασμό με τα μεγάλα οικονομικά προβλήματα που αντιμετώπιζε η εκδότρια εταιρία.

17. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ELBISCO A.E.

Ποσό έκδοσης:	23.600.000 €
Αριθμός ομολογιών:	2.360
Ονομαστική αξία:	10.000 €
Τιμή έκδοσης:	10.000 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Μηνιαίως μετά τον 6 ^ο μήνα από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1.250 μετοχές για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	10.000 €
Διάρκεια δανείου:	3 έτη
Επιτόκιο:	4,75% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	4/10/2002
Χρόνος έκδοσης	1 ^{ος} /2003

Το παρόν ομολογιακό δάνειο είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. και εκδόθηκε με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ θεσμικών επενδυτών.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 4/10/2002 η οποία αποφάσισε τους όρους έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 19/9-21/10/2002.



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με ιδιαίτερα αυξημένο πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 91% και 148%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε ιδιαίτερες διακυμάνσεις, εμφάνισε όμως κάμψη τις ημέρες της Γενικής Συνέλευσης επανερχόμενη πάντως μέσα στον υπό έλεγχο μήνα στα προ της Γενικής Συνέλευσης επίπεδα.

Το αυξημένο πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι η έκδοση έγινε με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ θεσμικών επενδυτών. Συγκεκριμένα η κάλυψη του δανείου έγινε από:

Τράπεζες	78,64%
Αμοιβαία Κεφάλαια	14,24%
Ασφαλιστικές εταιρίες	6,78%
Φυσικά πρόσωπα	<u>0,34%</u>
	100%

18. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.

Ποσό έκδοσης:	30.000.000 €
Αριθμός ομολογιών:	9.374.990
Ονομαστική αξία:	3,20 €
Τιμή έκδοσης:	3,20 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά εξάμηνο από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	1 μετοχή για 1 ομολογία
Τιμή μετατροπής:	3,20 €
Διάρκεια δανείου:	10 έτη
Επιτόκιο:	1-5 ^ο έτος: Τρίμηνο Euribor+1,75% 6-10 ^ο έτος: Τρίμηνο Euribor+3,25%
Διοικητικό Συμβούλιο:	19/11/2002
Χρόνος έκδοσης	1 ^ο /2003

Το παρόν ομολογιακό δάνειο είναι διαπραγματεύσιμο στο Χ.Α. και αφορά δάνειο μειωμένης εξασφάλισης το οποίο θα προσμετρηθεί στα συμπληρωματικά κεφάλαια της Τράπεζας (tier II).

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται το πριμ μετατροπής των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής της μετοχής και της τιμής μετατροπής αντίστοιχα που καθορίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της 19/11/2002 και τη Γενική Συνέλευση της 4/10/2002 όπου αποφασίστηκαν οι όροι έκδοσης και για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 19/9-21/10/2002.

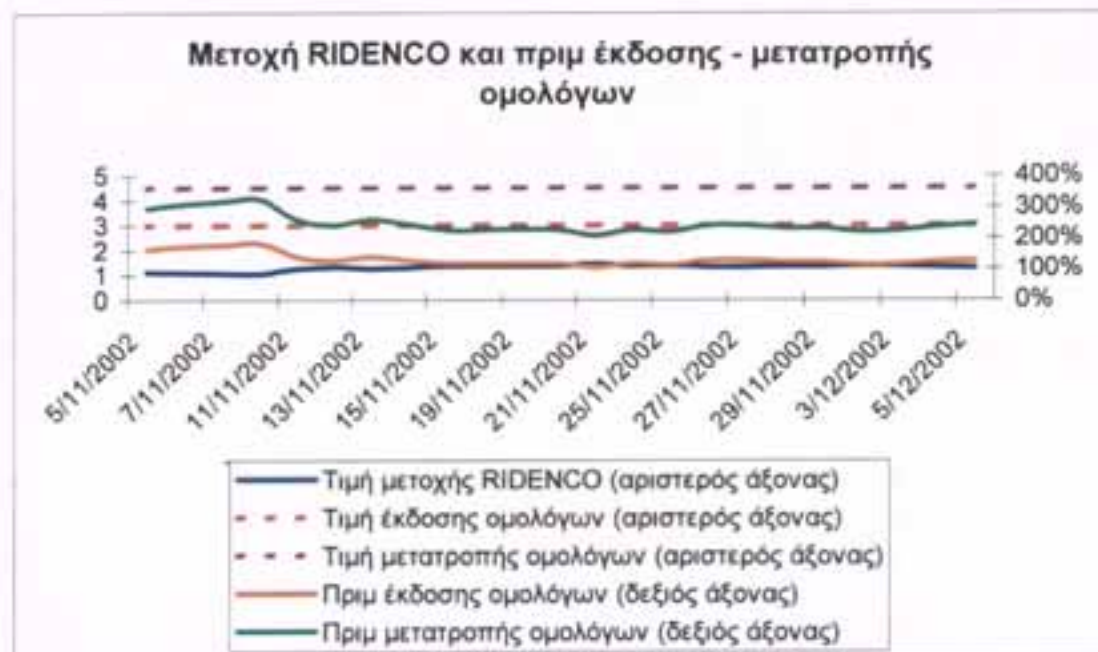


Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής που κυμάνθηκε μεταξύ 9% και 21%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις και κυμάνθηκε σε στενό εύρος τιμών.

19. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο RIDENCO A.E.

Ποσό έκδοσης:	5.764.922 €
Αριθμός ομολογιών:	2.882.461
Ονομαστική αξία:	2 €
Τιμή έκδοσης:	2 €
Δικαίωμα μετατροπής:	Ανά εξάμηνο από την έκδοση
Λόγος μετατροπής:	2 μετοχές για 3 ομολογίες
Τιμή μετατροπής:	3 €
Διάρκεια δανείου:	4 έτη
Επιτόκιο:	6% σταθερό
Γενική Συνέλευση:	20/11/2002
Χρόνος έκδοσης	2 ^ο /2003

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται τόσο το πριμ μετατροπής όσο και το πριμ της έκδοσης των ομολόγων βάσει της σχέσης της τιμής μετατροπής και έκδοσης και της τιμής της μετοχής αντίστοιχα, που καθορίστηκε από τη Γενική Συνέλευση της 20/11/2002 η οποία και αποφάσισε τους όρους έκδοσης, για συνολικό διάστημα ενός μηνός και συγκεκριμένα της περιόδου 5/11-5/12/2002. Σημειώνεται ότι η τιμή μετατροπής καθορίστηκε με premium 50% σε σχέση με την τιμή έκδοσης (1,50 €).



Όπως προέκυψε κατά την εξετασθείσα περίοδο του ενός μηνός, το ομόλογο εκδόθηκε με πριμ μετατροπής αρκετά υψηλό που κυμάνθηκε μεταξύ 221% και 325%. Αντίστοιχα και το πριμ έκδοσης ήταν αυξημένο και κυμάνθηκε μεταξύ 114% και 183%. Επίσης στην ίδια περίοδο η τιμή της μετοχής δεν παρουσίασε ιδιαίτερες διακυμάνσεις επηρεαζόμενη μάλλον θετικά από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για την έκδοση του ομολογιακού δανείου.

Το υψηλό πριμ μετατροπής μπορεί να δικαιολογηθεί από το ότι το επιτόκιο 6% με το οποίο εκδόθηκε είναι υψηλό συγκριτικά με παρόμοιες εκδόσεις και το γενικότερο ύψος των επιτοκίων της περιόδου εκείνης.

A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εισαγωγή των εταιρικών ομολόγων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά προϋποθέτει, μεταξύ άλλων, την εξοικείωση του επενδυτικού κοινού με μια σειρά εργαλείων και τεχνικών που έχουν τη βάση τους στην Μαθηματική Ανάλυση. Τα εργαλεία αυτά είναι, εκ πρώτης όψεως, αρκετά πολύπλοκα, όμως η αναλυτική ανάπτυξη τους με τη βοήθεια σχετικών παραδειγμάτων μπορεί να τα καταστήσουν προσιτά σε ένα ευρύτερο κοινό.

Οι βασικές μαθηματικές έννοιες που πρέπει να γνωρίζει ο επενδυτής προκειμένου να αξιολογήσει ένα εταιρικό ομόλογο είναι:

1. Ονομαστική απόδοση (yield)
2. Απόδοση στη λήξη (yield to maturity)
3. Μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας (duration)
4. Κυρτότητα (convexity)

1. Μελλοντική αξία κεφαλαίου

Επενδυτής τοποθετεί ποσόν C για χρονικό διάστημα ενός έτους με σταθερή απόδοση α . Μετά την παρέλευση του έτους, ο επενδυτής θα λάβει ποσόν ίσο προς:

$$A_1 = C(1 + \alpha)$$

Εάν η επένδυση επαναληφθεί για δεύτερο έτος με την ίδια απόδοση α , μετά παρέλευση δύο ετών ο επενδυτής θα λάβει, προφανώς, ποσόν ίσο προς:

$$A_2 = C(1 + \alpha)^2$$

Γενικεύοντας: Η **μελλοντική αξία** (future value) αρχικού ποσού C το οποίο επενδύεται με σταθερή ετήσια απόδοση α για n έτη ισούται με :

$$A_n = C(1 + \alpha)^n$$

(1)

2. Απόδοση στη λήξη εταιρικού ομολόγου

Λύνοντας την εξίσωση (1) της προηγούμενης παραγράφου (μελλοντική αξία κεφαλαίου) ως προς C , παίρνουμε την **παρούσα αξία** (present value) που αντιστοιχεί σε κεφάλαιο A_n που θα εισπράτταμε μετά από n έτη με απόδοση a :

$$C = \frac{A_n}{(1 + a)^n}$$

Ας θεωρήσουμε ένα εταιρικό ομόλογο με τα εξής χαρακτηριστικά:

- Πληρώνει κάθε έτος τοκομερίδιο αξίας C
- Έχει διάρκεια ζωής n έτη
- Έχει αξία στη λήξη του ίση με M
- Έχει παρούσα χρηματιστηριακή αξία ίση με V

Η **απόδοση στη λήξη του ομολόγου** (yield to maturity) δίνεται από τη σχέση αναγωγής του συνόλου των πληρωμών του ομολόγου σε σημερινή αξία:

$$V = \frac{C}{1+y} + \frac{C}{(1+y)^2} + \dots + \frac{C+M}{(1+y)^n} \quad (2)$$

Η σχέση (2) μπορεί να αποδοθεί σε μια συνοπτικότερη μορφή ως εξής:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+y)^i}$$

όπου:

C_i = Αξία τοκομεριδίου για $i = 1, 2, \dots, n-1$, και

C_i = Αξία τοκομεριδίου + Αξία στη λήξη του ομολόγου για $i = n$.

Παράδειγμα

Έστω το εταιρικό ομόλογο διάρκειας 3 ετών με αξία στη λήξη 100 Νομισματικές Μονάδες (N.M.) και Τοκομερίδιο 4 N.M. Η παρούσα χρηματιστηριακή του αξία ισούται με 98,5 N.M. Η εσωτερική απόδοση y του ομολόγου δίνεται από τη σχέση:

$$98,5 = \frac{4}{1+y} + \frac{4}{(1+y)^2} + \frac{104}{(1+y)^3}$$

Ο υπολογισμός του y μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους, ο πιο δημοφιλής από τους οποίους είναι η τεχνική goal seek του Excel. Πράγματι, μέσω της τεχνικής αυτής υπολογίζεται το y προσεγγιστικά ίσο προς:

$$y = 0,045$$

Δηλαδή η απόδοση στη λήξη του συγκεκριμένου εταιρικού ομολόγου είναι περίπου ίση με 4,5%.

Στη συνέχεια παραθέτουμε έναν πίνακα που δείχνει πως μπορούν να τοποθετηθούν τα δεδομένα ενός εταιρικού ομολόγου σε ένα φύλλο Excel ώστε να υπολογισθεί με τη μέθοδο goal seek η απόδοση στη λήξη του ομολόγου.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
0,045	4	0	1	3,826	98,5
	4	0	2	3,660	
	4	100	3	91,015	

Πίνακας 1

Ο πίνακας 1 περιέχει τα εξής στοιχεία :

Στήλη 1 : Στην πρώτη γραμμή της στήλης εμφανίζεται η απόδοση στη λήξη όπως θα υπολογισθεί από την τεχνική goal seek.

Στήλη 2 : Περιέχει τα τοκομερίδια που πληρώνει το εταιρικό ομόλογο στο τέλος κάθε έτους.

Στήλη 3 : Η τελευταία γραμμή της στήλης περιέχει την αξία του ομολόγου στη λήξη του.

Στήλη 4 : Περιέχει μια αύξουσα αρίθμηση από το 1 μέχρι το πλήθος των ετών κατά τα οποία το ομόλογο θα πληρώνει τοκομερίδια

Στήλη 5 : Υπολογίζει την παρούσα αξία του ποσού που εισπράττει ο επενδυτής στο τέλος κάθε έτους

Στήλη 6 : Η πρώτη γραμμή της στήλης περιέχει το άθροισμα των ποσών που περιέχονται στα κελιά της στήλης (5).

Η διάταξη αυτή των δεδομένων επιτρέπει στον χρήστη του Excel να χρησιμοποιήσει την εντολή Goal Seek ώστε να υπολογίσει την απόδοση στη λήξη του εταιρικού ομολόγου. Πρέπει πάντως να σημειωθεί πως η μέθοδος goal seek δεν παρέχει πολύ ακριβή αποτελέσματα. Για μεγαλύτερη ακρίβεια, ο χρήστης πρέπει να προσφύγει σε λύσεις όπως η «διχοτομική αναζήτηση» η υλοποίηση της οποίας προϋποθέτει την ανάπτυξη σχετικής εφαρμογής.

Το ποσοστό a επί της αξίας στη λήξη M στο οποίο αντιστοιχεί το τοκομερίδιο C του εταιρικού ομολόγου, ονομάζεται **ονομαστική απόδοση** του εταιρικού ομολόγου:

$$C = a \cdot M$$

3. Μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας (Duration)

Η αξιολόγηση ενός εταιρικού ομολόγου επιβάλλει την εισαγωγή του χρονικού παράγοντα, δηλαδή της πραγματικής διάρκειας δέσμευσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου στο εταιρικό ομόλογο. Ο μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας D αποτελεί έναν δείκτη μέτρησης του χρόνου δέσμευσης του κεφαλαίου που περιλαμβάνει τόσο τις χρονικές στιγμές κατά τις οποίες πραγματοποιούνται ταμειακές εισροές από την είσπραξη τοκομεριδίων όσο και το ύψος των ίδιων των τοκομεριδίων. Έτσι αν κάθε ημερομηνία i καταβολής ενός τοκομεριδίου διέθετε έναν συντελεστή βαρύτητας w_i , ο μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας D θα ήταν ίσος με:

$$D = \sum_{i=1}^n w_i \cdot i \quad (4)$$

Ασφαλώς, κάθε συντελεστής w_i δεν θα μπορούσε παρά να σχετίζεται με το ύψος του τοκομεριδίου που εισπράττει ο επενδυτής κατά τη χρονική στιγμή i . Είναι φυσικό λοιπόν να οδηγηθούμε στη σχέση:

$$w_i = \frac{\frac{C_i}{(1+y)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+y)^i}} \quad (5)$$

Ο εν λόγω ορισμός των συντελεστών w_i εξασφαλίζει την σχέση:

$$\sum_{i=1}^n w_i = 1$$

που χαρακτηρίζει μια δομή στάθμισης.

Κατά συνέπεια, από τις σχέσεις (4) και (5) προκύπτει:

$$D = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{C_i \cdot i}{(1+y)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+y)^i}} \quad (6)$$

Παρατηρούμε ότι η μονάδα μέτρησης του μέσου σταθμικού δείκτη διάρκειας είναι το έτος.

Παρατηρούμε, επίσης, ότι η σχέση (6) μπορεί να γραφεί, κάνοντας χρήση της (6), με πιο συνοπτικό τρόπο:

$$D = \frac{1}{V} \cdot \sum_{i=1}^n \frac{C_i \cdot i}{(1+y)^i} \quad (7)$$

Όπου V η χρηματιστηριακή αξία του εταιρικού ομολόγου.

Παράδειγμα

Δίνεται εταιρικό ομολόγο με τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

Αξία τοκομεριδίου: 4 ν.μ.

Απόδοση στη λήξη: 5%

Χρόνος ζωής: 3 έτη

Αξία στη λήξη: 100 ν.μ.

Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνεται ο τρόπος υπολογισμού του μέσου σταθμικού δείκτη διάρκειας με τη βοήθεια του Excel.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
0,005	4	0	1	3,8	97,277	3,8	280,6	2,884
	4	0	2	3,6		7,3		
	4	100	3	89,8		269,5		

Πίνακας 2

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει δομή όμοια με αυτήν του πίνακα 1 με επιπρόσθετες τις στήλες:

Στήλη 7 : Περιέχει το γινόμενο των κελιών που βρίσκονται στις στήλες 5 και 4.

Στήλη 8 : Περιέχει το άθροισμα των κελιών της στήλης 7.

Στήλη 9 : Περιέχει το πηλίκο της στήλης 8 δια την στήλη 6 που αποτελεί τ duration του ομολόγου.

Επομένως, ο μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας του ομολόγου υπολογίζεται ίσος προς:

$$D = 2,884 \text{ έτη}$$

Ας σημειωθεί, τέλος, πως ο μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας D είναι μικρότερος από τη διάρκεια ζωής n του εταιρικού ομολόγου, αφού μέρος του επενδεδυμένου κεφαλαίου εισπράττεται κατά τη λειτουργία του ομολόγου μέσω των τοκομεριδίων.

4. Μαθηματική ερμηνεία του duration

Ο μέσος σταθμικός δείκτης διάρκειας μετρά την ευαισθησία που παρουσιάζει η μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας ενός εταιρικού ομολόγου σε μια μικρή μεταβολή της απόδοσης στη λήξη του. Όπως θα δείξουμε στη συνέχεια, ισχύει:

$$\frac{dV}{V} = -\frac{1}{1+y} \cdot D \cdot dy \quad (8)$$

όπου:

dy : Μια πολύ μικρή μεταβολή του Y .

D : Duration.

y : Απόδοση στη λήξη (γνωστή από στη σχέση (2) του κεφαλαίου 2).

V : Χρηματιστηριακή αξία του εταιρικού ομολόγου.

dV : Μεταβολή που αναμένεται να επέλθει στη χρηματιστηριακή αξία του εταιρικού ομολόγου ύστερα από μεταβολή του y κατά dy .

Πράγματι, διαφορίζοντας τη σχέση (3) της δεύτερης παραγράφου, έχουμε:

$$dV = -\sum_{i=1}^n \frac{C_i \cdot i}{(1+y)^{i+1}} dy$$

$$dV = -\frac{1}{1+y} \sum_{i=1}^n \frac{C_i \cdot i}{(1+y)^i} dy$$

Διαιρώντας δια V τα δυο μέλη της ανωτέρω ισότητας και κάνοντας χρήση της σχέσης (6) που ορίζει τον μέσο σταθμικό δείκτη διάρκειας, προκύπτει η σχέση:

$$\frac{dV}{V} = -\frac{1}{1+y} \cdot D \cdot dy$$

από την οποία συνεπάγεται η ζητούμενη.

Το πρόσημο «-» στη σχέση (8) σημαίνει πως η αύξηση (αντίστοιχα μείωση) της απόδοσης στη λήξη προκαλεί μείωση (αντίστοιχα αύξηση) της χρηματιστηριακής αξίας του εταιρικού ομολόγου.

Παράδειγμα

Εκδίδεται τριετές εταιρικό ομόλογο που πληρώνει ετήσιο τοκομερίδιο 4 Ν.Μ και έχει απόδοση στη λήξη 4,5%

Η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία του ομολόγου είναι 98,625 Ν.Μ . Ποια θα είναι η νέα χρηματιστηριακή αξία του ομολόγου αν τα επιτόκια μεταβληθούν κατά 0,5%.

Ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού δείκτη διάρκειας (duration) του εταιρικού ομολόγου είναι ίσος με :

$$D = 2,885$$

Από τη σχέση (8) προκύπτει:

$$dV = -\frac{98,625}{1+0,045} \times 2,885 \times 0,005$$

$$dV = - 1,361$$

Δηλαδή η νέα χρηματιστηριακή αξία του ομολόγου θα είναι ίση με:

$$V_1 = 97,264$$

Τα ανωτέρω θα ισχύουν με την υπόθεση ότι η μεταβολή της απόδοσης του εταιρικού ομολόγου θα ακολουθεί την μεταβολή της απόδοσης της αγοράς.

Μπορούμε, επίσης, να υπολογίσουμε απ' ευθείας την χρηματιστηριακή αξία του εταιρικού ομολόγου θέτοντας την απόδοση στη λήξη ίση με 5%. Προκύπτει η χρηματιστηριακή αξία:

$$V_2 = 97,277$$

Η απόκλιση που παρουσιάζουν οι μεταβλητές V_1 και V_2 οφείλεται στη μη γραμμική συσχέτιση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας του εταιρικού ομολόγου και της απόδοσης στη λήξη του

5. Το «duration» ως εργαλείο μέτρησης του κινδύνου

Ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού δείκτη διάρκειας ενός εταιρικού ομολόγου επιτρέπει την κατάταξή του στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή σύμφωνα με το βαθμό επικινδυνότητας που παρουσιάζει σε σχέση με άλλα προϊόντα σταθερής απόδοσης.

Ας εξετάσουμε τα δυο παραδείγματα εταιρικών ομολόγων:

Εταιρικό ομόλογο Α:

Αξία τοκομεριδίου: 4 ν.μ.

Απόδοση στη λήξη: 5%

Χρόνος ζωής: 6 έτη

Αξία στη λήξη: 100 ν.μ.

Εταιρικό ομόλογο Β:

Αξία τοκομεριδίου: 2 ν.μ.

Απόδοση στη λήξη: 5,5%

Χρόνος ζωής: 6 έτη

Αξία στη λήξη: 100 ν.μ.

Οι μέσοι σταθμικοί δείκτες διάρκειας D_A και D_B των δυο ομολόγων είναι αντιστοίχως ίσοι με :

$$D_A = 5,43 \text{ έτη}$$

Και

$$D_B = 5,68 \text{ έτη}$$

Κάνοντας χρήση των ανωτέρω ποσών και της σχέσης (8) της παραγράφου 4 συνάγουμε το συμπέρασμα ότι ο επενδυτής εκθέτει σε μικρότερο κίνδυνο το κεφάλαιο του επιλέγοντας το εταιρικό ομόλογο Α αφού αυτό του εξασφαλίζει την ανάκτηση του κεφαλαίου του σε 5,43 έτη ενώ η επιλογή του εταιρικού ομολόγου Β θα τοποθετούσε τη χρονική διάρκεια ανάκτησης του κεφαλαίου στα 5,68 έτη.

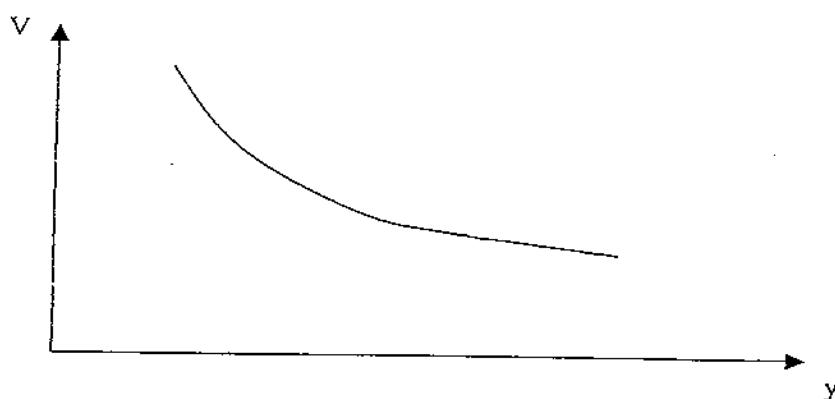
6. Κυρτότητα

Διαπιστώσαμε ότι η μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής ενός ομολόγου, συναρτήσει της απόδοσης στη λήξη του δεν γίνεται γραμμικά. Στον πίνακα που ακολουθεί υπολογίσθηκαν για το ίδιο εταιρικό ομόλογο οι χρηματιστηριακές του αξίες που αντιστοιχούν σε διάφορες τιμές του Y .

y	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25
V	97,28	81,42	71,66	66,3	59,01

Πίνακας 3

Η συνάρτηση $V(y)$ παριστάνεται από μια κυρτή καμπύλη της μορφής:



Σχήμα 1

Ένας πιο ακριβής υπολογισμός του διαφορικού dV της χρηματιστηριακής αξίας του ομολόγου δίνεται από την ακολουθία Taylor:

$$dV = V'(y)dy + \frac{1}{2}V''(y)(dy)^2 + \dots$$

Συνεπώς, μια μεταβολή ίση προς dy της απόδοσης στη λήξη του εταιρικού ομολόγου, συνεπάγεται μια ποσοστιαία μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας του εταιρικού ομολόγου ίση προς :

$$\frac{dV}{V} = V'(y) \frac{1}{V} dy + \frac{1}{2} V''(y) \frac{1}{V} (dy)^2 \quad (9)$$

Στη συνέχεια, θα αναπτύξουμε τη σχέση (9) :

Η δεύτερη παράγωγος της $V(y)$ υπολογίζεται ίση με:

$$V'' = \frac{1}{(1+y)^2} \sum_{i=1}^n \frac{C_i i(i+1)}{(1+y)^i}$$

Συνεπώς:

$$\frac{dV}{V} = -\frac{1}{1+y} D \cdot dy + \frac{1}{2} \frac{1}{(1+y)^2} \frac{1}{V} \sum_{i=1}^n \frac{C_i i(i+1)}{(1+y)^i} (dy)^2$$

Η ανωτέρω σχέση θα απλοποιηθεί σημαντικά αν ορίσουμε την ποσότητα C ίση με:

$$C = \frac{1}{V} \sum_{i=1}^n \frac{C_i i(i+1)}{(1+y)^i} \quad (10)$$

που θα ονομάζεται **συντελεστής κυρτότητας** του εταιρικού ομολόγου

Συνεπώς, ισχύει:

$$\frac{dV}{V} = -\frac{1}{1+y} D \cdot dy + \frac{1}{2} \frac{C}{(1+y)^2} \frac{1}{V} (dy)^2 \quad (11)$$

Η ποσότητα

$$\frac{1}{2} \frac{C}{(1+y)^2} (dy)^2 \quad (11)$$

διορθώνει το σφάλμα στον υπολογισμό της μεταβολής της αγοραίας τιμής του εταιρικού ομολόγου που προκύπτει μετά από μεταβολή της απόδοσης του στη λήξη.

Παράδειγμα

Ο υπολογισμός της κυρτότητας του εταιρικού ομολόγου του παραδείγματος του κεφαλαίου 4 θα γίνει από τη σχέση :

$$C = \frac{1}{98,625} \left(\frac{4 \times 1 \times 2}{1+0,045} + \frac{4 \times 2 \times 3}{(1+0,45)^2} + \frac{104 \times 3 \times 4}{(1+0,45)^3} \right)$$

Η υλοποίηση της ανωτέρω σχέσης γίνεται με τη βοήθεια του Excel όπως αποτυπώνεται στον πίνακα που ακολουθεί.

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
0,045	4	0	1	3,8	98,6	3,8	284,6	2,885	7,7	1123,3	11,389
	4	0	2	3,7		7,3			22,0		
	4	100	3	91,1		273,4			1093,6		

Πίνακας 4

Ο πίνακας 4 αποτελεί επέκταση του πίνακα 2 με την προσθήκη των στηλών:

Στήλη 10 : Περιέχει το γινόμενο των κελιών της στήλης 5 επί τη στήλη 4 επί τη στήλη 4 προσαυξημένη κατά μία μονάδα.

Στήλη 11 : Περιέχει το άθροισμα των κελιών της στήλης 10.

Στήλη 12 : Περιέχει το πηλίκο της στήλης 11 δια την στήλη 8 που αποτελεί τον συντελεστή κυρτότητας του ομολόγου.

Συνεπώς, η κυρτότητα του εν λόγω εταιρικού ομολόγου υπολογίζεται ίση προς:

$$C = 11,389$$

Για μια μεταβολή της απόδοσης στη λήξη dy ίσης προς 0,005, θα υπάρξει μια μεταβολή στην χρηματιστηριακή αξία του ομολόγου dV η οποία θα ισούται με

$$dV = -1,361 + \frac{1}{2} \times \frac{11,389 \times 98,625}{(1+0,045)^2} \times 0,005^2$$

δηλαδή,

$$dV = -1,348$$

Η νέα αυτή εκτίμηση της μεταβολής που θα επέλθει στη χρηματιστηριακή αξία

του εταιρικού ομολόγου προσεγγίζει περισσότερο την πραγματικότητα, όπως ήταν αναμενόμενο.

A. Εισαγωγή

Κύριο χαρακτηριστικό στο τομέα της αγοράς των εταιρικών εκδόσεων στην Ελλάδα τόσο παλαιότερα όσο και στην εξετασθείσα τελευταία δεκαετία (1993-2003) είναι η απουσία ουσιαστικής και πραγματικής αγοράς εταιρικών ομολόγων. Η δυσμενής φορολογική μεταχείριση των εταιρικών σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα (20% έναντι 10%) αποθάρρυνε τις εταιρίες από το να καλύπτουν τις δανειακές τους ανάγκες με έκδοση εταιρικών ομολόγων, με αποτέλεσμα να στρέφονται κυρίως στον τραπεζικό δανεισμό αφού και η άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου δεν ενδείκνυτο μια που η αγορά αυτή δεν ήταν, τουλάχιστον έως το 1998, ανεπτυγμένη.

Συνεπεία των ανωτέρω, μέχρι πρόσφατα οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων ήταν περιορισμένες, μικρού μεγέθους ενώ και ο συνολικός όγκος των εν λόγω εκδόσεων ήταν δυσανάλογος σε σχέση με την συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιριών. Επιπλέον η πλειοψηφία των εκδόσεων καλύπτονταν από θεσμικούς επενδυτές (τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες) οι οποίοι κρατούσαν τα ομόλογα στα χαρτοφυλάκιά τους, κάτι το οποίο προκαλούσε έλλειψη ρευστότητας, αδυναμία διαπραγμάτευσης με αποτέλεσμα την αδυναμία δημιουργίας και λειτουργίας δευτερογενούς αγοράς ομολόγων.

Χαρακτηριστικό της τελευταίας δεκαετίας είναι ότι όλες οι εκδόσεις αφορούν μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια, δεν πρόκειται δηλαδή για εκδόσεις αντιπροσωπευτικών κοινών ομολογιακών δανείων. Όπως φαίνεται στο γράφημα 3.1 κατά τα έτη 1993-1997 ο όγκος των εκδόσεων ήταν αρκετά χαμηλός παρουσιάζοντας πάντως τάση βελτίωσης κάθε χρόνο με αποκορύφωμα το 1997 όπου πραγματοποιήθηκαν οι πέντε από τις συνολικές δέκα εκδόσεις της περιόδου και οι οποίες απορρόφησαν το 43% του συνολικού όγκου της περιόδου. Οι χαμηλές εκδόσεις των ομολόγων οφείλονταν κυρίως στον περιορισμό του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου και συγκεκριμένα αυτόν της έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων έως το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, κάτι το οποίο σε συνδυασμό με τη χαμηλή κεφαλαιοποίηση και το σχετικά μικρό ύψος του μετοχικού κεφαλαίου που είχαν

οι εκδότριες εταιρίες την περίοδο εκείνη καθιστούσε απαγορευτικές τις μεγάλες σε αξία εκδόσεις.

Εν συνεχεία παρατηρούμε ότι δεν πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις κατά τα έτη 1998 και 1999. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο ευνοϊκό χρηματιστηριακό κλίμα της περιόδου εκείνης, εξαιτίας του οποίου οι εταιρίες ήταν σε θέση να αντλήσουν με ευχέρεια «φτηνά» κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά μέσω αυξήσεων του μετοχικού τους κεφαλαίου. Έτσι δεν ήταν αναγκασμένες να καταφεύγουν είτε στον τραπεζικό δανεισμό είτε στην έκδοση ομολόγων.

Από το 2000 και μετά παρατηρείται μεταστροφή των εταιριών στην έκδοση εταιρικών ομολόγων με αποτέλεσμα την αύξηση του όγκου των εκδόσεων αυτών. Η αύξηση αυτή μπορεί να αποδοθεί και στην εξομίωση της φορολογίας των εταιρικών με τα κρατικά ομόλογα αλλά σε ένα μεγάλο βαθμό και στην δυσκολία που άρχιζαν να αντιμετωπίζουν οι εταιρίες στην άντληση κεφαλαίων μέσω αυξήσεων του μετοχικού τους κεφαλαίου εξαιτίας της πτώσης των τιμών των μετοχών και του κακού χρηματιστηριακού κλίματος που επικρατούσε. Θα πρέπει πάντως να σημειώσουμε ότι η φαινομενικά μεγάλη αύξηση στον όγκο εκδόσεων του 2002 οφείλεται στην έκδοση του ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου των ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ με μετοχές της ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ποσού 30 εκ. € και στην ταυτόχρονη ισόποση έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου της ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ. εκδόσεις οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπισθούν ως ενιαία συναλλαγή. Έτσι αν ληφθούν υπόψη τα παραπάνω ο όγκος των εκδοθέντων ομολόγων στο 2002 παρέμεινε στα ίδια σχεδόν επίπεδα με αυτόν του 2001. Τέλος στις αρχές του 2003 παρατηρήθηκε έντονη κινητικότητα στην αγορά των εταιρικών ομολόγων, με συνέπεια στους δύο πρώτους μήνες του 2003 να έχουν ήδη πραγματοποιηθεί τρεις εκδόσεις ο όγκος των οποίων υπερκάλυψε τον ετήσιο όγκο όλων των προηγούμενων ετών.

Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά των εκδόσεων των εταιρικών ομολόγων αυτές επικεντρώνονται σε εκδόσεις σταθερού επιτοκίου. Εξαιρέση αποτέλεσαν οι εκδόσεις του 1997 (πλην μιας) οι οποίες προτίμησαν κυμαινόμενο επιτόκιο χρησιμοποιώντας το Athibor.

Επίσης οι εκδόσεις αφορούν ομόλογα σχετικά βραχείας ωρίμανσης (maturity) με ιδιαίτερη προτίμηση την έκδοση τριετών ομολόγων.

Επίσης οι εκδόσεις ομολόγων του 1997 εκδόθηκαν όλες με πριμ μετατροπής που έφθασε έως το 37%. Αυτό πιθανώς εξηγείται πέραν της δυναμικής της περιόδου αυτής και στη βάσιμη προσδοκία των υπευθύνων των εκδοτριών εταιριών για την μελλοντική αύξηση της τιμής της μετοχής των εταιριών τους. Με αυτό το τρόπο, εφόσον η έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων πρέπει να θεωρείται σαν μια ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας, οι διοικήσεις των εκδοτριών εταιριών προεξοφλώντας την αύξηση της τιμής της μετοχής τους στο μέλλον πέτυχαν να πωλήσουν έμμεσα μετοχές σε τιμή μεγαλύτερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής αφού όπως προέκυψε και από την αναλυτική μας μελέτη το σύνολο σχεδόν των ομολόγων μετατράπηκε σε μετοχές. Έτσι εκδίδοντας τα ομόλογα με πριμ μετατροπής πέτυχαν μικρότερη διασπορά στα κέρδη και την περιουσία των εταιριών τους από εκείνη που θα επιτύγχαναν δια της απ' ευθείας πώλησης μετοχών.

Αντίθετα οι εκδόσεις ομολόγων από το 2000 και μετά εκδόθηκαν στην πλειοψηφία τους με αρνητικό πριμ μετατροπής (discount). Αυτό αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών τη περίοδο αυτή, γεγονός που καθιστούσε απαγορευτική την έκδοση ομολόγων με θετικό πριμ μετατροπής. Έτσι οι λίγες εκδόσεις που πραγματοποιήθηκαν με θετικό πριμ μετατροπής αφορούσαν κυρίως αυτές που είτε πραγματοποιήθηκαν με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων υπέρ θεσμικών ή στρατηγικών επενδυτών (εκδόσεις ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ, LogicDIS, ELBISCO) είτε εκδόθηκαν με ευνοϊκούς για τους ομολογιούχους όρους (RIDENCO με επιτόκιο 6%).

Όσον αφορά τις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και συγκεκριμένα τα επιτόκια που ίσχυσαν κατά την έκδοση, παρατηρούμε ότι η καμπύλη αυτή των επιτοκίων ήταν σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας κάτω από την αντίστοιχη των ετήσιων εντόκων του δημοσίου (ΕΓΕΔ). Ειδικά για τις εκδόσεις της περιόδου 1993-1997 μπορούμε να πούμε ότι οι εκδότριες εταιρίες εκδίδοντας ομόλογα είχαν την ευκαιρία να καλύψουν τις δανειακές τους ανάγκες με συμφερότερους όρους από ότι εάν κατέφευγαν στον τραπεζικό δανεισμό. Εν συνεχεία κατά το διάστημα 2000-2001 πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις με εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια τα οποία κυμάνθηκαν από 0,25% έως 1 %, πλην όμως οι εκδότριες εταιρίες είχαν αναλάβει την υποχρέωση να αποπληρώσουν, σε όποιον

ομολογιούχο δεν είχε στη λήξη του δανείου μετατρέψει τα ομόλογά του σε μετοχές, την ονομαστική αξία των ομολόγων προσαυξημένη κατά ποσοστό από 20% έως 25% για τα τριετή και 29% για τα τετραετή ομόλογα, αποδόσεις οι οποίες κρίνονται ιδιαίτερα ικανοποιητικές για τους ομολογιούχους σε σχέση με το γενικότερο ύψος και την αποκλιμάκωση των επιτοκίων της περιόδου εκείνης. Τέλος επισημαίνεται ιδιαίτερα το γεγονός ότι οι εκδόσεις του 2003 προσέφεραν επιτόκια σταθερού τοκομεριδίου με απόδοση υψηλότερη αυτής που προσέφεραν την ίδια περίοδο τα ετήσια ΕΓΕΔ, με χαρακτηριστική την έκδοση της RIDENCO η οποία πραγματοποιήθηκε τον Φεβρουάριο του 2003 με σταθερό επιτόκιο 6% τη στιγμή που την ίδια περίοδο το ετήσιο ΕΓΕΔ είχε εκδοθεί με επιτόκιο 2,50%.

Ήδη στο 2003 τα εταιρικά ομόλογα που διαπραγματεύονται στο Χ.Α προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις που είναι αρκετά υψηλότερες σε σχέση με τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων παρόμοιας λήξης. Στον παρακάτω πίνακα αναφέρεται για το 2003 η απόδοση στη λήξη (yield to maturity) για τα διαπραγματεύσιμα στο Χ.Α εταιρικά ομόλογα (Πηγή: ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ 19/1/2003, 8/2/2003,6/4/2003).

Απόδοση στη λήξη (yield to maturity) διαπραγματεύσιμων ομολόγων			
	16/1/2003	6/2/2003	2/4/2003
ΑΠ. ΑΤΤΙΚΗΣ (μετατρέψιμο) Λήξη 1 ^{ος} /2004	8,25%	8,80%	9,74%
ΕΠ. ΑΤΤΙΚΗΣ (ανταλλάξιμο) Λήξη 6 ^{ος} /2005	8,00%	9,72%	10,35%
ΕΔΡΑΣΗ-Ψ ΑΛΙΔΑΣ Λήξη 2 ^{ος} /2005	6,55%	6,82%	6,94%
ELBISCO Λήξη 2 ^{ος} /2006		6,11%	6,02%

Όπως προκύπτει η απόδοση στη λήξη που υπόσχονται πλέον τα εταιρικά ομόλογα στο 2003 ξεπερνά κατά πολύ τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων που κυμαίνονταν τον Απρίλιο του 2003 στο 2,7% για την διετία και το 3,10% για την τριετία καθιστώντας έτσι τους τίτλους αυτούς πολύ πιο ανταγωνιστικούς από τους κρατικούς.

Σχετικά με τα αποτελέσματα που προέκυψαν για τους ομολογιούχους από τις εκδόσεις των εταιρικών ομολόγων, θα επικεντρωθούμε στα αποτελέσματα που προέκυψαν από τις εκδόσεις που πραγματοποιήθηκαν το 1997 καθότι οι εκδόσεις αυτές έληξαν και μπορούν να εξαχθούν τα σχετικά συμπεράσματα. Επισημαίνεται ότι το 1997 πραγματοποιήθηκαν οι τελευταίες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων (συνολικά πέντε) η διάρκεια των οποίων συνέπεσε με τη μεγάλη χρηματιστηριακή άνοδο της περιόδου 1998-99, αφού οι επόμενες εκδόσεις πραγματοποιήθηκαν το έτος 2000.

Όπως λοιπόν προέκυψε από την αναλυτική μας έρευνα, οι επενδυτές οι οποίοι ήταν κάτοχοι των ομολόγων που εκδόθηκαν το 1997 είχαν την ευκαιρία, λόγω της ανόδου των τιμών των μετοχών το διάστημα 1998-1999, να μετατρέψουν σε μετοχές τα ομόλογά τους και να αποκομίσουν σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη αφού η αξία μετατροπής (χρηματιστηριακή αξία της μετοχής * λόγος μετατροπής) ήταν σημαντικά μεγαλύτερη από τη τιμή μετατροπής με αποτέλεσμα να είναι συμφέρουσα η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολόγων.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται για τις πέντε εκδόσεις του 1997 τα ποσοστά των ομολόγων που οι κάτοχοί τους τα μετέτρεψαν σε μετοχές ανάλογα με το χρόνο μετατροπής τους.

Ποσοστά (%) μετατροπών ομολόγων εκδόσεως 1997 έως τη λήξη			
	Πριν τη λήξη του 1 ^{ου} έτους	Μεταξύ 1 ^{ου} & 2 ^{ου} έτους	Μεταξύ 2 ^{ου} & 3 ^{ου} έτους
EUROMEDICA		53,5%	45,7%
Μ.ΑΠΙΚΗΣ	23,9%	19,4%	56,4%
ΝΗΡΕΥΣ		95,6%	0,88%
FANCO	24,5%	75,5%	
ΕΔΡΑΣΗ		17,3%	82,6%

Όπως προκύπτει οι επενδυτές που είχαν το δικαίωμα να μετατρέψουν τα ομόλογα τους σε όλη τη διάρκεια του δανείου, το έπραξαν κυρίως μεταξύ του 1ου και του 2ου έτους από την έκδοση. Στη μοναδική περίπτωση (EUROMEDICA) που η μετατροπή έλαβε χώρα υποχρεωτικά στο τέλος του 2ου ή του 3ου έτους από την έκδοση, το ποσοστό των επενδυτών που

μετέτρεψαν τα ομόλογά τους στη μια ή την άλλη περίοδο ήταν σχεδόν ισοδύναμο.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζονται για τις πέντε εκδόσεις του 1997 ο μέσος όρος της υπεραξίας (κεφαλαιακών κερδών) που πραγματοποίησαν οι επενδυτές που μετέτρεψαν τα ομόλογά τους σε μετοχές ανάλογα με το χρόνο μετατροπής τους. Ο υπολογισμός του μέσου αυτού όρου προέκυψε από την αναλυτική μας έρευνα επί των εκδόσεων και συγκεκριμένα από τον μέσο όρο του όγκου μετατροπών σε συνδυασμό με την προκύψασα υπεραξία στις διάφορες χρονικές περιόδους που πραγματοποιήθηκαν οι μετατροπές.

«Μέσος Όρος Υπεραξίας (%) από μετατροπές ομολόγων εκδόσεως 1997»

	Πριν τη λήξη του 1 ^{ου} έτους	Μεταξύ 1 ^{ου} και 2 ^{ου} έτους	Μεταξύ 2 ^{ου} και 3 ^{ου} έτους
EUROMED/CA		250%	1,515%
ΑΛ. ΑΤΤΙΚΗΣ	90%	62%	188%
ΝΗΡΕΥΣ		32%	41%
FANCO		378%	
ΕΔΡΑΣΗ	45%	120%	338%

Όπως προέκυψε και από την αναλυτική μας έρευνα, όλοι οι επενδυτές που μετέτρεψαν τα ομόλογά τους σε μετοχές πραγματοποίησαν κεφαλαιακά κέρδη, (πλην αυτών που κατείχαν ομόλογα της εταιρίας ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΑΤΤΙΚΗΣ και τα μετέτρεψαν σε μετοχές εντός του έτους 1997 και οι οποίοι υπέστησαν κεφαλαιακές ζημιές). Το γεγονός αυτό οφείλεται ασφαλώς στην ανοδική πορεία των μετοχών κατά το μετά των εκδόσεων αυτών διάστημα.

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει επίσης ότι οι επενδυτές οι οποίοι είχαν την υπομονή να διακρατήσουν τα ομόλογά τους και να τα μετατρέψουν μετά την παρέλευση του 1 ου από την έκδοση έτους, πραγματοποίησαν μεγαλύτερα κεφαλαιακά κέρδη από αυτούς που τα μετέτρεψαν πριν την λήξη του 1 ου από την έκδοση έτους, αφού στις περισσότερες εκδόσεις η περίοδος αυτή συνέπεσε με την θεαματική άνοδο των μετοχών το καλοκαίρι του 1999.

B. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ

B.1. Εγχώριες

Μέχρι σήμερα η ελληνική αγορά εταιρικών ομολόγων χαρακτηρίζεται από έλλειψη ρευστότητας και απουσία δευτερογενούς αγοράς στην οποία θα διαπραγματεύονται οι τίτλοι. Επιπλέον η συναλλακτική δραστηριότητα των εισηγμένων μέχρι σήμερα τίτλων σε ημερήσια βάση είναι άνευ ουσιαστικού ενδιαφέροντος καθώς ελάχιστες πράξεις πραγματοποιούνται μέσω του υφιστάμενου συστήματος διαπραγμάτευσης εταιρικών ομολόγων στο ΧΑ. Θα πρέπει λοιπόν να δημιουργηθεί βάθος στην αγορά των εταιρικών ομολόγων με την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας και αυτό θα συμβεί κυρίως με την ουσιαστική λειτουργία δευτερογενούς αγοράς στην οποία θα εισαχθούν οι τίτλοι και στη συνέχεια θα αποτιμώνται καθημερινά mark to market αλλά και με πράξεις που θα πραγματοποιούνται over the counter (OTC) καθώς και με αύξηση του ποσοστού του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να είναι τοποθετημένο σε εταιρικά ομόλογα (Πηγή: ΤΟ ΒΗΜΑ 29/9/2002).

Προς το σκοπό αυτό και λαμβανομένης υπόψη της απαξίωσης του Χρηματιστηρίου ως μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων, λαμβάνονται πρόσθετα μέτρα από τις αρμόδιες αρχές ώστε να τονωθεί το ενδιαφέρον τόσο των επιχειρήσεων όσο και των επενδυτών για έκδοση και αγοραπωλησία τίτλων. Ήδη έχει καταρτισθεί και βρίσκεται υπό ψήφιση νομοσχέδιο το οποίο ρυθμίζει θέματα σχετικά με τα εταιρικά ομόλογα, εναρμονίζοντας ουσιαστικά το νομικό καθεστώς στην Ελλάδα με αυτό που ισχύει στις χώρες-μέλη της ευρωζώνης, διευκολύνοντας έτσι την έκδοσή τους και στοχεύοντας παράλληλα στη δημιουργία βάθους στην αγορά των εταιρικών ομολόγων.

Οι κυριότερες τροποποιήσεις που επέρχονται στο θεσμικό πλαίσιο και περιλαμβάνονται στο υπό ψήφιση νομοσχέδιο είναι συνοπτικά οι εξής:

- Κατάργηση του περιορισμού της έκδοσης μετατρέψιμων ομολόγων σε ποσοστό όχι ανώτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου. Η διάταξη αυτή σκοπό έχει να υπάρξουν εκδόσεις ικανοποιητικού ύψους, ώστε και πιεστικές ανάγκες των εταιριών να καλυφθούν αλλά και οι εκδόσεις να χαρακτηρίζονται από ικανοποιητική ρευστότητα.

- Δυνατότητα να λαμβάνεται η απόφαση για την έκδοση εταιρικών ομολόγων από τα διοικητικά συμβούλια των εταιριών και όχι αναγκαστικά από τις γενικές συνελεύσεις τους. Αυτό αποσκοπεί στην ευελιξία και στη συντόμευση των διαδικασιών για την έκδοση των εταιρικών ομολόγων. Λόγω του ότι η επιτυχία της έκδοσης εξαρτάται κυρίως από το σωστό timing (κατάσταση αγορών, επιτόκια, πληθωρισμός κ.λ.π.) η υποχρέωση λήψης απόφασης από τη γενική συνέλευση καθυστερεί και υπονομεύει την επιτυχία των εκδόσεων.
- Υποχρεωτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκδότριας εταιρίας ή των ομολόγων από εγκεκριμένους οίκους προκειμένου να χορηγηθεί άδεια για δημόσια εγγραφή σε ομολογιακό δάνειο.
- Πλήρης φορολογική εξομοίωση με τους τίτλους του Δημοσίου
- Μείωση της γραφειοκρατίας και μιας σειράς επιβαρύνσεων που υφίστανται οι εταιρίες κατά την έκδοση των ομολόγων.
- Δυνατότητα οργάνωσης των κατόχων των ομολόγων σε ομάδες προκειμένου να διαπραγματεύονται τα συμφέροντά τους ρυθμίζοντας τα της συνέλευσης των ομολογιούχων και του ορισμού του εκπροσώπου των ομολογιούχων.

Επίσης με το ίδιο νομοσχέδιο καθιερώνεται ένα νέο χρηματοοικονομικό προϊόν, η τιτλοποίηση απαιτήσεων ή απαιτήσεων από ακίνητα. Ως τιτλοποίηση απαιτήσεων θεωρείται η έκδοση και διάθεση ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η αποπληρωμή των οποίων πραγματοποιείται κατά βάση από το προϊόν είσπραξης επιχειρηματικών απαιτήσεων. Για το σκοπό αυτό οι απαιτήσεις ή τα ακίνητα μεταβιβάζονται σε Εταιρίες Ειδικού Σκοπού οι οποίες έχουν ως αποκλειστικό προορισμό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και ελέγχονται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Στην πιο απλή μορφή της, η τιτλοποίηση συνίσταται στην εκχώρηση απαιτήσεων από έναν ή περισσότερους τομείς δραστηριότητας μιας εταιρίας (π.χ. απαιτήσεις μιας τράπεζας από στεγαστικά δάνεια, που αποτελεί μια από τις πλέον

διαδεδομένες περιπτώσεις τιτλοποιήσεων διεθνώς) προς μια άλλη εταιρία, η οποία έχει σαν ειδικό σκοπό την αγορά των εν λόγω απαιτήσεων έναντι τιμήματος. Το τίμημα καταβάλλεται από το προϊόν της διάθεσης σε επενδυτές ομολογιών, στο πλαίσιο ομολογιακού δανείου που η λήπτρια εταιρία εκδίδει για το σκοπό αυτό. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι τρόπος χρηματοδότησης ιδιαίτερα διαδεδομένος στο εξωτερικό και ο όρος προέρχεται από τον αγγλικό όρο "securitisation" (Πηγή: ΤΟ ΒΗΜΑ 5/3/2003).

Με την εφαρμογή των παραπάνω μέτρων προσδοκάται ότι θα δοθεί ώθηση στην αγορά των εταιρικών ομολόγων και θα τονωθεί το ενδιαφέρον των επιχειρήσεων και των επενδυτών για έκδοση και αγοραπωλησία τίτλων. Μια τέτοια εξέλιξη θα ωφελήσει κατ' αρχήν τους επενδυτές οι οποίοι θα έχουν την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν ικανοποιητικές αποδόσεις σε μια εποχή που τα επιτόκια στη χρηματαγορά και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και των εντόκων γραμματίων βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και τα χρηματιστήρια ακολουθούν πτωτική πορεία για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά.

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις τα εταιρικά ομόλογα θα τους προσφέρουν εναλλακτική λύση άντλησης κεφαλαίων μετά μάλιστα και την απαξίωση του Χρηματιστηρίου ως μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων. Έτσι θα τους δώσουν την δυνατότητα να δανείζονται από το ευρύ επενδυτικό κοινό εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια, όπως ακριβώς κάνει και το Ελληνικό Δημόσιο. Εταιρίες δηλαδή που σήμερα χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με ουσιαστικά βραχυπρόθεσμο δανεισμό θα μπορούν με την έκδοση πενταετών, δεκαετών ή και πιο μακροχρόνιων ομολόγων να μειώσουν σαφώς το κόστος χρηματοδότησης, να μεγιστοποιήσουν την ευελιξία τους και να ταυτίσουν τον χρονικό ορίζοντα των επενδύσεών τους με τη λήξη του μέσου χρηματοδότησης.

Τέλος οι ρυθμίσεις για τη τιτλοποίηση απαιτήσεων καθώς και αυτές που αφορούν τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις στη βελτίωση της ρευστότητάς τους και στη μείωση της εξάρτησής τους από τον τραπεζικό δανεισμό. Ειδικά δε οι επιχειρήσεις που διαθέτουν επαρκή ακίνητη περιουσία και σταθερά ετήσια εισοδήματα μπορούν να βελτιώσουν τη ρευστότητά τους χωρίς να προχωρήσουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, έκδοση ομολογιακού δανείου ή σε μακροχρόνιο δανεισμό από τις τράπεζες. Σε κάθε περίπτωση αυτή η πολιτική βελτιώνει τους

βαθμούς ελευθερίας που υπάρχουν στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και δημιουργεί τις προϋποθέσεις για μια βαθμιαία και συνεχή μετεξέλιξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς στις ώριμες αγορές των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

B.2. Ευρωπαϊκές

Μια από τις προτεραιότητες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι η ολοκλήρωση των Ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών, στα πλαίσια της οποίας εντάσσεται και η ενοποίηση των αγορών ομολόγων. Ως επιδιωκόμενος σκοπός μιας τέτοιας πολιτικής θεωρείται η μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων (cost of capital) , η μείωση του κόστους συναλλαγών στις αγορές ομολόγων και το άνοιγμα αυτών σε επιχειρήσεις και επενδυτές που μέχρι τώρα δεν δραστηριοποιούνταν στο χώρο αυτό. Ήδη τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση των εταιρικών εκδόσεων στη ζώνη του ευρώ η οποία οφείλεται κυρίως:

- Στην εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου με επακόλουθο την άρση των περιορισμών επενδύσεων σε αλλοδαπά τραπεζιστικά στοιχεία και την εξαφάνιση του συναλλαγματικού κόστους μετατροπής των εσόδων της έκδοσης από το κύριο νόμισμα στα τοπικά νομίσματα για την χρηματοδότηση εγχωρίων επενδύσεων.
- Στη μεγάλη αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών οι οποίες χρηματοδοτούνται από ιδιωτικές ομολογιακές εκδόσεις.
- Στη σταθεροποίηση και μελλοντική μείωση της προσφοράς κρατικών τίτλων, καθώς οι κυβερνήσεις προσπαθούν να διατηρήσουν χαμηλά δημοσιονομικά ελλείμματα.

Αν και οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων στην ευρωζώνη παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο σε σύγκριση με αυτήν των ΗΠΑ, εντούτοις ολοένα και περισσότερες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις στρέφονται στο δανεισμό μέσω των εταιρικών ομολόγων. Η καχεξία που εμφάνισαν όλα σχεδόν τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρημαστήρια στο πρώτο τρίμηνο του 2003 ανάγκασαν τις

μεγάλες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις να προσφύγουν στην αγορά ομολόγων προκειμένου να αντλήσουν ρευστότητα. Ήδη στο πρώτο τρίμηνο του 2003 οι επιχειρήσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση άντλησαν μέσω των εταιρικών ομολόγων περίπου 38,6 δις €, έναντι 36,4 δις € στο αντίστοιχο διάστημα του 2002. Αντίθετα οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών δεν ακολούθησαν την τακτική αυτή των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα οι εκδόσεις των κρατικών ομολόγων στο πρώτο τρίμηνο του 2003 να είναι μειωμένες κατά 8,5%.

Από την άλλη πλευρά η επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος, σε συνδυασμό με την αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατούσε από την αρχή του χρόνου αναφορικά με το πότε θα ξεκινήσει η ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας, είχε σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί σημαντικά το επιτόκιο των εταιρικών ομολόγων. Μάλιστα, το επιτόκιο ορισμένων ομολόγων εταιριών, οι οποίες σημειωτέον διαθέτουν πιστοληπτική ικανότητα υψηλότερη απ' αυτή που διαθέτει το Ελληνικό Δημόσιο, έφθασε να είναι υπερδιπλάσιο απ' αυτό που δανείζεται η χώρα στην οποία βρίσκονται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα στον τομέα της ενέργειας είναι τα ομόλογα της Γαλλικής Gaz de France, η οποία πληρώνει επιτόκιο 6,30%, όταν τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων στη χώρα έχουν υποχωρήσει στο 3% (Πηγή: ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ 25/5/2003 19 Πηγή: ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ 28/9/2002).

Τέλος στη μεγένθυση της αγοράς ευρωομολόγων αναμένεται να οδηγήσει και η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων υψηλής απόδοσης-κινδύνου (Junk Bonds), η οποία είναι μεν προς το παρόν τριάντα φορές μικρότερη από την αντίστοιχη των ΗΠΑ (ανέρχεται σε 500 δις \$), αλλά αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, καθιστώντας την αγορά αυτή αποδοτική εναλλακτική μορφή επενδύσεως για τους Ευρωπαίους θεσμικούς επενδυτές. Σημειωτέον ότι στις ΗΠΑ τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες κατέχουν πάνω από το 50% αυτών των ομολόγων.

ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

📖 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

➤ Αγγλόφωνη

- I. Brigham, Gapenski, Ehrhardt: "Financia/ Management", Dryden Press, 10th Edition, 2001
- II. Brealey Myers: "Principles of Coorporate Finance": McGraw-Hill, 7th Edition, 2002

➤ Ελληνική

- I. Γεωργίου Παπούλια: «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», 4η Έκδοση, 2000
- II. Νικήτα Νιάρχου: «Ανάλυσις Αγοράς Ομολογιών & Αποδόσεις», Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, 1978
- III. Ιωάννη Τσιτσιμή: «Μαθηματικά Εργαλεία Αξιολόγησης Ομολόγων», Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης

📜 ΝΟΜΟΙ-ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

- I. Ν. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών"
- II. Π.Δ. 350/1985 "Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χ.Α, ως και των υποχρεώσεων των εκδοτών κινητών αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο αυτό"
- III. Απόφαση αριθμ. 54/2000 του Δ.Σ. του Χ.Α "Κανονιστικό Πλαίσιο Αγοράς Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος» όπως τροποποιήθηκε με τις αποφάσεις αριθμ. 75/2001 και 87/2002 του Δ.Σ. του Χ.Α "
- IV. Νομοσχέδιο «Ομολογιακά Δάνεια, Τιτλοποίηση Απαιτήσεων και Απαιτήσεων από Ακίνητα και άλλες συναφείς διατάξεις»

✚ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- I. ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ: Άρθρο του Δημ. Κοντογιάννη, «Αυξημένο ρίσκο, μεγαλύτερη απόδοση», 19/1/2003
- II. ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ: Άρθρο του Δημ. Κοντογιάννη, «Αποδόσεις μέχρι 8% δίνουν τα εταιρικά ομόλογα», 8/2/2003
- III. ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ: Άρθρο του Δημ. Κοντογιάννη, «Απόδοση έως 11,4% από εταιρικά ομόλογα», 6/4/2003
- IV. ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ: Άρθρο του Χρ. Ζιώτη, «Τα ομόλογα σώζουν τις εταιρίες της Ευρώπης», 25/5/2003
- V. ΤΟ ΒΗΜΑ: Άρθρο του Γ. Παπαϊωάννου, «Αποκτά βάθος η αγορά των εταιρικών ομολόγων», 29/9/2002
- VI. ΤΟ ΒΗΜΑ: Άρθρο του Ζ. Τσώλη, «Τίτλοι γίνονται τα ακίνητα των τραπεζών και επιχειρήσεων», 5/3/2003
- VII. ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ: Άρθρο της Αναστ. Παπαϊωάννου, «Το ευρώ έχτισε πιο ψηλά την αγορά των ομολόγων», 28-29/9/2002
- VIII. ΗΜΕΡΗΣΙΑ: Άρθρα, «Τροχοπέδη τα ακριβά δάνεια» & «Δαμόκλειος σπάθη τα stock option για τους ισολογισμούς των εταιριών», 25/11/2003

✚ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΔΕΛΤΙΑ ΕΚΔΟΤΡΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

- I. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε., 6^{ος} /1993
- II. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΒΑΛΚΑΝΕΞΠΟΡΤ Α.Ε., 12^{ος}

/1994

- III. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε., 5^{ος} /1996
- IV. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε., 10^{ος} /1996
- V. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., 11^{ος} / 1996
- VI. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου EUROMEDICA Α.Ε., 2^{ος} /1997
- VII. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε., 4^{ος} /1997
- VIII. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε., 5^{ος} /1997
- IX. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου FANCO Α.Ε., 7^{ος} /1997
- X. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε., 7^{ος} /1997
- XI. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΔΕΛΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε., 3^{ος} /2000
- XII. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε., 2^{ος} /2000
- XIII. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου JUMBO Α.Ε., 8^{ος} /2000
- XIV. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε., 12^{ος} /2001

- Λ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου LogicDIS A.E., 10⁰⁵/2001
- Μ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε., 10⁰⁵/2001
- Ν. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε., 8⁰⁵/2001
- Ξ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε., 2⁰⁵/2002
- Ο. Ε.Δ. έκδοσης Ανταλλάξιμου Ομολογιακού Δανείου ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε., 5⁰⁵/2002
- Π. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε., 5⁰⁵/2002
- Ρ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου Ο.ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ Α.Ε., 11⁰⁵/2002
- Σ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε., 11⁰⁵/2002
- Τ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ , 1⁰⁵/2003
- Υ. Ε.Δ. έκδοσης Μετατρέψιμου Ομολογιακού Δανείου RIDENCO Α.Ε., 1⁰⁵/2003

✦ Δικτυακοί Κόμβοι

www.ase.gr

www.bondmarkets.com

www.investin.ginbonds.com

