



**ΙΔΡΥΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ**  
**FOUNDATION FOR ECONOMIC & INDUSTRIAL RESEARCH**

---

Τσάμη Καρατάσου 11, 117 42 Αθήνα, Τηλ.: 210 92 11 200-10, Fax: 210 92 33 977, [www.iobe.gr](http://www.iobe.gr)  
11 Tsami Karatassou, 117 42 Athens, Greece, Tel.: +30 210-9211 200-10, Fax: +30 210-9233 977

## **Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και το νέο αναπτυξιακό πρότυπο της Ελλάδας**

*Τελικό Παραδοτέο*

**Μάρτιος 2018**

Η παρούσα μελέτη αποτελεί προϊόν συλλογικής εργασίας ερευνητών του Ι.Ο.Β.Ε. υπό την επιστημονική καθοδήγηση και ευθύνη του Γενικού Διευθυντή του Ιδρύματος. Οι απόψεις που εκφράζονται στη μελέτη αποτελούν τη συνισταμένη διαφόρων θέσεων και αντιλήψεων. Οι συγκεκριμένες απόψεις δεν ανταποκρίνονται κατ' ανάγκη προς αυτές των οργανισμών που υποστηρίζουν ή συνεργάζονται με το Ι.Ο.Β.Ε.

Το **Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών** είναι ιδιωτικός, μη κερδοσκοπικός, κοινωφελής ερευνητικός οργανισμός. Ιδρύθηκε με σκοπό να προωθεί την επιστημονική έρευνα για τα τρέχοντα και αναδυόμενα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και να παρέχει αντικειμενική πληροφόρηση και να διατυπώνει προτάσεις οι οποίες είναι χρήσιμες στη διαμόρφωση πολιτικής.

**ISBN 978-960-7536-78-5**

**Copyright @ 2018 Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών-Ι.Ο.Β.Ε.**

Απαγορεύεται η με οποιονδήποτε τρόπο ανατύπωση ή μετάφραση οποιουδήποτε μέρους της μελέτης, χωρίς την άδεια του εκδότη.

<p><b>Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (Ι.Ο.Β.Ε.)</b> Τσάμη Καρατάσου 11, 117 42 Αθήνα Τηλ.: 210 9211 200-10, Fax: 210 9233 977, <a href="http://www.iobe.gr">http://www.iobe.gr</a></p>
---



## Περιεχόμενα

1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
1.1	Αντικείμενο της μελέτης.....	1
1.2	Δομή της μελέτης .....	6
2	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	9
2.1	Εισαγωγή .....	9
2.2	Δείκτες Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	9
2.3	Κεφαλαιοποίηση (ανά αγορά, ανά προϊόν, ανά κατηγορία επενδυτών, ως ποσοστό του Α.Ε.Π.) .....	21
2.4	Κίνηση κεφαλαίων από ξένους επενδυτές (πρωτογενής, δευτερογενής).....	37
2.5	Μέση ημερήσια αξία και όγκος συναλλαγών .....	40
2.6	Νέες εκδόσεις αξιόγραφων (αριθμός και αξία εκδόσεων).....	45
2.7	Διαχρονικές τάσεις και συγκρίσεις με άλλες χώρες της Ε.Ε. ....	50
3	Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	63
3.1	Το νέο αναπτυξιακό πρότυπο και οι προοπτικές για τις επενδύσεις .....	63
3.1.1	Ανάλυση διάρθρωσης στο Α.Ε.Π. στις περιόδους 1994–2007 και 2008-2013	63
3.1.2	Μεσοπρόθεσμες προβλέψεις για την τάση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα.....	73
3.1.3	Τάσεις στις επενδύσεις την περίοδο 2017 – 2019 και προσδιοριστικοί παράγοντες αυτών .....	76
3.1.4	Ο ρόλος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο .....	87
3.2	Η πιστωτική συρρίκνωση στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσω του τραπεζικού τομέα κατά τη διάρκεια της κρίσης .....	91
3.3	Η ανάγκη για περαιτέρω απομόχλευση των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας-εμπειρική εξερεύνηση .....	103
3.3.1	Η τάση της μόχλευσης στις επιχειρήσεις στην Ελλάδα .....	103

3.3.2	Εκτίμηση της τάσης της μόχλευσης .....	108
3.3.3	Εξέταση προσδιοριστικών παραγόντων μόχλευσης.....	127
3.4	Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακών αγορών και η οικονομική ανάπτυξη-επισκόπηση διεθνούς βιβλιογραφίας και μελέτες περιπτώσεων .....	135
3.4.1.	Διεθνής βιβλιογραφία για την σχέση χρηματιστηριακών αγορών και οικονομικής ανάπτυξης.....	135
3.4.2.	Μελέτες περιπτώσεων .....	137
3.5	Η χρήση ειδικών αποταμιευτικών λογαριασμών φυσικών προσώπων που συνδέονται με επενδύσεις σε ΜμΕ και startups και γενικότερα στην κεφαλαιαγορά	142
4	ΛΥΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΣΗ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	151
4.1	Εισαγωγή .....	151
4.2	Χρηματοδοτικά μέσα επιχειρήσεων εκτός του τραπεζικού συστήματος.....	152
4.3	Ο ρόλος των χρηματιστηριακών αγορών.....	155
4.3.1	Το φαινόμενο της αποχώρησης από την χρηματιστηριακή αγορά (delisting).....	158
4.4	Διαθέσιμα χρηματοδοτικά εργαλεία από τις χρηματιστηριακές αγορές.....	161
4.4.1	Τιτλοποίηση απαιτήσεων.....	161
4.4.2	Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου .....	164
4.4.3	Ομόλογα .....	167
4.4.4	Η εναλλακτική αγορά (EN.A.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών .....	169
4.4.5	Αγορά ομολόγων για μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε χώρες της Ε.Ε.....	171
4.4.6	Δικαιώματα προαίρεσης .....	173
4.4.7	Τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (Warrants).....	174
4.4.8	Εισηγμένα Επενδυτικά κεφάλαια .....	175
4.5	Ο ρόλος των νέων τεχνολογιών στη χρηματοδότηση μέσω των αγορών κεφαλαίου .....	178
4.6	Σύνοψη .....	181

5	ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΜΕ ΜΕΣΩ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΗΜΑΤΩΝ .....	187
5.1.	Πρωτοβουλίες για την προσέλκυση επενδύσεων σε ΜμΕ διεθνώς (Ε.Ε., Ελβετία) .....	187
5.1.1	Κίνητρα προσέλκυσης επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση .....	187
5.1.2	Ελβετία .....	206
5.1.3	Εταιρική Χρηματοδότηση.....	208
5.1.4	Χρηματοδότηση ΜμΕ στην Ευρώπη από διεθνείς επενδυτές.....	210
5.1.5	Χρηματοδότηση από θεσμικούς επενδυτές .....	219
5.2.	Η Εναλλακτική Αγορά στην Ελλάδα .....	220
5.3	Εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια.....	226
5.3.1	Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).....	227
5.3.2	Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) .....	227
5.3.3	Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ).....	240
5.3.4	Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ).....	243
5.4	Νέες μορφές χρηματοδότησης .....	244
6	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	255
6.1	Κεφαλαιοποιητικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης-βασικά μεγέθη, συγκρίσεις με Ε.Ε., μελέτες περιπτώσεων.....	255
6.1.1.	Οι πυλώνες του ασφαλιστικού συστήματος και το κεφαλαιοποιητικό σύστημα συνταξιοδότησης.....	255
6.1.2.	Το ισχύον συνταξιοδοτικό σύστημα στην Ελλάδα: Χαρακτηριστικά και τάσεις .....	265
6.1.3.	Συνταξιοδοτικά συστήματα σε χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. ....	273
6.2	Αποταμιευτικά προϊόντα στην Ελλάδα και διεθνώς.....	285
6.2.1.	Σύνδεση αποταμιευτικών προϊόντων με επενδύσεις σε κεφαλαιαγορές. . .	285

6.2.2.	Επενδυτικές επιλογές συνταξιοδοτικών ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών, στην Ελλάδα και διεθνώς.....	296
6.3	Κίνητρα για μακροπρόθεσμους επενδυτές .....	311
6.4	Ένωση κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε.....	314
6.4.1	Η σημασία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών .....	314
6.4.2	Ο ταχύτατα αναπτυσσόμενος τραπεζικός τομέας και η περίοδος της κρίσης στην Ε.Ε.....	316
6.4.3	Κατακερματισμός τραπεζών και επιμερισμός κινδύνου .....	319
6.4.4	Η στόχευση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.....	320
6.4.5	Πρώθηση αποταμιεύσεων των νοικοκυριών μέσα από την CMU και ασφάλεια συναλλαγών .....	322
7	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....	337

## Διαγράμματα

Διάγραμμα 2.1:	Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών.....	13
Διάγραμμα 2.2:	Ρυθμός μεταβολής Α.Ε.Π. ....	13
Διάγραμμα 2.3:	Δείκτης FTSE/X.A. Large Cap .....	14
Διάγραμμα 2.4:	Δείκτης FTSE/X.A. Mid Cap.....	15
Διάγραμμα 2.5:	Δείκτης FTSE/X.A. Δείκτης Αγοράς.....	16
Διάγραμμα 2.6:	Δείκτης FTSE/X.A. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus.....	17
Διάγραμμα 2.7:	Δείκτης FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών .....	<b>Error!</b>
	<b>Bookmark not defined.19</b>	
Διάγραμμα 2.8:	Εξέλιξη διαφοράς αγορών πωλήσεων στην χρηματιστηριακή αγορά εγχωρίων και ξένων επενδυτών.....	20
Διάγραμμα 2.9:	Συνολική κεφαλαιοποίηση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.....	26
Διάγραμμα 2.10:	Κεφαλαιοποίηση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως ποσοστό του Α.Ε.Π.	27
Διάγραμμα 2.11:	Συνολική κεφαλαιοποίηση Τραπεζικού κλάδου.....	29

Διάγραμμα 2.12: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Τροφίμων και Ποτών .....	31
Διάγραμμα 2.13: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Ταξιδιών και Αναψυχής .....	33
Διάγραμμα 2.14: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Τηλεπικοινωνιών .....	34
Διάγραμμα 2.15: Συνολική κεφαλαιοποίηση Κατασκευαστικού Κλάδου .....	35
Διάγραμμα 2.16: Διαχρονική εξέλιξη ποσοστού συμμετοχής εγχώριων και ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών .....	38
Διάγραμμα 2.17: Κατανομή εγχώριων επενδυτών κατά κατηγορία .....	39
Διάγραμμα 2.18: Μέση ημερήσια αξία (Μ.Η.Α.Σ.) και όγκος συναλλαγών .....	44
Διάγραμμα 2.19: Μέση μηνιαία αξία πακέτων .....	44
Διάγραμμα 2.20: Επιτόκια βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων (1951-2002). 49	
Διάγραμμα 2.21: Επιτόκια δανείων διάρκειας από ένα μέχρι πέντε έτη και άνω των πέντε ετών (2002-2016) .....	49
Διάγραμμα 2.22: Κεφαλαιοποίηση ξένων χρηματιστηρίων (2002-2016) .....	53
Διάγραμμα 2.23: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια, (Ιανουάριος 2002-Δεκέμβριος 2016) (εκατ. €) .....	54
Διάγραμμα 2.24: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια, (Ιανουάριος 2000-Δεκέμβριος 2016) (εκατ. €) .....	56
Διάγραμμα 2.25: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια, (Ιανουάριος 2008-Δεκέμβριος 2016) (εκατ. €) .....	57
Διάγραμμα 2.26: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια, (Ιανουάριος 2008-Δεκέμβριος 2016) (εκατ. €) .....	58
Διάγραμμα 2.27: Εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και χρηματιστηριακών δεικτών καθώς και χρονολόγιο πολιτικών και οικονομικών εξελίξεων, 2000-2016 .....	62
Διάγραμμα 3.1: Συμβολή βασικών συνιστωσών Α.Ε.Π. στη μεταβολή του (1994-2007 & 2008-2013).....	63



Διάγραμμα 3.2: Εξέλιξη μεριδίων στο Α.Ε.Π. βασικών συνιστωσών αυτού (1994-2007).....	65
Διάγραμμα 3.3: Εξέλιξη μεριδίων βασικών συνιστωσών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (1995-2007) .....	66
Διάγραμμα 3.4: Εξέλιξη μεριδίων στο Α.Ε.Π. βασικών συνιστωσών αυτού (2008-2013).....	68
Διάγραμμα 3.5: Εξέλιξη καθαρού αποθέματος πάγιου κεφαλαίου-χώρες Ευρωζώνης με πρόγραμμα προσαρμογής .....	69
Διάγραμμα 3.6: Δείκτης τιμών κατοικιών σε αστικές περιοχές (1997=100) .....	71
Διάγραμμα 3.7: Εξέλιξη μεριδίων βασικών συνιστωσών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (2008-2013) .....	72
Διάγραμμα 3.8: Δείκτες Οικονομικού Κλίματος Ε.Ε-28 και Ελλάδα (1990-2016=100, εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία) .....	77
Διάγραμμα 3.9: Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών (εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία).....	78
Διάγραμμα 3.10: Δανεισμός από τραπεζικά ιδρύματα και διεθνείς οργανισμούς, ανά θεσμικό τομέα, 2009 .....	92
Διάγραμμα 3.11: Δανεισμός από τραπεζικά ιδρύματα και διεθνείς οργανισμούς, ανά θεσμικό τομέα, 2014 .....	93
Διάγραμμα 3.12: Υπόλοιπο δανεισμού Γενικής Κυβέρνησης, 2007 – 2014 .....	94
Διάγραμμα 3.13: Υπόλοιπο δανεισμού επιχειρήσεων,* 2007 – 2014 .....	94
Διάγραμμα 3.14: Υπόλοιπο δανεισμού νοικοκυριών, 2007 – 2014 .....	95
Διάγραμμα 3.15: Χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα .....	96
Διάγραμμα 3.16: Προβλέψεις τραπεζών εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος για επισφαλείς απαιτήσεις (% υπόλοιπου συνολικής χρηματοδότησης) .....	98
Διάγραμμα 3.17: Καθαρό εθνικό διαθέσιμο εισόδημα.....	99
Διάγραμμα 3.18: Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015.....	105
Διάγραμμα 3.19: Μακροχρόνιες υποχρεώσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015 ....	106
Διάγραμμα 3.20: : ΕΒΙΤΔΑ επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015.....	107
Διάγραμμα 3.21: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Γεωργίας, αλιείας, θήρας και δασοκομίας* .....	111

Διάγραμμα 3.22: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ορυχείων και λατομείων.....	112
Διάγραμμα 3.23: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Τροφίμων, ποτών και προϊόντων καπνού.	112
Διάγραμμα 3.24: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής Κλωστοϋφαντουργικών υλών και προϊόντων*.....	113
Διάγραμμα 3.25: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Κατεργασίας και Δέψη Δέρματος, Παραγωγής Δερμάτινων ειδών.....	113
Διάγραμμα 3.26: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Κατεργασίας ξύλου και παραγωγής προϊόντων ξύλου* .....	114
Διάγραμμα 3.27: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Προϊόντων χάρτου, εκτυπώσεις, εκδόσεις* .....	114
Διάγραμμα 3.28: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Προϊόντα πετρελαίου και άνθρακα* .....	115
Διάγραμμα 3.29: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής χημικών ουσιών και προϊόντων, συνθετικών Υλών.....	116
Διάγραμμα 3.30: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής πλαστικών, ελαστικών υλών και προϊόντων .....	116
Διάγραμμα 3.31: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά* .....	117
Διάγραμμα 3.32: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων*.....	117
Διάγραμμα 3.33: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Μηχανημάτων και εξοπλισμού* .....	118
Διάγραμμα 3.34: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ηλεκτρικού εξοπλισμού και οπτικών συσκευών .....	119
Διάγραμμα 3.35: Τάση μόχλευσης στην Παραγωγή εξοπλισμού μεταφορών*.....	119
Διάγραμμα 3.36: Τάση μόχλευσης στα Λοιπά μεταποιημένα προϊόντα*.....	120
Διάγραμμα 3.37: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ηλεκτρικής ενέργειας, φυσικού αερίου και ύδρευσης.....	121
Διάγραμμα 3.38: Τάση μόχλευσης στις Κατασκευές* .....	121
Διάγραμμα 3.39: Τάση μόχλευσης στις Υπηρεσίες χονδρικού και λιανικού εμπορίου* .....	122

Διάγραμμα 3.40: Τάση μόχλευσης στις Υπηρεσίες μεταφορών, αποθήκευσης και επικοινωνιών.....	122
Διάγραμμα 3.41: Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, υπηρεσίες που αφορούν σε ακίνητα και επιχειρηματικές υπηρεσίες* .....	123
Διάγραμμα 3.42: Υπηρεσίες δημόσιας διοίκησης, άμυνας και υποχρεωτικής κοινωνικής ασφάλισης.....	124
Διάγραμμα 3.43: Υπηρεσίες εκπαίδευσης, υγείας και κοινωνικών υπηρεσιών* .....	125
Διάγραμμα 3.44: Υπηρεσίες ξενοδοχείων και λοιπές υπηρεσίες ατομικού - κοινωνικού χαρακτήρα* .....	125
Διάγραμμα 4.1: Χρηματιστηριακή αξία εισηγμένων επιχειρήσεων ως ποσοστό του Α.Ε.Π., 2016.....	152
Διάγραμμα 4.2: Χρηματοδότηση επιχειρήσεων.....	154
Διάγραμμα 4.3: Ο ρόλος της χρηματιστηριακής αγοράς στην οικονομία.....	156
Διάγραμμα 4.4: Η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων.....	161
Διάγραμμα 4.5: Εκδόσεις τιτλοποιήσεων σε ευρωπαϊκές χώρες, 2007-2016.....	164
Διάγραμμα 4.6: Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 2010-2016.	166
Διάγραμμα 4.7: Κύρια χαρακτηριστικά ενός ομολογιακού δανείου.....	168
Διάγραμμα 4.8: Αντληθέντα κεφάλαια από εκδόσεις ομολόγων στο Χρηματιστήριο Αθηνών .....	171
Διάγραμμα 4.9: Αριθμός εισηγμένων εταιρικών ομολόγων στην αγορά της Νορβηγίας (Nordic Corporate Bonds) .....	173
Διάγραμμα 5.1: Κατανομή ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων (private equity) ανά τύπο επενδυτή, 2016 .....	193
Διάγραμμα 5.2: Κατανομή ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων ανά τύπο κεφαλαίου, 2016..	194
Διάγραμμα 5.3: Εξέλιξη της κατανομής ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων ανά τύπο κεφαλαίου, 2012-2016.....	195
Διάγραμμα 5.4: Κατανομή επενδύσεων σε ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, 2016 .....	196
Διάγραμμα 5.5: Εξέλιξη του αριθμού των επιχειρήσεων που έλαβαν κεφάλαια, 2012- 2016 .....	196

Διάγραμμα 5.6: Εξέλιξη της κατανομής επενδύσεων σε ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, 2012-2016.....	198
Διάγραμμα 5.7: Πλατφόρμες ανά τύπο χρηματοδότησης, 2013-2014 .....	199
Διάγραμμα 5.8: Μεριδίο Θεσμικής χρηματοδότησης ανά τύπο χρηματοδότησης, 2015 ...	202
Διάγραμμα 5.9: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. σε επιχειρήσεις πρώιμου σταδίου, 2016.....	203
Διάγραμμα 5.10: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. ανά κλάδο .....	204
Διάγραμμα 5.11: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. ανά φάση επιχείρησης ....	205
Διάγραμμα 5.12: Επενδυτικά κεφάλαια στην Ε.Ε., 2005-2016.....	231
Διάγραμμα 5.13: Καθαρές πωλήσεις ΟΣΕΚΑ ανά τύπο κεφαλαίου στην Ε.Ε., 2015-2016...	232
Διάγραμμα 5.14: Καθαρές πωλήσεις ΟΕΕ ανά τύπο κεφαλαίου στην Ε.Ε., 2015-2016 .....	233
Διάγραμμα 5.15: Επενδυτικό Χαρτοφυλάκιο Insurance Europe, 2015 .....	234
Διάγραμμα 5.16: Επενδυτικό Χαρτοφυλάκιο Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδας, 2015 .....	235
Διάγραμμα 5.17: Κατανομή επενδυτικού χαρτοφυλακίου συνταξιοδοτικών ταμείων, 2016 .....	240
Διάγραμμα 6.1: Πυλώνες ενός συνταξιοδοτικού συστήματος, βάσει έκθεσης της Παγκόσμιας Τράπεζας (1994).....	256
Διάγραμμα 6.2: Λόγος εξάρτησης πληθυσμού 65 ετών και άνω ως προς εργατικό δυναμικό 15 έως 64 ετών (old age dependency ratio).....	268
Διάγραμμα 6.3: Λόγος εξάρτησης πληθυσμού 65 ετών και άνω προς απασχολούμενους 15 έως 64 ετών .....	268
Διάγραμμα 6.4: Εξέλιξη στις κατά κεφαλήν συντάξεις σε ευρωπαϊκές χώρες (σταθερές τιμές 2010).....	269
Διάγραμμα 6.5: Εξέλιξη στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. σε ευρωπαϊκές χώρες.....	270
Διάγραμμα 6.6: Συνολική συνταξιοδοτική δαπάνη στην Ελλάδα .....	271
Διάγραμμα 6.7: Προγράμματα προκαθορισμένων παροχών και εισφορών και υβριδικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, ως ποσοστό του συνόλου των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων σε επιλεγμένες χώρες του Ο.Ο.Σ.Α., 2013 .....	274

Διάγραμμα 6.8: Χρηματοδοτικές ροές της οικονομίας .....	285
Διάγραμμα 6.9: Συνταξιοδοτικά προγράμματα ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χώρες-μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (2015) .....	287
Διάγραμμα 6.10: Νομίσματα και καταθέσεις, συνταξιοδοτικά προγράμματα, μετοχές ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χώρες-μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (2015) .....	288
Διάγραμμα 6.11: Περιουσιακά στοιχεία νοικοκυριών: διακράτηση χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων σαν ποσοστό του συνόλου .....	289
Διάγραμμα 6.12: Περιουσιακά στοιχεία μη χρηματοοικονομικών οργανισμών: διακράτηση χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων σαν ποσοστό του συνόλου .....	290
Διάγραμμα 6.13: Ρυθμός μεταβολής πραγματικού καθαρού διαθέσιμου εισοδήματος νοικοκυριών (2015) .....	293
Διάγραμμα 6.14: Ρυθμός μεταβολής πραγματικού καθαρού διαθέσιμου εισοδήματος ελληνικών νοικοκυριών, 2007-2015 .....	293
Διάγραμμα 6.15: Μέση ιστορική κατανομή ενεργητικού σε επιλεγμένα μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία (LPF) και δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία αποθεματικών (PPRF) 2010-2014, ως % του συνολικού ενεργητικού .....	298
Διάγραμμα 6.16: Μέσο μέγεθος συνταξιοδοτικών ταμείων (αναλογία επενδύσεων προς αριθμό των ταμείων) σε χώρες του ΟΟΣΑ, 2005 και 2015 .....	307
Διάγραμμα 6.17: Ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα σε σύγκριση με το μέγεθος της οικονομίας, ανά τύπο χρηματοδοτικού οχήματος, στις χώρες του ΟΟΣΑ, ως % του Α.Ε.Π. 2015 .....	308
Διάγραμμα 6.18: Κατανομή επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων για επιλεγμένες κατηγορίες επενδύσεων σε χώρες του ΟΟΣΑ, ως % της συνολικής επένδυσης 2015 .....	309
Διάγραμμα 6.19: Επενδυτικό μίγμα των ελληνικών συνταξιοδοτικών ταμείων. 2007-2014	310

## Πίνακες

Πίνακας 2.1: Αριθμός και αξία εκδόσεων αξιογράφων .....	47
Πίνακας 2.2: Αξία έκδοσης ομολόγων .....	48

Πίνακας 3.1: Προβλέψεις μακροοικονομικών μεγεθών για τα έτη 2017 – 2019 (ετήσιες % μεταβολές) .....	73
Πίνακας 3.2: Διάρθρωση επιχειρήσεων στην Ελλάδα βάσει τάξης μεγέθους απασχόλησης	88
Πίνακας 3.3: Κλάδοι στους οποίους εξετάστηκε η τάση της μόχλευσης .....	109
Πίνακας 3.4: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Παραγώγων πετρελαίου και άνθρακα (μη εισηγμένες επιχειρήσεις).....	133
Πίνακας 3.5: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Χημικών ουσιών και προϊόντων, συνθετικών υλών (μη εισηγμένες επιχειρήσεις) .....	133
Πίνακας 3.6: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων (μη εισηγμένες επιχειρήσεις) .....	134
Πίνακας 3.7: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Λοιπών μεταποιημένων προϊόντων (μη εισηγμένες επιχειρήσεις) .....	134
Πίνακας 3.8: Προϊόντα αποταμιευτικού χαρακτήρα ανά χώρα .....	148
Πίνακας 4.1: Συμβολή επιχειρήσεων ανά τάξη μεγέθους σε μεγέθη της επιχειρηματικότητας (Ελλάδα και Ε.Ε.-28), 2012 .....	153
Πίνακας 4.2: Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια (εκατ. €), 2012-2016.....	167
Πίνακας 4.3: Εταιρίες επενδυτικών κεφαλαίων που διαπραγματεύονται σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.....	177
Πίνακας 5.1: Χρηματοδότηση Crowdfunding 2013 -2014 .....	200
Πίνακας 5.2: Πηγές χρηματοδότησης, 2015 .....	200
Πίνακας 5.3: Τύποι χρηματοδότησης crowdfunding και κλάδοι επιχειρήσεων, 2015.....	201
Πίνακας 5.4: Χρηματοδότηση Επενδύσεων με Business Angels κεφάλαια στην Ε.Ε., 2013-2015 .....	203
Πίνακας 5.5: Επενδυτικές δαπάνες επιχειρηματικών αγγέλων, 2013-2015 .....	204
Πίνακας 5.6: Πυλώνες κοινοτικής οδηγίας Φερεγγυότητα II .....	236
Πίνακας 6.1: Κάλυψη ιδιωτικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, 2013 (% ποσοστό του εργατικού δυναμικού 15-64 ετών).....	275

Πίνακας 6.2: Κατάταξη χωρών του ΟΟΣΑ υψηλού εισοδήματος με βάση το σύστημα πυλώνων.....	282
Πίνακας 6.3: Ποσοστό συνταξιοδοτικού εισοδήματος με βάση τους πυλώνες, σε επιλεγμένες χώρες.....	283
Πίνακας 6.4: Αναλυτική περιγραφή 1 <sup>ου</sup> , 2 <sup>ου</sup> και 3 <sup>ου</sup> πυλώνα συνταξιοδοτικού συστήματος σε επιλεγμένες χώρες.....	284
Πίνακας 6.5: Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία: νοικοκυριά (N) και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ).....	295
Πίνακας 6.6: Συγκεντρωτικός πίνακας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων των ασφαλιστικών εταιρειών και συνταξιοδοτικών ταμείων.....	296
Πίνακας 6.7: Μέγεθος ιδιωτικών συνταξιοδοτικών επενδύσεων σε δολάρια ΗΠΑ και ως % του Α.Ε.Π. ανά χώρα. 2015.....	300
Πίνακας 6.8: Συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, 2005-2015 (εκατ. \$).....	302
Πίνακας 6.9: Συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, ως% του Α.Ε.Π., 2005-2015.....	304
Πίνακας 6.10: Αριθμός συνταξιοδοτικών ταμείων σε επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ, 2005-2015.....	305

## Πλαίσια

Πλαίσιο 4.1: Η τιτλοποίηση απαιτήσεων βάσει του Ν. 3156/2003.....	163
Πλαίσιο 6.1: Ασφάλεια συναλλαγών: Ο.Σ.Ε.Κ.Α. και προστασία επενδυτών (αποσπάσματα από τη σχετική νομοθεσία – Ν. 4099/2012).....	330





# 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

## 1.1 Αντικείμενο της μελέτης

Την περίοδο 1995-2007 η ελληνική οικονομία παρουσίασε ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, κατά μέσο όρο 3,8% ετησίως. Σωρευτικά τη συγκεκριμένη περίοδο, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Α.Ε.Π.) της χώρας αυξήθηκε κατά 57%. Ωστόσο κατόπιν το Α.Ε.Π. της ελληνικής οικονομίας συρρικνώθηκε, αρχικά, τη διετία 2008-2009, εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και κατόπιν, λόγω της εγχώριας κρίσης εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Συνολικά την περίοδο 2008-2013 η ελληνική οικονομία απώλεσε το 26,1% του προϊόντος της. Το 2014 η υποχώρηση του Α.Ε.Π. ανακόπηκε, ενώ συνολικά στην τριετία 2014-2016 το Α.Ε.Π. το προϊόν της δεν μεταβλήθηκε. Ωστόσο, ζητούμενο για την ελληνική οικονομία είναι η επιστροφή σε σταθερά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, πρωτίστως προκειμένου να υποστηριχθεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της. Παρότι η ύφεση δεν συνεχίστηκε στα προηγούμενα τρία έτη, η επιστροφή σε ταχύρρυθμη ανάπτυξη, όπως αυτή πριν το 2008, φαίνεται ότι πλέον είναι αρκετά δύσκολη.

Μια βασική αιτία για το ότι έως τώρα δεν έχει επιτευχθεί η επιστροφή στην ισχυρή ανάπτυξη των ετών 1995-2007 εντοπίζεται στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του αναπτυξιακού προτύπου το οποίο ακολουθήθηκε τη συγκεκριμένη περίοδο. Συγκεκριμένα, μεταξύ των συνιστωσών του Α.Ε.Π., η εγχώρια κατανάλωση, ιδιωτική και δημόσια, αποτέλεσε τη βασική πηγή της ανάπτυξης, δημιουργώντας ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. κατά μέσο όρο 3,2%, ή αλλιώς το 84% του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. σε αυτό το χρονικό διάστημα. Η ισχυρή μεγέθυνση της κατανάλωσης προήλθε κυρίως από την ταχύτερη αύξηση των εισοδημάτων σε σχέση με την παραγωγικότητα εργασίας, εν μέρει εξαιτίας της ανόδου των μισθών και των μεταβιβαστικών πληρωμών (συντάξεων, επιδομάτων κ.ά.) που κατέβαλε ο δημόσιος τομέας. Η αύξησή τους ήταν ένας από τους λόγους διόγκωσης του ελλείμματος και ακολούθως του δημόσιου χρέους, το οποίο από €101 δισεκ. το 1995 έφτασε τα €240 δισεκ. το 2007. Η ενίσχυση της κατανάλωσης προήλθε και από τη διεύρυνση των δανειακών υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα, οι οποίες ως ποσοστό του Α.Ε.Π. υπερδιπλασιάστηκαν

*Το αναπτυξιακό πρότυπο της περιόδου 1995 – 2007, που βασιζόταν πρωτίστως σε επέκταση της εγχώριας κατανάλωσης, από ταχύτερη άνοδο των εισοδημάτων σε σχέση με την παραγωγικότητα, δεν ήταν μακροπρόθεσμα βιώσιμο. Συνεπώς, δεν θεωρείται επιθυμητή η επιστροφή σε αυτό.*

στην περίοδο 1995-2007, από 50% στην αρχή της σε 113% το 2007, παρά τη σημαντική άνοδο του εγχώριου προϊόντος. Οι επενδύσεις διαδραμάτισαν δευτερεύοντα ρόλο στην αναπτυξιακή διαδικασία με μέση συνεισφορά στη μεγέθυνση του Α.Ε.Π. 1,2%. Επιπλέον, αφορούσαν κυρίως σε δημόσιες επενδύσεις και στην κατασκευή κατοικιών, με κεφάλαια προερχόμενα από το δημόσιο τομέα και το τραπεζικό σύστημα αντίστοιχα. Η καθαρή συνεισφορά του εξωτερικού τομέα στην ανάπτυξη ήταν αρνητική, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν με ταχύτερο ρυθμό σε σχέση με τις εξαγωγές.

Η διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής στην οποία βρίσκεται η Ελλάδα από το 2010, καθώς και η ανάγκη μετά την ολοκλήρωσή της επίτευξης υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων επί σειρά ετών, προκειμένου να διαφυλαχθεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της, καθιστούν αδύνατη την επιστροφή σε ισχυρή ανάπτυξη και τη διατήρησή της μέσω της αύξησης των δημόσιων δαπανών, όπως έγινε στο παρελθόν. Σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, για τη χρηματοδότηση επενδύσεων και των λειτουργικών/καταναλωτικών δαπανών τους στο παρελθόν, βασίστηκαν κατά κύριο λόγο σε τραπεζικό δανεισμό, αξιοποιώντας τις ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας και τα σχετικά χαμηλά επιτόκια που διαμορφώθηκαν μετά την είσοδο της Ελλάδας στην Οικονομική Νομισματική Ένωση. Η αξιοποίηση κεφαλαίων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ε.Ε. για την υλοποίηση επιχειρηματικών επενδύσεων επίσης αυξήθηκε. Από την άλλη πλευρά, η άντληση πόρων από τη χρηματιστηριακή αγορά στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου ήταν περιορισμένη, στον απόηχο και του βραχυπρόθεσμου, αλλά μεγάλων διαστάσεων, κύκλου υπερθέρμανσης στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά τα έτη 1997-1999. Όμως, τα αρκετά λιγότερα κεφάλαια που πλέον έχουν στη διάθεσή τους οι ελληνικές τράπεζες, λόγω της απόσυρσης σχεδόν των μισών εκ των καταθέσεων που είχαν στη διάθεσή τους το 2009 έως το τέλος 2016 (€122,7 δισεκ. έναντι €234,6 δισεκ.), αλλά και της κατακόρυφης αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, δεν επιτρέπουν την εκτεταμένη παροχή χρηματοδότησης στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας, όπως συνέβαινε έως το 2008.

*Η δημοσιονομική προσαρμογή δεν επιτρέπει μια σημαντική συμβολή των δημοσίων δαπανών στην ανάκαμψη. Η στενότητα κεφαλαίων των τραπεζικών ιδρυμάτων αποτελεί πρόσκομμα στη χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων και της κατανάλωσης των νοικοκυριών.*

*Χρειάζεται αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου, με έμφαση στην ενίσχυση του ρόλου των επιχειρηματικών επενδύσεων και της συμβολής του εξωτερικού τομέα, κυρίως από την αύξηση των εξαγωγών.*

Από τα παραπάνω στοιχεία και την ανάλυση προκύπτει ότι ο τρόπος με τον οποίο αναπτύχθηκε η ελληνική οικονομία μέχρι την παγκόσμια χρηματοπιστωτική και την εγχώρια δημοσιονομική κρίση ήταν μη διατηρήσιμος μακροπρόθεσμα. Κατά συνέπεια, η επιστροφή σε αυτό το αναπτυξιακό πρότυπο δεν είναι εφικτή και επιθυμητή. Για την επαναφορά της ελληνικής οικονομίας σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης απαιτείται αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου, με στόχους, πρώτον, τον περιορισμό της σημασίας της καταναλωτικής δαπάνης για τη μεγέθυνση της οικονομίας, δεύτερον, την ενίσχυση του ρόλου των επιχειρηματικών επενδύσεων, οι οποίες διατηρούν και βελτιώνουν την παραγωγική δυναμικότητα μια χώρας και τρίτον, την ενίσχυση της καθαρής συμβολής του εξωτερικού τομέα, κυρίως από την αύξηση των εξαγωγών. Για την επιδίωξη αυτών των στόχων απαιτείται πρωτίστως η διευκόλυνση των επενδύσεων και της εξαγωγικής δραστηριότητας τομέων οι οποίοι καινοτομούν και παράγουν διεθνώς ανταγωνιστικά εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, με υψηλή προστιθέμενη αξία. Ωστόσο για την υποστήριξη αυτών των στόχων απαιτούνται πολλοί επενδυτικοί πόροι, προκειμένου να κλιμακωθούν οι διαδικασίες έρευνας και ανάπτυξης, να αναβαθμιστούν υφιστάμενες και να δημιουργηθούν νέες παραγωγικές δομές, για συμμετοχές σε διεθνείς εκθέσεις και απόκτηση πρόσβασης σε διεθνή εμπορικά δίκτυα και δίκτυα παραγωγής.

Η εκτεταμένη απόσυρση καταθέσεων, η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και η συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης των επιχειρήσεων, περιορίζουν σημαντικά τις δυνατότητες του τραπεζικού συστήματος να μεταφέρει τους πόρους που χρειάζονται οι τομείς που παράγουν διεθνώς ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες και έχουν ισχυρό πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα. Παρότι για τη σταδιακή άμβλυνση του ζητήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων έχουν δρομολογηθεί συγκεκριμένα μέτρα στον τραπεζικό τομέα, η διάρκεια της διευθέτησης και της διαχείρισης των δανείων υπό αυτό το πλαίσιο είναι αβέβαιη, καθώς, πέρα από τις προτεραιότητες των τραπεζών ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού τους και την κεφαλαιακή τους επάρκεια, εξαρτάται και από στόχους και πολιτικές των υφιστάμενων επιχειρήσεων ως προς τη διάρθρωση των κεφαλαίων τους (debt-to-equity ratio). Επομένως, για την

*Το χαμηλό επίπεδο καταθέσεων, η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η διαδικασία απομόχλευσης από τις επιχειρήσεις, καθιστούν αναγκαία την άντληση κεφαλαίων για τη μετάβαση στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο, από εναλλακτικές ως προς τον τραπεζικό δανεισμό μορφές χρηματοδότησης.*

άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων για τη μετάβαση στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο, εναλλακτικές ως προς τον τραπεζικό δανεισμό μορφές χρηματοδότησης πρέπει να αναζητηθούν και αναπτυχθούν.

Τούτων δεδομένων, η χρηματοδότηση μέσω της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς κεφαλαίων μπορεί να αξιοποιηθεί σε μεγαλύτερο βαθμό, τόσο ως προς τη διοχέτευση αποταμιεύσεων σε επιχειρηματικές επενδύσεις, όσο και ως προς την προσέλκυση επενδυτικών πόρων από το εξωτερικό. Επομένως, οι επιλογές άντλησης κεφαλαίων που προσφέρουν οι χρηματιστηριακές αγορές πρέπει να αναδειχθούν στην Ελλάδα και να αναπτυχθούν περαιτέρω. Ειδικά σε ότι αφορά τη χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, έχουν διαμορφωθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά και εγχωρίως, νέα εργαλεία χρηματοδότησης ΜμΕ. Ενδεικτικά, σε αυτά τα εργαλεία περιλαμβάνονται τα εισηγμένα ταμεία που επενδύουν σε ιδιωτικά κεφάλαια μη εισηγμένων επιχειρήσεων (listed private equities). Μέσω αυτού και άλλων παρόμοιων χρηματοδοτικών εργαλείων, αξιοποιούνται οικονομίες κλίμακας προκειμένου να ξεπεραστούν τα εμπόδια πρόσβασης στις χρηματιστηριακές αγορές που αντιμετωπίζουν οι μικρότερες επιχειρήσεις. Λύσεις αυτού του τύπου μπορούν να είναι ιδιαίτερα χρήσιμες στην περίπτωση της Ελλάδας, στην οποία το ποσοστό μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων είναι πολύ υψηλότερο από το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και σε κλάδους με ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, όπως ο τουρισμός και ο αγροδιατροφικός τομέας. Καθοριστικός παράγοντας για την αξιοποίηση των χρηματοδοτικών δυνατοτήτων για τις ΜμΕ μέσω της εγχώριας χρηματαγοράς είναι η ενημέρωση, αφενός των επιχειρηματιών, ως προς τα διαθέσιμα εργαλεία και τις διαδικασίες αξιοποίησής τους, αφετέρου του επενδυτικού κοινού, ως προς την εξέταση όλων των διαθέσιμων επενδυτικών επιλογών και την ορθολογική διαχείριση των περιουσιακών του στοιχείων.

Οι χρηματιστηριακές αγορές προσφέρουν λύσεις και για τη χρηματοδότηση της υφιστάμενης επιχειρηματικότητας. Για παράδειγμα, ένα σημαντικό ζήτημα που συχνά αποτελεί πρόσκομμα στη χρηματοδότηση υφιστάμενων επιχειρήσεων μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίων, είναι οι διαφορές στην αποτίμηση της αξίας και των προοπτικών μιας επιχείρησης, από τους

*Δεδομένων των συνθηκών στο τραπεζικό σύστημα, των υποχρεώσεων προς αυτό επιχειρήσεων και νοικοκυριών, καθώς της ανάγκης ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, η χρηματοδότηση μέσω της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς πρέπει να αξιοποιηθεί σε μεγαλύτερο βαθμό.*

υφιστάμενους μετόχους και δυνητικούς νέους επενδυτές. Αυτές οι διαφορές τείνουν να είναι αυξημένες σε περιόδους έντονης πολιτικής ή/και οικονομικής αβεβαιότητας, όπως αυτή των πρόσφατων ετών στην Ελλάδα. Λύση σε αυτό το πρόβλημα αποτελούν τα παράγωγα προϊόντα, όπως τα δικαιώματα προαίρεσης (options, warrants). Με αυτά, επί της ουσίας ο προσδιορισμός της τελικής απόδοσης της αγοράς μετοχών μεταφέρεται σε μια μελλοντική στιγμή, όταν η αβεβαιότητα σχετικά με την «πραγματική» αξία της εταιρείας αναμένεται να έχει αρθεί σε μεγάλο βαθμό.

Τέλος, οι χρηματιστηριακές αγορές μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο και ως προς την ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος. Οι δημογραφικές τάσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες, με κύριο χαρακτηριστικό την αυξημένη αναλογία συνταξιούχων προς εργαζομένους, καθώς και οι σχετικά υψηλές παροχές στους απόμαχους της εργασίας, έχουν καταστήσει απαραίτητη τη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματός τους. Αυτή πρέπει να αποσκοπεί στη διαμόρφωση ενός ασφαλιστικού συστήματος του οποίου ο αναδιανεμητικός ρόλος (από εργαζομένους προς συνταξιούχους) να είναι ηπιότερος, διασφαλίζοντας ένα συγκεκριμένο επίπεδο εισοδήματος για όλους τους συνταξιούχους, και να προωθεί την αποταμίευση κεφαλαίων από τους εργαζομένους, για τη συμπλήρωση του βασικού, εγγυημένου από την αναδιανεμητική λειτουργία εισοδήματος, όταν αυτοί εξέλθουν από την αγορά εργασίας. Ωστόσο, η διεύθυνση του κεφαλαιοποιητικού συστήματος και η ανάπτυξη του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα στην Ελλάδα (ομαδική και ατομική αποταμίευση, σε επαγγελματικά ταμεία και ιδιωτικές ασφαλιστικές επιχειρήσεις) αναπτύσσονται με πολύ αργούς ρυθμούς, ειδικά σε σύγκριση με άλλα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εν μέρει, αυτό το γεγονός μπορεί να οφείλεται και σε δυσπιστία ως προς την ασφάλεια των επενδύσεων σε κεφαλαιακά προϊόντα, καθώς και σε άγνοια όσον αφορά τις δυνατότητες διασποράς και διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου που προσφέρουν οι αγορές κεφαλαίων. Σε κάθε περίπτωση, η περαιτέρω ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, ως αναπόσπαστο μέρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαιαγορών, αποτελεί απαραίτητο βήμα για την ενδυνάμωση του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος στην Ελλάδα. Με την αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών που θα παρέχει,

*Οι επενδυτικές δυνατότητες στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών αγορών μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στη βελτίωση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος εγχωρίως, διευκολύνοντας την ανάπτυξη του κεφαλαιοποιητικού σκέλους του, η οποία γίνεται με πολύ πιο αργό ρυθμό από ότι στο μέσο όρο της Ε.Ε.*

είναι εφικτή η ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος, η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου των μελλοντικών συνταξιούχων, αλλά και η αύξηση στο παρόν των επενδύσεων στην ελληνική οικονομία, με πόρους προερχόμενους από τις αποταμιεύσεις των ασφαλισμένων.

Λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους και τις προϋποθέσεις για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας και την αλλαγή του αναπτυξιακού της προτύπου, όπως επίσης τις ανάγκες του ασφαλιστικού συστήματος και τις μεταρρυθμίσεις που χρειάζεται, η παρούσα μελέτη αναδεικνύει τις λύσεις που προσφέρει η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά για την άντληση πόρων για αυτούς τους σκοπούς. Ο ρόλος των επενδυτικών προϊόντων που θα παρουσιαστούν είναι διττός: αποτελούν μέσα συγκέντρωσης των κεφαλαίων που χρειάζονται επιχειρήσεις και ασφαλιστικά ταμεία, αλλά και τοποθετήσεις για τα φυσικά πρόσωπα και τις επιχειρήσεις, με πιθανότητα υψηλότερης απόδοσης από ότι οι πλέον διαδεδομένες μορφές επένδυσής τους, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις.

*Η μελέτη αναδεικνύει τις δυνατότητες που παρέχει η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, την αλλαγή του αναπτυξιακού της προτύπου και τις ανάγκες του ασφαλιστικού συστήματος*

## 1.2 Δομή της μελέτης

Κατόπιν της παρουσίασης του αντικειμένου της παρούσας μελέτης στο τρέχον κεφάλαιο, στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζεται η τάση βασικών δεικτών και μεγεθών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, καθώς και υποκατηγοριών τους. Ενδεικτικά, σε αυτά περιλαμβάνονται η τάση της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αλλά και της κεφαλαιοποίησης ανά αγορά, ανά κατηγορία επενδυτών κ.ά., της μέσης ημερήσιας αξίας και του όγκου συναλλαγών, των νέων εκδόσεων αξιόγραφων. Κατά την παρουσίαση της τάσης κάθε δείκτη ή μεγέθους αναδεικνύονται οι παράγοντες που τη διαμόρφωσαν σε κάθε χρονική περίοδο (οικονομικοί (εγχώριοι-εξωχώριοι, πολιτικοί κ.ά.). Κατόπιν της παρουσίασης-ερμηνείας της εξέλιξής τους στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, για ορισμένα πραγματοποιούνται συγκρίσεις με άλλες χώρες της Ε.Ε..

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι λόγοι για την αναζήτηση τρόπων χρηματοδότησης εναλλακτικών της τραπεζικής χρηματοδότησης. Καταρχάς, παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του αναπτυξιακού προτύπου την περίοδο 1995-2007 και κατόπιν στοιχειοθετείται ο κομβικός ρόλος που θα πρέπει να έχουν οι επενδύσεις στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο, κάτι που

καθιστά απαραίτητη την αξιοποίηση όλων των απαραίτητων τρόπων για τη χρηματοδότησή τους. Εν συνεχεία δείχνεται και ερμηνεύεται η φθίνουσα πορεία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσω του τραπεζικού τομέα από το ξεκίνημα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έως το τέλος του 2016. Η τάση του βαθμού μόχλευσης των κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας την τρέχουσα περίοδο και στα προσηχή έτη διερευνάται εμπειρικά, με τη χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων, προκειμένου να αναδειχθεί ποιοι από αυτούς παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη ανάγκη να περιορίσουν τις υποχρεώσεις τους. Με αυτόν τον τρόπο εξετάζονται και οι παράγοντες που επηρεάζουν το βαθμό μόχλευσης, προκειμένου να αναδειχθεί με ποιους τρόπους αυτός μπορεί να περιοριστεί. Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα από τη διεθνή βιβλιογραφία για τη σχέση μεταξύ χρηματοδότησης μέσω χρηματιστηριακών αγορών και οικονομικής ανάπτυξης. Το τρίτο κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των ειδικών αποταμιευτικών λογαριασμών φυσικών προσώπων που συνδέονται με τις επενδύσεις σε ΜμΕ και startups (risk capital, ISA accounts) και γενικότερα στην κεφαλαιαγορά, καθώς και των χαρακτηριστικών τους στις χώρες στις οποίες υφίστανται.

Το τέταρτο κεφάλαιο εστιάζει στα διαθέσιμα χρηματοδοτικά εργαλεία μέσω των αγορών κεφαλαίου για την απομόχλευση υφιστάμενων επιχειρήσεων. Σε αυτά περιλαμβάνονται η τιτλοποίηση δανείων, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, τα μετατρέψιμα εταιρικά ομόλογα, τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης, τα παράγωγα προϊόντα (π.χ. warrants, options) κ.ά. Στο πέμπτο κεφάλαιο η ανάλυση εστιάζει στις δυνατότητες χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων και ΜμΕ από επενδυτικά σχήματα τα οποία λειτουργούν στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών αγορών. Σε αυτά περιλαμβάνονται η Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια, όπως οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ), οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), τα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Σχετικά νέες μορφές χρηματοδότησης για τις ΜμΕ, οι οποίες παρουσιάζονται σε ειδική ενότητα της μελέτης, είναι οι νέες υπηρεσίες

διαμεσολάβησης, οι σύμβουλοι εταιριών, τα καινούργια σχήματα εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι δυνατότητες ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος μέσω της κεφαλαιαγοράς αποτελούν το αντικείμενο του έκτου κεφαλαίου. Στην αρχή αυτού παρουσιάζονται τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του κεφαλαιοποιητικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, οι αδυναμίες του και τα μέτρα που έχουν ληφθεί διεθνώς για την αντιμετώπισή τους, τα οποία συνήθως έγκεινται στη σταδιακή μετάβαση σε ένα ασφαλιστικό σύστημα με ενισχυμένο σε σύγκριση με το παρελθόν κεφαλαιοποιητικό προσανατολισμό. Κατόπιν παρατίθενται τα αποταμιευτικά προϊόντα που είναι διαθέσιμα στην Ελλάδα και διεθνώς μέσω των κεφαλαιαγορών και οι προτιμήσεις των επενδυτών σχετικά με αυτά σε μια σειρά χωρών. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε. (Capital Markets Union), για την ενίσχυση της ασφάλειας συναλλαγών στα κράτη-μέλη. Επίσης, παρουσιάζεται το υφιστάμενο πλαίσιο προστασίας για τους αποταμιευτές στην Ελλάδα.

Η μελέτη ολοκληρώνεται με ένα κεφάλαιο στο οποίο επισκοπούνται τα σημαντικότερα στοιχεία και αποτελέσματά της.



## 2 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

---

### 2.1 Εισαγωγή

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η παρουσίαση της εξέλιξης βασικών μεγεθών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στην περίοδο 2000-2016. Επιπλέον, θα παρουσιαστούν οι τάσεις στο ίδιο χρονικό διάστημα σε χρηματιστήρια χωρών που, όπως η Ελλάδα, επηρεάστηκαν έντονα από τη διεθνή χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση και εφάρμοσαν προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής (χρηματιστήρια Ιρλανδίας και Ισπανίας), καθώς και χωρών που έχουν, συγκριτικά, πιο «ώριμες» χρηματιστηριακές αγορές (Ελβετικό-SIX Swiss Exchange, Γερμανικό-Deutsche Börse, Αυστριακό-Vienna). Μέσω της παρουσίασης και της ανάλυσης αυτών των δεδομένων, θα επιχειρηθεί η ερμηνεία των τάσεων στην ελληνική κεφαλαιαγορά, στο Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τους επιμέρους δείκτες και μεγέθη τους, καθώς και στις επιλεγμένες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα, θα εξεταστεί το εάν διαφαίνεται από τα διαγράμματα συσχέτιση των χρηματιστηριακών τάσεων με την περίοδο ταχείας ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 2000-2007, με την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης και των διαφόρων φάσεων αυτής κ.ά.

### 2.2 Δείκτες Χρηματιστηρίου Αθηνών

Από την καθημερινή συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου Αθηνών διαμορφώνεται ο Γενικός Δείκτης Τιμών και μία σειρά από επιμέρους δείκτες, οι οποίοι αφορούν σε κατηγορίες επιχειρήσεων ανάλογα με την αξία της κεφαλαιοποίησης τους, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται, όπως επίσης σε επιμέρους χρηματιστηριακές αγορές κ.ά. Αυτοί οι δείκτες αποσκοπούν στην καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών οι οποίοι δραστηριοποιούνται στη χρηματιστηριακή αγορά και στη διευκόλυνσή τους στη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι σημαντικότεροι εξ' αυτών των δεικτών, ο τρόπος κατάρτισής τους και οι τάσεις τους στην περίοδο 2000-2016.

Ο **Γενικός Δείκτης Τιμών** του Χρηματιστηρίου Αθηνών (εφεξής Γ.Δ.Τ.) ξεκίνησε να χρησιμοποιείται την 31/12/1980, με τιμή εκκίνησης τις 100 μονάδες. Ο συγκεκριμένος δείκτης διαμορφώνεται από τις τάσεις των μετοχών των εταιρειών οι οποίες υπάγονται στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης του ελληνικού Χρηματιστηρίου. Συγκεκριμένα, ο Γ.Δ.Τ. καθορίζεται από τις τιμές των μετοχών των 60 εταιρειών με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση στο Χ.Α. Στο Διάγραμμα 2.1 παρουσιάζεται η εξέλιξη του συγκεκριμένου δείκτη για την περίοδο Ιανουάριος 2000-Δεκέμβριος 2016. Από την αρχή της συγκεκριμένης περιόδου μέχρι και τον Απρίλιο του 2003, ο Γ.Δ.Τ. παρουσίασε σχεδόν συνεχή πτώση. Ωστόσο, αυτή η αρνητική εξέλιξη ακολούθησε την ταχεία άνοδο του δείκτη κατά τα έτη 1997-1999, πρωτίστως λόγω της αναμενόμενης ένταξης της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και των θετικών επιδράσεων αυτής στην οικονομία της οι οποίες προεξοφλούνταν, ενδεχομένως σε υπερβολικό βαθμό από κάποιες σχετικές αξιολογήσεις. Παρόμοιες ανοδικές τάσεις εκδηλώθηκαν και σε χρηματιστήρια άλλων χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης, όπως π.χ. στην Ισπανία. Η κάμψη του Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ευρύτερα η συρρίκνωση της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς, ενδεχομένως να οφείλεται στη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων με πολύ χαμηλότερο κόστος από το τραπεζικό σύστημα μετά την είσοδο της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε.

Αντιθέτως, από το δεύτερο τρίμηνο του 2003 και μέχρι το τέλος του 2007, με εξαίρεση την περίοδο Μάιος 2006-Ιούλιος 2006, ο δείκτης αυξανόταν συνεχώς, με αποτέλεσμα να ξεπεράσει τις 5.000 μονάδες. Αυτή η τάση είναι συμβατή με το ρυθμό μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας στη συγκεκριμένη περίοδο, ο οποίος κατά μέσο όρο ήταν της τάξης του 4,1%. Στην ελκυστικότητα της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς συνέβαλε και η διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής η οποία ξεκίνησε το 2005 και είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του ελλείμματος στη διετία 2005-2006.

Κατόπιν αυτής της ανόδου του, ο Γ.Δ.Τ. παρουσίασε έντονη υποχώρηση στην περίοδο Ιανουάριος 2008-Ιούνιος 2012, λόγω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και κυρίως εξαιτίας της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης που ακολούθησαν. Εξαίρεση αποτέλεσε μία μικρή ανάκαμψη στο χρονικό διάστημα Μάρτιος 2009-Οκτώβριος 2009, μάλλον

εξαιτίας των τότε διαδοχικών εκλογικών κύκλων και των προσδοκιών που δημιούργησαν. Είναι χαρακτηριστικό πως την 8<sup>η</sup> Αυγούστου 2011 ο Γ.Δ.Τ. υποχώρησε κάτω από το όριο των 1.000 μονάδων, για πρώτη φορά από το 1997.

Η σταδιακή άνοδος του δείκτη από τον Ιούλιο του 2012 πιθανότατα σχετίζεται με την κάμψη της έντονης αβεβαιότητας που προξένησαν οι διπλές βουλευτικές εκλογές στο δίμηνο Μαΐου-Ιουνίου εκείνου του έτους από το σχηματισμό μιας κυβέρνησης συνεργασίας, για πρώτη φορά τουλάχιστον από το 1989, με ευρεία κοινοβουλευτική πλειοψηφία. Μετέπειτα οικονομικές εξελίξεις, όπως η επαναγορά ομολόγων από το ελληνικό κράτος τον Δεκέμβριο του 2012 και οι θετικές επενέργειές της στο δημόσιο χρέος, η πρώτη ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και οι εξαγορές-συγχωνεύσεις εντός αυτού στο δεύτερο τρίμηνο του 2013, η επίτευξη μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος στο ίδιο έτος, ένα χρόνο νωρίτερα από ότι αναμενόταν στο δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής, οι επιτυχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών και η έκδοση ομολόγου από το ελληνικό κράτος στο χρονικό διάστημα Μαρτίου-Μαΐου 2014, συντήρησαν την άνοδο του γενικού δείκτη για περίπου δύο χρόνια, έως τον Ιούνιο του 2014. Πρόσθετος παράγοντας ο οποίος βελτίωσε τις εκτιμήσεις για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας ήταν η επιστροφή της σε ήπια ανάπτυξη από το πρώτο τρίμηνο του ίδιου έτους, ύστερα από σχεδόν έξι έτη συνεχούς ύφεσης (από το β' τρίμηνο του 2008).

Η ανοδική πορεία του Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανακόπηκε τον Ιούλιο του 2014. Η νέα φάση υποχώρησής του διάρκεσε έως τον Φεβρουάριο του 2016. Σε σημαντικό βαθμό συσχετίζεται με πολιτικοοικονομικά γεγονότα εκείνης της περιόδου. Συγκεκριμένα, οι καθυστερήσεις στη διαδικασία της τελευταίας, πέμπτης αξιολόγησης του δεύτερου Προγράμματος και η διακοπή της στην αρχή του Δεκεμβρίου, η αυξανόμενη αβεβαιότητα ως προς τη δυνατότητα εκλογής Προέδρου της Δημοκρατίας από την τότε σύνθεση του κοινοβουλίου και τη σταθερότητα της κυβέρνησης, επιδείνωσαν τις προσδοκίες στο δεύτερο εξάμηνο του 2014. Οι πολυκύμαντες διαπραγματεύσεις με τους θεσμικούς δανειστές του ελληνικού κράτους κατόπιν της κυβερνητικής αλλαγής τον Ιανουάριο

του 2015, η τραπεζική αργία και η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στο τέλος Ιουνίου του ίδιου έτους, η κατόπιν σύναψη μιας νέας, τρίτης δανειακής σύμβασης, σε αντίθεση με τις προσδοκίες που είχαν δημιουργήσει τα γεγονότα ένα χρόνο νωρίτερα, για σταδιακή επιστροφή της ελληνικής οικονομίας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, άσκησαν περαιτέρω πιέσεις στην εγχώρια οικονομία και τις επιχειρηματικές προσδοκίες. Άλλωστε, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2015 η αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας εξασθένησε, ενώ στο τρίτο τρίμηνό του αυτή επέστρεψε σε ύφεση (Διάγραμμα 2.2).

Η σχετική σταθερότητα του Γ.Δ.Τ. από τον Απρίλιο του 2016 έως και τον Φεβρουάριο του 2017 θεωρείται ότι συνδέεται με γεγονότα όπως η επίτευξη προόδου στην πρώτη αξιολόγηση του τρίτου Προγράμματος και η ολοκλήρωσή της τον περυσινό Μάιο, ο «οδικός χάρτης» για τα μέτρα ελάφρυνσης του δημοσίου χρέους ο οποίος αποφασίστηκε στο Eurogroup της 24<sup>ης</sup> Μαΐου, η επαναπρόσβαση των τραπεζών στο βασικό μηχανισμό χρηματοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ύστερα από 16 μήνες, τον Ιούνιο. Άλλες εξελίξεις οι οποίες συνέβαλαν στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος ήταν αυτές στο πεδίο των αποκρατικοποιήσεων το καλοκαίρι και στις αρχές φθινοπώρου του 2016 (π.χ. πώληση ΤΡΑΙΝΟΣΕ, παραχώρηση παλαιού αεροδρομίου Ελληνικού και ευρύτερης περιοχής, πώληση Αστέρα Βουλιαγμένης), η εκκίνηση της δεύτερης αξιολόγησης, η απόφαση του Eurogroup της 5<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου για την εφαρμογή των βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους κ.ά.

Συνοψίζοντας, η εξέλιξη της τάσης του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών από την αρχή του 2000 και έως την περίοδο του 2017 επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό – όπως ήταν εν πολλοίς αναμενόμενο – από σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα τα οποία έλαβαν χώρα σε αυτή την περίοδο. Σε αυτά περιλαμβάνονται δημοσιονομικά γεγονότα, ήδη από το 2005, δηλαδή προ της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης το 2010, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, εκλογικές αναμετρήσεις, εξελίξεις που αφορούν στο τραπεζικό σύστημα. Μοναδική περίοδος στην οποία η τάση του Γ.Δ.Τ. δεν ερμηνεύεται από τέτοια γεγονότα είναι η περίοδος υποχώρησης του από την αρχή του 2000 έως τον Απρίλιο του 2003. Στη διάρκειά της

*Η τάση του Γενικού Δείκτη επηρεάστηκε στα έτη 2000 - 2017 από σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα, εκτός της περιόδου 2000 - Απρίλιος 2003*

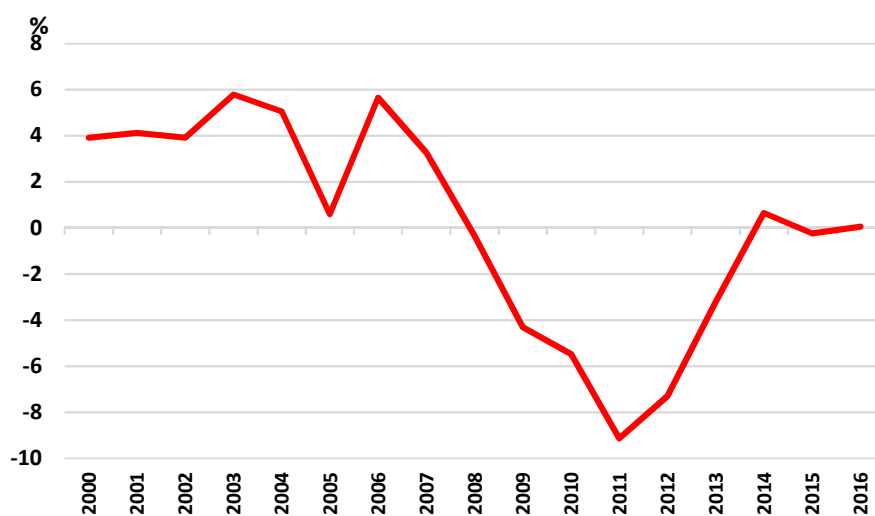
πραγματοποιήθηκε «διόρθωση» της έντονης, πρωτοφανούς ανόδου του ελληνικού χρηματιστηρίου στην περίοδο 1997-1999. Αυτή η εξέλιξη μάλλον οφείλεται και στη βελτίωση των όρων δανεισμού των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα κατόπιν της εισόδου της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε., η οποία περιόρισε την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων από τη χρηματιστηριακή αγορά.

**Διάγραμμα 2.1: Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

**Διάγραμμα 2.2: Ρυθμός μεταβολής Α.Ε.Π.**

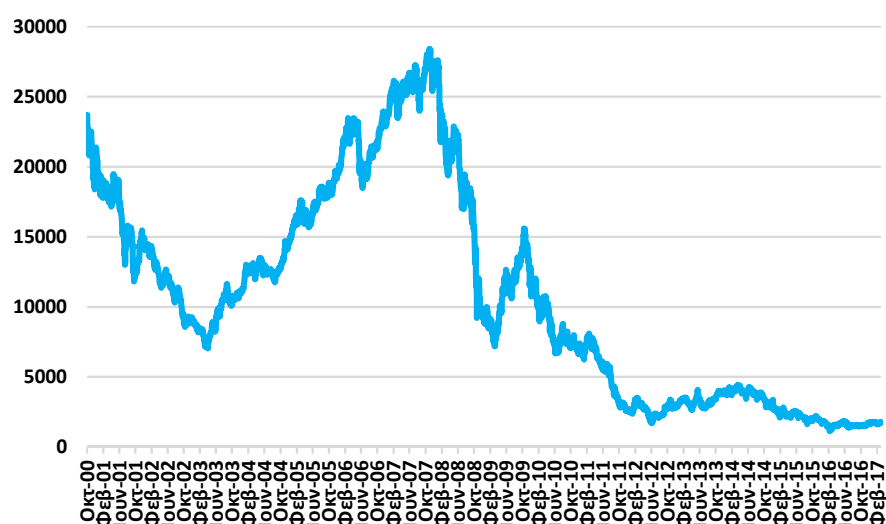


Πηγή: World Economic Outlook Database, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Οκτώβριος 2016.

*Η τάση του Δείκτη FTSE/Χ.Α. Large Cap είναι παρόμοια με αυτή του Γενικού Δείκτη, αφού οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες καθορίζουν τον πρώτο δείκτη περιλαμβάνονται όλες στο Γενικό Δείκτη*

Ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Large Cap διαμορφώνεται από τις τάσεις των τιμών των μετοχών των 20 μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο συγκεκριμένος δείκτης κατασκευάστηκε από τη συνεργασία του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον οίκο FTSE International Limited. Χρησιμοποιείται από τον Σεπτέμβριο του 1997, με τιμή εκκίνησης τις 1.000 μονάδες. Από τη σύγκριση της εξέλιξης της τάσης του δείκτη FTSE/Χ.Α. Large Cap (Διάγραμμα 2.3) με αυτή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προκύπτει ότι αυτές είναι παρόμοιες, παρότι ο πρώτος δείκτης λαμβάνει πολλαπλάσιες τιμές σε σύγκριση με το δεύτερο. Η ομοιότητα ανάμεσα την εξέλιξη του FTSE/Χ.Α. Large Cap και του Γ.Δ.Τ. οφείλεται στο γεγονός ότι εκ της διάρθρωσης του δεύτερου δείκτη, συγκαταλέγονται σε αυτόν όλες στις επιχειρήσεις οι οποίες περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSE/Χ.Α. Large Cap. Επιπλέον, καθώς πρόκειται για τις 20 επιχειρήσεις με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η βαρύτητά τους είναι υψηλή στη διαμόρφωση του επιπέδου του Γ.Δ.Τ.

**Διάγραμμα 2.3: Δείκτης FTSE/Χ.Α. Large Cap**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

Ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Mid Cap του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποτυπώνει τη μέση τάση των τιμών των μετοχών των 40 μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι οποίες έπονται σε κεφαλαιοποίηση των μετοχών οι οποίες συνθέτουν τον υφιστάμενο δείκτη FTSE/Χ.Α. Large Cap. Και αυτός ο δείκτης προέκυψε από

*Η εξέλιξη του Δείκτη FTSE/Χ.Α. Mid Cap είναι επίσης παρόμοια με αυτή του Γενικού Δείκτη, επειδή οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες τον καθορίζουν περιλαμβάνονται στο Γενικό Δείκτη.*

τη συνεργασία του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον οίκο FTSE International Limited. Ο δείκτης χρησιμοποιείται από τον Δεκέμβριο του 1999 με τιμή εκκίνησης τις 1.000 μονάδες. Καθώς οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες καθορίζουν το συγκεκριμένο δείκτη συμπεριλαμβάνονται όλες στο Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και συνολικά διαμορφώνουν σε σημαντικό βαθμό την εξέλιξή του, η τάση του FTSE/Χ.Α. Mid Cap (Διάγραμμα 2.4) στην εξεταζόμενη περίοδο Ιανουάριος 2000-Φεβρουάριος 2017 είναι παρόμοια με αυτή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

**Διάγραμμα 2.4: Δείκτης FTSE/Χ.Α. Mid Cap**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Ο δείκτης **FTSE/Χ.Α. Δείκτης Αγοράς** (Διάγραμμα 2.5) είναι ο μοναδικός δείκτης ο οποίος διαμορφώνεται από τις μεταβολές των τιμών όλων των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τέθηκε σε λειτουργία την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2002, με τιμή εκκίνησης τις 2.000 μονάδες. Η τάση του δείκτη σε κάθε περίοδο είναι παραπλήσια με αυτή του Γ.Δ.Τ. Αυτό το γεγονός εξηγείται από το ότι οι μετοχές οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στο Γ.Δ.Τ. έχουν συνολικά πολύ μεγαλύτερη βαρύτητα από όλες τις υπόλοιπες στη διαμόρφωση του FTSE/Χ.Α. Δείκτη Αγοράς.

*Παραπλήσια και η τάση του Δείκτη FTSE/Χ.Α. Δείκτη Αγοράς με αυτή του Γενικού Δείκτη, για τον ίδιο λόγο με τους προηγούμενους δείκτες.*

**Διάγραμμα 2.5: Δείκτης FTSE/Χ.Α. Δείκτης Αγοράς**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** I.O.B.E.

Ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus αποτυπώνει την εξέλιξη της χρηματιστηριακής συμπεριφοράς 30 εταιρειών με έντονη διεθνή δραστηριότητα, είτε αυτή αφορά σε εξαγωγές, είτε σε παραγωγή σε χώρες εκτός της Ελλάδας. Αποτελεί δείκτη σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης με βάση την ευρεία διασπορά (free float) των μετοχών της σύνθεσης του, με εφαρμογή ανώτατου ορίου συμμετοχής (capping process). Ο δείκτης θεσπίστηκε σχετικά πρόσφατα. Η λειτουργία του ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 2011.

Από το διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 2.6) για την περίοδο Δεκέμβριος 2011-Φεβρουάριος 2016, ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus φαίνεται να ακολουθεί παράλληλη πορεία με το Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Όμως, επισημαίνεται ότι η κάμψη του FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus στην περίοδο Ιούλιος 2014-Φεβρουάριος 2016 ήταν ηπιότερη από αυτή του Γ.Δ.Τ., καθώς δεν ξεπέρασε το 40%, ενώ ο δεύτερος δείκτης υποχώρησε κατά 57,9%. Η μικρότερη πτώση του FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus μάλλον αντανάκλα τη σημαντική άνοδο των εξαγωγών αγαθών το 2014 και το 2015, συνολικά κατά 13,0%<sup>1</sup>, επομένως και την ανθεκτικότητα των εξαγωγικών επιχειρήσεων, παρά τις ιδιαίτερα έντονες πολιτικές εξελίξεις κατά την

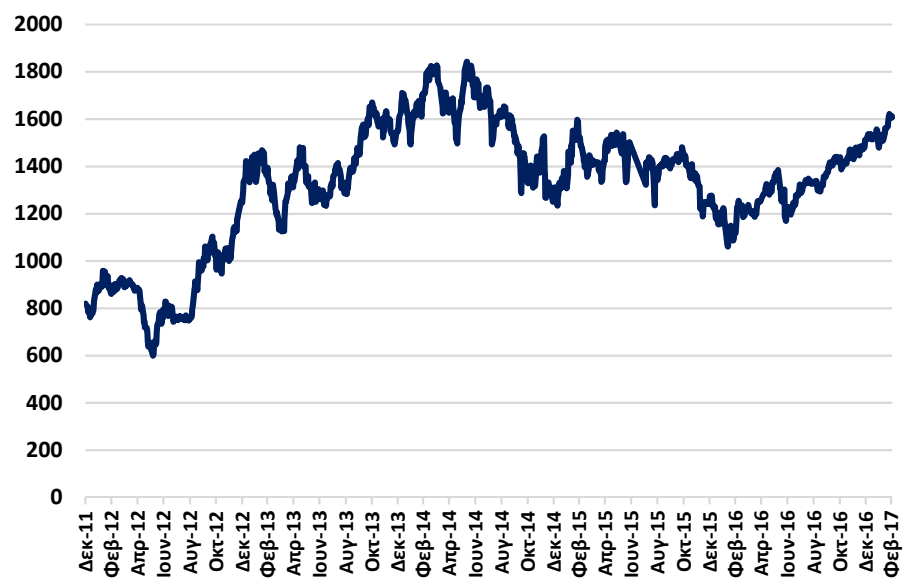
<sup>1</sup> Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.: Στοιχεία Ετήσιων Εθνικών Λογαριασμών, αλυσωτοί όγκοι με έτος αναφοράς 2010, εποχικά διορθωμένα στοιχεία, Μάρτιος 2017.



Την περίοδο 07/2014-02/2016 ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης παρουσιάζει ηπιότερη πτώση από το Γενικό Δείκτη, εξαιτίας της ανθεκτικότητας των εξαγωγικών επιχειρήσεων στις έντονες πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις αυτής της περιόδου.

ολοκλήρωση του δεύτερου Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής, από το τελευταίο τρίμηνο του 2014 έως το πρώτο εξάμηνο του 2015 και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από το τέλος Ιουνίου του ίδιου έτους. Επιπλέον, ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus ανέρχεται σχεδόν συνεχώς από τον Μάρτιο του 2016 και επί ένα χρόνο, έως τον Φεβρουάριο του 2017, βάσει των πλέον πρόσφατων στοιχείων για την εξέλιξή του, ενώ στο Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών επικρατούν την ίδια περίοδο σταθεροποιητικές τάσεις. Ήδη ο δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus έχει ανακτήσει το 77% των απωλειών του στην περίοδο Ιούλιος 2014-Φεβρουάριος 2016. Και αυτή η ιδιαίτερα θετική εξέλιξη θεωρείται ότι οφείλεται στη συνέχιση της καλής πορείας των εξαγωγών προϊόντων το 2016, κατά το οποίο αυξήθηκαν εκ νέου, κατά 3,0%. Κατόπιν της νέας ανόδου, το μερίδιο των εξαγωγών αγαθών στο Α.Ε.Π. διαμορφώθηκε στο 16,9%, που είναι το υψηλότερο τουλάχιστον από το 1995.

**Διάγραμμα 2.6: Δείκτης FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Ο τελευταίος δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, του οποίου η διαχρονική εξέλιξη παρουσιάζεται στην τρέχουσα υπό-ενότητα της μελέτης είναι ο δείκτης **FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών**. Η λειτουργία του ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 2011, όπως και του δείκτη FTSE/Χ.Α. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus. Ο συγκεκριμένος δείκτης θεσπίστηκε προκειμένου να παρατηρούνται οι τάσεις στις τιμές των

μετοχών των είκοσι καλύτερων σε όρους θεμελιωδών αριθμοδεικτών εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η εξέλιξη της τάσης του δείκτη FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών είναι παρόμοια με αυτή του δείκτη FTSE/X.A. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus, επομένως διαφέρει από εκείνη του Γενικού Δείκτη Τιμών στο χρονικό διάστημα από το δεύτερο τρίμηνο του 2014 έως τον Φεβρουάριο του 2017 (Διάγραμμα 2.7).

Αυτό συμβαίνει παρά το γεγονός ότι οι κοινές μετοχές στη διάρθρωση των δύο δεικτών είναι λίγες, με συνολικά μικρή επίδραση συμμετοχή σε αμφοτέρους.<sup>2</sup> Συγκεκριμένα σε ότι αφορά την εξέλιξη του δείκτη FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών, ανερχόταν σχεδόν συνεχώς από την αρχή της λειτουργίας του, τον Δεκέμβριο του 2011, έως τον Μάρτιο του 2014. Στη συνέχεια, εμφάνισε πτώση περίπου επί εννέα μήνες, έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2014. Από την αρχή του 2015 και έως τον Οκτώβριο του ίδιου έτους ο δείκτης FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών αυξήθηκε ήπια, παρά τις πολιτικές εξελίξεις, την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και τη σύναψη της τρίτης δανειακής σύμβασης. Κατόπιν της υποχώρησής του στο χρονικό διάστημα Νοεμβρίου 2015-Φεβρουαρίου 2016, ο δείκτης αυξάνεται σχεδόν συνεχώς επί ένα χρόνο, από τον Μάρτιο του 2016 έως και τον Φεβρουάριο του 2017.

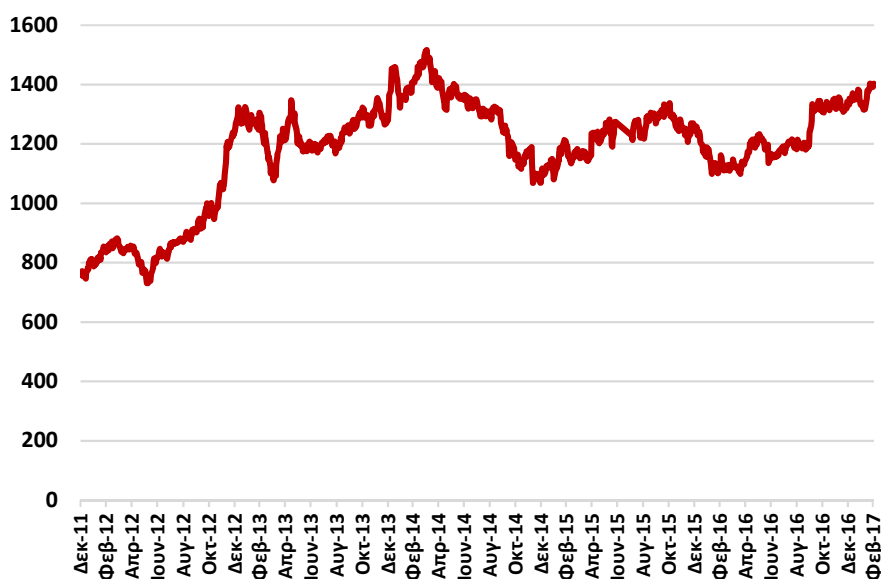
Σχετικά με την αξία της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και την κατανομή αυτής της αξίας ανά κατηγορία επενδυτή (ξένοι, εγχώριοι, ιδιώτες και θεσμικοί), το ενδιαφέρον δεν εντοπίζεται τόσο στο ύψος της, όσο στη διαφορά ανάμεσα στις αγορές και πωλήσεις που λαμβάνουν χώρα στην χρηματιστηριακή αγορά.

*Ο δείκτης FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών ακολουθεί παρόμοια τάση με το δείκτη FTSE/X.A. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus παρότι διαμορφώνονται με διαφορετικά κριτήρια*

---

<sup>2</sup> Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία για τη διάρθρωση των δύο δεικτών, της 27/03/2017, οι κοινές επιχειρήσεις είναι οι Καρατζή Α.Ε., η Intralot Α.Ε., η Inform Λύκος Α.Ε. και η Γαλαξίδι Θαλάσσιες Καλλιέργειες Α.Ε. (Πηγή: site Ομίλου Χρηματιστηρίων Αθηνών).

**Διάγραμμα 2.7: Δείκτης FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών**

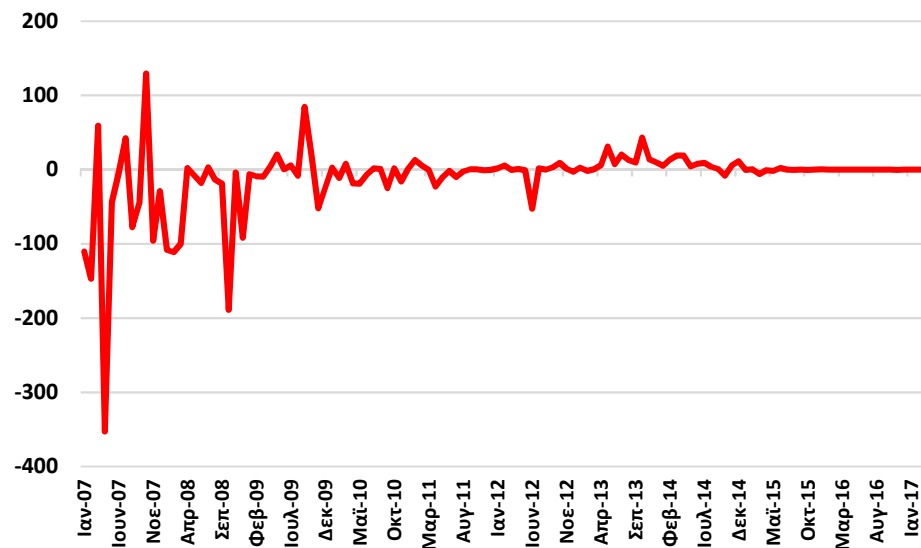


**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** I.O.B.E.

Τα διαθέσιμα δεδομένα αγορών-πωλήσεων για όλες τις κατηγορίες επενδυτών καλύπτουν την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάρτιος 2017 και η εξέλιξη τους παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.8. Από το διάγραμμα αυτό προκύπτει ότι τους μισούς μήνες της υπό εξέταση περιόδου προκύπτουν θετικές ροές, δηλαδή οι αγορές τίτλων υπερβαίνουν τις πωλήσεις και τους υπόλοιπους μήνες προκύπτουν αρνητικές ροές. Η μόνη μεγάλη σε διάρκεια περίοδος (19 μήνες) θετικών ροών, είναι η περίοδος Μάρτιος 2013-Σεπτέμβριος 2014. Οι θετικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια αυτής και αναφέρθηκαν πιο πάνω (π.χ. πρώτη ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και οι εξαγορές-συγχωνεύσεις τραπεζών το 2013, επίτευξη μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013, επιτυχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών εντός του 2014, επιστροφή της οικονομίας σε ήπια ανάπτυξη από το πρώτο τρίμηνο του 2014 κ.λπ.), αποτελούν την πιθανότερη εξήγηση για αυτή την εικόνα.

*Τους μισούς μήνες της υπό εξέταση περιόδου προκύπτουν θετικές ροές (αγορές τίτλων περισσότερες από πωλήσεις) και τους υπόλοιπους αρνητικές. Μεγαλύτερη περίοδος αύξησης από Μάρτιο 2013 έως Σεπτέμβριο 2014*

**Διάγραμμα 2.8: Εξέλιξη διαφοράς αγορών πωλήσεων στην χρηματιστηριακή αγορά εγχωρίων και ξένων επενδυτών**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Συμπερασματικά, από την ανάλυση που ακολούθησε προέκυψε ότι η πορεία των περισσότερων δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (FTSE/X.A. Large Cap, FTSE/X.A. Mid Cap, FTSE/X.A. Δείκτης Αγοράς) ακολουθούν παρόμοια πορεία με την πορεία του Γενικού Δείκτη, καθώς οι επιχειρήσεις που διαμορφώνουν τους πρώτους λαμβάνονται υπόψη στην διαμόρφωση του δευτέρου. Η τάση του Γενικού Δείκτη, όπως ήταν αναμενόμενο, επηρεάστηκε την περίοδο 2000-2017 από σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα, όπως η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το 2008, η εκδήλωση και γιγάντωση της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης την περίοδο 2008-2013, οι εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα και οι εκλογικές αναμετρήσεις. Ωστόσο, την περίοδο 2000-Απρίλιος 2003 η τάση του Γενικού Δείκτη δεν ερμηνεύεται από τέτοια γεγονότα καθώς η πορεία του αντανακλά μία «διόρθωση» της έντονης ανόδου του Χρηματιστηρίου που έλαβε χώρα την περίοδο 1997-1999, αλλά και τη στροφή των επιχειρήσεων προς τον τραπεζικό τομέα για την άντληση κεφαλαίων, λόγω της πτώσης των επιτοκίων εξαιτίας της εισόδου της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. Λόγω της σχέσης του Γενικού Δείκτη με τους δείκτες FTSE/X.A. Large Cap, FTSE/X.A. Mid Cap, FTSE/X.A. Δείκτης Αγοράς, που περιεγράφηκε ανωτέρω, είναι επόμενο οι τάσεις τους να οφείλονται στους ίδιους παράγοντες που αναφέρθηκαν πιο πάνω.

Ωστόσο, ο δείκτης FTSE/X.A. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus την περίοδο Ιούλιος 2014-Φεβρουάριος 2016 παρουσιάζει ηπιότερη πτώση από το Γενικό Δείκτη, τάση που αντανακλά την ανθεκτικότητα των εξαγωγικών επιχειρήσεων στις έντονες πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις της περιόδου. Επίσης, παρόμοια τάση με αυτό το δείκτη παρουσιάζει και ο δείκτης FTSE/Athex Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών παρά το γεγονός ότι οι κοινές μετοχές στη διάρθρωση των δύο δεικτών είναι λίγες.

Τέλος, η ανάλυση των δεδομένων αγορών-πωλήσεων για όλες τις κατηγορίες επενδυτών για την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάρτιος 2017 έδειξε ότι τους μισούς μήνες της υπό εξέταση περιόδου προκύπτουν θετικές ροές (αγορές τίτλων περισσότερες από τις πωλήσεις) και τους υπόλοιπους μήνες προκύπτουν αρνητικές ροές. Η μεγαλύτερη σε διάρκεια περίοδος θετικών ροών ήταν η περίοδος Μάρτιος 2013-Σεπτέμβριος 2014, πιθανόν λόγω των θετικών οικονομικών εξελίξεων που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια αυτής.

### 2.3 Κεφαλαιοποίηση (ανά αγορά, ανά προϊόν, ανά κατηγορία επενδυτών, ως ποσοστό του Α.Ε.Π.)

Η ανάλυση που αφορά στην κεφαλαιοποίηση των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών βασίζεται σε δεδομένα τα οποία καλύπτουν την περίοδο 2006-2016. Τα δεδομένα αφορούν στην κεφαλαιοποίηση κατά την τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης κάθε μήνα. Η κατάταξη των επιχειρήσεων σε κλάδους δεν ακολουθεί την ταξινόμηση της ΕΛ.ΣΤΑΤ., αλλά την κατηγοριοποίηση που εφαρμόζει το Χρηματιστήριο Αθηνών. Πρόκειται για την κλαδική κατηγοριοποίηση Industry Classification Benchmark, η οποία διαμορφώθηκε το 2006 και χρησιμοποιείται για την κατάταξη των επιχειρήσεων σε κλάδους, υποκλάδους, τομείς και υποτομείς. Η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση βοηθά τους επενδυτές να συγκρίνουν τις τάσεις μεταξύ των κλάδων και να αξιολογήσουν τις εναλλακτικές επενδυτικές τους επιλογές.

Ξεκινώντας την ανάλυση των δεδομένων, από το διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 2.9), συνολικά στην υπό εξέταση περίοδο, η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε έντονη πτώση, με ορισμένες αυξομειώσεις στα ενδιάμεσα έτη. Συγκεκριμένα, την περίοδο

Ιανουάριος 2006-Οκτώβριος 2007 η κεφαλαιοποίηση αυξανόταν, όπως και ο Γενικός Δείκτης Τιμών (Γ.Δ.Τ.) (Διάγραμμα 2.1). Αυτές οι ανοδικές τάσεις αντανakλούν τις θετικές προσδοκίες των επενδυτών σε εκείνη την περίοδο, ως αποτέλεσμα της ταχύρρυθμης μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας στη διετία 2006-2007, με ρυθμό κατά μέσο όρο 4,5%, αλλά και λόγω των θετικών αποτελεσμάτων της διαδικασίας δημοσιονομικής προσαρμογής που έλαβε χώρα τη διετία 2005-2006. Υπό αυτές τις συνθήκες, η κεφαλαιοποίηση αυξήθηκε σωρευτικά σε αυτό το χρονικό διάστημα κατά 50,6%, από €134,6 δισεκ. τον Ιανουάριο του 2006 σε €202,7 δισεκ. τον Οκτώβριο του 2007.

Από τον Νοέμβριο του 2007 άρχισε η πτώση της συνολικής κεφαλαιοποίησης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, η οποία σε πρώτη φάση συνεχίστηκε έως τον Φεβρουάριο του 2009. Η αρχική αιτία για αυτή την εξέλιξη ήταν η έντονη αύξηση των τιμών των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, στο τελευταίο τρίμηνο του 2007 και το πρώτο εξάμηνο του 2008, προσελκύοντας επενδυτικά κεφάλαια από τις χρηματιστηριακές αγορές και ευρύτερα τις αγορές κεφαλαίων. Κατόπιν αυτής της εξέλιξης, ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης των Η.Π.Α. (subprime market). Μεγάλο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, σε άλλες τράπεζες ανά τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένων των ευρωπαϊκών, ορισμένες εκ των οποίων είχαν επενδύσει σημαντικό τμήμα των κεφαλαίων τους σε τέτοιου είδους σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, η κρίση εξαπλώθηκε σταδιακά και στις υπόλοιπες γεωγραφικές ζώνες του πλανήτη και κυρίως στην Ευρώπη. Η χρηματοπιστωτική κρίση είχε αντίκτυπο και σε δημοσιονομικό επίπεδο, καθώς σε ορισμένες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης με υψηλή έκθεση στα «τοξικά» χρηματοοικονομικά προϊόντα (π.χ. Ιρλανδία, Ισπανία, Γαλλία), οι κυβερνήσεις πραγματοποίησαν ισχυρές χρηματοδοτικές παρεμβάσεις για τη διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζικών τους συστημάτων, επιβαρύνοντας τα δημοσιονομικά ισοζύγιά τους. Ακολούθως, εκτός από την επιφυλακτικότητα για τη βιωσιμότητα κάποιων τραπεζικών ιδρυμάτων σε αυτές τις χώρες, κάμφθηκε η αξιοπιστία στη βιωσιμότητα

των δημόσιων οικονομικών τους. Ο συνδυασμός της χρηματοπιστωτικής και της επακόλουθης δημοσιονομικής κρίσης άσκησε έντονα αρνητικές επιδράσεις στις χρηματαγορές, πρωτίστως σε αυτή των Η.Π.Α. και στις ευρωπαϊκές, μεταξύ των οποίων στην ελληνική, οδηγώντας σε εκτεταμένη απόσυρση των επενδυτών από αυτές.

Η πτώση της κεφαλαιοποίησης διακόπηκε τον Φεβρουάριο του 2009 και ακολούθησε μία σύντομη περίοδος ανάκαμψής της, έως τον Οκτώβριο του 2009, κατά την οποία παρουσίασε σημαντική άνοδο, από τα €57,8 δισεκ. στα €99,6 δισεκ. Αυτή η εξέλιξη πιθανόν να οφείλεται στην άρση της αβεβαιότητας για την ευστάθεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος εξαιτίας της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, κατόπιν της παρέμβασης της ελληνικής κυβέρνησης για τη στήριξή του με κεφάλαια μέχρι του ποσού των €28 δισεκ.<sup>3</sup> (Ν. 3723/2008). Ενδεχομένως να επενέργησαν ευνοϊκά οι προσδοκίες από τους διαδοχικούς εκλογικούς κύκλους, πρώτον για τις ευρωεκλογές τον Μάιο εκείνου του έτους, στη συνέχεια για τις βουλευτικές εκλογές τον επόμενο Σεπτέμβριο.

Μεταξύ Νοεμβρίου 2009 και Μαΐου 2012 η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου εμφανίζει έντονα καθοδική πορεία. Η έναρξη της πτώσης συμπίπτει χρονικά με τις ανακοινώσεις τόσο του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος όσο και του Υπουργού Οικονομικών ότι το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης το 2010 θα ξεπεράσει το 10% του Α.Ε.Π., έναντι στόχου 3,7% στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011. Ακολούθησε η ραγδαία άνοδος των επιτοκίων των κρατικών ομολόγων από την αρχή του 2010. Παρά τις διαδοχικές δέσμες δημοσιονομικών μέτρων οι οποίες ανακοινώθηκαν στο πρώτο τρίμηνο του 2010, το κόστος δανεισμού του ελληνικού δημοσίου συνέχισε να ανέρχεται, φθάνοντας σε επίπεδα τα οποία υπέσκαπταν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Ως συνέπεια, συνάφθηκαν τον Μάιο του 2010 η πρώτη δανειακή σύμβαση με τους επίσημους δανειστές και το πρώτο Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής. Αυτή η εξέλιξη συνεπαγόταν ότι η ελληνική

*Η πορεία της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου επηρεάστηκε την περίοδο 2006-2016 από τις οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα*

<sup>3</sup> Από το ποσό των €28 δισεκ., τα €15 δισεκ. αφορούσαν σε παροχή εγγυήσεων από το ελληνικό Δημόσιο προς όλα τα πιστωτικά ιδρύματα για την άντληση ρευστότητας, τα €8 δισεκ. προορίζονταν για την έκδοση ειδικών ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου και τη διάθεσή τους στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ τα υπόλοιπα €5 δισεκ. θα κατευθύνονταν για την άμεση ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των πιστωτικών ιδρυμάτων.

οικονομία είχε απωλέσει την πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων με βιώσιμους όρους χρηματοδότησης, γεγονός που έπληξε καίρια την αξιοπιστία της στη διεθνή επενδυτική κοινότητα, οδηγώντας μεταξύ άλλων σε εκτεταμένη απόσυρση των επενδυτών, ξένων και εγχώριων, από το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Εξελίξεις στη διάρκεια του πρώτου Προγράμματος, όπως οι παρατεταμένες αξιολογήσεις εφαρμογής του και κυρίως οι πολύμηνες διαβουλεύσεις το 2011 για το εάν θα πραγματοποιηθεί ανταλλαγή και «κούρεμα» της ονομαστικής αξίας των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου, έπληξαν περαιτέρω την ελκυστικότητα της Ελλάδας ως επενδυτικού προορισμού. Ο σχηματισμός προσωρινής κυβέρνησης συνεργασίας τον Νοέμβριο του 2011 και οι διαφαινόμενες σε εκείνο το χρονικό σημείο βουλευτικές εκλογές στο πρώτο εξάμηνο του 2012 κορύφωσαν την πολιτική αβεβαιότητα, επενεργώντας αποτρεπτικά στους επενδυτές. Την επιφυλακτικότητα για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας έκαμψε μόνο η σύναψη της δεύτερης δανειακής σύμβασης τον Φεβρουάριο του 2012.

Η ολοκλήρωση των διπλών βουλευτικών εκλογών τον επόμενο Μάιο και Ιούνιο με την ανάδειξη για πρώτη φορά τουλάχιστον μετά από το 1974 μιας μη προσωρινής κυβέρνησης συνεργασίας, με εξαρχής εκφρασμένη πρόθεση να υλοποιήσει το δεύτερο Πρόγραμμα, μετρίασε την αβεβαιότητα για τη συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής. Κατόπιν αυτής της εξέλιξης, ο Γ.Δ.Τ. και η συνολική κεφαλαιοποίηση εισήλθαν σε ανοδική τροχιά, η οποία συνεχίστηκε έως τον Μάιο του 2014. Σε αυτή την τάση συνέβαλαν εκτός από την έκβαση των εκλογών το 2012 μια σειρά από θετικές οικονομικές εξελίξεις στις οποίες περιλαμβάνονται: α) η επαναγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου τον Δεκέμβριο του 2012, με τις ανάλογες θετικές επενέργειες στο δημόσιο χρέος, β) η επίτευξη μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013, ένα χρόνο νωρίτερα σε σχέση με ότι προβλεπόταν στο δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής, γ) οι εξαγορές-συγχωνεύσεις ελληνικών τραπεζών (Ιούλιος 2012-Απρίλιος 2013), δ) η πρώτη ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, μεταξύ Δεκεμβρίου 2012-Απριλίου 2013, ε) οι επιτυχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και εκδόσεις ομολόγων από τις ελληνικές τράπεζες στο πρώτο εξάμηνο του 2014, στ) η επιτυχής έκδοση πενταετούς



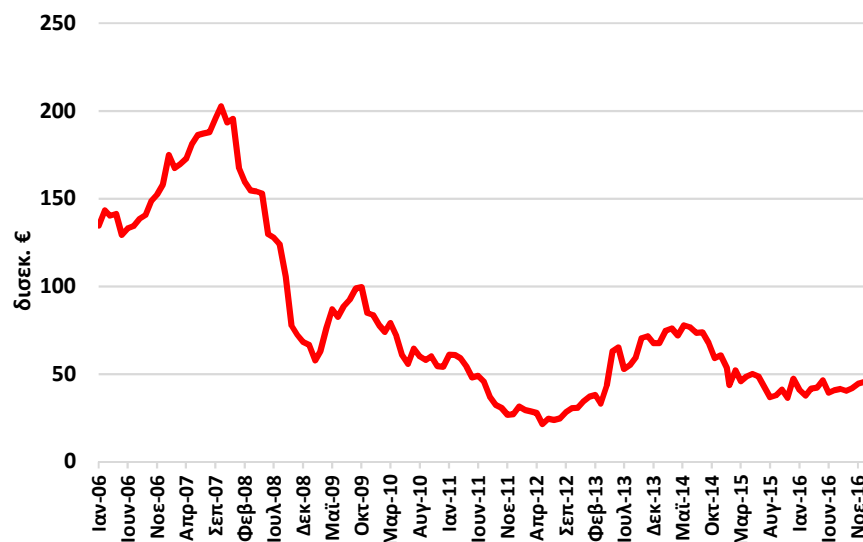
ομολόγου από το Ελληνικό Δημόσιο τον Απρίλιο του 2014 και η επιστροφή της ελληνικής οικονομίας σε ασθενή ανάπτυξη από το πρώτο τρίμηνο του ίδιου έτους, ύστερα από πεντέμισι έτη συνεχούς ύφεσης. Αυτές οι εξελίξεις συντήρησαν και ενίσχυσαν τις προσδοκίες για τη δυνατότητα της ελληνικής οικονομίας να ολοκληρώσει το δεύτερο πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και να επιστρέψει στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Σε ότι αφορά τη μεταβολή της κεφαλαιοποίησης από τον Ιούνιο του 2012 έως τον Μάιο 2014, σχεδόν τετραπλασιάστηκε, καθώς ανήλθε στα €77,8 δισεκ., από τα €21,5 δισεκ.

Όμως στη συνέχεια και έως τον Νοέμβριο 2015 η συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών βρέθηκε σε νέα φάση υποχώρησης. Σε σημαντικό βαθμό αυτή οφείλεται στα πολιτικοοικονομικά γεγονότα εκείνης της περιόδου, δηλαδή στη διακοπή της τελευταίας αξιολόγησης του δεύτερου Προγράμματος τον Δεκέμβριο του 2014, στην αδυναμία εκλογής Προέδρου της Δημοκρατίας λίγες ημέρες μετά και ακολούθως στην προκήρυξη βουλευτικών εκλογών. Επιπλέον, το πρώτο εξάμηνο του 2015 σηματοδεύτηκε από τις συνεχείς διαπραγματεύσεις μεταξύ της νέας κυβέρνησης και των θεσμικών δανειστών του ελληνικού κράτους για την ολοκλήρωση της τελευταίας αξιολόγησης του δεύτερου Προγράμματος και την επιβολή τραπεζικής αργίας και ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων στο τέλος Ιουνίου, οπότε ολοκληρωνόταν η παράταση του προγράμματος, καθώς οι διαπραγματεύσεις απέβησαν άκαρπες. Το δεύτερο εξάμηνο του έτους και έως τον Νοέμβριο οι πιέσεις προς την κεφαλαιοποίηση εκτιμάται ότι προήλθαν αποκλειστικά από την ανησυχία σχετικά με το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων για την αποκατάσταση της κεφαλαιακής επάρκειας του τραπεζικού συστήματος, κατόπιν της σημαντικής απόσυρσης καταθέσεων στην περίοδο Δεκέμβριος 2014-Ιούνιος 2015 και της ραγδαίας αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Υπό τις επιδράσεις αυτών των γεγονότων, σε χρονικό διάστημα ενός έτους η κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στη χρηματιστηριακή αγορά επιχειρήσεων περιορίστηκε κατά περισσότερο από 50%, από τα €77,8 δισεκ. στα €36,5 δισεκ.

Τέλος, την περίοδο Δεκεμβρίου 2015-Δεκεμβρίου 2016 η συνολική κεφαλαιοποίηση της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς παρουσιάζει

μικρές διακυμάνσεις, με το μέσο όρο της να διαμορφώνεται στα €42,3 δισεκ. Τα σημαντικότερα πολιτικοοικονομικά γεγονότα που διαμόρφωσαν την εξέλιξή της ήταν οι παρατεταμένες για ακόμα μια φορά διαπραγματεύσεις για την πρώτη αξιολόγηση του τρίτου Προγράμματος, η ολοκλήρωσή τους τον Μάιο του 2016, η απόφαση του Eurogroup στις 24 Μαΐου για σταδιακή λήψη στο μέλλον μέτρων ελάφρυνσης του δημοσίου χρέους (βραχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων). Ακολούθως, η επαναπρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στο βασικό μηχανισμό χρηματοδότησης της ΕΚΤ, η εκκίνηση της δεύτερης αξιολόγησης και η απόφαση του Eurogroup τον Δεκέμβριο του 2016 για την εφαρμογή βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του δημόσιου χρέους.

**Διάγραμμα 2.9: Συνολική κεφαλαιοποίηση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών**

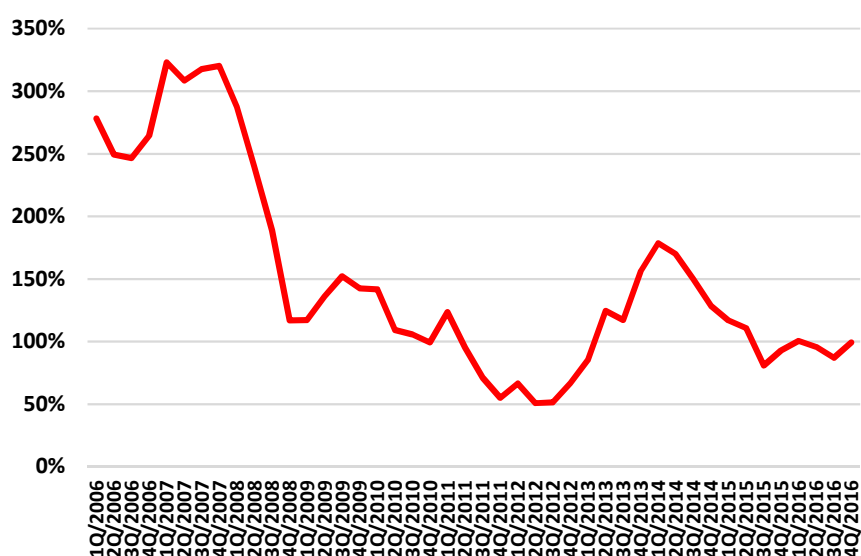


**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ένας εναλλακτικός τρόπος προκειμένου να εξεταστεί η πορεία της κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, είναι η ανάλυση της εξέλιξης την αναλογίας της στο Α.Ε.Π. Βάσει του σχετικού διαγράμματος (Διάγραμμα 2.10), προκύπτει ότι η εντονότερη πτώση της την τελευταία ενδεκαετία σημειώθηκε στην περίοδο δ' τρίμ. 2007-α' τρίμ. 2009. Η έκταση της πτώσης της κεφαλαιοποίησης φαίνεται από το γεγονός ότι ενώ την περίοδο α' τρίμ. 2006-δ' τρίμ. 2007 ανήλθε από το 64% του Α.Ε.Π. της χώρας στο 85% περίπου, στη συνέχεια περιορίστηκε το α' τρίμ. 2009 στο 26,3%. Μετά από μία παροδική άνοδο μέχρι και το γ' τρίμ. του 2009 στο 40%

περίπου του Α.Ε.Π., ακολούθησε νέα πτώση την περίοδο γ' τρίμ. 2009-β' τρίμ. 2012 – περίοδος που εντάθηκε η ύφεση – με αποτέλεσμα η κεφαλαιοποίηση να ανέλθει κατά μέσο όρο στο ¼ του Α.Ε.Π. Στη συνέχεια, την περίοδο β' τρίμ. 2012-β' τρίμ. 2014 η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου ανήλθε, ενώ έκτοτε περιορίστηκε εκ νέου και μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου έφτανε το 27%, κατά μέσο όρο, του Α.Ε.Π.

**Διάγραμμα 2.10: Κεφαλαιοποίηση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως ποσοστό του Α.Ε.Π.**



Πηγές: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Προσεγγίζοντας την κεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου σε κλαδικό επίπεδο, προκύπτει ότι κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο 2006-2016 πάνω από το 60% αυτής προέρχεται από τέσσερις κλάδους. Συγκεκριμένα, από τον Τραπεζικό κλάδο, τον κλάδο Τροφίμων-Ποτών, τον κλάδο Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών-Αναψυχής και τον κλάδο Τηλεπικοινωνιών. Η τάση σε κάθε έναν από αυτούς τους κλάδους αναλύεται στη συνέχεια.

Σε ότι αφορά τον **Τραπεζικό κλάδο**, η κεφαλαιοποίησή του αποτελεί κατά μέσο όρο περίπου το 33% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μερίδιο το οποίο είναι το υψηλότερο μεταξύ των κλάδων. Λόγω του μεγάλου μεριδίου του κλάδου, η εξέλιξη της τάσης της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου είναι σχεδόν παράλληλη με εκείνη της κεφαλαιοποίησης του Τραπεζικού κλάδου (Διάγραμμα 2.9 και Διάγραμμα 2.11). Η έντονη άνοδος της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών

*Η κεφαλαιοποίηση του Τραπεζικού κλάδου αντιστοιχεί κατά μέσο όρο στο 1/3 της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου.*

από τον Απρίλιο του 2013 έως τον Ιούνιο του 2014 οφείλεται στις εξελίξεις στον κλάδο οι οποίες παρατέθηκαν προηγουμένως, όπως η ολοκλήρωση της πρώτης ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Τ.Χ.Σ.) με €25,5 δισεκ. και των εξαγορών-συγχωνεύσεων<sup>4</sup> μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων τον Απρίλιο του 2013 και οι επιτυχείς αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και εκδόσεις ομολόγων από τις ελληνικές τράπεζες στο πρώτο εξάμηνο του 2014. Υπό τις ευνοϊκές επιδράσεις αυτών των παραγόντων, η κεφαλαιοποίηση του Τραπεζικού κλάδου ανήλθε από το χαμηλό επίπεδο των €3,2 δισεκ. τον Απρίλιο του 2013 στα €35 δισεκ. τον Ιούνιο επόμενου έτους.

Η κατακόρυφη πτώση της κεφαλαιοποίησης του κλάδου των Τραπεζών από τον Ιούλιο του 2014 έως τον Νοέμβριο του 2015 συνδέεται κυρίως με τις εξελίξεις γύρω από την τελευταία αξιολόγηση του δεύτερου προγράμματος οι οποίες παρατέθηκαν κατά την ανάλυση της τάσης του Γ.Δ.Τ., τη σύναψη της τρίτης δανειακής σύμβασης και τη νέα διαδικασία υπολογισμού των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών στην περίοδο Αυγούστου-Οκτωβρίου 2015. Τον Νοέμβριο του 2015 έλαβε χώρα η τρίτη ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος, τόσο μέσω ιδιωτών επενδυτών όσο και με συμμετοχή του Τ.Χ.Σ.<sup>5</sup>, με αποτέλεσμα οι ιδιώτες επενδυτές να κατέχουν την μεγάλη πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου των «συστημικών» τραπεζών και να περιοριστεί, αντιστοίχως, σημαντικά το ποσοστό που κατείχε σε αυτές το Τ.Χ.Σ.<sup>6</sup> Κατόπιν αυτού του γεγονότος ανακόπηκε η

---

<sup>4</sup> Συγκεκριμένα:

- Η Alpha Bank ενσωμάτωσε την Emrogiki Bank, ενώ έλαβε και τις καταθέσεις των συνεταιριστικών τραπεζών Δυτικής Μακεδονίας, Δωδεκανήσου και Ευβοίας.
- Η Εθνική Τράπεζα εξαγόρασε τα υγιή τμήματα των Probank και First Business Bank και έλαβε τις καταθέσεις των συνεταιριστικών τραπεζών Λαμίας, Λέσβου-Λήμνου και Αχαϊκής.
- Η Eurobank απορρόφησε τη Νέα Proton Bank καθώς και το Νέο Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο.
- Η Τράπεζα Πειραιώς εξαγόρασε τη Γενική Τράπεζα, την Millennium Bank, απορρόφησε το υγιές τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας και εξαγόρασε τα δίκτυα καταστημάτων της Τράπεζας Κύπρου, της Ελληνικής Τράπεζας και της Cyprus Popular Bank στην Ελλάδα.

<sup>5</sup> Συγκεκριμένα:

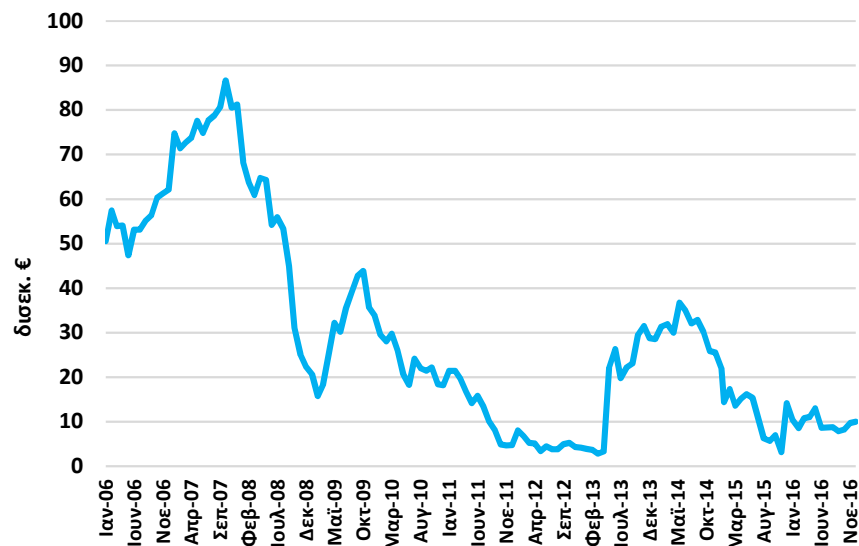
- Η Τράπεζα Πειραιώς προέβη σε επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά €3,458 δισεκ.
- Η Eurobank προέβη σε επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά €1,55 δισεκ.
- Η Εθνική Τράπεζα προέβη σε επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά €2,811 δισεκ.
- Η Alpha Bank προέβη σε επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά €1,56 δισεκ.

<sup>6</sup> Συγκεκριμένα, το Τ.Χ.Σ. κατέχει τα εξής ποσοστά:

- Στην Τράπεζα Πειραιώς το 23,7% (από 66,93%).
- Στην Eurobank το 2,4% (από 35,41%).
- Στη Εθνική Τράπεζα το 37,9% (από 57,24%).

σημαντική πτώση της κεφαλαιοποίησης του Τραπεζικού κλάδου. Ωστόσο παράγοντες όπως το υψηλό, συνεχώς ανερχόμενο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η εκκρεμής διευθέτησή τους, καθώς δεν έχει διαμορφωθεί το νομικό πλαίσιο για τον εξωδικαστικό συμβιβασμό σε τέτοιες υποθέσεις κ.ά, αποτελούν πρόσκομμα στη βελτίωση των εκτιμήσεων των επενδυτών για τις προοπτικές του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Οι επιδράσεις τους αποτυπώνονται στη μικρή διακύμανση της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών γύρω από τα €10 δισεκ. για περίπου ένα έτος, από τον Δεκέμβριο του 2015 έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2016.

**Διάγραμμα 2.11: Συνολική κεφαλαιοποίηση Τραπεζικού κλάδου**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Η κεφαλαιοποίηση του κλάδου **Τροφίμων και Ποτών** αποτελούσε κατά μέσο την περίοδο 2006-2016 περίπου το 13% περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Σε αυτό το χρονικό διάστημα παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις, λαμβάνοντας τις μέγιστες τιμές της τον Δεκέμβριο του 2007, τον Απρίλιο του 2010 και τον Μάιο του 2013, ενώ τις υπόλοιπες περιόδους βρισκόταν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα (Διάγραμμα 2.12).

Η άνοδος στην κεφαλαιοποίηση του κλάδου τον Δεκέμβριο του 2007 οφείλεται στη σημαντική άνοδο της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών Coca-Cola και Vivartia κατά 51,1% (από τα €7,1 δισεκ. στα €10,8 δισεκ.) και

- Στην Alpha Bank το 4,7% (από 66,24%).

*Η τάση της καμπύλης του κλάδου Τροφίμων-Ποτών καθορίζεται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας Coca-Cola.*

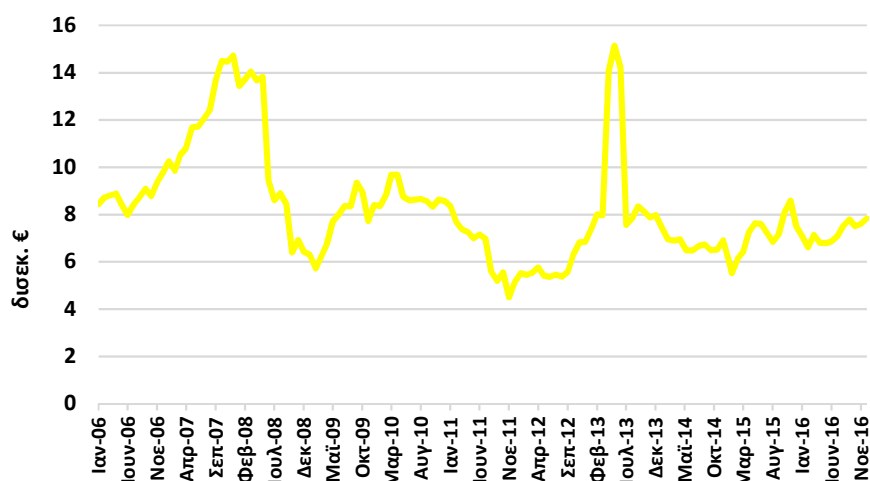
114,1% (από τα €962,3 εκατ. στα €2,1 δισεκ.), αντίστοιχα, σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2006. Επισημαίνεται ότι στο ίδιο χρονικό διάστημα περίπου 20 από τις 35 επιχειρήσεις του κλάδου παρουσίασαν αύξηση της κεφαλαιοποίησής τους, η οποία πιθανόν οφείλεται και στην άνοδο των εξαγωγών του κλάδου Τροφίμων και Ποτών την περίοδο 2006-2007 κατά 6,1% (από τα €2,8 δισεκ. στα €3,02 δισεκ.). Η θετική τάση της κεφαλαιοποίησης του κλάδου στη συγκεκριμένη περίοδο, η οποία συνδέεται με την εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών (π.χ. εξέλιξη κύκλου εργασιών, κερδοφορίας κ.λπ.) δεν συμβαδίζει με την πορεία του εποχικά διορθωμένου δείκτη κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο Τροφίμων-Ποτών-Καπνού, ο οποίος περιορίστηκε οριακά κατά 0,5%, σε αντίθεση με τον εποχικά διορθωμένο δείκτη κύκλου εργασιών στο χονδρικό εμπόριο που αυξήθηκε κατά 4,9% την περίοδο α' τριμ. 2007-δ' τριμ. 2007.

Η δεύτερη, πολύ πιο ήπια άνοδος, η οποία ολοκληρώθηκε τον Απρίλιο του 2010, οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στη σημαντική άνοδο της κεφαλαιοποίησης της Coca-Cola, που έφτασε το 70% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2009 (από τα €4,4 δισεκ. στα €7,5 δισεκ.). Σημειώνεται ότι τη συγκεκριμένη περίοδο το μερίδιο της κεφαλαιοποίησης της Coca-Cola ανήλθε από το 65% στο 78%, ενώ μόνο 6 από τις 31 επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου αύξησαν την κεφαλαιοποίησή τους.

Τέλος, η σημαντική άνοδος της κεφαλαιοποίησης από τον Μάρτιο του 2013 έως τον Μάιο του 2013 οφείλεται εκ νέου στην άνοδο της κεφαλαιοποίησης της Coca-Cola, η οποία έφτασε το 42,4% σε σύγκριση με τον Μάιο του 2012 (από τα €5,2 δισεκ. στα €7,4 δισεκ.). Η συγκεκριμένη εξέλιξη προκλήθηκε από την είσοδο τον Απρίλιο εκείνου του έτους της εταιρείας COCA COLA HBC AG προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με 355.023.939 κοινές ονομαστικές μετοχές. Αυτές οι μετοχές προέκυψαν από εισφορά εις είδος σε μετοχές από τους μετόχους της COCA COLA E.E.E. A.E., κατόπιν ολοκλήρωσης της δημόσιας πρότασης ανταλλαγής των μετοχών της COCA COLA E.E.E. A.E. Ο καθορισμός της τάσης της κεφαλαιοποίησης σε αυτή την περίοδο σχεδόν αποκλειστικά από την Coca-Cola αντανακλάται στο ότι μόλις 13 από τις 30 επιχειρήσεις του κλάδου αύξησαν την κεφαλαιοποίησή τους.

Εν κατακλείδι, από την ανάλυση των δεδομένων για τον κλάδο τροφίμων και ποτών προκύπτει ότι η κεφαλαιοποίηση του καθορίστηκε την υπό εξέταση περίοδο σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας Coca-Cola, η οποία αποτελεί τη μεγαλύτερη εταιρεία του κλάδου σε όρους κύκλου εργασιών και απασχόλησης. Στοιχείο το οποίο αποτυπώνει τη σημασία της τάσης της τιμής της μετοχής της Coca Cola για την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου, είναι το ότι στην τρέχουσα περίοδο (Ιούνιος 2017) η κεφαλαιοποίησή της είναι η υψηλότερη μεταξύ των εισηγμένων στο Χ.Α. επιχειρήσεων, φθάνοντας τα €5,23 δισεκ., με την Alpha Bank να έπεται σε απόσταση, αφού η κεφαλαιοποίησή της είναι 44,4% μικρότερη.

**Διάγραμμα 2.12: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Τροφίμων και Ποτών**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Προχωρώντας στον **κλάδο Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών Αναψυχής**, η κεφαλαιοποίηση του αποτελούσε περίπου το 10% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. την περίοδο 2006-2016. Από τις επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου, το μεγαλύτερο μερίδιο στην κεφαλαιοποίησή του κατέχει η εταιρεία Ο.Π.Α.Π. Α.Ε. Για μία περίοδο 56 μηνών (Οκτώβριος 2007-Μάιος 2012) η κεφαλαιοποίηση του κλάδου βρισκόταν σε έντονα καθοδική πορεία, υποχωρώντας από τα €16,1 δισεκ. στα €2,6 δισεκ. (-83,7%, Διάγραμμα 2.13). Η κάμψη του ήταν αποτέλεσμα κυρίως της σημαντικής μείωσης της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών Ο.Π.Α.Π. και Intralot, κατά 84,4% (από τα €9 δισεκ. στα €1,4 δισεκ.) και 95,5% (από €2,4 δισεκ. σε μόλις €109,7 εκατ.) αντίστοιχα. Επισημαίνεται πως την περίοδο

*Η τάση της κεφαλαιοποίησης στα Τυχερά Παιγνία-Ταξίδια Αναψυχής καθορίζεται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξή της στον Ο.Π.Α.Π.*

αυτή μόλις μία επιχείρηση, η ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ, παρουσίασε αύξηση της κεφαλαιοποίησής της.

Ωστόσο από τον Ιούνιο του 2012 η τάση της κεφαλαιοποίησης του κλάδου ήταν ανοδική. Παρουσιάζοντας παρόμοια δυναμική με το σύνολο της κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου, ανερχόταν έως τον Ιούνιο του 2014. Εντός αυτής της περιόδου υπερδιπλασιάστηκε, ανερχόμενη από τα €2,9 δισεκ. στα €6,2 δισεκ. Η ενίσχυσή της προήλθε κυρίως από την αύξηση της κεφαλαιοποίησης του Ο.Π.Α.Π. κατά 151,7% (από τα €1,6 δισεκ. στα €4 δισεκ.). Ώθηση ανόδου στην κεφαλαιοποίηση του Ο.Π.Α.Π. σε αυτή την περίοδο έδωσε η διαδικασία πώλησης του 33% των μετοχών του στην Emma Delta Hellenic Holdings Limited, που ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του 2013 και έκτοτε αυτή αποτελεί το μεγαλύτερο μέτοχο του Ο.Π.Α.Π.

Στην πλέον πρόσφατη περίοδο Ιούνιος 2014-Δεκέμβριος 2016 η κεφαλαιοποίηση του κλάδου Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών-Αναψυχής επίσης ακολουθεί την τάση της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας Ο.Π.Α.Π. Α.Ε. η οποία από τα €6,2 δισεκ. στην αρχή της περιορίστηκε στα €3,9 δισεκ. τον Νοέμβριο του 2015 για να ανέλθει τον Δεκέμβριο του 2016 στα €4,9 δισεκ.

Η κεφαλαιοποίηση του **κλάδου των Τηλεπικοινωνιών** παρουσίασε συνεχή, ραγδαία πτώση μεταξύ Δεκεμβρίου 2007 και Μαΐου 2012, από τα €21,1 δισεκ. στα μόλις €639 εκατ. (Διάγραμμα 2.14). Αυτή η έντονα φθίνουσα τάση οφείλεται στην παρόμοια εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης του Ο.Τ.Ε., ο οποίος διαμόρφωνε κατά κύριο λόγο την κεφαλαιοποίηση του κλάδου σε αυτό το χρονικό διάστημα. Μάλιστα, ενώ η κεφαλαιοποίηση του κλάδου στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου καθοριζόταν από τέσσερις επιχειρήσεις, αυτές περιορίστηκαν από τον Μάρτιο του 2013 μόνο σε μία, τον Ο.Τ.Ε. Η κεφαλαιοποίηση του Ο.Τ.Ε. την περίοδο Δεκέμβριος 2007-Μάιος 2012 περιορίστηκε κατά 94,8%, υποχωρώντας από τα €12,4 δισεκ. στα €637,2 εκατ. Έκτοτε ανέρχεται σχεδόν συνεχώς, φθάνοντας τα €6,2 δισεκ. τον Φεβρουάριο του 2014, τα €3,6 δισεκ. τον Ιανουάριο 2015 και τα €4,4 δισεκ. τον Δεκέμβριο του 2016.

*Καθοριστικός παράγοντας της κεφαλαιοποίησης στις Τηλεπικοινωνίες η διακύμανση της τιμής της μετοχής του Ο.Τ.Ε.*



**Διάγραμμα 2.13: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Ταξιδιών και Αναψυχής**



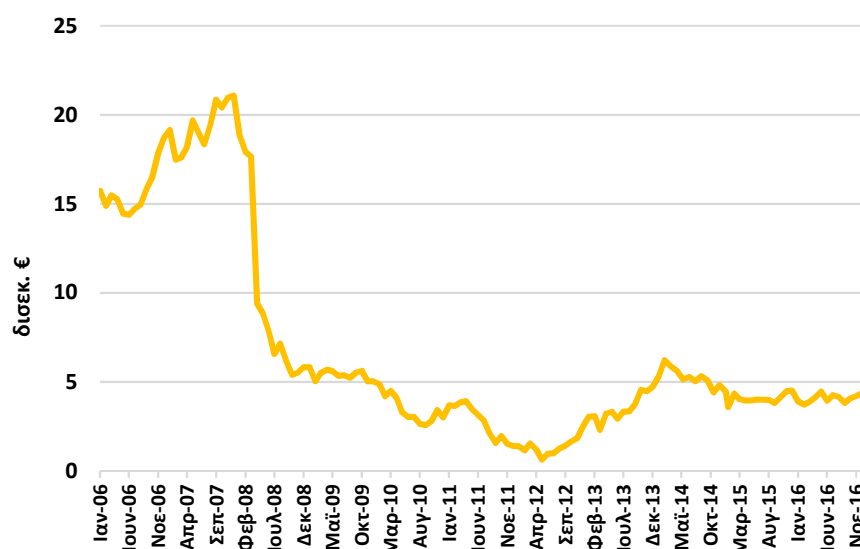
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ολοκληρώνοντας την παρούσα ενότητα, παρουσιάζεται η τάση της κεφαλαιοποίησης στον **Κατασκευαστικό κλάδο**. Η άνοδος της κεφαλαιοποίησης του την περίοδο Ιανουάριος 2006-Ιούνιος 2007 (από τα €7,2 δισεκ. στα €10,6 δισεκ.) ήταν αποτέλεσμα της συνέχισης των θετικών προσδοκιών που επικρατούσαν λόγω της άνθησης του κλάδου στο τέλος της δεκαετίας του 1990 και στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 2000, εξαιτίας των πολλών και μεγάλων δημοσίων έργων που πραγματοποιήθηκαν σε εκείνη την περίοδο, καθώς και της προετοιμασίας των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Ωστόσο, έκτοτε και μέχρι τον Φεβρουάριο του 2009 σημειώθηκε κατακόρυφη πτώση της κεφαλαιοποίησης στο επίπεδο των €3,03 δισεκ. Ένα μέρος της πτώσης της ήταν αναμενόμενο μετά την ολοκλήρωση αυτού του κύκλου δραστηριοτήτων, αλλά έντονη αρνητική επίδραση άσκησε και η εμφάνιση της εγχώριας οικονομικής κρίσης.

*Η τάση της καμπύλης κεφαλαιοποίησης των Κατασκευών ήταν έντονα πτωτική στην περίοδο της δημοσιονομικής προσαρμογής*

**Διάγραμμα 2.14: Συνολική κεφαλαιοποίηση κλάδου Τηλεπικοινωνιών**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Παρά την πρόσκαιρη άνοδο της κεφαλαιοποίησης του την περίοδο Φεβρουάριος 2009-Οκτώβριος 2009 (από τα €3,03 δισεκ. στα €5 δισεκ.), έκτοτε αυτή περιορίστηκε σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα, κυμαινόμενη γύρω από το επίπεδο των €2,5 δισεκ. κατά μέσο όρο μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου, αφού ο κλάδος δέχθηκε σημαντικό πλήγμα από την εγχώρια πολυετή δημοσιονομική προσαρμογή, την παράλληλη ισχυρή ύφεση και την έντονη στενότητα κεφαλαίων στο τραπεζικό σύστημα. Ο εξορθολογισμός των δημόσιων οικονομικών οδήγησε σε σημαντική περικοπή του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (Π.Δ.Ε.), ενώ η ύφεση και η πιστωτική στενότητα εξανέμισαν ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα, επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Οι δαπάνες του Π.Δ.Ε. στην περίοδο 2011-2016 ήταν 32,6% λιγότερες από ότι το 2009, στα €6,46 δισεκ. έναντι €9,6 δισεκ. Στην ενότητα 3.2 παρουσιάστηκαν στοιχεία για τη μείωση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η οποία στην περίοδο α' τρίμ. 2010-δ' τρίμ. 2016 περιορίστηκε κατά €36,5 δισεκ. ή 27,8%. Οι ισχυρές πιέσεις που ασκήθηκαν από αυτούς τους παράγοντες στον Κατασκευαστικό κλάδο αποτυπώνονται στη μεταβολή του εποχικά διορθωμένου δείκτη Παραγωγής στις Κατασκευές της ΕΛ.ΣΤΑΤ., ο οποίος την περίοδο 2007-2016 περιορίστηκε κατά 67,3%.

**Διάγραμμα 2.15: Συνολική κεφαλαιοποίηση Κατασκευαστικού Κλάδου**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών

Εν κατακλείδι, η πορεία της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου, όπως και στην περίπτωση του Γενικού Δείκτη, επηρεάστηκε την περίοδο 2006-2016 από τις οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα. Σε αυτές περιλαμβάνονται η σημαντική άνοδος του Α.Ε.Π. την περίοδο 2006-2007, στη συνέχεια η εκδήλωση και γιγάντωση της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης, οι εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο (ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών, εξαγορές και συγχωνεύσεις αυτών, εκδόσεις ομολόγων, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τραπεζών), οι εκλογικές αναμετρήσεις, οι εξελίξεις που αφορούν το ελληνικό χρέος («κούρεμα» των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου το Μάρτιο του 2012, έκδοση πενταετούς ομολόγου από το Ελληνικό Δημόσιο τον Απρίλιο του 2014, απόφαση του Eurogroup το Μάιο του 2016 για σταδιακή λήψη στο μέλλον μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους, εφαρμογή βραχυπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του ελληνικού χρέους το Δεκέμβριο του 2016), οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους θεσμικούς δανειστές του Ελληνικού Κράτους το πρώτο εξάμηνο του 2015, οι καθυστερημένες ολοκληρώσεις των αξιολογήσεων των προγραμμάτων προσαρμογής, η επαναπρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στο βασικό μηχανισμό χρηματοδότησης της ΕΚΤ και η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων.

Τη σημαντικότερη συνεισφορά στην συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου έχει ο τραπεζικός κλάδος. Την υπό εξέταση περίοδο η κεφαλαιοποίηση του αντιστοιχεί στο 1/3, κατά μέσο όρο, της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου, γεγονός που αντικατοπτρίζεται και από τη σχεδόν παράλληλη πορεία των αντίστοιχων καμπυλών κεφαλαιοποίησης. Ως προς τους παράγοντες που διαμορφώνουν την τάση της κεφαλαιοποίησης του συγκεκριμένου κλάδου, αυτοί αναφέρθηκαν στην αμέσως προηγούμενη παράγραφο.

Δύο άλλοι κλάδοι με σημαντική συνεισφορά στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου είναι ο κλάδος Τροφίμων-Ποτών και Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών-Αναψυχής. Η κεφαλαιοποίηση του πρώτου αντιστοιχεί στο 13%, κατά μέσο όρο, της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. και του δεύτερου στο 10%. Ωστόσο, η τάση της στον πρώτο κλάδο, την υπό εξέταση περίοδο, καθορίζεται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας Coca-Cola, που αποτελεί τη μεγαλύτερη εταιρεία του σε όρους κύκλου εργασιών και απασχόλησης, και στον δεύτερο κλάδο από την εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας Ο.Π.Α.Π. που επίσης αποτελεί τη μεγαλύτερη επιχείρηση του κλάδου στον οποίο ανήκει. Παρόμοια είναι η εικόνα και στην περίπτωση του κλάδου Τηλεπικοινωνιών, όπου η πορεία της κεφαλαιοποίησης του οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην πορεία της κεφαλαιοποίησης του Ο.Τ.Ε.

Τέλος, στον Κατασκευαστικό κλάδο, την περίοδο Ιανουάριος 2006-Ιούνιος 2007 η κεφαλαιοποίηση του ανέρχονταν συνεχώς λόγω των θετικών προσδοκιών που επικρατούσαν λόγω της άνθησης του στο τέλος της δεκαετίας του 1990 και στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 2000, εξαιτίας των πολλών και μεγάλων δημοσίων έργων που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την περίοδο κυρίως λόγω της προετοιμασίας των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Όμως έκτοτε ακολουθεί έντονα καθοδική πορεία εξαιτίας της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης που περιόρισε – όπως ήταν αναμενόμενο – την κατασκευαστική δραστηριότητα, αλλά και την παροχή πιστώσεων από το τραπεζικό σύστημα.

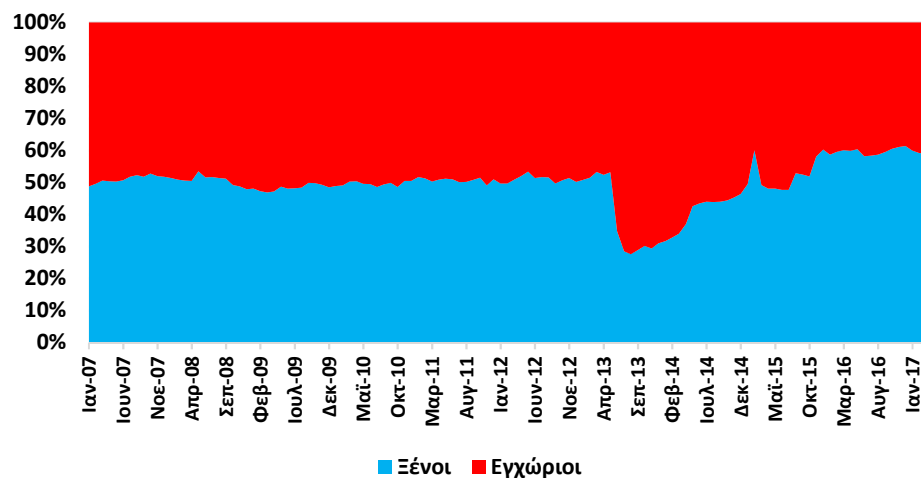
## 2.4 Κίνηση κεφαλαίων από ξένους επενδυτές (πρωτογενής, δευτερογενής)

Η κεφαλαιοποίηση δεν αναλύεται μόνο σε κλαδικό επίπεδο αλλά και με βάση και την εθνικότητα των επενδυτών. Διαθέσιμα δεδομένα για τους εγχώριους και ξένους επενδυτές για το Ελληνικό Χρηματιστήριο υπήρχαν διαθέσιμα για την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάρτιος 2017. Στη συγκεκριμένη περίπτωση επίκεντρο του ενδιαφέροντος δεν αποτελεί τόσο η εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης, η οποία αναλύθηκε πιο πάνω, αλλά κυρίως το ποσοστό συμμετοχής των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού χρηματιστηρίου. Από το διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 2.16), προκύπτει ότι την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάιος 2013 – με πολύ μικρές αυξομειώσεις – ουσιαστικά το ήμισυ της κεφαλαιοποίησης του Ελληνικού χρηματιστηρίου προέρχονταν από εγχώριους επενδυτές και το υπόλοιπο ήμισυ από ξένους. Όμως, από το Μάιο του 2013 μέχρι και τον Αύγουστο του 2013 περιορίζεται σημαντικά το ποσοστό των ξένων επενδυτών (από το 53% στο 28%) με επακόλουθη την σημαντική αύξηση του ποσοστού των εγχωρίων επενδυτών. Η εικόνα αυτή πιθανόν να οφείλεται στο γεγονός της επιβολής τραπεζικής αργίας και ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων στην Κύπρο που έλαβε χώρα τον Μάρτιο του 2013. Η αβεβαιότητα που δημιούργησαν στους επενδυτές ανά τον κόσμο τα γεγονότα αυτά σχετικά με την πιθανότητα να συμβούν και σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης οδήγησε τους ξένους επενδυτές στην απόφαση αποχώρησης τους από χρηματαγορές χωρών που βρισκόντουσαν σε οικονομική κρίση. Αυτό πιθανόν να ισχύει περισσότερο στην περίπτωση του ελληνικού Χρηματιστηρίου αφού το 1/3 περίπου της κεφαλαιοποίησης του – όπως αναφέρθηκε πιο πάνω – προέρχεται από τον Τραπεζικό κλάδο. Από τον Ιούνιο του 2013 και μέχρι το Φεβρουάριο του 2015 αυξάνει σταδιακά το ποσοστό των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού χρηματιστηρίου, από το 35% στο 60%, πιθανόν λόγω της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης τους αναφορικά με την πορεία της Ελληνικής οικονομίας λόγω των θετικών γεγονότων που συνέβησαν τη συγκεκριμένη περίοδο και αναφέρθηκαν πιο πάνω αναλυτικά. Επιπλέον, τα γεγονότα που έλαβαν χώρα κυρίως μετά τα μέσα του πρώτου εξαμήνου του 2015 επηρέασαν αρνητικά τη συμπεριφορά των ξένων επενδυτών με

*Το ποσοστό συμμετοχής των ξένων επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού χρηματιστηρίου την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάιος 2013 ήταν κατά μέσο όρο 50%.*

αποτέλεσμα το ποσοστό συμμετοχής τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α.Α. να περιοριστεί από το 60% το Φεβρουάριο του 2015 στο 48% τον Ιούλιο του 2015. Έκτοτε, με τη σταδιακή σταθεροποίηση της πολιτικοοικονομικής κατάστασης το ποσοστό συμμετοχής τους ανέρχεται την περίοδο Νοέμβριος 2015-Μάρτιος 2017 στα επίπεδα του 60% κατά μέσο όρο.

**Διάγραμμα 2.16: Διαχρονική εξέλιξη ποσοστού συμμετοχής εγχώριων και ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών**



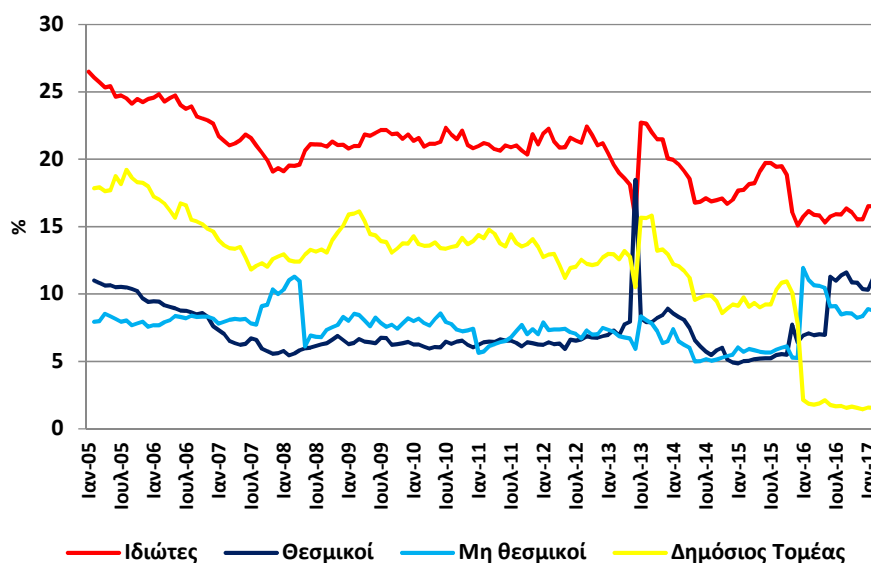
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ως προς το μέρος της κεφαλαιοποίησης που προέρχεται από τους εγχώριους επενδυτές, από το Διάγραμμα 2.17 προκύπτει ότι τα υψηλότερα ποσοστά της προέρχονται από τις κατηγορίες των εγχώριων ιδιωτών επενδυτών και το Δημόσιο Τομέα. Οι δύο καμπύλες την περίοδο Ιανουάριος 2005-Οκτώβριος 2015 κινούνται σχεδόν παράλληλα, ακολουθώντας συνολικά καθοδική πορεία. Μετά τον Οκτώβριο του 2015 αμφότερες παρουσιάζουν πτώση, αλλά στην περίπτωση του Δημοσίου Τομέα η πτώση είναι σημαντικότερη πιθανόν λόγω της τρίτης ανακεφαλαιοποίησης που έλαβε χώρα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, η οποία είχε σαν αποτέλεσμα τη σημαντική συρρίκνωση των ποσοστών του Ελληνικού Δημοσίου – μέσω του Τ.Χ.Σ. – στο μετοχικό κεφάλαιο των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών. Οι υπόλοιπες δύο καμπύλες που αφορούν τους θεσμικούς και μη θεσμικούς επενδυτές, δείχνουν ότι τα ποσοστά των αντίστοιχων επενδυτών είναι σαφώς χαμηλότερα. Συνολικά, και οι δύο καμπύλες έχουν σχήμα U, καθώς ενώ αρχικά κατέρχονται στη συνέχεια ακολουθούν – μετά

*Τα υψηλότερα ποσοστά συμμετοχής στην κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημειώνουν οι εγχώριοι ιδιώτες επενδυτές και ο Δημόσιος τομέας. Χαμηλότερη η συμμετοχή θεσμικών και μη θεσμικών επενδυτών*

το Σεπτέμβριο του 2015 – ανοδική πορεία. Η απότομη άνοδος της καμπύλης που αφορά τους θεσμικούς επενδυτές τον Ιούνιο του 2013, οφείλεται στο γεγονός ότι το Τ.Χ.Σ. (θεσμικός επενδυτής) συμμετείχε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών. Η τελική συνεισφορά του στην ανακεφαλαιοποίηση τους ήταν ομόλογα ονομαστικής αξίας €24,99 δισεκ., ενώ η συνολική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων συστημικών τραπεζών ήταν €28,6 δισεκ.

**Διάγραμμα 2.17: Κατανομή εγχώριων επενδυτών κατά κατηγορία**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Συνοπτικά, το ποσοστό συμμετοχής των ξένων επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού χρηματιστηρίου, ανέρχεται την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάιος 2013, κατά μέσο όρο, στο 50%. Η επιβολή τραπεζικής αργίας και capital controls στην Κύπρο προξένησαν αβεβαιότητα στους ξένους επενδυτές μήπως ανάλογα γεγονότα συμβούν και στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα το ποσοστό συμμετοχής τους στην συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου να περιοριστεί την περίοδο Ιούνιος 2013-Αύγουστος 2013, ενώ έκτοτε αυξήθηκε για να φτάσει το 60% το Φεβρουάριο του 2015. Όμως το γεγονός του πρώτου εξαμήνου του 2015 οδήγησαν σε αύξηση της αβεβαιότητας και πτώση του ποσοστού συμμετοχής των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου στο 48% τον Ιούλιο του 2015, ενώ στη συνέχεια, με τη σταθεροποίηση της πολιτικοοικονομικής κατάστασης το ποσοστό τους κυμαίνεται στα επίπεδα του 60%.

Τέλος, σε σχέση με τους εγχώριους επενδυτές, τα υψηλότερα ποσοστά συμμετοχής στην κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου προέρχονται από τους εγχώριους επενδυτές και το Δημόσιο, με τις δύο καμπύλες να ακολουθούν συνολικά καθοδική πορεία, ενώ τα ποσοστά συμμετοχής θεσμικών και μη θεσμικών επενδυτών είναι αρκετά χαμηλότερα.

## 2.5 Μέση ημερήσια αξία και όγκος συναλλαγών

Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών άνευ πακέτων (εφεξής Μ.Η.Α.Σ.) και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών (εφεξής Μ.Η.Ο.Σ.) είναι μεγέθη τα οποία αποτυπώνουν την εμπορευσιμότητα των μετοχών οι οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Δεν αντανakλούν την τάση των δεικτών του χρηματιστηρίου, καθώς, για παράδειγμα, η εμπορευσιμότητα των μετοχών μπορεί να υψηλή σε μια συνεδρίαση του χρηματιστηρίου ανεξαρτήτως της τάσης στους δείκτες του τη συγκεκριμένη ημέρα. Ωστόσο, ανεξαρτήτως της τάσης των χρηματιστηριακών δεικτών, η διαχρονική εξέλιξη των Μ.Η.Α.Σ. και Μ.Η.Ο.Σ. δείχνει το ενδιαφέρον που υπάρχει από τους επενδυτές για το Χρηματιστήριο Αθηνών. Μια υψηλή εμπορευσιμότητα σε συγκεκριμένη περίοδο συνεπάγεται την ύπαρξη πολλών επενδυτών, αγοραστών και πωλητών. Αντιθέτως, χαμηλά επίπεδα Μ.Η.Α.Σ. και Μ.Η.Ο.Σ. δείχνουν μικρό επενδυτικό ενδιαφέρον, ακόμα και εάν η τάση των χρηματιστηριακών δεικτών σε αυτό το χρονικό διάστημα είναι ανοδική.

Από την εξέταση των στοιχείων για τη Μ.Η.Α.Σ., στα έτη που ξεκινούν από το 2000, έως και τον Φεβρουάριο του 2017, προκύπτει ότι η αξία των συναλλαγών περιορίστηκε σημαντικά στην τριετία 2000-2002, από τα €343,7 εκατ. στο πρώτο έτος αυτής της περιόδου στα €81,1 εκατ. το 2002 (Διάγραμμα 2.18). Αυτή η περίοδος συμπίπτει με τη μεγαλύτερο τμήμα της περιόδου υποχώρησης του Γενικού Δείκτη Τιμών, από την αρχή του 2000 έως τον Μάιο του 2003, καθώς και των υπόλοιπων δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Όπως η κάμψη των χρηματιστηριακών δεικτών, αυτή η έντονη μείωση της Μ.Η.Α.Σ. σημειώθηκε μετά από την κατακόρυφη άνοδό της στην τριετία 1997-1999, ενόψει της ένταξης της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και λόγω των προσδοκιών που αυτό το αναμενόμενο τότε γεγονός είχε δημιουργήσει για τις μελλοντικές, θετικές



επιδράσεις του στην ελληνική οικονομία. Όπως προαναφέρθηκε στην ύπο-  
ενότητα 2.2, η έντονη υποχώρηση του ενδιαφέροντος για την εγχώρια  
χρηματοπιστηριακή αγορά σε αυτό το χρονικό διάστημα, ενδεχομένως να  
οφείλεται στη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων με πολύ χαμηλότερο  
κόστος από το τραπεζικό σύστημα μετά την είσοδο της Ελλάδας στην  
Ο.Ν.Ε., γεγονός που περιόρισε τη σημασία της άντλησης κεφαλαίων μέσω  
του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Από τον Απρίλιο του 2003 άρχισε η άνοδος της Μ.Η.Α.Σ., που συνεχίστηκε  
με υψηλό ρυθμό έως τον Ιούλιο του ίδιου έτους. Κατόπιν, σημειώθηκε  
υποχώρηση της Μ.Η.Α.Σ., ωστόσο αυτή δεν υποχώρησε στους υπόλοιπους  
μήνες του 2003 κάτω από τα €108 εκατ. κατά μέσο όρο, με αποτέλεσμα στο  
σύνολο αυτού του έτους να διαμορφωθεί στα €109,3 εκατ., 34,7%  
υψηλότερα από ότι την προηγούμενη χρονιά. Η άνοδος της Μ.Η.Α.Σ.  
συνεχίστηκε με ηπιότερο ρυθμό το 2004 (+8,1%, στα €118,2 εκατ.), αλλά  
κλιμακώθηκε εκ νέου στην τριετία 2005-2007, με αποτέλεσμα τη σωρευτική  
άνοδο στη διάρκειά της κατά τα 212,6% και τη διαμόρφωσή της κατά μέσο  
όρο στα €369,6 εκατ. το 2007. Οι πλέον πιθανοί λόγοι αυτής της διεύρυνσης  
είναι όσοι αναφέρθηκαν κατά την ερμηνεία της παρόμοιας τάσης του Γ.Δ.Τ.  
στο ίδιο χρονικό διάστημα, δηλαδή η ταχεία μεγέθυνση της ελληνικής  
οικονομίας, με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,1%, καθώς και τα αποτελέσματα της  
διαδικασίας δημοσιονομικής προσαρμογής – η οποία ξεκίνησε το 2005 –  
στη διετία 2005-2006.

Η ημερήσια αξία συναλλαγών παρέμεινε υψηλή στο πρώτο εξάμηνο του  
2008. Ωστόσο, τα πρώτα γεγονότα τα οποία συνδέονταν με την παγκόσμια  
χρηματοπιστωτική κρίση τον Ιούλιο του 2008, όπως το ότι η τράπεζα  
IndyMac, η τότε έβδομη μεγαλύτερη χορηγός ενυπόθηκων στεγαστικών  
δανείων στις Η.Π.Α., τέθηκε σε καθεστώς εκκαθάρισης, αύξησαν την  
αβεβαιότητα των επενδυτών παγκοσμίως και επενέργησαν περιοριστικά  
και στη χρηματοπιστηριακή δραστηριότητα, επηρεάζοντας αρνητικά και την  
αξία των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το ξέσπασμα της  
παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης τον Σεπτέμβριο του 2008, με την  
κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. να εξαγοράσει τις μεγαλύτερες τράπεζες  
παροχής ενυπόθηκων δανείων Fannie Mae και Freddie Mac, ενώ η Lehman  
Brothers υπέβαλε αίτηση για προστασία λόγω ένταξης σε καθεστώς

*Η τάση της Μέσης Ημερήσιας  
Αξίας Συναλλαγών την περίοδο  
2000-2016 καθορίζεται αρχικά  
από τη «διόρθωση» της  
έντονης ανόδου του  
Χρηματιστηρίου τα έτη 1997-  
1999 και από το 2008 από  
σημαντικά οικονομικά γεγονό-  
τα και τις εξελίξεις στον  
τραπεζικό κλάδο*

πτώχευσης, κλιμάκωσε απότομα τις πιέσεις στις χρηματαγορές διεθνώς, επιδρώντας αρνητικά και στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Υπό αυτές τις δυσμενείς εξελίξεις, η Μ.Η.Α.Σ. ήταν 37,8% χαμηλότερη στο δεύτερο εξάμηνο του 2008 έναντι του αμέσως προηγούμενου εξάμηνου. Στο σύνολο εκείνου του έτους υποχώρησε κατά 28,6% σε σχέση με το 2007. Η συνέχιση των επιπτώσεων της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2009, αλλά κυρίως η εκδήλωση της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης το 2010, συντήρησαν και ενίσχυσαν τη συρρίκνωση της Μ.Η.Α.Σ. στην περίοδο από το 2009-2012, κατά την οποία αυτή περιορίστηκε σωρευτικά κατά 81,3%, από τα €263,9 εκατ. στα €49,3 εκατ.

Παράλληλα με την αλλαγή τάσης του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και των περισσότερων από τους επιμέρους δείκτες αυτού (FTSE/X.A. Large Cap, FTSE/X.A. Mid Cap, FTSE/X.A. Δείκτης Αγοράς) από το δεύτερο εξάμηνο του 2012, από πτωτική σε ανοδική, τάση η οποία συνεχίστηκε έως τον Ιούνιο του 2014, η Μ.Η.Α.Σ. ανήλθε κατά τα έτη 2013 και 2014. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών το 2014 ήταν 128,4% υψηλότερη από ότι το 2012, φθάνοντας τα €112,6 εκατ. Συνεπώς, η άνοδος των τιμών των μετοχών συνοδεύτηκε και από σημαντική διεύρυνση της ημερήσιας αξίας συναλλαγών. Η διεύρυνση των συναλλαγών αφορούσε κυρίως σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις στον τραπεζικό κλάδο, οι τιμές των οποίων είχαν διαμορφωθεί στην αρχή αυτής της περιόδου σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Η ζήτηση για τις μετοχές των τραπεζών αναθερμάνθηκε από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο, καθώς και τις υπόλοιπες εξελίξεις σε αυτόν τη συγκεκριμένη περίοδο που αναφέρθηκαν παραπάνω, στην υποενότητα 2.1, αλλά και ευρύτερα, τις καλύτερες των αναμενόμενων δημοσιονομικές επιδόσεις, ιδίως το 2013, που ενίσχυσαν την αξιοπιστία των επενδυτών στην ελληνική οικονομία.

Η νέα αντιστροφή της τάσης του Γ.Δ.Τ. και των υπόλοιπων δεικτών, από αύξουσα σε φθίνουσα από το β' εξάμηνο του 2014, επίσης συνοδεύτηκε από παρόμοια μεταβολή της τάσης της Μ.Η.Α.Σ.: υποχώρησε τη διετία 2015-2016 κατά 53,3%, στα €52,2 εκατ., δηλαδή λίγο υψηλότερα από το επίπεδό της το 2012.

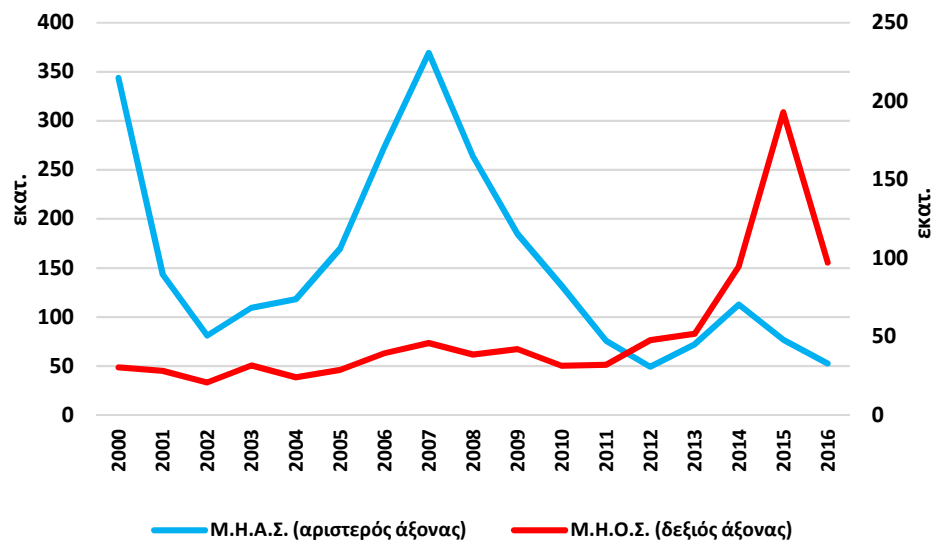
Από την εξέταση της εξέλιξης της τάσης της Μ.Η.Α.Σ. την περίοδο 2000-2016, προκύπτει υψηλή και θετική συσχέτισή της με την τάση του Γενικού Δείκτη Τιμών, καθώς και των δεικτών FTSE/Χ.Α. Large Cap, FTSE/Χ.Α. Mid Cap και FTSE/Χ.Α. Δείκτης Αγοράς. Συνεπώς, μια άνοδος αυτών των δεικτών έχει ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση της Μ.Η.Α.Σ. και αντίστροφα: μια υποχώρηση των δεικτών συνεπάγεται μείωση της Μ.Η.Α.Σ.

Η εξέλιξη της τάσης του Μ.Η.Ο.Σ. διαφέρει σημαντικά από εκείνη της Μ.Η.Α.Σ. Καθ' όλη την περίοδο 2000-2011, ο Μ.Η.Ο.Σ. παρουσίασε μικρές αυξομειώσεις γύρω από την περιοχή των €33 εκατ. Η μικρή διακύμανση του Μ.Η.Ο.Σ. αντανακλά τη σχετική σταθερότητα στον όγκο των συναλλαγών. Συνεπώς, οι μεταβολές της Μ.Η.Α.Σ. στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο προέρχονταν κατά κύριο λόγο από αντίστοιχες μεταβολές στις τιμές των μετοχών, όχι στον όγκο τους. Στη συνέχεια, ο Μ.Η.Ο.Σ. αυξήθηκε ραγδαία την περίοδο 2012-2015, από τα €31,5 εκατ. το 2011 στα €192,9 εκατ. το 2015. Η άνοδος αυτή ήταν αποτέλεσμα σημαντικών βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων σε μετοχές των τραπεζών, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως. Το 2016 υποχώρησε σημαντικά, δεν έπεσε όμως κάτω από τα €97 εκατ., επίπεδο που είναι το δεύτερο υψηλότερο στην εξεταζόμενη περίοδο. Λαμβάνοντας υπόψη την κάμψη της Μ.Η.Α.Σ. το 2012, έτος στο οποίο ο Μ.Η.Ο.Σ. διευρύνθηκε, την αναλογικά πολύ μικρότερη άνοδό της από το Μ.Η.Ο.Σ. στην περίοδο 2013-2014, καθώς και τη νέα πτώση της Μ.Η.Α.Σ. από το 2015, στο οποίο ο Μ.Η.Ο.Σ. συνέχισε να αυξάνεται, συνάγεται το συμπέρασμα ότι ο αριθμός των μετοχών αυξήθηκε σημαντικά στο χρονικό διάστημα 2012-2015.

Σε ότι αφορά τη **Μέση Μηνιαία Αξία Πακέτων (Μ.Μ.Α.Π.)**, αρχικά διευκρινίζεται ότι ως πακέτο ορίζεται μια προσυμφωνημένη συναλλαγή μεταξύ μελών του Χρηματιστηρίου ή ακόμα και του ίδιου μέλους, μεταξύ διαφορετικών πελατών του. Η Μ.Μ.Α.Π. περιορίστηκε στην περίοδο 2000-2002 κατά 67,2%, από τα €59,8 εκατ. στα €19,6 εκατ. (Διάγραμμα 2.19). Έκτοτε και έως το 2007 η αξία των πακέτων διευρύνθηκε κατά περισσότερες από πέντε φορές, φθάνοντας τα €108,6 εκατ.

*Την περίοδο 2000-2011 οι αυξομειώσεις του Μέσου Ημερήσιου Όγκου Συναλλαγών ήταν λίγες, ενώ την περίοδο 2012-2015 ανήλθε σημαντικά, κυρίως λόγω των βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων σε μετοχές τραπεζών.*

**Διάγραμμα 2.18: Μέση ημερήσια αξία (Μ.Η.Α.Σ.) και όγκος συναλλαγών**

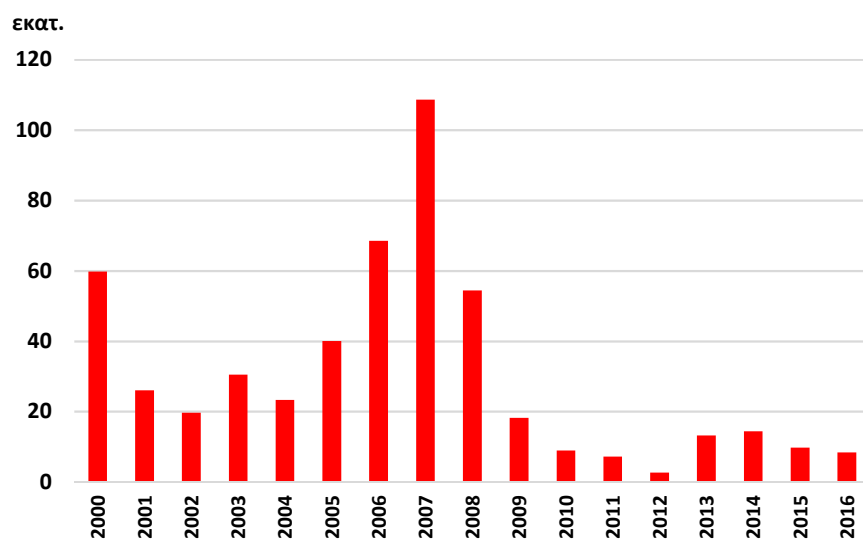


*Την περίοδο 2002-2007 η Μέση Μηνιαία Αξία Πακέτων αυξανόταν συνεχώς. Έκτοτε, περιορίστηκε σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά της περιόδου 2000-2007, λόγω της διαδικασίας δημοσιονομικής προσαρμογής.*

**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Στη συνέχεια, εν τω μέσω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και εν συνεχεία της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης, η Μ.Μ.Α.Π. σημείωσε κατακόρυφη πτώση κατά τα έτη 2009-2012, αφού στο τελευταίο έτος αυτής της περιόδου δεν ξεπέρασε τα €2,6 εκατ. Η Μ.Μ.Α.Π. ενισχύθηκε ελαφρώς στη διετία 2013-2014, χωρίς όμως να επανέλθει στα προ του 2010 επίπεδα (€14,4 εκατ.). Κατόπιν, επανήλθε σε πτωτική τροχιά, με αποτέλεσμα το 2016 να διαμορφωθεί στα €8,4 εκατ.

**Διάγραμμα 2.19: Μέση μηνιαία αξία πακέτων**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Από την ανάλυση των δεδομένων σε σχέση με τη Μέση Ημερήσια Αξία Συναλλαγών (Μ.Η.Α.Σ.) προέκυψε ότι η «διόρθωση» της έντονης ανόδου του Χρηματιστηρίου που έλαβε χώρα την περίοδο 1997-1999, σημαντικά οικονομικά γεγονότα (π.χ. άνοδος ελληνικής οικονομίας την περίοδο 2005-2007, δημοσιονομική προσαρμογή ετών 2005-2006, εκδήλωση και γιγάντωση εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης την περίοδο 2008-2014) αλλά και οι εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο (συγχωνεύσεις-εξαγορές περιόδου 2012-2013, ανακεφαλαιοποιήσεις, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και εκδόσεις ομολόγων το 2014, επιβολή capital controls τον Ιούλιο του 2016) επηρέασαν την τάση της την περίοδο 2000-2016, η οποία εμφανίζει διακυμάνσεις.

Αντίθετα, η καμπύλη της τάσης του Μέσου Ημερήσιου Όγκου Συναλλαγών (Μ.Η.Ο.Σ.) παρουσιάζει την περίοδο 2000-2011 μικρές αυξομειώσεις, στοιχείο που δείχνει σχετική σταθερότητα στον όγκο των συναλλαγών. Όμως την περίοδο 2012-2015 η άνοδος του Μ.Η.Ο.Σ. ήταν σημαντική λόγω των βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων σε μετοχές τραπεζών, ως αποτέλεσμα των γεγονότων που έλαβαν χώρα στον αντίστοιχο κλάδο την περίοδο αυτή και αναφέρθηκαν διεξοδικά πιο πάνω. Το 2016 αν και ο Μ.Η.Ο.Σ. παρουσιάζει πτώση, διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από αυτά της περιόδου 2000-2014.

Τέλος, η Μέση Ημερήσια Αξία Πακέτων, ενώ από το 2002 έως το 2007 αυξάνεται, στη συνέχεια, λόγω των γεγονότων που έλαβαν χώρα και αναλύθηκαν πιο πάνω, περιορίζεται σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά της περιόδου 2000-2007.

## 2.6 Νέες εκδόσεις αξιόγραφων (αριθμός και αξία εκδόσεων)

Οι εταιρείες συχνά έχουν ανάγκη από χρηματικά κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τόσο τις βραχυχρόνιες, όσο και τις μακροχρόνιες ανάγκες τους. Οι δύο σημαντικότερες πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι ο τραπεζικός δανεισμός και η χρηματιστηριακή αγορά. Ο τραπεζικός δανεισμός χρησιμοποιείται για την κάλυψη τόσο βραχυχρόνιων αναγκών όπως π.χ. η βελτίωση της ρευστότητας μιας επιχείρησης – η οποία μπορεί να επιτευχθεί μέσω της χορήγησης δανείου για κεφάλαιο κίνησης – όσο και μακροχρόνιες ανάγκες όπως π.χ. η

πραγματοποίηση ενός επενδυτικού σχεδίου, μέσω της χορήγησης ενός μακροπροθέσμου δανείου, ενός δανείου χρηματοδοτικής μίσθωσης ή της έκδοσης ομολογιακού δανείου. Η άντληση κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς αφορά συνήθως στη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων επιχειρήσεων, όπως η ανέγερση ή αγορά νέων παραγωγικών μονάδων, η ανανέωση του μηχανολογικού τους εξοπλισμού, η επέκταση σε νέες αγορές κ.λπ., δηλαδή εξυπηρετεί μακροπρόθεσμους στόχους.

Στην παρούσα υποενότητα της μελέτης θα αναλυθούν στοιχεία που αφορούν στα κεφάλαια που άντλησαν επιχειρήσεις μέσω **της έκδοσης αξιογράφων** μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Σύμφωνα με τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα (Πίνακας 2.1), ο αριθμός και η αξία των εκδόσεων ανά έτος παρουσίαζαν μικρή διακύμανση στην περίοδο 2001-2008, με εξαίρεση το 2007. Συγκεκριμένα, πραγματοποιούνταν 50 έως 60 εκδόσεις κατ' έτος, με την πλειονότητά τους να προέρχεται από ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών, όχι από εισαγωγές σε αυτό νέων επιχειρήσεων. Ωστόσο, ο αριθμός των εκδόσεων με σκοπό την εισαγωγή στο Χ.Α. υποχωρούσε συνεχώς σε αυτήν την περίοδο, καθώς από 24 το 2001 δεν ξεπέρασε τις 9 το 2008. Η φθίνουσα τάση των εκδόσεων θεωρείται ότι οφείλεται κυρίως στην ευκολότερη πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό μετά την είσοδο στην Ευρωζώνη, με χαμηλότερο κόστος από ότι προηγουμένως. Στην τριετία 2009 - 2011 ο αριθμός των εκδόσεων αξιόγραφων ήταν χαμηλότερος από ότι στα προηγούμενα έτη, αλλά και σταθερός, περίπου στις 30 εκδόσεις. Όμως, πλέον αυτές πραγματοποιούνταν σχεδόν αποκλειστικά από ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις. Το γεγονός ότι η μέση αξία αυτών των εκδόσεων δεν διαφέρει από εκείνη των ετών 2005 – 2009, μάλλον αντανακλά τη σχετικά μεγαλύτερη εμπιστοσύνη επενδυτών και αποταμιευτών στο Χ.Α. στην αρχή της εγχώριας κρίσης έναντι άλλων τοποθετήσεων. Η έντονη μείωση του 2012, σε αριθμό και σε αξία, είναι πλέον πιθανό ότι οφείλεται στην αβεβαιότητα λόγω του προγράμματος ανταλλαγής ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (PSI+). Η απότομη αύξηση της αξίας των εκδόσεων στην τριετία 2013 – 2015, παρότι ο αριθμός τους ήταν σε αυτό το χρονικό διάστημα από τους χαμηλότερους διαχρονικά,

οφείλεται στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζικών ιδρυμάτων, στο πλαίσιο των διαδοχικών ανακεφαλαιοποιήσεών τους.

**Πίνακας 2.1: Αριθμός και αξία νέων εκδόσεων αξιογράφων**

Έτος	Νέες Εισαγωγές*		ΑΜΚ Εισηγμένων **		Σύνολο	
	Αριθμός	Αξία (€εκ)	Αριθμός	Αξία (€εκ)	Αριθμός	Αξία (€εκ)
2000	50	2,516.29	98	7,609.90	148	10,126.19
2001	24	1,072.29	21	388.01	45	1,460.30
2002	21	1,630.85	29	391.55	50	2,022.41
2003	17	1,555.13	43	365.18	60	1,920.30
2004	10	95.36	41	443.78	51	539.14
2005	8	1,347.64	43	2,974.47	51	4,322.11
2006	2	725.31	53	3,547.83	55	4,273.14
2007	5	500.73	82	10,750.46	87	11,251.19
2008	9	8.61	47	1,317.27	56	1,325.88
2009	4	12.13	27	5,316.47	31	5,328.61
2010	2	0.71	26	4,045.00	28	4,045.71
2011	0	0	30	4,711.50	30	4,711.50
2012	0	0	14	2,054.33	14	2,054.33
2013***	1	0	28	29,710.21	29	29,710.21
2014	2	35.13	19	10,029.15	21	10,064.28
2015	0	0	13	10,303.38	13	10,303.38
2016	2	14.49	9	191.74	11	206.23

Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

\* Περιλαμβάνονται και διανομές υφιστάμενων μετοχών εισηγμένων εταιρειών

\*\* Περιλαμβάνονται οι εκδόσεις ομολογιακών δανείων εισηγμένων και μη εταιρειών του ΧΑ

\*\*\* Δεν περιλαμβάνονται €6.5δισεκ. των νέων μετοχών της Coca – Cola HBC AG

Σε ότι αφορά τη μέση αξία ανά έκδοση τη συγκεκριμένη περίοδο εκδηλώνονται ποικίλες τάσεις, καθώς ενώ το μέγεθός τους την τριετία 2000-2002 περιορίστηκε, από τα €53,6 εκατ. στα €4,8 εκατ., την περίοδο 2003-2006 ανήλθε, από τα €8,1 εκατ. στα €362,7 εκατ. Το 2007 διαμορφώθηκε στα €119,3 εκατ. Στη συνέχεια – με εξαίρεση το 2013 και το 2014 – η αξία ανά έκδοση κυμαίνεται μεταξύ €3,2 εκατ. και €4,8 εκατ., στα έτη στα οποία πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις νέων αξιογράφων.

Σε σχέση με την έκδοση νέων ομολόγων μέσω του Χρηματιστηρίου, όπως προκύπτει από τον ακόλουθο πίνακα (Πίνακας 2.2), τα μεγέθη της συγκεκριμένης αγοράς είναι μικρότερα από αυτά της αγοράς έκδοσης αξιογράφων. Σημειώνεται ότι η μεγάλη πλειονότητα των εκδόσεων ομολόγων αφορά σε ομόλογα του δημόσιου τομέα, καθώς βάσει του νομικού πλαισίου έκδοσής τους αυτές πραγματοποιούνται μέσω της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Όπως και στην περίπτωση της έκδοσης αξιογράφων καθώς προχωρούμε προς την περίοδο της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης περιορίζεται η αξία των ομολόγων που εκδόθηκαν.

*Από το 2002, οι εκδόσεις και η αξία των νέων αξιογράφων υποχώρησαν σημαντικά, λόγω της ευκολότερης πρόσβασης σε τραπεζικό δανεισμό μετά την είσοδο στην Ευρωζώνη*

Έτσι, η αξία τους από τα €251,9 εκατ. το 2000, περιορίζεται στα €13 εκατ. το 2002, ενώ στη συνέχεια τη διετία 2003-2004 ανέρχεται στα €94,1 εκατ. για να μειωθεί εκ νέου στα €5,7 εκατ. το 2006. Στη συνέχεια την περίοδο 2007-2011 κυμαίνεται κατά μέσο όρο στα επίπεδα των €18 εκατ. ενώ την τριετία 2013-2015 η συνολική αξία των ομολόγων που εκδόθηκαν δεν ξεπέρασε τα €860 χιλ., ενώ, τέλος, το 2016 αυτή ανήλθε στα €4,4 εκατ.

**Πίνακας 2.2: Αξία έκδοσης ομολόγων**

Έτος	Αξία Ομολόγων (€)
2000	251.901.082
2001	18.584.813
2002	13.013.512
2003	49.063.276
2004	94.130.130
2005	40.115.791
2006	5.682.493
2007	13.433.389
2008	28.599.328
2009	19.008.543
2010	15.643.504
2011	13.167.779
2012	7.762.101
2013	521.654
2014	279.532
2015	58.897
2016	4.364.659

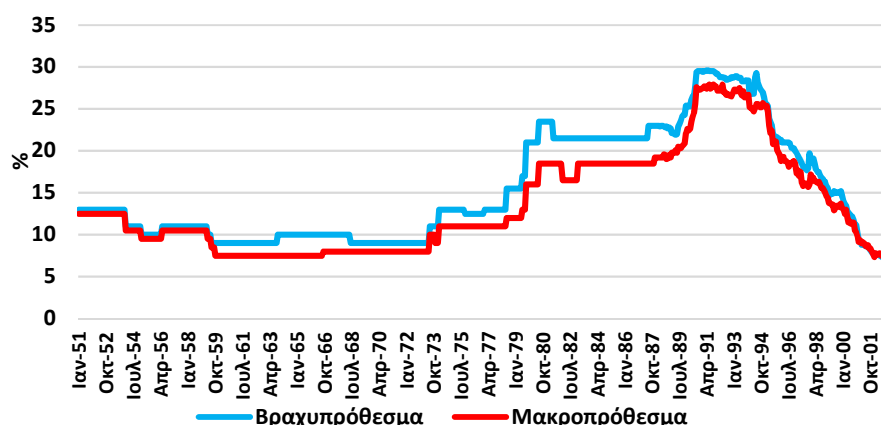
**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Τα παραπάνω βασικά χαρακτηριστικά των εκδόσεων νέων αξιογράφων και ομολόγων, δηλαδή το ότι ο αριθμός τους και η αξία τους φθίνουν, μάλλον οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι με τη σταδιακή απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος η οποία ξεκίνησε στο τέλος της δεκαετίας του 1980-αρχή της δεκαετίας του 1990, αλλά κυρίως λόγω της εισόδου της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση το 1998 και στην Ευρωζώνη το 2001, ο δανεισμός των επιχειρήσεων από τις τράπεζες κατέστη σταδιακά ευκολότερος και φθηνότερος.

*Τα μεγέθη της αγοράς ομολόγων είναι διαχρονικά σαφώς χαμηλότερα από εκείνα των εκδόσεων νέων αξιογράφων. Οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στην υποχρεωτική έκδοση κρατικών ομολόγων.*

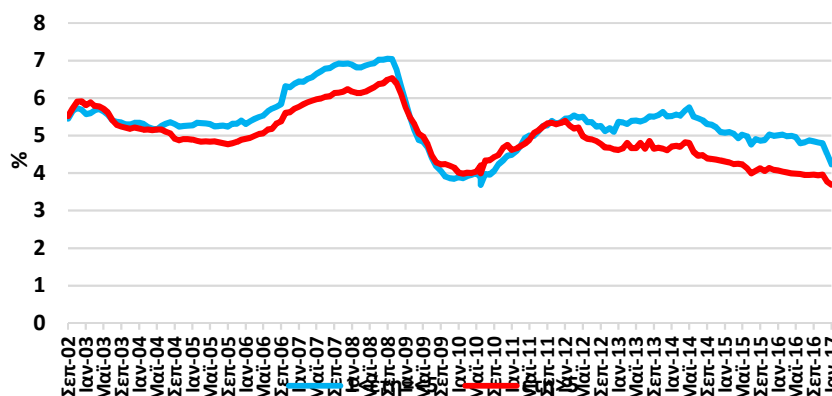


**Διάγραμμα 2.20: Επιτόκια βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων (1951-2002)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα 2.21: Επιτόκια δανείων διάρκειας από ένα μέχρι πέντε έτη και άνω των πέντε ετών (2002-2016)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Όπως προκύπτει από τα ανωτέρω διαγράμματα (Διάγραμμα 2.20 και Διάγραμμα 2.21), σταδιακά από τις αρχές τις δεκαετίας του 1990 ως το τέλος του 2000, τα επιτόκια δανεισμού περιορίστηκαν από τα επίπεδα του 28%-30% στα επίπεδα του 12%. Μετά την είσοδο της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ που έλαβε χώρα το 2001 αποκλιμακώθηκαν περαιτέρω, στην περιοχή του 5%-7%. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι μετά το ξέσπασμα της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης η μείωση των επιτοκίων συνεχίστηκε. Συγκεκριμένα, τη διετία 2009-2010 τα επιτόκια δανείων διάρκειας ενός έως πέντε ετών και άνω των πέντε ετών περιορίστηκαν γύρω από 4%, ενώ στη συνέχεια, την περίοδο 2011-2014, ανήλθαν οριακά, στην περιοχή του 5%. Έκτοτε παρουσιάζουν ήπια πτωτική πορεία.

Εν κατακλείδι, τα ετήσια στοιχεία για τον αριθμό και την αξία νέων εκδόσεων αξιογράφων την περίοδο 2000-2016 δείχνουν ότι καθώς

εισερχόμαστε στην περίοδο της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης, τα μεγέθη αυτά περιορίζονται, ενώ τα έτη 2011, 2012 και 2015 δεν παρουσιάζεται καμία έκδοση αξιογράφων. Εξάιρεση αποτελεί μία μόνο έκδοση το 2013 ύψους €36,4 δισεκ. η οποία σχετίζεται με το γεγονός ότι τον Απρίλιο αυτού του έτους εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αθηνών η εταιρία COCA COLA HBC AG, με 355 εκατ. κοινές ονομαστικές μετοχές.

Σε σχέση με την αξία έκδοσης ομολόγων, τα μεγέθη της συγκεκριμένης αγοράς είναι σαφώς χαμηλότερα από τα αντίστοιχα της έκδοσης νέων αξιογράφων. Και εδώ, όμως, η αξία των νέων ομολόγων περιορίζεται καθώς εισερχόμαστε στην περίοδο της εγχώριας δημοσιονομικής κρίσης. Πρέπει, όμως, να σημειωθεί ότι η μεγάλη πλειονότητα των εκδόσεων ομολόγων αφορά σε ομόλογα του δημόσιου τομέα, καθώς βάσει του νομικού πλαισίου έκδοσής τους αυτές πραγματοποιούνται μέσω της εγχώριας κεφαλαιαγοράς.

Τα μικρά μεγέθη των δύο αγορών πιθανόν οφείλονται στο γεγονός ότι την ίδια περίοδο έγινε ευκολότερος και φθηνότερος ο δανεισμός των επιχειρήσεων, λόγω της σταδιακής απελευθέρωσης – και μετέπειτα ραγδαίας ανάπτυξης – του τραπεζικού συστήματος αλλά και της εισόδου της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση το 1998 και στην Ευρωζώνη το 2001.

## 2.7 Διαχρονικές τάσεις και συγκρίσεις με άλλες χώρες της Ε.Ε.

Το τρέχον κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση της διαχρονικής εξέλιξης βασικών μεγεθών που αφορούν ξένα χρηματιστήρια και τη σύγκριση των μεγεθών αυτών με τα αντίστοιχα του Ελληνικού χρηματιστηρίου, όπου αυτό είναι δυνατό. Η ανάλυση περιλαμβάνει χρηματιστήρια χωρών που, όπως η Ελλάδα, επηρεάστηκαν έντονα από τη διεθνή χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση και εφάρμοσαν προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής (χρηματιστήρια Ιρλανδίας και Ισπανίας), καθώς και χωρών που έχουν, συγκριτικά, πιο «ώριμες» χρηματιστηριακές αγορές (Ελβετικό-SIX Swiss Exchange, Γερμανικό-Deutsche Börse, Αυστριακό-Vienna).

Το πρώτο από τα μεγέθη που αναλύονται είναι η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων που προαναφέρθηκαν. Από το διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 2.22), προκύπτει καταρχήν η πολύ μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση του Γερμανικού, του Ελβετικού και του Ισπανικού χρηματιστηρίου σε σύγκριση με τα υπόλοιπα δύο. Είναι χαρακτηριστικό πως η κεφαλαιοποίηση του Γερμανικού χρηματιστηρίου αποτελεί το 37% περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης των πέντε χρηματιστηρίων την περίοδο Ιανουάριος 2002-Δεκέμβριος 2016, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για το Ελβετικό και το Ισπανικό είναι εξίσου υψηλά και ανέρχονται σε 30% και 27%.

Σε σχέση με την πορεία τους, παρατηρείται η παράλληλη εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης του Γερμανικού και του Ελβετικού χρηματιστηρίου, την οποία ακολουθεί μέχρι ενός χρονικού σημείου και το Ισπανικό. Και στα τρία χρηματιστήρια από το πρώτο μισό του 2007 μέχρι και τον Μάρτιο του 2009 η κεφαλαιοποίηση παρουσιάζει σημαντική πτώση, προφανώς λόγω της εκδήλωσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης και των συνεπειών που αυτή είχε τόσο για την οικονομία όσο και για τις χρηματαγορές, οι οποίες αναλύθηκαν διεξοδικά πιο πάνω. Έκτοτε τόσο στο Γερμανικό όσο και στο Ελβετικό χρηματιστήριο η κεφαλαιοποίηση ακολουθεί – με κάποιες αυξομειώσεις – ανοδική πορεία, με αποτέλεσμα στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου να βρίσκεται στα υψηλότερα επίπεδα της από τα μέσα του 2007. Στο Ισπανικό χρηματιστήριο, αντίθετα, η κεφαλαιοποίηση, παρά την πρόσκαιρη άνοδο του την περίοδο Φεβρουάριος 2009-Δεκέμβριος 2009 (από τα €619,6 δισεκ. στα €999,9 δισεκ.), ακολουθεί στη συνέχεια καθοδική πορεία με αποτέλεσμα η κεφαλαιοποίηση του τον Δεκέμβριο του 2016 να κατέλθει στα επίπεδα του Νοεμβρίου του 2004 (€669,4 δισεκ.). Η εξέλιξη μέχρι ένα βαθμό οφείλεται στο κλίμα αβεβαιότητας που επικράτησε για την πορεία της Ισπανικής οικονομίας, αφού την περίοδο 2010-2013 το Α.Ε.Π. της συρρικνώθηκε κατά 5,1%, εξασθένησε η ετήσια άνοδος των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (από το +9,4% στο +4,3%) και η ανεργία αυξήθηκε από το 19,9% στο 26,1%. Ωστόσο, την περίοδο 2014-2016 η συνεχόμενη ετήσια άνοδος του Α.Ε.Π. (+1,4% το 2014, +3,2% το 2015, +3,3% το 2016), η σταθεροποίηση της ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στα επίπεδα του 4,5% ετησίως και η μείωση της ανεργίας

*Πολύ υψηλότερη η κεφαλαιοποίηση στο Γερμανικό, το Ελβετικό και το Ισπανικό χρηματιστήριο συγκριτικά με το Ιρλανδικό και το Αυστριακό. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε αρνητικά την κεφαλαιοποίηση όλων των αγορών*

από το 24,4% στο 19,6% δεν φαίνεται ότι επίδρασαν θετικά στην εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης του ισπανικού χρηματιστηρίου η οποία ακολουθεί καθοδική πορεία.

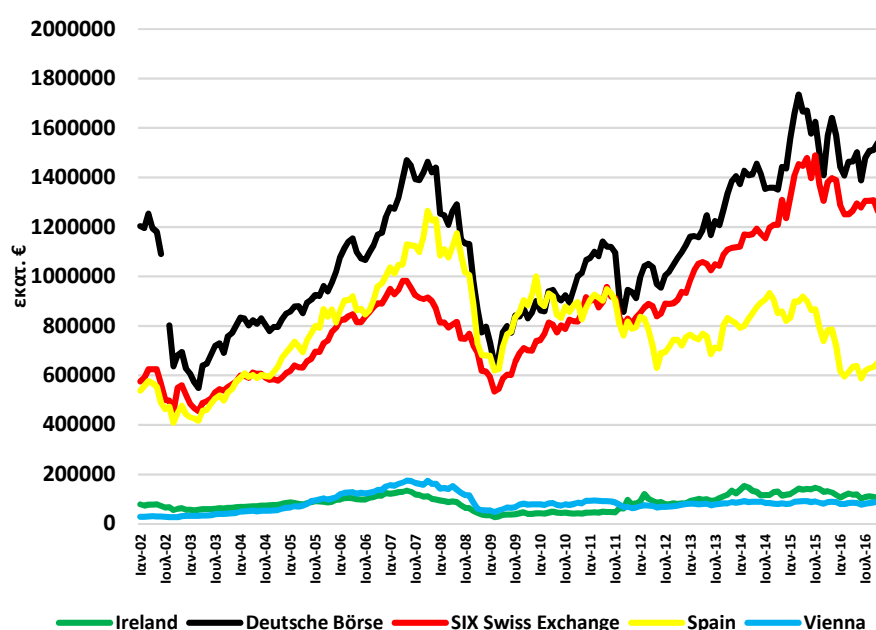
Ομοίως, η κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηρίων Ιρλανδίας και Αυστρίας – αν και σαφώς μικρότερη από την κεφαλαιοποίηση των υπολοίπων χρηματιστηρίων – μετά τα μέσα του 2007 και μέχρι το Μάρτιο του 2009 παρουσιάζει έντονη κάμψη, αλλά έκτοτε ακολουθεί ανοδική πορεία η οποία είναι πιο έντονη στην περίπτωση του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου (αύξηση από τα €27,2 δισεκ. τον Φεβρουάριο του 2009 στα €113,9 δισεκ. τον Δεκέμβριο του 2016). Η εικόνα αυτή για το Ιρλανδικό χρηματιστήριο οφείλεται στις θετικές προσδοκίες που δημιουργήθηκαν σταδιακά για την ιρλανδική οικονομία από την επιτυχημένη εφαρμογή του Προγράμματος Προσαρμογής από τα τέλη του 2010 μέχρι και τα τέλη του 2013. Ως αποτέλεσμα, το Α.Ε.Π. της την περίοδο 2010-2013 ενισχύθηκε κατά 7,7%, η ανεργία μειώθηκε κατά μία περίπου ποσοστιαία μονάδα (από το 13,9% στο 13,1%), ενώ οι συνολικές επενδύσεις σε αυτή ανήλθαν από το 17,2% στο 18,6% του Α.Ε.Π. Μάλιστα, οι μακροοικονομικές της επιδόσεις μετά την περίοδο αυτή βελτιώθηκαν περαιτέρω.

Η κεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου – η πορεία της οποίας αναλύθηκε διεξοδικά πιο πάνω – είναι την ίδια περίοδο πολύ χαμηλότερη σε σύγκριση με την κεφαλαιοποίηση του Γερμανικού, του Ελβετικού και του Ισπανικού χρηματιστηρίου. Ωστόσο, η κεφαλαιοποίηση του Χ.Α.Α. είναι υψηλότερη από την κεφαλαιοποίηση τόσο του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου όσο και του Αυστριακού χρηματιστηρίου, αλλά μέχρι ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο. Η ραγδαία πτώση της κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α. είχε σαν αποτέλεσμα να αυτή καταστεί πολύ μικρότερη από τις αντίστοιχες του Ιρλανδικού και του Αυστριακού, από τον Μάρτιο του 2010 και τον Αύγουστο του 2011, αντίστοιχα. Όμως, η πορεία της κεφαλαιοποίησης του, συγκρίνοντας τις αντίστοιχες καμπύλες των διαγραμμάτων 2.11 και 2.22 είναι περίπου ίδια με την πορεία της κεφαλαιοποίησης του Ισπανικού χρηματιστηρίου, παρουσιάζοντας αυξομειώσεις περίπου τις ίδιες χρονικές περιόδους.

Παρόμοια τάση στο Γερμανικό, το Ελβετικό, το Αυστριακό και το Ισπανικό χρηματιστήριο ως προς τη διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές. Ο κύκλος εργασιών ανερχόταν μέχρι τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και κατόπιν περιορίστηκε έντονα. Στην Ιρλανδική αγορά ο κύκλος εργασιών αυξάνεται συνεχώς από το 2010.

Σε σχέση με τον κύκλο εργασιών που αφορά τη διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, στα ξένα χρηματιστήρια, πρέπει αρχικά να σημειωθεί ότι αυτές οι συναλλαγές περιλαμβάνουν όλες τις μεταβιβάσεις κυριότητας τίτλων με συναλλαγές που εκτελούνται μέσω ηλεκτρονικού βιβλίου παραγγελιών (electronic order book). Οι εντολές (orders) των μελών που συμμετέχουν στη διαπραγμάτευση είναι εμφανείς σε όλους τους συμμετέχοντες και οι διαπραγματεύσεις (αγοραπωλησίες) βασίζονται σε συγκεκριμένους κανόνες (π.χ. προτεραιότητα τιμής, χρόνου κ.λπ.).

**Διάγραμμα 2.22: Κεφαλαιοποίηση ξένων χρηματιστηρίων (2002-2016)**



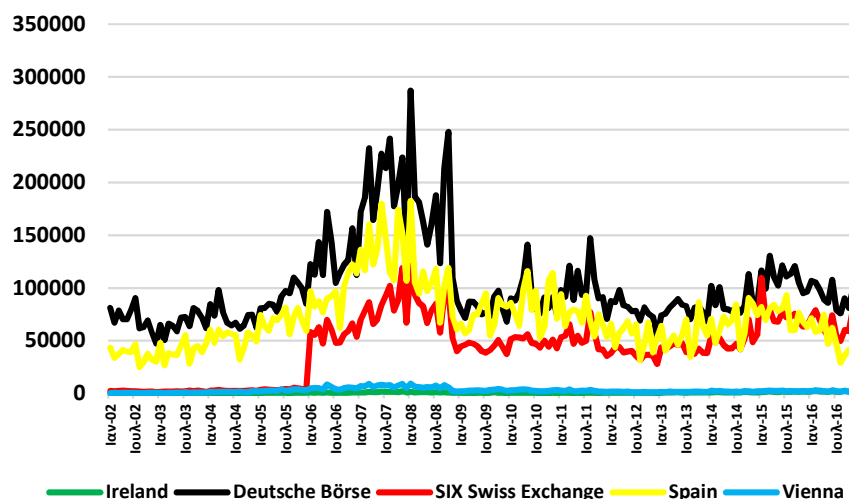
Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Ως προς την εξέλιξη του κύκλου εργασιών, την περίοδο Ιανουάριος 2002-Δεκέμβριος 2016, από το Διάγραμμα 2.23 προκύπτει ότι όπως και στην περίπτωση της συνολικής κεφαλαιοποίησης, έτσι και εδώ ο κύκλος εργασιών των συναλλαγών αυτών είναι σαφώς υψηλότερος στο Γερμανικό (€101,6 δισεκ. κατά μέσο όρο), το Ισπανικό (€71,4 δισεκ. κατά μέσο όρο) και στο Ελβετικό χρηματιστήριο (€43 δισεκ. κατά μέσο όρο) και πολύ μικρότερος στα άλλα δύο (€2,8 δισεκ. για το Αυστριακό και €842,3 εκατ. για το Ιρλανδικό κατά μέσο όρο).

Οι καμπύλες για το Γερμανικό, το Ισπανικό και το Ελβετικό χρηματιστήριο ακολουθούν σε κάποιο βαθμό παρόμοια πορεία με τις αντίστοιχες

καμπύλες των κεφαλαιοποιήσεων τους. Την περίοδο Ιανουάριος 2008-Φεβρουάριος 2009 παρουσιάζουν απότομη πτώση λόγω των γεγονότων που αναφέρθηκαν και αναλύθηκαν πιο πάνω. Ωστόσο, έκτοτε, με κάποιες αυξομειώσεις κινούνται σε χαμηλότερα επίπεδα. Αντίστοιχη είναι η εικόνα στο Ιρλανδικό χρηματιστήριο και στο Αυστριακό χρηματιστήριο, όπου ο κύκλος εργασιών των ηλεκτρονικών συναλλαγών από τις αρχές του 2008 μέχρι και τις αρχές του 2009 ακολουθεί καθοδική πορεία. Όμως, στην περίπτωση του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου η αντίστοιχη καμπύλη ακολουθεί έκτοτε ανοδική πορεία (από τα €511,7 εκατ. τον Ιανουάριο του 2009 στα €1,63 δισεκ. τον Δεκέμβριο του 2016) με αποτέλεσμα στα τέλη του 2016 να βρίσκεται σε λίγο υψηλότερα επίπεδα από αυτά του 2007 (€1,41 δισεκ. κατά μέσο όρο το 2007), ενώ στο Αυστριακό χρηματιστήριο η αντίστοιχη καμπύλη παρά την άνοδο της την περίοδο Ιανουάριος 2009-Οκτώβριος 2009 (από τα €2,2 δισεκ. στα €4,2 δισεκ.) στη συνέχεια ακολουθεί καθοδική πορεία μέχρι και τον Αύγουστο του 2012 (€1,14 δισεκ.) για ανέλθει ελαφρά στη συνέχεια, αλλά να κινηθεί σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα (€2,03 δισεκ. κατά μέσο όρο) από αυτά του 2007 (€7,4 δισεκ. κατά μέσο όρο).

**Διάγραμμα 2.23: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια (εκατ. €)**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Σε σχέση με το αντίστοιχο διάγραμμα που αφορά τη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών για την περίοδο 2000-2016 (Διάγραμμα 2.24), προκύπτει ότι

ο κύκλος εργασιών που δημιουργείται από τη διαπραγμάτευση τους είναι σαφώς χαμηλότερος σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών που αφορά εγχώριες μετοχές. Σε επίπεδο χρηματιστηρίου, το μεγαλύτερο ύψος συναλλαγών πραγματοποιείται στο Γερμανικό χρηματιστήριο (€4,95 δισεκ. κατά μέσο όρο) και ακολουθούν με πολύ χαμηλότερα ποσά όλα τα υπόλοιπα χρηματιστήρια. Σε αντίθεση με την καμπύλη που αφορούσε τις εγχώριες μετοχές, η καμπύλη του Γερμανικού Χρηματιστηρίου που αφορά τις ξένες μετοχές μέχρι και το Μάιο του 2010 παρουσιάζει συνεχή άνοδο (από τα €2,1 δισεκ. τον Ιανουάριο του 2000 στα €18,5 δισεκ. τον Μάιο του 2010), αλλά στη συνέχεια και μέχρι τον Δεκέμβριο του 2010 παρουσιάζει έντονη πτώση (στα €2,95 δισεκ.), όμως, στη συνέχεια ο κύκλος εργασιών από τη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών (μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών) και μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου ανακάμπτει αλλά κινείται σε σαφώς χαμηλότερα επίπεδα (€4,96 δισεκ. κατά μέσο όρο) από αυτά του 2010 (€10,2 δισεκ. κατά μέσο όρο).

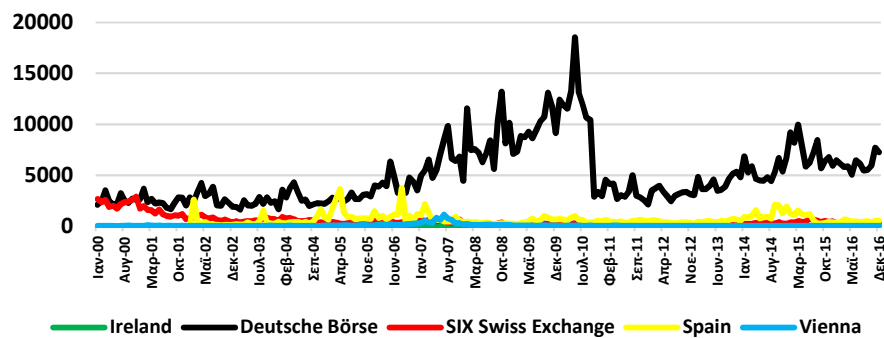
Στη περίπτωση του Ελβετικού χρηματιστηρίου η αντίστοιχη καμπύλη από το Νοέμβριο του 2000 ακολουθεί καθοδική πορεία μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2009 (από τα €2,9 δισεκ. στα €88,7 εκατ.), για να ανέλθει στη συνέχεια και μέχρι το τέλος του 2016 ελαφρά, αλλά σε κάθε περίπτωση ο κύκλος εργασιών από ξένες μετοχές είναι πολύ χαμηλότερος (€259,4 εκατ. κατά μέσο όρο) σε σύγκριση με την αρχή της υπό εξέταση περιόδου (€1,76 δισεκ. την περίοδο 2000-2001).

Η αντίστοιχη καμπύλη για το Ιρλανδικό χρηματιστήριο έχει σχήμα ανάποδο U. Παρουσιάζει δύο απότομες ανόδους το Νοέμβριο του 2005 (€47,2 εκατ.) και το Σεπτέμβριο του 2008 (€73,9 εκατ.) αλλά την υπόλοιπη χρονική περίοδο κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα (€6,9 εκατ. κατά μέσο όρο). Ίδια περίπου είναι η εικόνα και στην περίπτωση του Αυστριακού χρηματιστηρίου, όπου η αντίστοιχη καμπύλη σε σύγκριση με την καμπύλη του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου παρουσιάζει μία μόνο απότομη άνοδο, τον Ιούλιο του 2007 (€1,13 δισεκ.) και την υπόλοιπη χρονική περίοδο κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα (€62 εκατ. κατά μέσο όρο).

Τέλος, σε σχέση με την καμπύλη του κύκλου εργασιών που αφορά στη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, στο Ισπανικό χρηματιστήριο, διακρίνονται τρεις περίοδοι. Κατά την περίοδο

Ιανουάριος 2002-Φεβρουάριος 2007 παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις, ενώ την περίοδο Απρίλιος 2007-Δεκέμβριος 2012 κινείται – με πολύ μικρότερες αυξομειώσεις – σε χαμηλά επίπεδα (€461 εκατ. κατά μέσο όρο). Τέλος την περίοδο Ιανουάριος 2013-Οκτώβριος 2014 ανέρχεται στα επίπεδα του Φεβρουαρίου 2006 (€805 εκατ. κατά μέσο όρο) και στη συνέχεια κατέρχεται σε χαμηλότερα επίπεδα (€697 εκατ. κατά μέσο όρο).

**Διάγραμμα 2.24: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια (εκατ. €)**



**Πηγή:** Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η παρουσίαση των δεδομένων για τα ξένα χρηματιστήρια, ολοκληρώνεται με την παράθεση των αντίστοιχων διαγραμμάτων για τις ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές. Τα αντίστοιχα μεγέθη είναι σαφώς χαμηλότερα σε σχέση με αυτά των οργανωμένων αγορών ενώ δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για το Ισπανικό και το Ελβετικό χρηματιστήριο για την περίπτωση του κύκλου εργασιών που προκύπτει από τόσο από τη διαπραγμάτευση εγχωρίων όσο και ξένων μετοχών μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών στις ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές.

Από το διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 2.25) φαίνεται ότι διαχρονικά ο υψηλότερος κύκλος εργασιών που προκύπτει από τη διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών προέρχεται από το Γερμανικό χρηματιστήριο, με την αντίστοιχη καμπύλη να κινείται την περίοδο Ιούλιος 2008-Σεπτέμβριος 2014 στα επίπεδα των €69,5 εκατ. κατά μέσο όρο και να παρουσιάζει απότομη άνοδο τον Οκτώβριο του 2014 (€919,5 εκατ.). Στη συνέχεια, όμως, και μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου περιορίζεται αλλά κυμαίνεται σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα (€297 εκατ. κατά μέσο όρο)

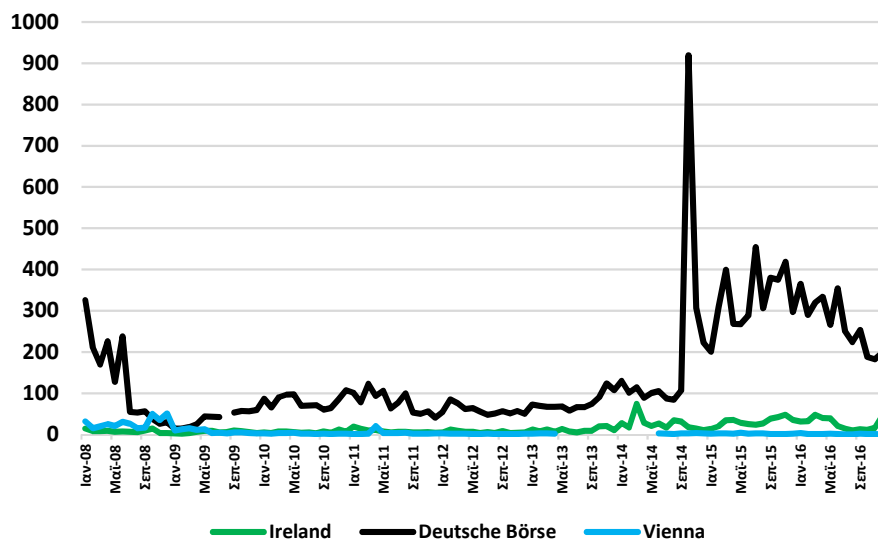


σε σύγκριση με την περίοδο Ιούλιος 2008-Σεπτέμβριος 2014 (€69,5 εκατ. κατά μέσο όρο).

*Ο κύκλος εργασιών από ξένες μετοχές σε εναλλακτικές αγορές στο Γερμανικό χρηματιστήριο κινείται στα επίπεδα των €69,5 εκατ., κατά μέσο όρο μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2014, παρουσιάζει απότομη άνοδο τον Οκτώβριο του 2014, αλλά κατόπιν περιορίζεται. Στην Αυστριακή αγορά η σχετική καμπύλη παρουσιάζει αυξομειώσεις και συνολικά ακολουθεί καθοδική πορεία.*

Στο Αυστριακό χρηματιστήριο, η αντίστοιχη καμπύλη την περίοδο Ιανουάριος 2008-Δεκέμβριος 2008 παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις (€28,1 εκατ. κατά μέσο όρο), αλλά στη συνέχεια και μέχρι το Μάρτιο του 2011 κινείται σε σαφώς χαμηλότερα επίπεδα (€4,4 εκατ. κατά μέσο όρο). Μετά την απότομη άνοδο της τον Απρίλιο του 2011 στα €20,7 εκατ. κατέρχεται εκ νέου για να κινηθεί μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου στα επίπεδα των €2 εκατ. Σε ότι αφορά την αντίστοιχη καμπύλη του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου, την περίοδο Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2013 με κάποιες μικρές αυξομειώσεις κινείται στην περιοχή των €7,1 εκατ., ενώ από τον επόμενο μήνα και μέχρι τον Μάρτιο του 2014 ανέρχεται στα €74,4 εκατ. Στη συνέχεια, όμως, κινείται εκ νέου με μεγάλες αυξομειώσεις στην περιοχή των €26,9 εκατ., δηλαδή σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με την περίοδο Ιανουάριος 2008-Σεπτέμβριος 2013.

**Διάγραμμα 2.25: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια (εκατ. €)**

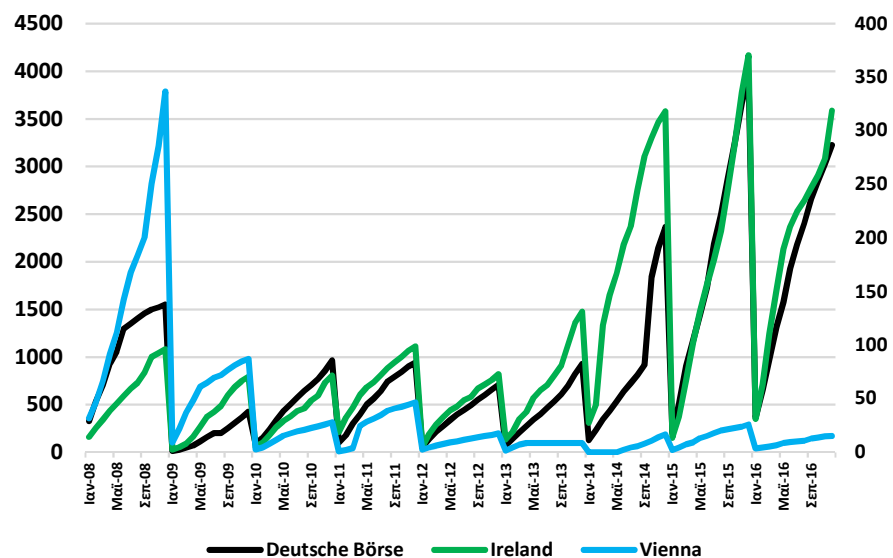


Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Ο κύκλος εργασιών από ξένες μετοχές σε εναλλακτικές αγορές παρουσιάζει συνεχείς αυξομειώσεις στο Γερμανικό, το Ιρλανδικό και το Ισπανικό χρηματιστήριο την περίοδο 2008-2016, περίπου στα ίδια χρονικά διαστήματα.

Τέλος, σε σχέση με την καμπύλη που αφορά τον κύκλο εργασιών που δημιουργείται από τη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών σε ειδικές εναλλακτικές αγορές (Διάγραμμα 2.26), είναι χαρακτηριστικό πως οι αντίστοιχες καμπύλες του Γερμανικού, του Ιρλανδικού και του Ισπανικού χρηματιστηρίου παρουσιάζουν την υπό εξέταση περίοδο επαναλαμβανόμενες αυξομειώσεις, στα ίδια περίπου χρονικά διαστήματα, με τις αυξομειώσεις αυτές να είναι μεγαλύτερες με την πάροδο του χρόνου στο Γερμανικό και το Ιρλανδικό χρηματιστήριο και στην περίπτωση του Αυστριακού χρηματιστηρίου σχεδόν να εξαλείφονται με την πάροδο του.

**Διάγραμμα 2.26: Κύκλος εργασιών που αφορά διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές, σε ξένα χρηματιστήρια (εκατ. €)**



Πηγή: Όμιλος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Συνοπτικά, σε ότι αφορά την κεφαλαιοποίηση των ξένων χρηματιστηρίων, στο Γερμανικό, το Ελβετικό και το Ισπανικό είναι πολύ υψηλότερη σε σύγκριση με το Ιρλανδικό και το Αυστριακό. Η κεφαλαιοποίηση του Γερμανικού χρηματιστηρίου αποτελεί το 37%, κατά μέσο όρο, της κεφαλαιοποίησης των πέντε χρηματιστηρίων την περίοδο 2000-2016, ενώ τα ποσοστά του Ελβετικού και του Ισπανικού είναι εξίσου υψηλά (30% και 27%). Σε ότι αφορά την τάση της κεφαλαιοποίησης, είναι παρόμοια στην περίπτωση του Γερμανικού και του Ελβετικού, ενώ την τάση τους ακολουθεί μέχρι ένα σημείο και το Ισπανικό χρηματιστήριο. Αναμφίβολα η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε την κεφαλαιοποίηση όλων των

χρηματιστηρίων καθώς σε όλα παρουσιάζεται κάμψη την περίοδο μετά την εκδήλωση της. Όμως, στη συνέχεια και μέχρι το τέλος της υπο εξέταση περιόδου στο Γερμανικό και το Ελβετικό παρατηρείται έντονη άνοδος της κεφαλαιοποίησης, αλλά στο Ισπανικό, παρά την άνοδο, η κεφαλαιοποίηση κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά πριν την κρίση και παρατηρείται και πτώση της την περίοδο 2014-2016. Τέλος, στο Ιρλανδικό και το Αυστριακό χρηματιστήριο, μετά την κάμψη της περιόδου 2007-2009, η κεφαλαιοποίηση ακολουθεί ανοδική πορεία, που είναι πιο έντονη στην περίπτωση του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου.

Σε ότι αφορά των κύκλο εργασιών που αφορά τη διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, την περίοδο 2002-2016, η εικόνα είναι κοινή για το Γερμανικό, το Ελβετικό, το Αυστριακό και το Ισπανικό χρηματιστήριο. Ο κύκλος εργασιών ανέρχεται μέχρι την περίοδο εκδήλωσης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και στη συνέχεια περιορίζεται απότομα, για να ανέλθει εκ νέου στη συνέχεια αλλά σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο. Στην περίπτωση του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου, όμως, παρά την πρόσκαιρη πτώση, ο αντίστοιχος κύκλος εργασιών μέχρι και το τέλος της υπό εξέτασης περιόδου αυξάνει συνεχώς.

Αναφορικά με τον κύκλο εργασιών που αφορά τη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες αγορές, την περίοδο 2002-2016, είναι σαφώς χαμηλότερος σε σχέση με τον αντίστοιχο κύκλο εργασιών που αφορά τις εγχώριες μετοχές. Στην περίπτωση του Γερμανικού χρηματιστηρίου ο κύκλος εργασιών μέχρι και τα μέσα του 2010 αυξάνεται. Στη συνέχεια πέφτει απότομα αλλά μετά ανέρχεται, και κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προ 2010 περίοδο. Οι αντίστοιχοι κύκλοι εργασιών στα υπόλοιπα χρηματιστήρια είναι χαμηλότεροι. Στο Ισπανικό και το Ιρλανδικό χρηματιστήριο παρουσιάζονται έντονες αυξομειώσεις, στο Ελβετικό ο κύκλος εργασιών ακολουθεί συνολικά καθοδική πορεία, ενώ στο Αυστριακό παρουσιάζεται έντονη άνοδος στα μέσα του 2007 και στη συνέχεια ο κύκλος εργασιών επανέρχεται στα προ 2007 επίπεδα.

Σε σχέση με τον κύκλο εργασιών που αφορά τη διαπραγμάτευση εγχωρίων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές

αγορές, την περίοδο 2008-2016, ο υψηλότερος παρουσιάζεται στο Γερμανικό χρηματιστήριο. Η αντίστοιχη καμπύλη μέχρι το Σεπτέμβριο του 2014 κινείται στα επίπεδα των €69,5 εκατ., κατά μέσο όρο, και παρουσιάζει απότομη άνοδο τον Οκτώβριο του 2014, αλλά στη συνέχεια και μέχρι το τέλος της υπό εξέταση περιόδου περιορίζεται, αλλά κυμαίνεται σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με την περίοδο Ιούλιος 2008-Σεπτέμβριος 2014. Στο Αυστριακό χρηματιστήριο, η αντίστοιχη καμπύλη παρουσιάζει αυξομειώσεις – κάποια χρονικά διαστήματα, έντονες – αλλά συνολικά ακολουθεί καθοδική πορεία. Σε ότι αφορά την αντίστοιχη καμπύλη του Ιρλανδικού χρηματιστηρίου, παρουσιάζει σημαντικές αυξομειώσεις, αλλά συνολικά η καμπύλη ακολουθεί ανοδική πορεία.

Στην περίπτωση της καμπύλης που αφορά τον κύκλο εργασιών που δημιουργείται από τη διαπραγμάτευση ξένων μετοχών, μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε ειδικευμένες-εναλλακτικές αγορές οι καμπύλες του Γερμανικού, του Ιρλανδικού και του Ισπανικού χρηματιστηρίου παρουσιάζουν την περίοδο 2008-2016 επαναλαμβανόμενες αυξομειώσεις, στα ίδια περίπου χρονικά διαστήματα, με τις αυξομειώσεις αυτές να είναι μεγαλύτερες με την πάροδο του χρόνου στο Γερμανικό και το Ιρλανδικό χρηματιστήριο και στην περίπτωση του Αυστριακού χρηματιστηρίου σχεδόν να εξαλείφονται με την πάροδο του.

Επιχειρώντας μια σύνοψη των εξελίξεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο στην ελληνική και σε ενδεικτικές ξένες χρηματιστηριακές αγορές, καθώς και της ταυτόχρονης τάσης σε βασικά μακροοικονομικά και δημοσιονομικά μεγέθη εγχωρίως, παρατηρούμε, αρχικά την απόκλιση ανάμεσα στην καμπύλη της απόδοσης των ελληνικών 10ετών ομολόγων και στην καμπύλη που δείχνει το ρυθμό μεταβολής του ελληνικού Α.Ε.Π. Όσο η ύφεση βαθιάνει τόσο αυξάνει η απόδοση των Ελληνικών 10ετών ομολόγων, εξέλιξη που αντανακλά την αβεβαιότητα των επενδυτών αναφορικά με την ικανότητα της Ελλάδας να αποπληρώσει το χρέος της, και αντίστροφα. Σημειώνεται ότι την περίοδο 2010-2014 παρουσιάζεται στην Ελλάδα συνεχής μείωση του επιπέδου των τιμών, όπως προκύπτει από το αντίστοιχο τμήμα της καμπύλης του πληθωρισμού, ενώ ειδικότερα την τριετία 2013-2015 παρουσιάζεται αποπληθωρισμός, ως αποτέλεσμα της σημαντικής πτώσης της ζήτησης εξαιτίας του περιορισμού του διαθέσιμου

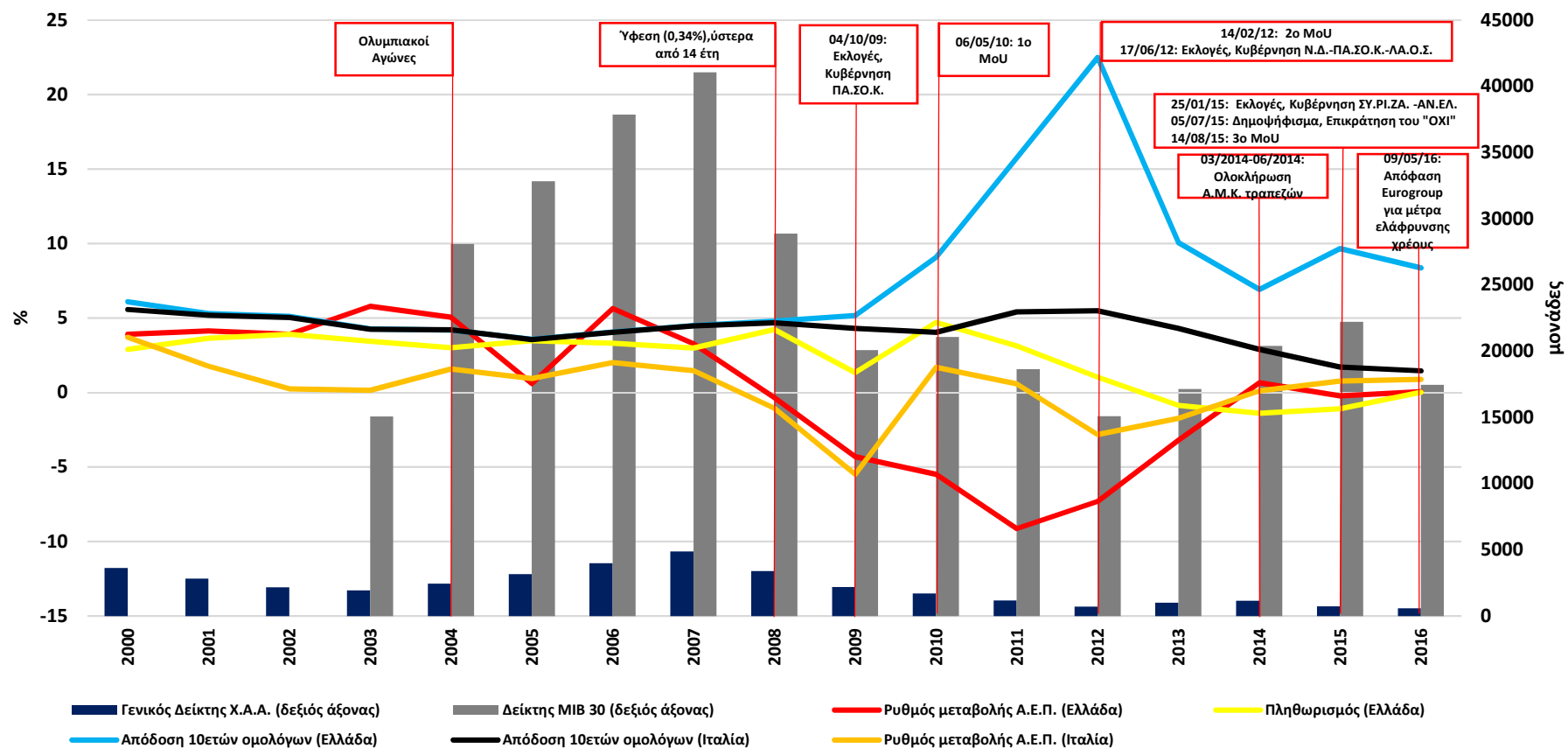
εισοδήματος επιχειρήσεων και νοικοκυριών και των προσδοκιών τους για περεταίρω μείωση του επιπέδου των τιμών. Με τη σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας το 2016, ο πληθωρισμός ύστερα από τρία συνεχόμενα έτη, παρουσιάζει θετικό πρόσημο. Παράλληλα, η σημαντική συρρίκνωση του ελληνικού Α.Ε.Π., επίδρασε αρνητικά και στο Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Την περίοδο 2008-2012, που εντάθηκε η ύφεση, εμφανίζει συνεχή πτώση, και μετά από μία μικρή άνοδο τη διετία 2013-2014 – όπου αρχικά περιορίστηκε η ύφεση και στη συνέχεια η οικονομία παρουσίασε οριακή άνοδο κατά 0,7% - ακολουθεί και πάλι πτωτική τροχιά τη διετία 2015-2016.

Αναφορικά με την Ιταλία, από το διάγραμμα παρατηρούμε, ότι την περίοδο 2000-2006 παρά τη συνολική μείωση του ρυθμού μεγέθυνσης της Ιταλικής οικονομίας, παρατηρείται καθοδική πορεία της καμπύλης απόδοσης των Ιταλικών 10ετών ομολόγων. Στη συνέχεια, παρά την σημαντική πτώση του Α.Ε.Π. την περίοδο 2007-2009, η απόδοση του Ιταλικού 10ετούς ομολόγου κινείται ελαφρά υψηλότερα στην περιοχή του 4,5%. Την τριετία 2011-2013 – που και πάλι το ιταλικό Α.Ε.Π. παρουσιάζει συνολικά πτώση – αυξάνει ελαφρά η απόδοση των Ιταλικών 10ετών ομολόγων στην περιοχή του 5,1%, ενώ στη συνέχεια (2014-2016), παρά την οριακή ανάκαμψη του (0,6%, κατά μέσο όρο), αποκλιμακώνεται το spread των ομολόγων, αφού αυτό διαμορφώθηκε στο 2%, κατά μέσο όρο. Τέλος, ο δείκτης MIB 30<sup>7</sup> του Ιταλικού Χρηματιστηρίου, ακολουθεί σε γενικές γραμμές τη πορεία του Ιταλικού Α.Ε.Π., αφού σε περιόδους ανόδου του, ο δείκτης ακολουθεί ανοδική πορεία και σε περιόδους ύφεσης ακολουθεί καθοδική πορεία. Σε αυτή την κατεύθυνση, είναι χαρακτηριστική η σύγκλιση των δύο καμπυλών την περίοδο 2012-2016.

---

<sup>7</sup> Διαμορφώνεται από τις 30 πιο εμπορεύσιμες μετοχές του Ιταλικού Χρηματιστηρίου.

**Διάγραμμα 2.27: Εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και χρηματιστηριακών δεικτών καθώς και χρονολόγιο πολιτικών και οικονομικών εξελίξεων, 2000-2016**



Πηγές: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Τράπεζα της Ελλάδος, [www.investing.com](http://www.investing.com).

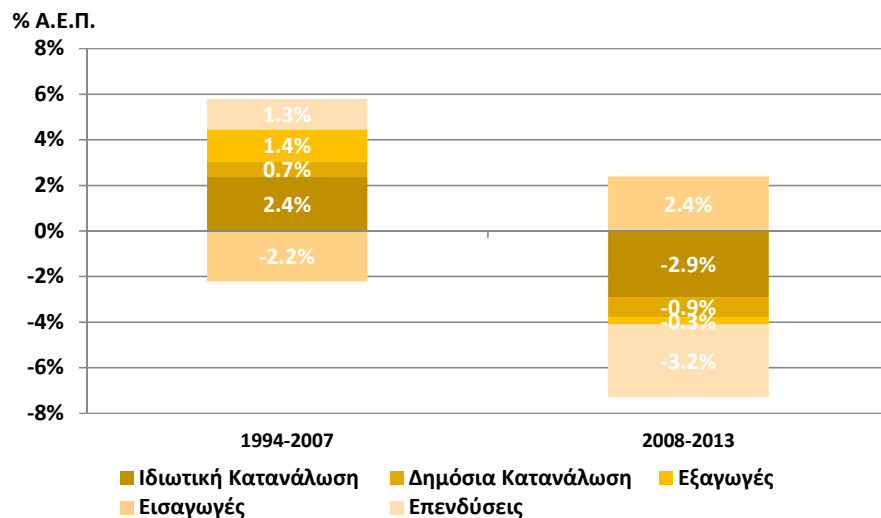
### 3 Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

#### 3.1 Το νέο αναπτυξιακό πρότυπο και οι προοπτικές για τις επενδύσεις

##### 3.1.1 Ανάλυση διάρθρωσης στο Α.Ε.Π. στις περιόδους 1994–2007 και 2008-2013

Κατά την τελευταία περίοδο ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, 1994-2007, επιτεύχθηκε μέσος ετήσιος ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης 3,6%, αρκετά υψηλότερος του μέσου όρου του ίδιου ρυθμού στις 11 χώρες οι οποίες αρχικά συγκρότησαν την Ευρωζώνη το 1999 και στην Ελλάδα (2,3%). Τη μεγαλύτερη συμβολή στην ταχύρρυθμη μεγέθυνση του Α.Ε.Π. της Ελλάδας στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο την είχε η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, από την οποία προήλθαν τα 2/3 αυτής (2,4%, Διάγραμμα 3.1). Ακολούθησαν με παραπλήσια ώθηση στο εγχώριο προϊόν οι εξαγωγές και οι επενδύσεις, 1,4% και 1,3%, αντίστοιχα. Μικρότερη ήταν η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης (0,7%) στην αναπτυξιακή δυναμική εγχωρίως, ενώ αντίρροπα σε αυτή επίδρασαν μόνο οι εισαγωγές (-2,2%).

**Διάγραμμα 3.1: Συμβολή βασικών συνιστωσών Α.Ε.Π. στη μεταβολή του (1994-2007 & 2008-2013)**



Πηγή: AMECO database, DG ECFIN, European Commission, **Επεξεργασία:** IOBE

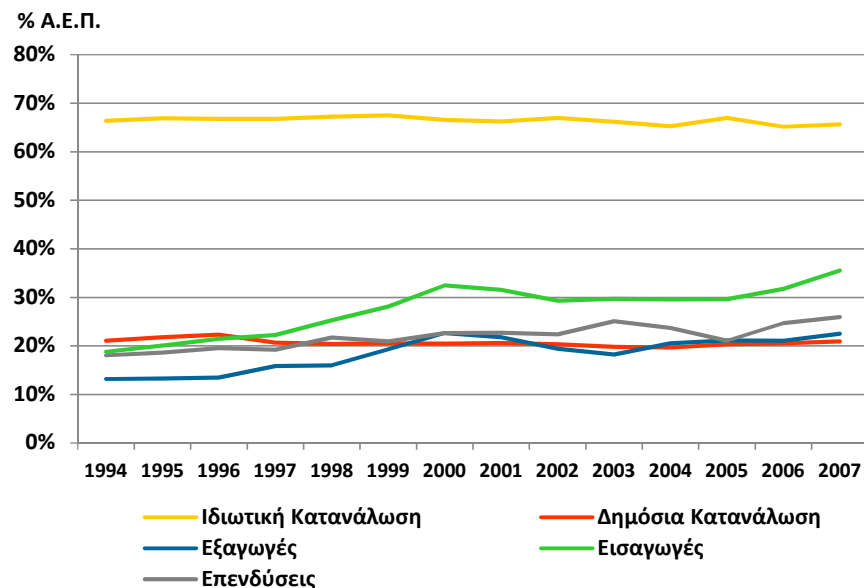
Η υψηλή συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στο ρυθμό ανάπτυξης κατά τα έτη 1994-2007 δεν οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξησή της στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, αλλά στο ότι αποτελεί, όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και διεθνώς, τη σημαντικότερη συνιστώσα του Α.Ε.Π.. Το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης στο Α.Ε.Π. είναι υψηλότερο εγχωρίως από ότι στην Ευρωζώνη, καθώς διαχρονικά αυτό είναι μεγαλύτερο, της τάξης του 67,5% στην Ελλάδα την περίοδο 1994-2016, έναντι 56,1% στην Ευρωζώνη-12. Από την άλλη πλευρά, μια ταχύρρυθμη άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης συχνά συνεπάγεται και σχετικά υψηλή διεύρυνση των εισαγωγών, ιδίως σε μικρές, όχι πολύ αναπτυγμένες οικονομίες όπως η ελληνική, των οποίων το εύρος και το μέγεθος της παραγωγικής δραστηριότητας δεν επαρκούν για την κάλυψη της ταχύτατα αυξανόμενης καταναλωτικής ζήτησης των νοικοκυριών. Τη θετική συσχέτιση μεταξύ αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης και ενίσχυσης της ζήτησης για εισαγωγές αποδεικνύει η έντονη διεύρυνση των εισαγωγών στην περίοδο 1994-2007, που είχε ως αποτέλεσμα η αναλογία τους στο Α.Ε.Π. σχεδόν να διπλασιαστεί, από το 18,3% στην αρχή αυτής της περιόδου στο 35,5% στο τέλος της (Διάγραμμα 3.2). Αποτέλεσμα της ανόδου των εισαγωγών σε τέτοιο βαθμό ήταν η ισχυρή, αντίθετη στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, αρνητική επίδρασή τους στο Α.Ε.Π., η οποία καταγράφηκε προηγουμένως.

Δεδομένων, πρώτον, του ιδιαίτερα υψηλού μεριδίου της ιδιωτικής κατανάλωσης στο Α.Ε.Π. εγχωρίως, η οποία καθιστά μια αύξησή της αρκετά σημαντική για την τάση του, αλλά και, δεύτερον, της αντίθετης σε περίπτωση τέτοιας εξέλιξης ενίσχυσης της εισαγωγικής ζήτησης που προκαλεί, η συμβολή των υπόλοιπων συνιστωσών του εγχώριου προϊόντος θεωρείται καθοριστική του ρυθμού ανόδου του στην περίοδο 1994-2007. Χωρίς την ώθηση από τις εξαγωγές και τις επενδύσεις, το Α.Ε.Π. θα είχε αυξηθεί με πολύ χαμηλότερη ταχύτητα. Βεβαίως, ένα τμήμα των επενδύσεων και των εξαγωγών απαιτεί εισαγωγές μηχανημάτων, εξοπλισμού, πρώτων υλών κ.λπ. Καθώς το μερίδιό τους στο Α.Ε.Π. ήταν μικρότερο από το μισό του μεριδίου της συνολικής εγχώριας κατανάλωσης, η συμβολή τους στην αύξηση των εισαγωγών ήταν πολύ μικρότερη.



Αναλυτικά, οι εξαγωγές διευρύνονταν με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,1% μεταξύ 1994-2007 και οι επενδύσεις κατά 6,1%. Ως αποτέλεσμα, η αναλογία τους στο Α.Ε.Π. ανήλθε συνολικά κατά 9,3 και 7,6 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα, ενώ το ίδιο χρονικό διάστημα τα μερίδια της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης περιορίστηκαν ελαφρώς, κατά 0,7 και 0,1 ποσοστιαίες μονάδες (Διάγραμμα 3.2). Συνεπώς, το αναπτυξιακό πρότυπο της ελληνικής οικονομίας την περίοδο 1994-2007 στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση των εξαγωγών και της επενδυτικής δραστηριότητας.

**Διάγραμμα 3.2: Εξέλιξη μεριδίων στο Α.Ε.Π. βασικών συνιστωσών αυτού (1994-2007)**

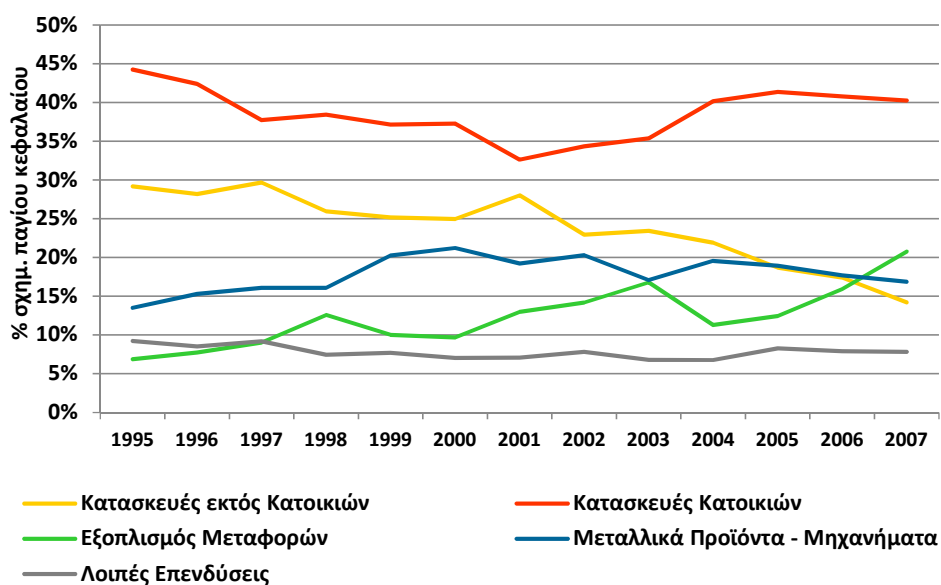


**Πηγή:** AMECO database, DG ECFIN, European Commission, **Επεξεργασία:** IOBE  
Από την εξέταση της εξέλιξης της διάρθρωσης των επενδύσεων την περίοδο 1995-2007, προκύπτει ότι οι κατασκευές κατοικιών παρέμειναν η βασική συνιστώσα τους, παρουσιάζοντας μικρή πτώση και αποτελώντας κατά μέσο όρο το 38,6% αυτών. Τη μεγαλύτερη διεύρυνση συμμετοχής στην επενδυτική δραστηριότητα σημείωσαν οι επενδύσεις σε εξοπλισμό μεταφορών, από περίπου 7% σε σχεδόν 21%. Η άνοδός τους σχετίζεται με την αύξηση των εταιρικών οχημάτων, την απελευθέρωση των αεροπορικών μεταφορών και τη λειτουργία του μετρό της Αθήνας. Στην έτερη κατηγορία πάγιου κεφαλαίου της οποίας το μερίδιο αυξήθηκε, τα μεταλλικά προϊόντα-μηχανήματα, τα οποία κατεχοχόν αφορούν σε επενδύσεις στον τομέα της βιομηχανίας, η έκταση της ανόδου ήταν πολύ μικρότερη (3,5 ποσοστιαίες

*Αύξηση επενδύσεων κυρίως σε εξοπλισμό μεταφορών και μηχανήματα, αλλά μεγαλύτερη συνιστώσα τους η κατασκευή κατοικιών*

μονάδες). Παρά την προετοιμασία για τους ολυμπιακούς αγώνες του 2004 και την πραγματοποίηση μεγάλων δημόσιων έργων (μετρό Αθήνας, Αττική Οδός, αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος κ.ά.), η αναλογία των κατασκευών εκτός κατοικιών στο σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου υποχωρούσε συνεχώς, με αποτέλεσμα να περιοριστεί στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου στο μισό του επιπέδου της στην αρχή της. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται στη σχετικά περιορισμένη κατασκευή νέων βιομηχανικών μονάδων. Συνοπτικά, η επενδυτική δραστηριότητα επικεντρώθηκε σε κατασκευές κατοικιών και στην απόκτηση μέσων για την παροχή υπηρεσιών μεταφορών. Η αναλογία των επιχειρηματικών επενδύσεων στο σύνολό τους, οι οποίες αφορούν σε μεταλλικά προϊόντα-μηχανήματα και κτίρια-εγκαταστάσεις, περιορίστηκε.

**Διάγραμμα 3.3: Εξέλιξη μεριδίων βασικών συνιστωσών επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου (1995-2007)**



**Πηγή:** AMECO database, DG ECFIN, European Commission, **Επεξεργασία:** IOBE

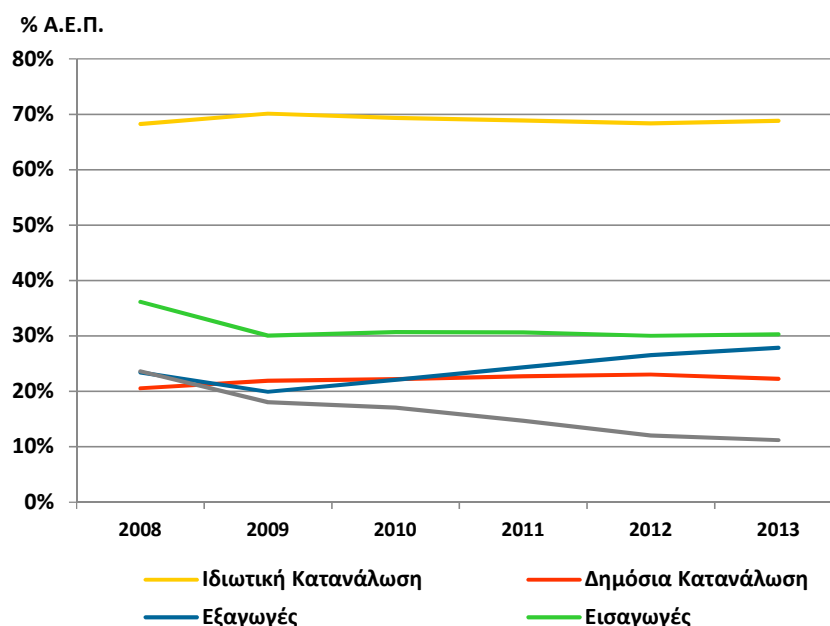
Κατά την περίοδο συνεχούς ύφεσης στην ελληνική οικονομία 2008-2013, ο μέσος ετήσιος ρυθμός πτώσης του Α.Ε.Π. ήταν 5,0%.<sup>8</sup> Παρά το πολύ μικρότερο μερίδιο των επενδύσεων σε σύγκριση με την ιδιωτική κατανάλωση στο Α.Ε.Π., η κατακόρυφη υποχώρησή τους είχε ως αποτέλεσμα να αποτελέσουν το βασικό παράγοντα πτώσης του εγχώριου

<sup>8</sup> Στην τριετία 2014-2016 το Α.Ε.Π. της ελληνικής οικονομίας είναι σχεδόν αμετάβλητο (+0,4%). Η συμπερίληψη αυτής της περιόδου στην περίοδο ισχυρής ύφεσης 2008-2013, θα μετρίαζε τις τάσεις οι οποίες εκδηλώθηκαν στις συνιστώσες του Α.Ε.Π. κατά τη διάρκειά της.

προϊόντος (-3,2%, Διάγραμμα 3.1). Ως αποτέλεσμα της έντονης συρρίκνωσης της επενδυτικής δραστηριότητας, το μερίδιο των επενδύσεων στο Α.Ε.Π. υποδιπλασιάστηκε εντός έξι ετών, με τη συνολική πτώση τους να είναι η μεγαλύτερη μεταξύ όλων των συνιστωσών του Α.Ε.Π. (Διάγραμμα 3.4). Ελαφρώς μικρότερη των επενδύσεων ήταν η αρνητική επίδραση της ιδιωτικής κατανάλωσης (-2,9%), εξαιτίας – όπως στην προηγούμενη περίοδο ανάπτυξης – της υψηλής αναλογίας της στο Α.Ε.Π. και όχι της εκτεταμένης κάμψης της. Το ότι αιτία της ισχυρής αρνητικής επίδρασής της δεν είναι η εκτεταμένη μείωσή της αντανακλάται στο ότι το μερίδιό της στο Α.Ε.Π. ήταν υψηλότερο στο χρονικό διάστημα 2008-2013 έναντι της προηγούμενης περιόδου ανάπτυξης 1994-2007 (69,0% έναντι 66,5%). Μικρό μέρος της ύφεσης προήλθε από τη δημόσια κατανάλωση και τις εξαγωγές (-0,9% και -0,3%, αντίστοιχα). Η οριακή εξασθένιση των εξαγωγών είχε ως αποτέλεσμα την ανάκαμψη της αναλογίας τους στο Α.Ε.Π. από το 2010. Η ισχυρή, θετική επίδραση των εισαγωγών στο Α.Ε.Π., σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο, προήλθε από την έντονη υποχώρησή τους, λόγω της συρρίκνωσης της εγχώριας ζήτησης.

Όπως θα δειχθεί στην προσεχή υποενότητα του τρέχοντος κεφαλαίου, η έντονη, πρωτοφανής κάμψη της επενδυτικής δραστηριότητας από το 2008, σχετίζεται με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις στην αρχή αυτής της περιόδου, εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία εξελίχθηκε σε πιστωτική συρρίκνωση από το τελευταίο τρίμηνο του 2010, λόγω της απώλειας πρόσβασης του τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου.

**Διάγραμμα 3.4: Εξέλιξη μεριδίων στο Α.Ε.Π. βασικών συνιστωσών αυτού (2008-2013)**



Πηγή: AMECO database, DG ECFIN, European Commission, **Επεξεργασία:** IOBE

*Καθίζηση επενδύσεων η κύρια αιτία της ύφεσης στην περίοδο 2008-2013, δευτερευόντως η πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης*

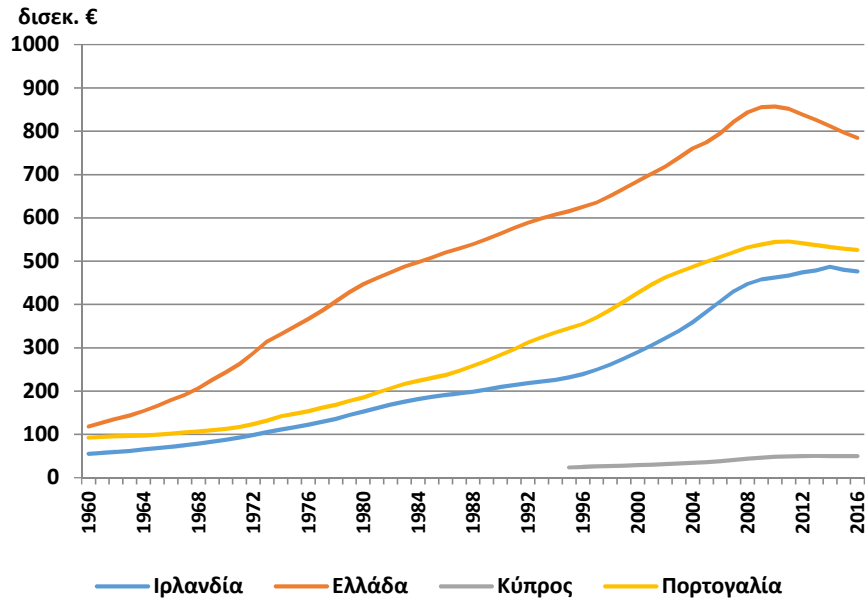
Η επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών σε όλους τους τομείς, εξαιτίας της παρατεταμένης περιόδου δημοσιονομικής προσαρμογής, αποτελεί επίσης μια σημαντική αιτία της εξασθένησης της επενδυτικής ροπής και της αναιμικής πλέον επενδυτικής δραστηριότητας.

*Αποεπένδυση από το 2011 στην Ελλάδα εξαιτίας χαμηλού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου*

Οι επιπτώσεις της ισχυρής υποχώρησης των επενδύσεων εκτείνονται πέρα από την ύφεση στην ελληνική οικονομία. Συγκεκριμένα, ο πολύ χαμηλός σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου δεν επαρκεί από το 2011 για την κάλυψη των αποσβέσεων του αποθέματος πάγιου κεφαλαίου. Ακολούθως, αυτό υποχωρεί έκτοτε, για πρώτη φορά τουλάχιστον από το 1960 (Διάγραμμα 3.5). Επισημαίνεται ότι περιορισμό του καθαρού αποθέματος πάγιου κεφαλαίου παρουσιάζουν όλες οι χώρες της περιφέρειας της Ευρωζώνης οι οποίες υλοποίησαν πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής. Όμως, το φαινόμενο είναι εντονότερο στην ελληνική οικονομία, με τη συνολική συρρίκνωση στην περίοδο 2011-2016 να φθάνει το 8,0%, πτώση που είναι η μεγαλύτερη μεταξύ όσων χωρών εντάχθηκαν σε πρόγραμμα. Η συγκεκριμένη εξέλιξη αναδεικνύει την κλιμακούμενη υποχώρηση του παραγωγικού δυναμικού των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και κυρίως, την αυξανόμενη αδυναμία τους να παρακολουθήσουν τις διεθνείς εξελίξεις σε

ότι αφορά την παραγωγική τους διαδικασία, την χρησιμοποιούμενη τεχνολογία, την παραγωγή καινοτομιών κ.λπ.

**Διάγραμμα 3.5: Εξέλιξη καθαρού αποθέματος πάγιου κεφαλαίου-χώρες Ευρωζώνης με πρόγραμμα προσαρμογής**



Πηγή: AMECO database, DG ECFIN, European Commission

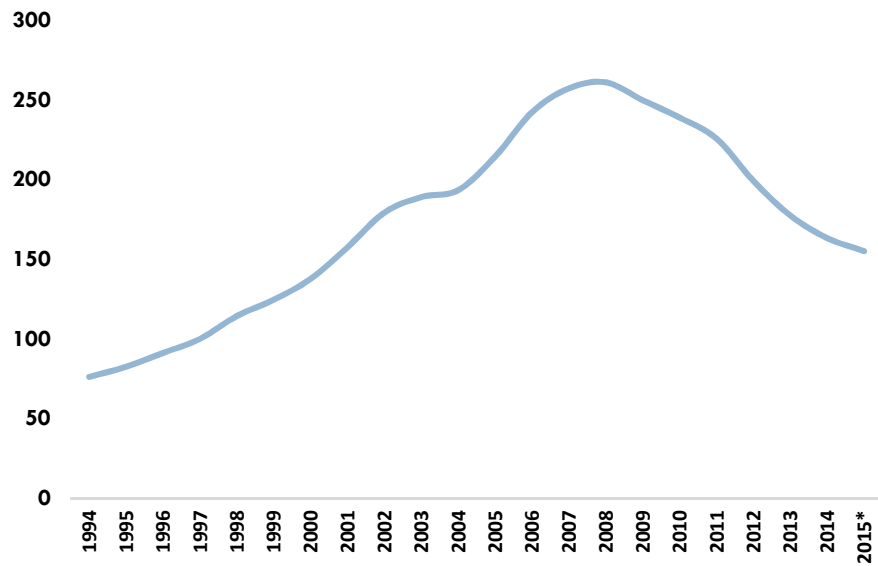
Από τις επιπτώσεις της ισχυρής πτωτικής τάσης στις επενδύσεις από το 2008 οι οποίες μόλις παρουσιάστηκαν, αναδεικνύεται η πρωταρχική σημασία της έντονης ενίσχυσής τους προκειμένου η ελληνική οικονομία να διατηρήσει το παραγωγικό της δυναμικό και να εισέλθει σε τροχιά συνεχούς ανάπτυξης. Στο πλαίσιο του νέου αναπτυξιακού υποδείγματος για την Ελλάδα το οποίο αποτελεί την τρέχουσα περίοδο αντικείμενο διαλόγου ανάμεσα στην κυβέρνηση, κοινωνικούς εταίρους, την πανεπιστημιακή κοινότητα και διεθνείς οργανισμούς, οι πολιτικές και οι δράσεις για τη διευκόλυνση υλοποίησης επενδυτικών σχεδίων πρέπει να βρίσκονται μεταξύ των βασικών προτεραιοτήτων. Άλλωστε, η εμπειρία του πρόσφατου παρελθόντος δείχνει ότι προκειμένου να επιτευχθούν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης μέσο-μακροπρόθεσμα, δεν αρκεί μια τόνωση της εγχώριας καταναλωτικής ζήτησης, παρά την υψηλή βαρύτητά της στο Α.Ε.Π., καθώς μεγάλο μέρος αυτής καλύπτεται από εισαγωγές, επιδεινώνοντας το εξωτερικό ισοζύγιο και επιβραδύνοντας τη μεγέθυνση του Α.Ε.Π..

Από την άλλη πλευρά, μια αναθέρμανση και συνεχής άνοδος της επενδυτικής δραστηριότητας είναι δύσκολο να λάβει χώρα με τον ίδιο τρόπο όπως στην περίοδο 1994-2007. Αιτία για αυτό αποτελεί το ότι δεν μπορεί να προέλθει από τις κατηγορίες σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στις οποίες στηρίχθηκε στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, την κατασκευή κατοικιών και τον εξοπλισμό μεταφορών.

Συγκεκριμένα, το απόθεμα κατοικιών είχε αυξηθεί ιδιαίτερα στην περίοδο πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση. Σε συνδυασμό με την επίδραση της σημαντικής αύξησης της φορολογίας στα ακίνητα με την επιβολή του έκτακτου ειδικού τέλους ηλεκτροδοτούμενων δομημένων επιφανειών (ΕΕΤΗΔΕ) το 2011, το οποίο αντικαταστάθηκε από το έκτακτο ειδικό τέλος ακινήτων το 2013 (ΕΕΤΑ) και κατόπιν από τον ΕΝΦΙΑ, η ζήτηση και οι τιμές των κατοικιών εμφάνισαν εκτεταμένη υποχώρηση. Στο σύνολο της περιόδου 2009-2015, η μείωση των τιμών των κατοικιών σε αστικές περιοχές έφτασε το 41% (Διάγραμμα 3.6). Η καθίζηση των επενδύσεων σε κατοικίες αποτυπώνεται και στην εξέλιξη του μεριδίου τους στο σύνολο του σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου την περίοδο 2008-2013, το οποίο παρουσίασε την εντονότερη πτώση μεταξύ των κατηγοριών επενδύσεων κατοικιών διαμορφώθηκε το 2013 83,5% χαμηλότερα από ότι το 2007.

*Δύσκολη η αναθέρμανση των επενδύσεων για την επίτευξη ανάκαμψης από επενδύσεις σε κατοικίες και μεταφορικά μέσα, όπως στο παρελθόν*

**Διάγραμμα 3.6: Δείκτης τιμών κατοικιών σε αστικές περιοχές (1997=100)**



\*Προσωρινά στοιχεία

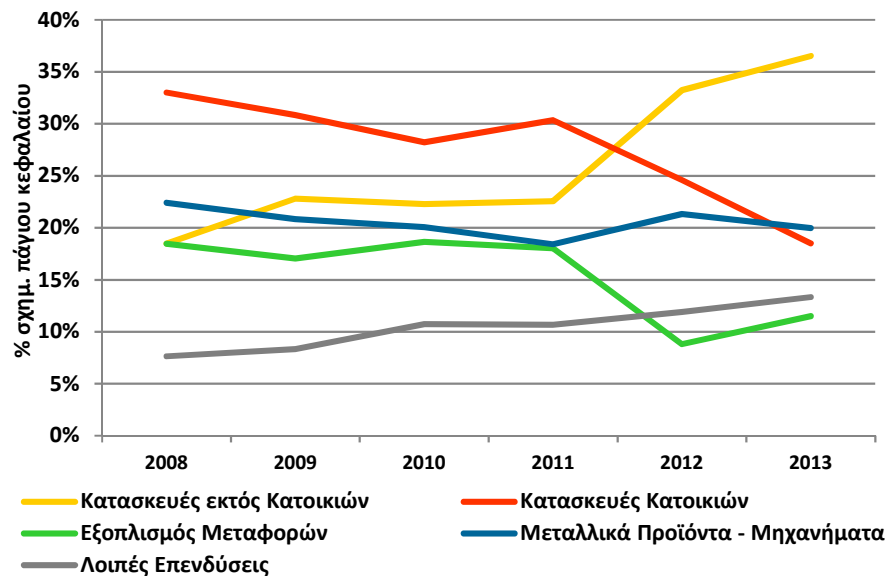
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Εκτός από τις επενδύσεις σε κατοικίες, σαφή υποχώρηση σημειώθηκε στη συμβολή των επενδύσεων σε εξοπλισμό μεταφορών στις επενδύσεις, στον αντίποδα της ενίσχυσης του μεριδίου τους στην επενδυτική δραστηριότητα και της ώθησης που έδωσαν σε αυτή κατά την περίοδο 1994-2007, η οποία καταγράφηκε προηγουμένως.

Αντιθέτως, άνοδο του μεριδίου τους από το 2008 παρουσιάζουν οι επενδυτικές δαπάνες στις κατασκευές εκτός κατοικιών, ενώ ελαφρώς μικρότερη είναι η συμμετοχή των μεταλλικών προϊόντων-μηχανημάτων. Επισημαίνεται ότι οι τάσεις στα μερίδια των κατηγοριών πάγιου κεφαλαίου στο σύνολο του σχηματισμού του ετησίως δεν παρουσιάζουν ομοιότητες με την εξέλιξη της απόλυτης αξίας των επενδύσεων σε αυτές. Δεν σημειώθηκε σε κάποια κατηγορία πάγιου κεφαλαίου διεύρυνση επενδύσεων στα έτη 2008-2013. Κατά συνέπεια, η άνοδος της συμβολής των επενδύσεων σε κατασκευές εκτός κατοικιών και των λοιπών επενδύσεων οφείλεται στη βραδύτερη μείωσή τους σε σύγκριση με το σύνολο του σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου.

*Ενίσχυση στην περίοδο της ύφεσης των μεριδίων των κατασκευών εκτός κατοικιών και των μηχανημάτων στις εγχώριες επενδύσεις*

**Διάγραμμα 3.7: Εξέλιξη μεριδίων βασικών συνιστωσών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (2008-2013)**



Πηγή: AMECO database, DG ECFIN, European Commission, **Επεξεργασία:** IOBE

Από τις τάσεις που παρατέθηκαν στις επενδύσεις σε νέες κατοικίες, καθώς και σε εξοπλισμό μεταφορών αναδεικνύεται η αδυναμία των συγκεκριμένων κατηγοριών παγίου κεφαλαίου να τροφοδοτήσουν μια σημαντική ενίσχυση των επενδύσεων επί σειρά ετών και ακολούθως την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, όπως συνέβη στην περίοδο 2008-2013. Ωστόσο, στο ίδιο χρονικό διάστημα, η κάμψη σε ορισμένες κατηγορίες επενδύσεων ήταν πολύ ηπιότερη, όπως στις κατασκευές εκτός κατοικιών και στα μεταλλικά προϊόντα-μηχανήματα, κατηγορίες παγίου κεφαλαίου στις οποίες κατατάσσεται το μεγαλύτερο τμήμα των δημόσιων και των επιχειρηματικών επενδύσεων. Αυτή η εξέλιξη παρέχει ενδείξεις για το από που μπορεί να προέλθει στα επόμενα έτη τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας, συμβάλλοντας μαζί με άλλες συνιστώσες του Α.Ε.Π., όπως οι εξαγωγές, σε μια σταθερή έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση, αλλά και στη διαμόρφωση ενός καινούργιου αναπτυξιακού υποδείγματος για την ελληνική οικονομία.

Προκειμένου να διερευνηθεί κατά πόσο οι προοπτικές για τις επενδύσεις και ευρύτερα, την ελληνική οικονομία που παρουσιάστηκαν παραπάνω μπορούν να γίνουν πραγματικότητα μεσοπρόθεσμα, στην προσεχή



υποενοότητα της μελέτης παρουσιάζονται οι πλέον πρόσφατες προβλέψεις για την ελληνική οικονομία, για το τρέχον έτος και την προσεχή διετία.

### 3.1.2 Μεσοπρόθεσμες προβλέψεις για την τάση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις διεθνών οργανισμών (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και την Ανάπτυξη), κατόπιν της στασιμότητας της ελληνικής οικονομίας το 2016, αυτή θα ανακάμψει τη διετία 2017 - 2018, με ρυθμό αύξησης του Α.Ε.Π. τουλάχιστον 1% το τρέχον έτος και υψηλότερο του 2% την επόμενη χρονιά (Πίνακας 3.1). Το Δ.Ν.Τ., στην πρόσφατη έκθεσή του για την έγκριση προληπτικής βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (έως τον Αύγουστο του 2018) για το ελληνικό κράτος, προβλέπει συνέχιση της ανάπτυξης το 2019, με ρυθμό 1,9%.

**Πίνακας 3.1: Προβλέψεις μακροοικονομικών μεγεθών για τα έτη 2017 – 2019 (ετήσιες % μεταβολές)**

	Ε.Ε.			ΟΟΣΑ			Δ.Ν.Τ.		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Α.Ε.Π.	2,1	2,5	:	1,1	2,5	:	2,1	2,6	1,9
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,4	1,4	:	1,7	1,5	:	1,4	1,4	0,5
Δημόσια Κατανάλωση	0,5	0,1	:	1,0	1,8	:	0,5	0,6	0,4
Ακαθ. Επενδ. Παγίου Κεφαλαίου	6,3	10,8	:	7,7	5,3	:	6,6	10,3	11,5
Εκ των οποίων, επενδύσεις εξοπλισμού	9,5	13,2	:	:	:	:	:	:	:
Εξαγωγές αγαθών υπηρεσιών	3,8	4,2	:	7,1	4,5	:	3,3	4,0	4,0
Εισαγωγές αγαθών υπηρεσιών	3,0	3,8	:	5,3	3,5	:	2,8	3,0	3,7
Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	1,2	1,1	:	1,4	0,8	:	1,2	1,3	1,4
Ανεργία (% εργατικού δυναμικού)	22,8	21,6	:	22,2	20,1	:	22,3	20,7	19,5
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% Α.Ε.Π.)	-0,5	-0,3	:	-1,9	-2,3	:	-0,3	-0,1	-0,1

**Πηγές:** European Economic Forecast, spring 2017, European Commission, Μάιος 2017 - OECD Economic Outlook No. 101, Ιούνιος 2017 – Greece: Request for Stand-

by Arrangement-Press Release; Staff Report, IMF Country Report No.17/229, Ιούλιος 2017

Στις προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για το Α.Ε.Π. της ελληνικής οικονομίας, περιλαμβάνονται και αυτές για τις συνιστώσες, από τις οποίες μπορούν να αντληθούν συμπεράσματα για το ποιες εξ'αυτών θα συμβάλλουν κατά κύριο λόγο στην προβλεπόμενη μεταβολή του προϊόντος, είτε αυτή είναι αρνητική, είτε θετική. Από τις προβλέψεις από όλους τους διεθνείς οργανισμούς για άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2017 και 2018 κατά 1,4% με 1,7% και δεδομένης της υψηλής βαρύτητάς της στο Α.Ε.Π. (69,9% το 2016), πρωτίστως από την αύξησή της θα προέλθει η προβλεπόμενη διεύρυνση του εγχώριου προϊόντος. Η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στην ανάπτυξη θα εξασθενήσει το 2019, σύμφωνα με τη σχετική πρόβλεψη του Δ.Ν.Τ. για το 2019. Πολύ μικρότερη θα είναι η τόνωση της εγχώριας ζήτησης από την κατανάλωση του δημόσιου τομέα, επειδή αφενός η άνοδός της θα είναι μικρή και μάλλον χαμηλότερη του κατανάλωσης 1,0% και στα τρία έτη, με εξαίρεση ίσως το 2018 (σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ), αφετέρου το μερίδιο – συμβολή της στο Α.Ε.Π. είναι πολύ μικρότερο της των νοικοκυριών (21,5% πέρυσι).

Όμως, η ώθηση στο Α.Ε.Π. από την ιδιωτική κατανάλωση θα μετριαστεί από την αναμενόμενη ενίσχυση της ζήτησης για εισαγόμενα προϊόντα που θα προέλθει από την άνοδό της και, σε πολύ μικρότερο βαθμό, από την ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας, αφού επίσης η αναλογία της δεύτερης συνιστώσας στο Α.Ε.Π. είναι πολύ χαμηλότερη εκείνης της κατανάλωσης του ιδιωτικού τομέα (10,6% το 2016). Για το τρέχον έτος η διεύρυνση των εισαγωγών αναμένεται να διαμορφωθεί μεταξύ 2,8% (Δ.Ν.Τ.) και 5,3% (ΟΟΣΑ). Για το 2018 οι προβλέψεις συγκλίνουν, στην περιοχή του 3,0-3,8%, ενώ περίπου τόση αύξηση προβλέπει το Δ.Ν.Τ. και για το 2019. Η αρνητική επίδραση των περισσότερων εισαγωγών αποτυπώνεται κυρίως στην τάση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Παρά την προβλεπόμενη από όλους των διεθνείς οργανισμούς αύξηση και των εξαγωγών στη διετία 2017-2018, καθώς και στο επόμενο έτος από το Δ.Ν.Τ., με μεγαλύτερη ταχύτητα από τις εισαγωγές, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είτε εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί οριακά (Ε.Ε., Δ.Ν.Τ.), είτε ότι θα παρουσιάσει μικρή επιδείνωση (ΟΟΣΑ, πίνακας 3.1). Συνεπώς, δεν

*Προβλέψεις ανάκαμψης ελληνικής οικονομίας το 2017 – 2019 κυρίως από αυξημένη κατανάλωση, μετριασμένη από εισαγωγές*

αναμένεται ο εξωτερικός τομέας, οι αποκαλούμενες «καθαρές εξαγωγές» να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

Δεδομένων, πρώτον, της εκτιμώμενης οριακής καθαρής συμβολής του εξωτερικού ισοζυγίου στην οικονομική δραστηριότητα, δεύτερον, της μικρής ως προς το μέγεθος και την επίδραση στο Α.Ε.Π. αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης, η μοναδική συνιστώσα εκτός της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία μπορεί να συμβάλλει στην επίτευξη των προβλεπόμενων ρυθμών ανάπτυξης στα προσεχή έτη είναι οι επενδύσεις. Λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου στο οποίο έχουν διαμορφωθεί κατόπιν της πολυετούς και ισχυρής πτώσης τους, η οποία σωρευτικά στην περίοδο 2008-2016 έχει ξεπεράσει το 65%, προκειμένου το αποτέλεσμά τους στο Α.Ε.Π. να είναι σημαντικό, ο ρυθμός ανόδου τους πρέπει να είναι υψηλός, τουλάχιστον διψήφιος. Μια συνεχώς ενισχυόμενη επενδυτική δραστηριότητα σε αυτό το βαθμό επί σειρά ετών μπορεί σταδιακά να καλύψει τις όποιες υστερήσεις των ελληνικών επιχειρήσεων σε πάγιο κεφάλαιο και παραγωγική δυναμικότητα λόγω της αποεπένδυσης στην Ελλάδα η οποία ξεκίνησε από το 2011 (διάγραμμα 3.6). Επιπλέον, εφόσον μεγάλο μέρος των επενδύσεων πραγματοποιηθεί σε κλάδους στους οποίους η άσκηση δραστηριότητας έχει γίνει ευκολότερη τα τελευταία χρόνια, κατόπιν της άρσης διοικητικών περιορισμών μέσω των μεταρρυθμίσεων οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς και σε κλάδους με υψηλή ή αυξανόμενη εξωστρέφεια, θα συμβάλλει δραστικά στην αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της ελληνικής οικονομίας.

Οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών συμπίπτουν ως προς το ότι η διεύρυνση των επενδύσεων το 2017 και το 2018 θα είναι η μεγαλύτερη μεταξύ των συνιστωσών του Α.Ε.Π., κατάσταση η οποία βάσει των προβλέψεων του Δ.Ν.Τ. θα συνεχιστεί και θα κλιμακωθεί το 2019. Κατά το τρέχον έτος οι επενδύσεις αναμένεται να είναι υψηλότερες από πέρυσι κατά τουλάχιστον 6,3% (Ε.Ε.). Το επόμενο έτος Ε.Ε. και Δ.Ν.Τ. προβλέπουν ότι το ποσοστό ανόδου τους θα είναι οριακά διψήφιο, ωστόσο η σχετική πρόβλεψη αύξησης του ΟΟΣΑ είναι αρκετά χαμηλότερη (5,3%). Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ο διψήφιος ρυθμός ανόδου των επενδύσεων το 2018 θα επιταχυνθεί ελαφρώς το 2019. Κατόπιν της

*Απαραίτητη η σημαντική ενίσχυση των επενδύσεων για την επαλήθευση των προβλέψεων ανάπτυξης*

παρατεταμένης κάμψης των επενδύσεων από το 2008, που ήταν πολύ ισχυρότερη από τις πτώσεις των υπόλοιπων συνιστωσών του Α.Ε.Π., το ενδεχόμενο η επενδύσεις να έχουν την τάση που προβλέπεται για την επόμενη τριετία κρίνεται αρκετά πιθανό.

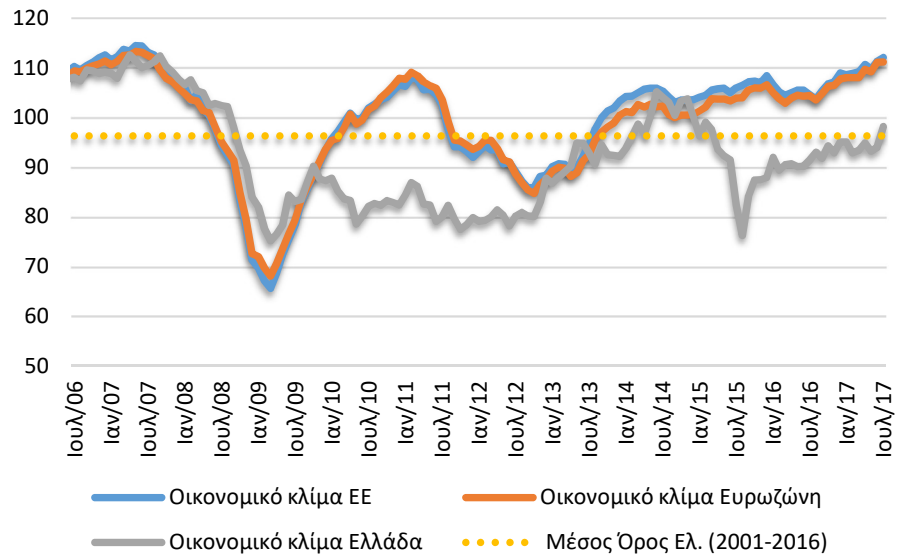
Προκειμένου οι παραπάνω, σχετικά ευοίωνες προβλέψεις για τις επενδύσεις και ευρύτερα, για το ρυθμό μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας να είναι ερμηνεύσιμες και να θεωρούνται επιτεύξιμες, παρουσιάζει υψηλό ενδιαφέρον η ανάλυση των εξελίξεων και των συνθηκών στο επενδυτικό περιβάλλον, την τρέχουσα περίοδο και τα προσεχή έτη. Για αυτόν το λόγο, στην επόμενη υποενότητα γίνονται εκτιμήσεις για τις εξελίξεις και τους παράγοντες οι οποίοι θα επηρεάσουν τις επενδύσεις το τρέχον και τα επόμενα έτη. Επίσης, επιχειρείται η συσχέτισή τους με τις προτεραιότητες ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου.

### 3.1.3 Τάσεις στις επενδύσεις την περίοδο 2017 – 2019 και προσδιοριστικοί παράγοντες αυτών

Κατόπιν της ολοκλήρωσης της δεύτερης αξιολόγησης του τρίτου Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής, της έγκρισης μιας προληπτικής, βραχυχρόνιου ορίζοντα χρηματοδότησης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (έως τον Αύγουστο του 2018), και της επιστροφής του ελληνικού κράτους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου στο τέλος του περασμένου Ιουλίου για την άντληση ρευστότητας, η αβεβαιότητα, εγχωρίως και διεθνώς, για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της Ελλάδας έχει καμφθεί. Παρότι το οικονομικό περιβάλλον βελτιώνεται μετά τη δεύτερη αξιολόγηση, τόσο μεταξύ των επιχειρήσεων, όσο και στα νοικοκυριά, όπως προκύπτει από τα πλέον πρόσφατα αποτελέσματα των Ερευνών Οικονομικής Συγκυρίας του IOBE (διαγράμματα 3.8 και 3.9), υφίστανται ορισμένοι ανασχετικοί παράγοντες στην υλοποίηση επενδύσεων.

**Διάγραμμα 3.8: Δείκτες Οικονομικού Κλίματος Ε.Ε-28 και Ελλάδα (1990-2016=100, εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία)**

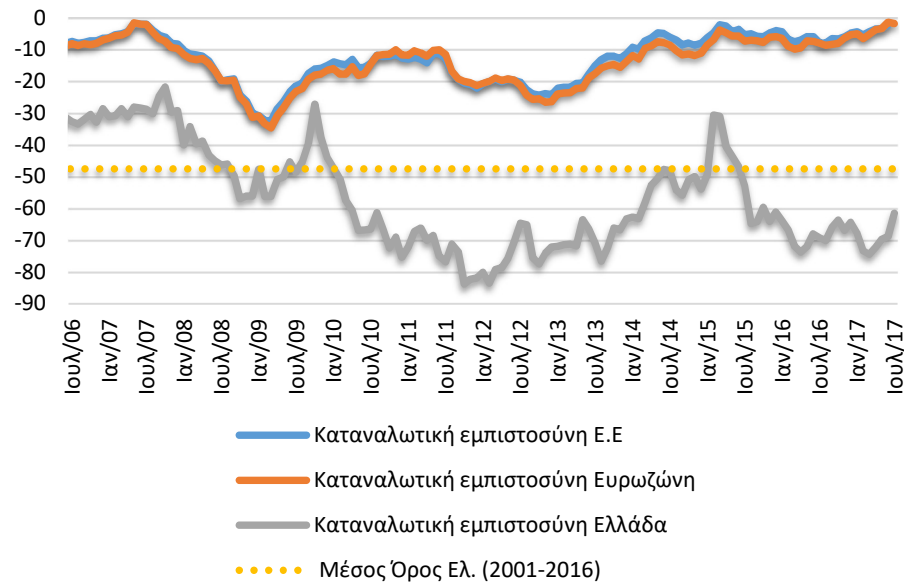
Καλύτερευση οικονομικού περιβάλλοντος κατόπιν της δεύτερης αξιολόγησης και της παροχής προληπτικής ρευστότητας από το Δ.Ν.Τ.



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, DG Ecfm

Ο σημαντικότερος εξ' αυτών έγκειται στην αδυναμία των τραπεζών να παράσχουν χρηματοδότηση στις επιχειρήσεις, καθώς οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα, νοικοκυριών και μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, εκ νέου υποχωρούσαν από τον Δεκέμβριο του 2016 μέχρι τον Απρίλιο φέτος, εξαιτίας της ανησυχίας της έκβασης της δεύτερης αξιολόγησης του τρέχοντος προγράμματος. Τον περασμένο Μάιο η πτώση ανακόπηκε και σημειώθηκε μικρή άνοδός τους.

**Διάγραμμα 3.9: Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών (εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία)**



**Πηγή:** Ευρωπαϊκή Επιτροπή, DG Ecfm

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα τον Μάιο του 2017 δεν ξεπερνούσαν τα €116,2 δισεκ., επίπεδο που είναι το χαμηλότερο από τον Δεκέμβριο του 2001 και μόλις €700 εκατ. υψηλότερο σε σύγκριση με τον Ιούλιο του 2015, πρώτο μήνα ισχύος των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Ένας επιπλέον λόγος εξαιτίας του οποίου τα τραπεζικά ιδρύματα δεν θα μεταβάλλουν σημαντικά την περιοριστική πιστωτική πολιτική τους στο υπόλοιπο του 2017 είναι η ανάγκη διασφάλισης όσο το δυνατόν μεγαλύτερων κεφαλαιακών αποθεμάτων ενόψει του επόμενου, τακτικού stress test της ΕΚΤ για όλες τις τράπεζες της Ευρωζώνης τον Ιανουάριο του 2018. Η εφαρμογή των διαδικασιών ρύθμισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και κυρίως οι επιδράσεις τους στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια επίσης θα επενεργήσουν ανασταλτικά στην αλλαγή της ροής χρηματοδοτήσεων από τις τράπεζες. Συνεπώς, δεν αναμένεται τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας από τραπεζικά κεφάλαια στο δεύτερο εξάμηνο του 2017, ενώ οι σχετικές εξελίξεις το 2018 θα εξαρτηθούν από τα αποτελέσματα του stress test της ΕΚΤ και της διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

*Μικρή δυνατότητα παροχής κεφαλαίων από τις τράπεζες, λόγω χαμηλών καταθέσεων και ληξιπρόθεσμων δανείων*

Αποτρεπτικά στην πραγματοποίηση επενδύσεων θα συνεχίσουν να επενεργούν οι αλλαγές στην φορολογία επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών την τελευταία διετία, καθώς και στις ασφαλιστικές εισφορές αμφότερων και ευρύτερα, η αίσθηση μεταβλητότητας του φορολογικού και του ασφαλιστικού συστήματος. Από την άλλη πλευρά, στο Ν. 4472/2017 περιλαμβάνεται η μείωση του συντελεστή φορολογίας κερδών από επιχειρηματική δραστηριότητα των νομικών προσώπων και νομικών οντοτήτων που τηρούν διπλογραφικά βιβλία από 29% σε 26%, από τη διαχειριστική χρήση του 2019 (οικονομικό έτος 2020). Λαμβάνοντας υπόψη τις συχνές αλλαγές των τελευταίων ετών, ο μεσοπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας υλοποίησης του συγκεκριμένου μέτρου δεν αναμένεται να επηρεάσει τις επενδυτικές αποφάσεις φέτος, αλλά μάλλον από το δεύτερο εξάμηνο της επόμενης χρονιάς, όταν θα πλησιάζει η εφαρμογή του και εφόσον έως τότε δεν θα έχει ανασταλεί ή ματαιωθεί εφαρμογή του.

Πέρα από τα γεγονότα και τις αναμενόμενες εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και τα χαρακτηριστικά του φορολογικού συστήματος που δεν ενθαρρύνουν την ανάληψη επενδυτικού ρίσκου, η κάμψη της επιφυλακτικότητας εξαιτίας της δεύτερης αξιολόγησης, καθώς και ορισμένες διαρθρωτικές αλλαγές οι οποίες συγκαταλέγονταν μεταξύ των προαπαιτούμενων ενεργειών (για την αδειοδότηση επενδύσεων, στην αγορά εργασίας, στον πτωχευτικό κώδικα), θα επιδράσουν καταλυτικά στην υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων των οποίων η ετοιμασία είτε είχε αρχίσει, είτε είχε ολοκληρωθεί και αναμενόταν η έκβαση των διαπραγματεύσεων προκειμένου να αποφασιστεί ένα και τότε θα ξεκινήσει η πραγματοποίησή τους. Μάλιστα, σε ορισμένους κλάδους ή ομάδες κλάδων υφίστανται ορισμένες ευνοϊκές συνθήκες για την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Συγκεκριμένα, η αναμενόμενη συνέχιση της ανόδου της εξαγωγικής ζήτησης προϊόντων και υπηρεσιών, κυρίως τουριστικών και μεταφορικών, στο τρέχον έτος και το χαμηλό ενεργειακό κόστος λόγω της παραμονής της τιμής του πετρελαίου σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, ευνοούν την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κάποιους από τους κλάδους της Μεταποίησης, στον τομέα του Τουρισμού, των Μεταφορών -

*Σταθερά αποτρεπτικός παράγοντας επενδύσεων η μεταβλητότητα του φορολογικού συστήματος*

Αποθήκευσης. Η βιομηχανική παραγωγή διευρύνθηκε κατά 6,8% στο πεντάμηνο Ιανουαρίου – Μαΐου φέτος, έναντι ανόδου μόλις κατά 0,9% στο ίδιο χρονικό διάστημα του 2016.<sup>9</sup> Η κλιμάκωσή της προήλθε κυρίως από την ενίσχυση του προϊόντος της Μεταποίησης, κατά 4,3% και δευτερευόντως από την άνοδο στην Παραγωγή –διανομή ηλεκτρικού ρεύματος. Μεταξύ των μεταποιητικών κλάδων, η εντονότερη αύξηση της δραστηριότητας σημειώνεται σε εκείνους των Βασικών Μετάλλων (+29,3%), των Ηλεκτρονικών υπολογιστών, ηλεκτρονικών και οπτικών προϊόντων (+26,6%) και των Βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και σκευασμάτων (+12,9%). Προϊόντα από αυτούς τους κλάδους συγκαταλέγονται μεταξύ εκείνων με τη μεγαλύτερη αύξηση των εξαγωγών το 2016 και στο πρώτο τρίμηνο του 2017. Ενδεικτικά, οι εξαγωγές ράβδων από σίδηρο ή χάλυβες, που έχουν απλώς ελαθεί, σφυρηλατηθεί ή διελαθεί σε θερμή κατάσταση, καθώς και εκείνες που έχουν υποστεί στρίψιμο μετά την έλαση από σίδηρο, που αποτελούν προϊόν του κλάδου Βασικών Μετάλλων, ήταν 32,9% υψηλότερες πέρυσι έναντι του 2015, αύξηση που ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη μεταξύ των κατηγοριών αγαθών ενώ η ανοδική τους τάση συνεχίζεται στο αρχικό τρίμηνο του 2017 (+10,1%).<sup>10</sup> Οι πωλήσεις στο εξωτερικό άλλων συσκευών για την μετάδοση φωνής, εικόνας ή άλλων δεδομένων, συμπεριλαμβανομένων συσκευών για επικοινωνία σε ενσύρματο ή ασύρματο δίκτυο, οι οποίες κατασκευάζονται από τον κλάδο Ηλεκτρονικών υπολογιστών, διευρύνθηκαν πέρυσι κατά 35,8%. Επίσης, οι εξαγωγές φαρμάκων που περιέχουν αντιβιοτικά ή παράγωγα τους που περιέχουν άλλα αντιβιοτικά, σε μορφή δόσεων ή συσκευασμένα ανήλθαν κατά 17,6% στο πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, σε συνέχεια της αύξησής τους κατά 20,5% το 2016, τάση που τα διατηρεί στη δεύτερη θέση σε όρους αξίας εξαγωγών μεταξύ όλων των εξαγωγικών προϊόντων. Επομένως, η υποστήριξη επενδύσεων σε αυτούς και άλλους μεταποιητικούς τομείς οι οποίοι βρίσκονται σε φάση ανάκαμψης και διεθνοποίησης, εκτός από την άμεση επίδραση της τόνωσης της

*Στήριξη επενδύσεων τομέων της Μεταποίησης με αυξανόμενες ή μεγάλες εξαγωγές για μετάβαση σε νέο αναπτυξιακό πρότυπο*

<sup>9</sup> Πηγή στοιχείων βιομηχανικής παραγωγής: ΕΛ.ΣΤΑΤ. Οι μεταβολές της βιομηχανικής παραγωγής, καθώς και των υπόλοιπων στοιχείων σε αυτή την υποενότητα προκύπτουν από σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους

<sup>10</sup> Πηγή στοιχείων εξαγωγών ανά προϊόν: Επιστημάνσεις Πανελληνίου Συνδέσμου Εξαγωγέων



επενδυτικής δραστηριότητας, δευτερευόντως ευνοεί τις εξαγωγές και το εξωτερικό ισοζύγιο και κυρίως τη μετάβαση σε ένα αναπτυξιακό πρότυπο, στο οποίο η συσχέτιση του Α.Ε.Π. με την εγχώρια ζήτηση θα είναι μικρότερη.

Σε ότι αφορά τους δυναμικούς κλάδους των υπηρεσιών, στον τομέα του Τουρισμού ο κύκλος εργασιών ήταν πέρυσι αμετάβλητος έναντι του 2015, μετά όμως από τρία έτη συνεχούς ανόδου, στα οποία συνολικά διευρύνθηκε κατά 21%, σε αντίθεση με την κατά μέσο όρο πτωτική τάση της εγχώριας δραστηριότητας την ίδια περίοδο.<sup>11</sup> Στο πρώτο πεντάμηνο του τρέχοντος έτους οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από αλλοδαπούς επίσης δεν μεταβάλλονται σε σύγκριση με την ίδια περίοδο πριν ένα χρόνο. Όμως, ενώ στο πρώτο τρίμηνο του 2017 τα ταξιδιωτικά έσοδα υποχωρούσαν, στο δίμηνο Απριλίου – Μαΐου η τάση έχει μεταβληθεί και είναι ανοδική, κατά μέσο όρο 6,5%.<sup>12</sup> Η τάση των εσόδων συνάδει με εκείνη των διεθνών αφίξεων σε 19 αεροδρόμια. Στο περασμένο τρίμηνο Ιανουαρίου – Μαρτίου ήταν μόλις 1,7% υψηλότερες από ότι πριν ένα χρόνο.<sup>13</sup> Όμως, στο δίμηνο που ακολούθησε αυξήθηκαν κατά 13% και από τα στοιχεία για τον Ιούνιο προκύπτει συνέχιση της ανόδου (+10,9%). Εφόσον οι τάσεις στις διεθνείς αφίξεις κατά το δεύτερο τρίμηνο συνεχιστούν, τότε η πρόβλεψη του Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων για παραπάνω αφίξεις κατά 4,8%, στην περιοχή των 26 εκατ., είναι αρκετά πιθανό να συμβεί ή ακόμα και να υπάρξει υπέρβασή της, με αντίστοιχες επιδράσεις για τα έσοδα από το διεθνή τουρισμό. Οι τουρισμός θα συμβάλλει το 2017 στην αύξηση Α.Ε.Π.

Η σημαντική αύξηση της δραστηριότητας στον Τουρισμό τα τελευταία χρόνια οφείλεται εν μέρει, ενδεχομένως σε σημαντικό βαθμό, στις πολεμικές συγκρούσεις και τις τρομοκρατικές επιθέσεις σε χώρες της Μέσης Ανατολής, με επίκεντρο την Συρία, και της Βόρειας Αφρικής, οι οποίες αποτελούν ανταγωνιστικούς παραθεριστικούς προορισμούς για την Ελλάδα. Η συνεχής, κλιμακούμενη πολιτική ένταση μεταξύ Τουρκίας και

---

<sup>11</sup> Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

<sup>12</sup> Πηγή στοιχείων ισοζυγίου πληρωμών: Τράπεζα της Ελλάδος

<sup>13</sup> Πηγή: ΣΕΤΕ

Ευρωπαϊκής Ένωσης, σε συνδυασμό με τα πολιτικά τεκταινόμενα στη γείτονα χώρα, επίσης επιδρούν αποτρεπτικά στο τουριστικό ενδιαφέρον. Η συνέχιση επί πολλά έτη των συγκρούσεων και των επιθέσεων έχει επιφέρει πλήγματα σε υποδομές αυτών των χωρών, αλλά κυρίως στην ελκυστικότητά τους ως τουριστικών θέρετρων, όπως επίσης η παρατεταμένη πολιτική αντιπαράθεση Τουρκίας-Ε.Ε.. Αυτό συνεπάγεται ότι οι συγκεκριμένες χώρες δεν θα αποτελούν σημαντικούς ανταγωνιστές για την Ελλάδα στο πεδίο του τουρισμού και τα προσεχή έτη.

Αυτό το αρκετά πιθανό ενδεχόμενο δεν θα πρέπει να οδηγήσει σε εφησυχασμό τον Τουριστικό τομέα στην Ελλάδα. Καθώς υφίστανται και άλλες ανταγωνίστριες χώρες στο πεδίο του τουρισμού, στη Μεσόγειο, στα Βαλκάνια και αλλού, η ενίσχυση της δραστηριότητας λόγω και της κάμψης του ενδιαφέροντος για τις παραπάνω χώρες, θα πρέπει να προσεγγιστεί ως μια ευκαιρία για διεύρυνση και βελτίωση των τουριστικών υπηρεσιών στην Ελλάδα τα επόμενα χρόνια. Άλλωστε, οι ευρωπαϊκές χώρες της Μεσογείου, αλλά και ορισμένες βαλκανικές, όπως η Κροατία, προσελκύουν τουρίστες μέσου και υψηλού εισοδήματος, οι οποίοι έχουν και αντίστοιχες προσδοκίες ως προς το εύρος και την ποιότητα των τουριστικών υπηρεσιών που θα τους παρασχεθούν.

Προκειμένου να αυξηθεί η διείσδυση των τουριστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα και σε αυτά τα τμήματα της διεθνούς τουριστικής αγοράς, διατηρώντας και διευρύνοντας την τουριστική κίνηση των πρόσφατων ετών, καθώς και τις εισπράξεις, χρειάζεται η κατασκευή αντίστοιχων τουριστικών υποδομών, σε συνδυασμό με την επέκταση και αναβάθμιση των παρεχόμενων υπηρεσιών. Μόνο εφόσον τεθούν στόχοι και προτεραιότητες με αυτό το περιεχόμενο, η ανάπτυξη των τελευταίων ετών θα συνεχιστεί, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Οι παραχωρήσεις και ιδιωτικοποιήσεις υποδομών του κλάδου και εκτάσεων σε τουριστικές περιοχές, όπως του Αστέρα Βουλιαγμένης, στην περιοχή Αφάντου στη Ρόδο και Κασσιώπης στη Κέρκυρα, επίσης ευνοούν την ανάπτυξή του. Επομένως, οι επενδύσεις στον τομέα του Τουρισμού είναι απαραίτητες για τη διατήρηση της ανόδου της δραστηριότητάς του τα προηγούμενα χρόνια, αλλά και για την επέκτασή της, ποσοτικά και ποιοτικά. Ευνόητα, η

*Απαραίτητη η διείσδυση του Τουριστικού τομέα σε τμήματα της αγοράς με υψηλότερες απαιτήσεις, αλλά και κατά κεφαλήν δαπάνες*

*Αναγκαίες οι επενδύσεις των τουριστικών επιχειρήσεων σε αναβάθμιση υποδομών και υπηρεσιών για διατήρηση – συνέχιση της μεγέθυνσής του κλάδου*

παραμονή του τομέα του Τουρισμού σε τροχιά ανόδου θα τονώσει την εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας, διευκολύνοντας τη μετάβαση σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο

Ενώ ο τομέας του Τουρισμού φαίνεται ότι διέρχεται μια περίοδο «αφομοίωσης» των θετικών εξελίξεων των πρόσφατων χρόνων και ταυτόχρονα προσδιορισμού των προτεραιοτήτων του για τα επόμενα, ένας άλλος τομέας των υπηρεσιών, αυτός των Μεταφορών, είναι ραγδαία ανερχόμενος σχετικά προσφάτως. Ωστόσο καθοριστικός παράγοντας της κάμψης του κύκλου εργασιών του κλάδου από το 2012 έως το 2015 (-16,5% στις χερσαίες μεταφορές, -31,2% στις πλώτες μεταφορές<sup>14</sup>) ήταν οι συγκρούσεις στις περιοχές της Μέσης Ανατολής και της Βόρειας Αφρικής, μέσω των χωρών των οποίων ή προς αυτές διεξαγόταν ένα μεγάλο μέρος του μεταφορικού έργου. Οι πολεμικές διενέξεις οδήγησαν στην αναζήτηση άλλων εμπορικών οδών. Στον αντίποδα, οι αεροπορικές μεταφορές, που επηρεάζονται σε μικρότερο βαθμό από τέτοια γεγονότα, επιτυγχάνουν συνεχή άνοδο του κύκλου εργασιών τους από το 2013, η οποία σωρευτικά έως το 2016 έχει ξεπεράσει το 25%.

Το 2016 σημειώθηκε ήπια κάμψη του κύκλου εργασιών, η μικρότερη από το 2012, 2,6% στις χερσαίες μεταφορές και 4,6% στις πλωτές μεταφορές. Οι αεροπορικές μεταφορές παρέμειναν σε τροχιά ανόδου, με μικρότερο ρυθμό από ότι στα προηγούμενα έτη (3,9%). Όμως η τάση της παροχής διεθνών μεταφορικών υπηρεσιών είναι διαφορετική. Από την αρχή του δεύτερου εξαμήνου του 2016 σημειώνεται έντονη αύξησή των εισπράξεων από διεθνείς μεταφορές, η οποία κατά μέσο όρο σε αυτό το χρονικό διάστημα έφτασε το 20,3%. Η διεύρυνσή τους συνεχίζεται με τον ίδιο ρυθμό στο πεντάμηνο Ιανουαρίου – Μαΐου του τρέχοντος έτους (+22,0%). Η επίδραση των πολύ περισσότερων διεθνών μεταφορών αποτυπώνεται και στον κύκλο εργασιών, ο οποίος το πρώτο τρίμηνο του 2017 αυξήθηκε στις χερσαίες μεταφορές κατά 8,5%, άνοδος που είναι η μεγαλύτερη από το τρίτο τρίμηνο του 2011. Η δραστηριότητα στις πλωτές εξαγωγές

*Ενδείξεις ανάκαμψης του κλάδου Μεταφορών από το 6<sup>ο</sup> εξάμ. 2016, παρά τη διαρκή ένταση στη Μέση Ανατολή*

---

<sup>14</sup> Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

περιορίστηκε ελαφρώς σε αυτό το χρονικό διάστημα, όμως οι αερομεταφορές ξεκίνησαν με αύξηση για πέμπτο έτος.

Σε έναν υψηλά σχετιζόμενο με τις μεταφορές κλάδο, την Αποθήκευση και τις υποστηρικτικές στις μεταφορές υπηρεσίες, η τάση έχει μεταβληθεί από φθίνουσα σε αύξουσα από το 2014, με το μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου του κύκλου εργασιών στην τριετία 2014-2016 να υπερβαίνει το 5%, ενώ και στην αρχή του τρέχοντος έτους σημειώνεται άνοδος. Οι θετικές εξελίξεις στο οικοσύστημα δραστηριοτήτων Μεταφορών – Αποθήκευσης, προσφάτως και τα τελευταία έτη, οφείλονται στις διαρθρωτικές αλλαγές που έχουν πραγματοποιηθεί στις οδικές εμπορευματικές μεταφορές και στις παραχωρήσεις σχετικών υποδομών οι οποίες ανήκουν στο κράτος, στον ιδιωτικό τομέα, μέσω του προγράμματος αξιοποίησης της περιουσίας του. Στην πρώτη κατηγορία εξελίξεων περιλαμβάνονται ενέργειες η καθιέρωση της ελεύθερης πρόσβασης στο επάγγελμα του οδικού εμπορευματικού μεταφορέα, υπό ορισμένες, ποιοτικές προϋποθέσεις και όρους οικονομικής επάρκειας, η απελευθέρωση του αριθμού αδειών Φορτηγών Δημοσίας Χρήσης και η κατάργηση διοικητικού καθορισμού ορίων κομίστρου, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με το Ν.3887/2010. Σημαντικότερα γεγονότα στη δεύτερη κατηγορία είναι: α) η σταδιακή παραχώρηση προβλητών του λιμανιού και του Σταθμού Εμπορευματοκιβωτίων στο λιμάνι Πειραιά, καθώς και του ελέγχου του ΟΛΠ στην Cosco και β) η ιδιωτικοποίηση των Ολυμπιακών Αερογραμμών το 2009 και η εξαγορά της διαδόχου επιχείρησης Olympic Air από την Aegean Airlines το 2013.

Οι εξελίξεις στον τομέα Μεταφορών – Αποθήκευσης στα επόμενα χρόνια επίσης σχετίζονται με παραχωρήσεις και ιδιωτικοποιήσεις, όπως οι πρόσφατα ολοκληρωθείσες παραχώρηση 14 περιφερειακών αεροδρομίων στη Fraport και πώληση της ΤΡΑΙΝΟΣΕ στη Ferrovie dello Stato και η παραχώρηση του 67% των μετοχών του Οργανισμού Λιμένος Θεσσαλονίκης, για την οποία έχει ανακηρυχθεί προτιμώμενος επενδυτής. Η πρόσφατη παράταση κατά 20 έτη της σύμβασης παραχώρησης του Διεθνούς Αεροδρομίου της Αθήνας επίσης αποτελεί σημαντικό γεγονός για το οικοσύστημα δραστηριοτήτων μεταφορών αποθήκευσης. Επίσης,

*Οι ιδιωτικοποιήσεις και οι σχετικές επενδύσεις βασικός «μοχλός» για την ανάπτυξη του κλάδου Μεταφορών – Αποθήκευσης και την αλλαγή προτύπου*

βρίσκεται σε εξέλιξη η υποβολή δεσμευτικών προσφορών για την εξαγορά του 100% της υποβολής δεσμευτικών προσφορών για την εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Ελληνικής Εταιρείας Συντήρησης Σιδηροδρομικού Τροχαίου Υλικού (ΕΕΣΣΤΥ Α.Ε.). Για την αξιοποίηση των ήδη παραχωρημένων και όσων θα παραχωρηθούν στο μέλλον μεταφορικών και αποθηκευτικών υποδομών, απαιτείται από τους διαχειριστές/ιδιοκτήτες τους η πραγματοποίηση επενδύσεων, σε ορισμένες περιπτώσεις εκτεταμένων, εξαιτίας της περιορισμένης ή πλημμελούς συντήρησής τους από τον παραχωρησιούχο/πωλητή τους, δηλαδή το ελληνικό δημόσιο. Η υλοποίηση επενδύσεων θα συμβάλλει και στη αναβάθμιση των δυνατοτήτων τους, επιτρέποντας την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων του τομέα Μεταφορών – Αποθήκευσης, καθώς και των υπόλοιπων κλάδων οι οποίοι χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες τους. Καθώς πρόκειται για τον τομέα με τον πρωτεύοντα ρόλο στις διεθνείς μεταφορές, η αναβάθμιση του πάγιου κεφαλαίου του και των υπηρεσιών του θα είναι κομβικές για τη διευκόλυνση όλων των εξαγωγικών κλάδων της ελληνικής οικονομίας, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο και στην αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου.

Οι παραχωρήσεις και οι αποκρατικοποιήσεις αναμένεται να έχουν καταλυτικό ρόλο στην υλοποίηση επενδύσεων και σε άλλες δραστηριότητες στην ελληνική οικονομία τα προσεχή έτη. Σε αυτούς συγκαταλέγονται η Ενέργεια (π.χ. πώληση τμήματος ΔΕΣΦΑ, ΔΕΠΑ, ΔΕΗ), η παραγωγή πετρελαιοειδών (ΕΛΠΕ) και η άντληση υδρογονανθράκων, οι αστικές συγκοινωνίες, η παροχή νερού, τράπεζες στις οποίες το ελληνικό δημόσιο είναι ο βασικός μέτοχος, οι τηλεοπτικές άδειες κ.ά. Ειδικά οι επενδύσεις στην Ενέργεια, την παραγωγή πετρελαιοειδών και την άντληση υδρογονανθράκων αναμένεται να έχουν εξαγωγικό αποτύπωμα, ευνοώντας περαιτέρω τη διεθνοποίηση της ελληνικής οικονομίας.

Πολλές από τις επενδύσεις στους παραπάνω κλάδους, αλλά και σε όσους έγινε εκτεταμένη αναφορά παραπάνω, θα είναι κατασκευαστικές και σε Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνιών (ΤΠΕ), τονώνοντας την παραγωγή τους. Ο κατασκευαστικός τομέας ευνοείται και από αποκρατικοποιήσεις, όπως της περιοχής του πρώην αεροδρομίου

*Ευρύτερα κομβικός ο ρόλος των παραχωρήσεων – ιδιωτικοποιήσεων για την επενδυτική δραστηριότητα και την ανάπτυξη*

Ελληνικού, από πωλήσεις κρατικών κτιρίων και τα δημόσια έργα, η παραγωγή στα οποία ανήλθε σημαντικά το 2016 (δείκτης παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού:+66%<sup>15</sup>), τάση η οποία συνεχίζεται στην αρχή του 2017 (+51,3%).

Η υλοποίηση επενδύσεων στους κλάδους και με τη στόχευση που αναφέρθηκαν παραπάνω θεωρείται ότι επαρκεί για την επαλήθευση των προβλέψεων για την αύξηση των επενδύσεων συνολικά στην τριετία 2017-2019, ενδεχομένως και για την υπέρβασή τους. Κατά συνέπεια, η εγχώρια ζήτηση και επομένως τα αναπτυξιακό πρότυπο θα μετατοπιστεί σε κάποιο βαθμό από την κατανάλωση στις επενδύσεις. Καθώς πολλές από τις στοχευμένες επενδύσεις αφορούν σε κτίρια για διάφορους παραγωγικούς σκοπούς, σε μηχανήματα και λοιπό παραγωγικό εξοπλισμό, καθώς και σε δημόσια έργα, θα ενισχύσουν την παραγωγική δυναμικότητα και την παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας, σε σύγκριση με άλλες επενδύσεις, όπως η κατασκευή κατοικιών και η απόκτηση μεταφορικών μέσων. Επιπλέον, οι περισσότερες από τις κλαδικές επενδυτικές προτεραιότητες οι οποίες επισημάνθηκαν θα ενισχύσουν την εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας, συμβάλλοντας στη σταδιακή αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της.

Εκτός από τον κατάλληλο επενδυτικό σχεδιασμό για την υλοποίηση των στοχευμένων επενδύσεων στο σχετικά μεγάλο σύνολο των κλάδων οι οποίοι προαναφέρθηκαν, απαιτείται η ύπαρξη αντίστοιχου μεγέθους κεφαλαιακών πόρων. Το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων θα καλύψει τα δημόσια έργα και ορισμένες συγχρηματοδοτούμενες ιδιωτικές επενδύσεις. Όμως, προκειμένου να υλοποιηθούν επιχειρηματικές επενδύσεις του μεγέθους που χρειάζεται για την κάλυψη των περισσότερων από τις παραπάνω επενδυτικές προτεραιότητες, απαιτείται δεδομένης της πιστωτικής συρρίκνωσης από τον τραπεζικό τομέα προς τις επιχειρήσεις από το 2010, η αξιοποίηση όλων των πιθανών πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι απαραίτητη. Αναμφίβολα, σε αυτές συγκαταλέγονται τα χρηματοδοτικά εργαλεία μέσω των Ελληνικών Χρηματιστηρίων,

*Για τις απαραίτητες για την αλλαγή αναπτυξιακού προτύπου επενδύσεις απαιτείται η αξιοποίηση όλων των χρηματοδοτικών μέσων, συμπεριλαμβανομένης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.*

---

<sup>15</sup> Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

παιλιότερα, πρόσφατα και όσα πιθανόν να διατεθούν στο επενδυτικό κοινό στο μέλλον, τα οποία παρουσιάζονται στα επόμενα κεφάλαια της μελέτης. Άλλωστε, το 2017 παρατηρείται μια δειλή, αλλά σταδιακά ενισχυόμενη άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις μέσω της έκδοσης ομολόγων (Μυτιλιναίος, Sunlight, Τέρνα Ενεργειακή).

### 3.1.4 Ο ρόλος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο

Διαχρονικά, η ελληνική οικονομία βασίζεται στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις περισσότερο από ότι οι υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Βάσει στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το 2008, στην αρχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση, οι πολύ μικρές επιχειρήσεις (έως 9 εργαζόμενοι, με κύκλο εργασιών ή σύνολο ετήσιου ισολογισμού το οποίο δεν υπερβαίνει τα €2 εκατ.) αποτελούσαν το 97,1% των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, έναντι ποσοστού 91,8% στην Ε.Ε.-27.<sup>16,17</sup> Οι μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν από 10 έως 49 εργαζόμενους και κύκλο εργασιών ή συνολικό ετήσιο ισολογισμό ο οποίος δεν υπερβαίνει τα €10 εκατ., αντιστοιχούσαν εγχωρίως στο 2,5% των επιχειρήσεων, όταν η αντίστοιχη αναλογία τους στην Ε.Ε. ήταν υπερδιπλάσια (6,1%).

Η πολυετής ύφεση εγχωρίως από το 2008 έως και το 2013, που, κατόπιν διακοπής της το 2014, συνεχίστηκε με μικρή ένταση το 2015, είχε ως αποτέλεσμα τη σωρευτική απώλεια του 26,0% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε αυτό το χρονικό διάστημα. Από αυτή την ισχυρή συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας φαίνεται να έχουν πληγεί σημαντικά οι πολύ μικρές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, στην περίοδο 2008 – 2015, ο αριθμός τους μειώθηκε κατά 74,4 χιλ. ή κατά 8,9% υποχωρώντας στις 764,5 χιλ.<sup>18</sup> Αντιθέτως, ο αριθμός των μικρών επιχειρήσεων αυξήθηκε, κατά 5,5%

<sup>16</sup> Ορισμοί μεγεθών επιχειρήσεων βάσει της Σύστασης 2003/361/ΕΚ της Επιτροπής, της 06/05/2003 (Επίσημη Εφημερίδα L 124 της 20/05/2003)

<sup>17</sup> Πηγές στοιχείων: Για την Ελλάδα, Μητρώο Επιχειρήσεων, Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος, για την Ε.Ε.-27, European Commission (2010), Annual Report on European Small and Medium – Sized Enterprises 2009.

<sup>18</sup> Η σύγκριση αφορά τους κλάδους Ορυχείων – Λατομείων, Μεταποίησης, Παροχής ηλεκτρικού ρεύματος – φυσικού αερίου – ατμού, Παροχής νερού – επεξεργασίας λυμάτων – διαχείρισης αποβλήτων, Κατασκευών, Χονδρικού – Λιανικού εμπορίου, Μεταφοράς – αποθήκευσης, Δραστηριοτήτων υπηρεσιών παροχής καταλύματος και παροχής εστίασης, Ενημέρωσης –

ή 1.162 επιχειρήσεις, διαμορφώνοντας τον αριθμό τους στις 22,4 χιλ. Πτώση, αναλογικά ισχυρότερη από ότι στις πολύ μικρές επιχειρήσεις, σημειώθηκε στις μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις (απασχόληση τουλάχιστον 50 ατόμων και κύκλος εργασιών ή σύνολο ετήσιου ισολογισμού άνω των €10 εκατ.), στις οποίες έφθασε το 23,5% (-857 επιχειρήσεις), με αποτέλεσμα το 2015 αυτές να μην υπερβαίνουν τις 2.789.

**Πίνακας 3.2: Διάρθρωση επιχειρήσεων στην Ελλάδα βάσει τάξης μεγέθους απασχόλησης**

Τάξης απασχόλησης	2008	2015	Δ2015 - 2008	Δ2015 - 2008 (%)
0-9 άτομα	838,853	764,471	-74,382	-8.9%
(% στο σύνολο)	97.1%	96.8%		
10-49 άτομα	21,245	22,407	1,162	5.5%
(% στο σύνολο)	2.5%	2.8%		
>50 άτομα	3,644	2,789	-855	-23.5%
(% στο σύνολο)	0.4%	0.4%		
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>863,742</b>	<b>789,667</b>	<b>-74,075</b>	<b>-8.6%</b>

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Επεξεργασία στοιχείων: IOBE

Παρά τη σημαντική μείωσή τους, οι πολύ μικρές επιχειρήσεις αποτελούσαν το 2015 το 96,8% των επιχειρήσεων, επομένως η αναλογία τους στο σύνολο διέφερε οριακά εκείνης το 2008. Η αναλογία των μικρών επιχειρήσεων αυξήθηκε οριακά, από το 2,6% στο 2,9%, ενώ αμετάβλητο στο σύνολο της επιχειρηματικότητας εγχωρίως είναι το μερίδιο των μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων (0,4%). Επομένως, συνολικά η αναλογία των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων στο σύνολο των επιχειρήσεων στην Ελλάδα δεν μεταβλήθηκε στην περίοδο 2008-2015. Επιπλέον, από τις πολύ μικρές επιχειρήσεις προήλθε το 33,3% του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας και από τις μικρές το 22,9%, δηλαδή η συνολική συμβολή τους στην οικονομική δραστηριότητα στην Ελλάδα εξακολουθεί υπερβαίνει και σε πρόσφατο έτος το 55% αυτής.

Εκτός της παραμένουσας υψηλής σημασίας των πολύ μικρών και μικρών επιχειρήσεων για την ελληνική οικονομία, τα παραπάνω μεγέθη για τη

*Η διάρθρωση της επιχειρηματικότητας ως προς το μέγεθος των επιχειρήσεων δεν έχει μεταβληθεί στην περίοδο 2009-2015, με την αναλογία των πολύ μικρών και επιχειρήσεων στο σύνολο της επιχειρηματικότητας να παραμένει ιδιαίτερα υψηλή, άνω του 99%.*

επικοινωνίας, Διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, Επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων και Διοικητικών – υποστηρικτικών δραστηριοτήτων, καθώς για αυτούς υπάρχουν προς το παρόν στοιχεία αριθμού επιχειρήσεων το 2008 και το 2015. Από αυτούς τους κλάδους προερχόταν το 86,7% των επιχειρήσεων το 2008, βάσει των στοιχείων του Μητρώου Επιχειρήσεων της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας Ελλάδος.



συμμετοχή τους στην επιχειρηματικότητα και την οικονομική δραστηριότητα αντανακλούν το ότι η διάρθρωσή της ως προς το μέγεθος των επιχειρήσεων που την αποτελούν δεν μεταβλήθηκε κατά την περίοδο της ύφεσης 2008 – 2015, κατά την οποία πραγματοποιήθηκε το μεγαλύτερο μέρος της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής, με το πρωτογενές έλλειμμα 10,1% του Α.Ε.Π. το 2009 να εξελίσσεται σε πρωτογενές πλεόνασμα 0,4% του Α.Ε.Π. το 2014, αλλά και οι περισσότερες διαρθρωτικές αλλαγές που περιλαμβάνονταν στα δύο Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής, τα οποία συνάφθηκαν το 2010 και το 2012. Θεωρείται πλέον πιθανό ότι οι διαρθρωτικές αλλαγές που νομοθετήθηκαν σε αυτήν την περίοδο και έχουν ως βασικό στόχο την αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας, με μετατόπιση κεφαλαίων και παραγωγικού δυναμικού, ανθρώπινου και μηχανικού, από κλάδους μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών σε κλάδους οι οποίοι παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες με διεθνή ζήτηση, θα αποδώσουν κατά κύριο λόγο από τη φάση της ολοκλήρωσης της δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία θα αποκαταστήσει σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της Ελλάδας και των προοπτικών της οικονομίας της, ενισχύοντας την ελκυστικότητά της στους επενδυτές.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ευόδωση των μεταρρυθμίσεων αποτελεί η ομαλοποίηση της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας, από πηγές οι οποίες προτιμώνται διαχρονικά, αλλά και με τρόπους οι οποίοι έως τώρα έχουν αξιοποιηθεί σε μικρό βαθμό, όπως οι δυνατότητες τις οποίες παρέχει το Ελληνικό Χρηματιστήριο και ευρύτερα η εγχώρια κεφαλαιαγορά. Υπό αυτές τις δημοσιονομικές και χρηματοδοτικές συνθήκες, θα καταστεί εφικτή η εκκίνηση της μετάβασης σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο, η οποία θα προκαλέσει αλλαγές στη διάρθρωση της εγχώριας επιχειρηματικότητας, ως προς τους κλάδους στους οποίους θα δραστηριοποιείται, αλλά ενδεχομένως και ως προς το μέγεθός της, με σταδιακή αύξησή του, η οποία μπορεί να επιδράσει ευνοϊκά στις επιχειρήσεις μέσω της εκδήλωσης των επιδράσεων οικονομικών κλίμακας.

Ανεξαρτήτως των φάσεων και της διάρκειας αυτής της μεταβατικής διαδικασίας για την ελληνική οικονομία, στην αρχή της η διάρθρωση της

επιχειρηματικότητα θα χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλή πυκνότητα πολύ μικρών και μικρών επιχειρήσεων. Επομένως, τα χρηματοδοτικά μέσα τα οποία θα είναι διαθέσιμα για τις επιχειρήσεις, αλλά και οι πολιτικές οι οποίες θα εφαρμοστούν για τη διευκόλυνσή τους σε όλες τις φάσεις του βίου τους, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις ανάγκες, τον τρόπο οργάνωσής κ.λπ. των ΜμΕ. Προκειμένου να επιτευχθεί η εξέλιξη πολλών εκ των υφιστάμενων ΜμΕ σε επιχειρήσεις οι οποίες θα δραστηριοποιούνται επιτυχώς και στο εξωτερικό, παράγοντας διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, θα πρέπει οι σχετικές με αυτές πολιτικές και τα χρηματοδοτικά εργαλεία να προσαρμοστούν στις λειτουργικές και παραγωγικές ανάγκες τις οποίες δημιουργεί η διεθνοποίηση μιας επιχείρησης, όπως π.χ. η προβολή της εκτός συνόρων, η ένταξη σε διεθνείς αλυσίδες αξίας, η εύρεση προμηθευτών στο εξωτερικό. Πολλές εκ των ΜμΕ που θα επιτύχουν στην προσπάθεια διεθνοποίησής τους, τουλάχιστον αρχικά θα συνεργαστούν με διεθνείς εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο τους. Η συνεργασία τους με ορισμένες από τις μεγαλύτερες και πλέον ανταγωνιστικές επιχειρήσεις στον κλάδο τους διεθνώς, θα ενισχύσει την ανταγωνιστικότητά τους, οδηγώντας σε επιτάχυνση της ωρίμανσής τους. Επιπλέον, η δημιουργία διεθνών συνεργασιών, η ανάπτυξή τους, αλλά και οι προοπτικές τους στο διεθνές περιβάλλον στο οποίο θα δραστηριοποιούνται, θα επενεργήσουν καταλυτικά στις δυνατότητες αυτών των επιχειρήσεων για άντληση χρηματοδότησης για την περαιτέρω εξέλιξή τους, μέσω και των χρηματιστηρίων και των κεφαλαιαγορών ευρύτερα.

Αναγνωρίζοντας τον κομβικό ρόλο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο για την ελληνική οικονομία, το πέμπτο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης εστιάζει στις δυνατότητες χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων και γενικά των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, μέσω επενδυτικών σχημάτων.

### 3.2 Η πιστωτική συρρίκνωση στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων στην Ελλάδα μέσω του τραπεζικού τομέα κατά τη διάρκεια της κρίσης

Παρότι ο δανεισμός, τόσο του ιδιωτικού, όσο και του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα, τραπεζικός και από διεθνείς οργανισμούς, δεν είχε λάβει μέχρι την εγχώρια κρίση εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους το 2010 τις διαστάσεις που είχε σε άλλες αναπτυγμένες χώρες και οικονομικές ζώνες, έκτοτε, η αδυναμία πρόσβασης του ελληνικού κράτους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου και η ισχυρή ύφεση των ετών 2010 – 2013, έχουν αυξήσει σημαντικά το μέγεθός του ως ποσοστό του Α.Ε.Π., δυσχεραίνοντας αντιστοίχως την εξυπηρέτησή του.

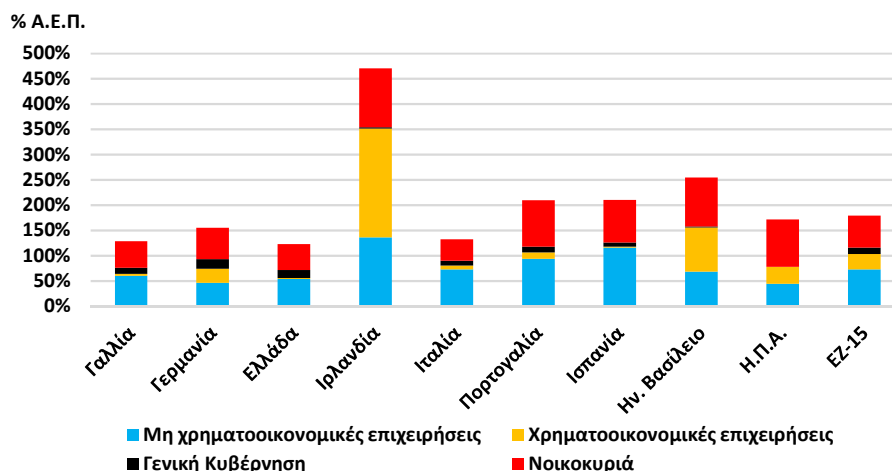
Αναλυτικά, το 2009, έτος πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση, το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων της ελληνικής οικονομίας ήταν της τάξης του 123% του Α.Ε.Π. (διάγραμμα 3.10). Η μεγάλη πλειονότητα των δανείων είχε συναφθεί από τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις (53,9% και 51,8% αντίστοιχα), ενώ τα δάνεια του κράτους δεν ξεπερνούσαν το 15,6% του Α.Ε.Π.<sup>19</sup>. Το συνολικό ύψος του εγχώριου δανεισμού σε εκείνο το έτος ήταν χαμηλότερο ως ποσοστό του Α.Ε.Π. από τις χώρες της Ευρωζώνης οι οποίες κατόπιν εφάρμοσαν Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής όπως η Ελλάδα (Ιρλανδία, Πορτογαλία, Κύπρος, Ισπανία), από τις πλέον ανεπτυγμένες οικονομίες της Ε.Ε. (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ην. Βασίλειο), καθώς και από το μέσο όρο οικονομικών περιφερειών, όπως Η Ευρωζώνη και οι Η.Π.Α.

*Χαμηλός δανεισμός από τράπεζες και διεθνείς οργανισμούς πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση*

---

<sup>19</sup> Μέχρι και το 2010 το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων του κράτους (περίπου το 70% του συνόλου τους σε αυτό το έτος), ήταν σε ομόλογα, όχι σε δάνεια.

**Διάγραμμα 3.10: Δανεισμός από τραπεζικά ιδρύματα και διεθνείς οργανισμούς, ανά θεσμικό τομέα, 2009**

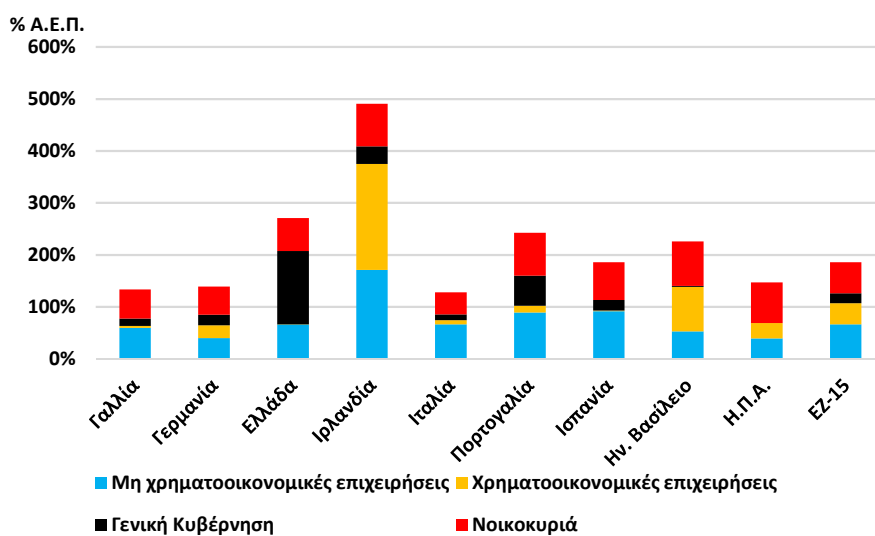


Πηγή: National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2010, OECD (2011)

**Υπερδιπλασιασμός εγχώριου δανεισμού την περίοδο 2010-2014 από μεγάλη αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους**

Το 2014, πλέον πρόσφατο έτος για το οποίο είναι διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία δανεισμού και στο οποίο δεν συνεχίστηκε στην Ελλάδα η παρατεταμένη, ισχυρή ύφεση των προηγούμενων ετών, με το Α.Ε.Π. να είναι ουσιαστικά αμετάβλητο έναντι του προηγούμενου έτους (+0,4%), οι δανειακές υποχρεώσεις της ελληνικής οικονομίας ήταν πολύ υψηλότερες από ότι το 2009, καθώς είχαν ανέλθει στο 270,5% του Α.Ε.Π. (διάγραμμα 3.11). Το μεγαλύτερο μέρος της διεύρυνσής τους οφείλεται στον πολλαπλασιασμό των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους, οι οποίες πλέον ξεπερνούσαν το 200% του Α.Ε.Π., εξαιτίας των δανείων που στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα αυτό είχε συνάψει με το Δ.Ν.Τ., τις χώρες της Ευρωζώνης και τον EFSF. Όμως και ο δανεισμός των μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ήταν υψηλότερος σε σχέση με το 2009, στο 66,2% και 63,4% του Α.Ε.Π. αντίστοιχα. Κατόπιν αυτών των μεταβολών, το ύψος του συνολικού δανεισμού των οικονομικών μονάδων της ελληνικής οικονομίας, από το τραπεζικό σύστημα και από διεθνείς οργανισμούς, ήταν το υψηλότερο μεταξύ των χωρών και των οικονομικών περιφερειών οι οποίες προαναφέρθηκαν, με εξαίρεση την Ιρλανδία.

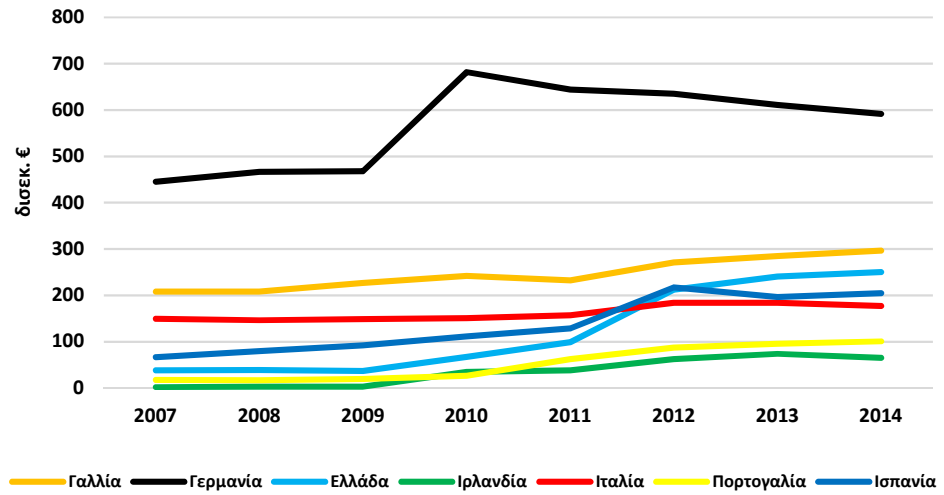
**Διάγραμμα 3.11: Δανεισμός από τραπεζικά ιδρύματα και διεθνείς οργανισμούς, ανά θεσμικό τομέα, 2014**



**Πηγή:** National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2015, OECD (2016)

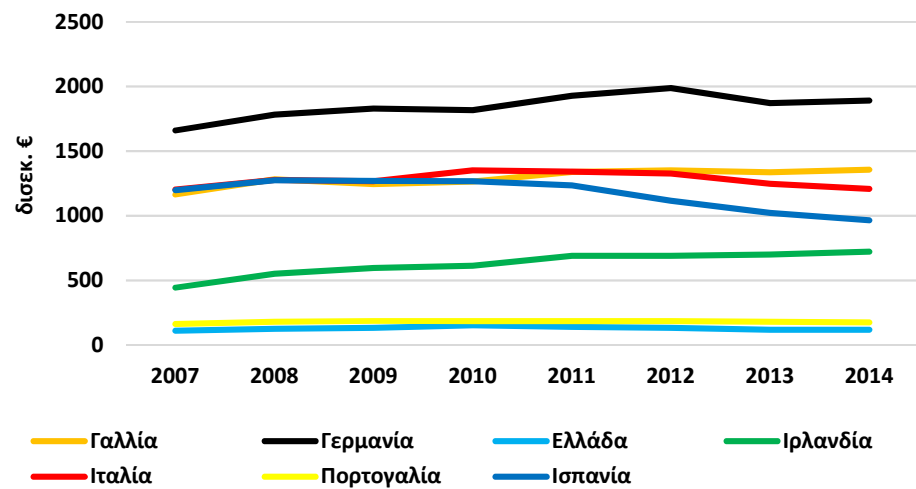
Επισημαίνεται ότι η αύξηση του δανεισμού μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως ποσοστό του Α.Ε.Π. στην περίοδο 2010 – 2014, σημειώθηκε παρότι το απόλυτο ύψος του υπολοίπου των δανείων τους περιοριζόταν από το 2011 (διαγράμματα 3.13-3.14), τάση η οποία στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα εξεταστεί αναλυτικά στη συνέχεια της τρέχουσας ενότητας. Επομένως, η υψηλότερη αναλογία τους στο Α.Ε.Π. οφείλεται στην ισχυρή ύφεση των ετών 2010-2013. Πάρα ταύτα, η μεγαλύτερη αναλογία στο εγχώριο προϊόν ουσιαστικά έχει αυξήσει το βαθμό μόχλευσης και καθιστά δυσκολότερη την εξυπηρέτηση των δανείων.

**Διάγραμμα 3.12: Υπόλοιπο δανεισμού Γενικής Κυβέρνησης, 2007 – 2014**



Πηγή: National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2015, OECD (2016)

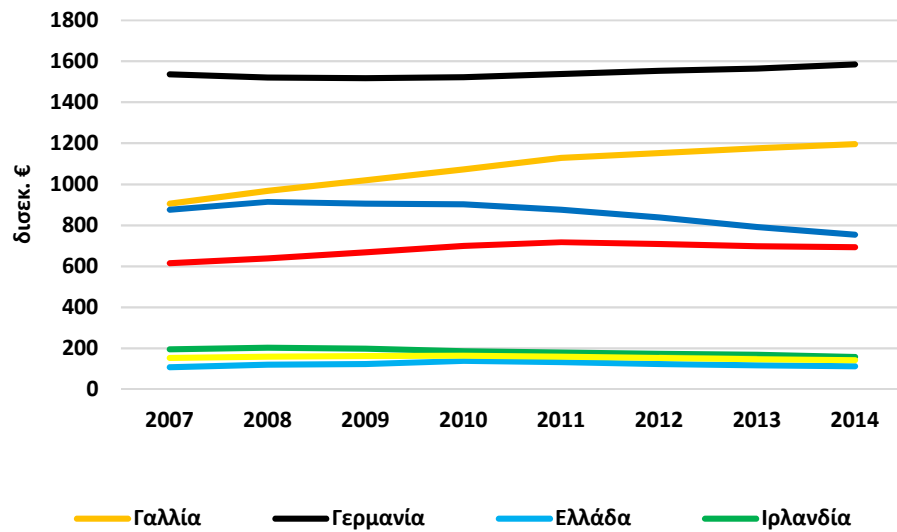
**Διάγραμμα 3.13: Υπόλοιπο δανεισμού επιχειρήσεων,\* 2007 – 2014**



\*Χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

Πηγή: National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2015, OECD (2016)

**Διάγραμμα 3.14: Υπόλοιπο δανεισμού νοικοκυριών, 2007 – 2014**



**Πηγή:** National Accounts of OECD Countries, Financial Balance Sheets 2015, OECD (2016)

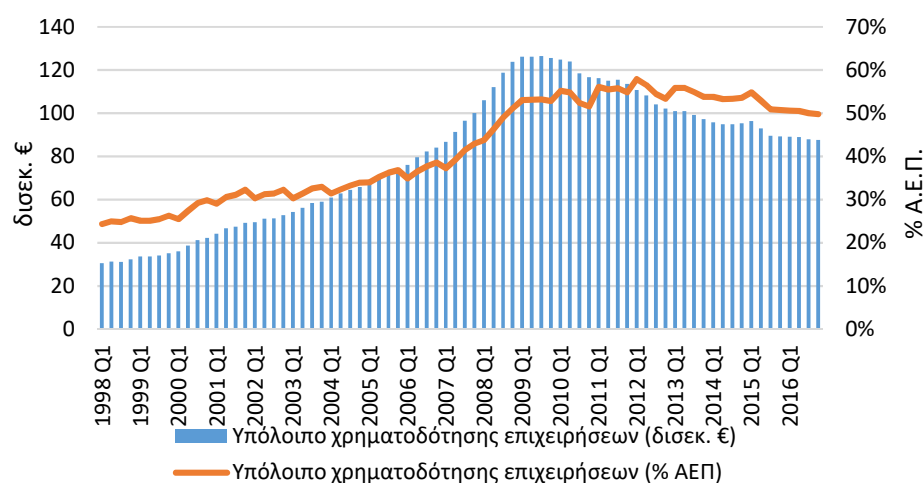
Αναλυτικά σε ότι αφορά την τάση της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (και ευρύτερα των οικονομικών μονάδων της ελληνικής οικονομίας από το τραπεζικό σύστημα την τελευταία εικοσαετία, έχει διαμορφωθεί κυρίως από πολιτικά και διεθνή χρηματοπιστωτικά γεγονότα. Σε αυτά συγκαταλέγονται η απόφαση του Συμβουλίου της Ευρώπης τον Ιούλιο του 2000 ότι η Ελλάδα πληροί τα κριτήρια σύγκλισης και μπορεί να υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα από την 1η Ιανουαρίου 2002, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2008 και η εγχώρια κρίση εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους.

Όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 3.8, η τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων διευρυνόταν από το δεύτερο τρίμηνο του 2000 με ταχύτερο ρυθμό από ότι προηγουμένως, τόσο σε όρους υπόλοιπου ποσού, όσο και ως ποσοστό του Α.Ε.Π. Η αύξηση συνεχίστηκε έως το τελευταίο τρίμηνο του 2008. Από το αρχικό τρίμηνο του 2009 άρχισαν να γίνονται αισθητές οι επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα όσων επιδράσεων εκδηλώθηκαν στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 αλλά και του φόβου για την εκδήλωση άλλων, ενδεχομένως ισχυρότερων, η τράπεζες ανέκοψαν την επεκτατική πιστωτική τους πολιτική και το

υπόλοιπο ποσό της χρηματοδότησης επιχειρήσεων δεν αυξήθηκε στη διάρκεια του 2009. Αυτή η εξέλιξη έλαβε χώρα παρά την τόνωση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών στην Ελλάδα από την ελληνική κυβέρνηση, με τα μέτρα τα οποία περιλαμβάνονταν στο Ν. 3723/2008 (παροχή εγγυήσεων για δάνεια, έκδοση ειδικών τίτλων του ελληνικού δημοσίου, ευθεία κεφαλαιακή ενίσχυση). Η παρατηρούμενη στο διάγραμμα 3.8 συνέχιση της αύξησης της αναλογίας της εταιρικής χρηματοδότησης στο Α.Ε.Π. καθ' όλο το 2009 οφείλεται αποκλειστικά στην υποχώρηση του παρονομαστή, λόγω ύφεσης.

Η ραγδαία άνοδος των επιτοκίων δανεισμού του ελληνικού κράτους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές από την αρχή του 2010 δυσχέρανε σημαντικά και το δανεισμό των τραπεζών από αυτές, λόγω του γεγονότος ότι η αξία των ομόλογων του ελληνικού δημοσίου τα οποία διακρατούσαν οι τράπεζες ήταν υψηλή, ενισχύοντας την επιφυλακτικότητα για την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Ακολούθως, ξεκίνησε ο περιορισμός των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις. Η συρρίκνωσή τους κλιμακώθηκε μετά από τη σύναψη του πρώτου Μνημονίου τον Απρίλιο του 2010, η οποία είχε ως συνέπεια την απώλεια πρόσβασης του ελληνικού κράτους και των τραπεζών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η συρρίκνωση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων συνεχίστηκε καθ' όλο το 2010.

**Διάγραμμα 3.15: Χρηματοδότηση μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος



Το 2011 επικράτησαν σταθεροποιητικές τάσεις στο υπόλοιπο ποσό δανείων, ενδεχομένως εν αναμονή κάποιων καλών όρων στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του ιδιωτικού τομέα (PSI programme) το οποίο ετοιμαζόταν εκείνο το χρονικό διάστημα. Ωστόσο από το 2012 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2014 η πτώση συνεχίστηκε και κλιμακώθηκε, παρά την πρώτη ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στην περίοδο Δεκεμβρίου 2012 - Απριλίου 2013, κατόπιν της υλοποίησης του προγράμματος PSI+ και της επαναγοράς από το ελληνικό δημόσιο ομολόγων του στην αρχή του Δεκεμβρίου του 2012. Οι ευνοϊκές και για την παροχή πιστώσεων επιδράσεις των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών στην περίοδο Μαρτίου 2014 – Μαΐου 2014, καθώς και της κάλυψης των εκδόσεων ομολόγων που πραγματοποίησαν περίπου την ίδια περίοδο εκδηλώθηκαν με μικρή χρονική υστέρηση, όπως θα δειχθεί στη συνέχεια. Ως πλέον πιθανή αιτία της πιστωτικής συρρίκνωσης εκτός από την απώλεια της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, θεωρείται η σημαντική αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων των τραπεζών, εξαιτίας της παρατεταμένης και ισχυρής ύφεσης στην ελληνική οικονομία την εξαετία 2008 – 2013, η οποία άσκησε σημαντική πίεση στο εγχώριο καθαρό διαθέσιμο εισόδημα, περιορίζοντας τη δυνατότητα των οικονομικών μονάδων, νοικοκυριών και επιχειρήσεων, να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Καθώς το Α.Ε.Π. της Ελλάδας παρουσίασε μικρή διακύμανση στην τριετία 2014 – 2016 γύρω από τα €184 δισεκ., το καθαρό διαθέσιμο εισόδημα και η δυνατότητα εξυπηρέτησης των δανείων δεν ενισχύθηκαν. Η έντονη όξυνση του προβλήματος της κάλυψης των δανειακών υποχρεώσεων από το 2010 αποτυπώνεται στην εξέλιξη των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις τις οποίες εγγράφουν στους ισολογισμούς τους τα εγχώρια Νομισματικά – Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (Διάγραμμα 3.9%). Στο διάγραμμα 3.10 αποτυπώνεται η φθίνουσα τάση του καθαρού εθνικού διαθέσιμου εισοδήματος από το 2009 έως το 2015, με συνέπεια τη συνολική κάμψη του κατά 28,7% σε αυτή την περίοδο.

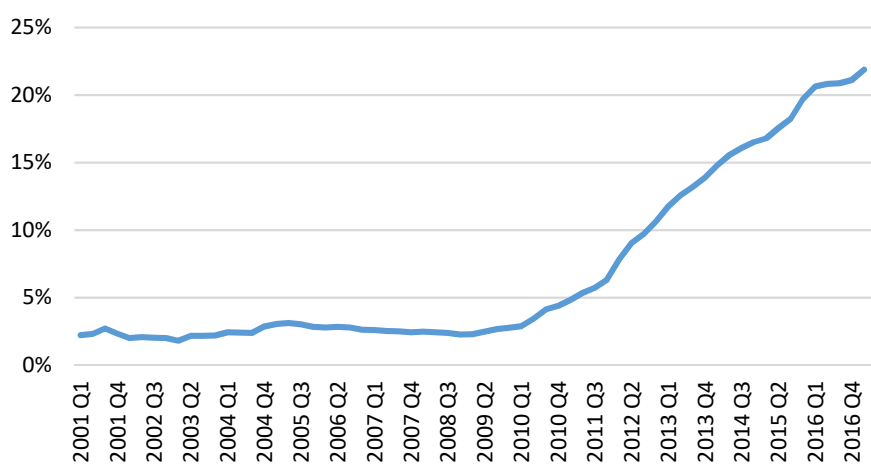
Ένας άλλος λόγος ο οποίος θεωρείται ότι επέφερε τον περιορισμό της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα τραπεζικά ιδρύματα από την αρχή του 2012 έως το πρώτο εξάμηνο του 2014, αλλά και αργότερα, είναι

*Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό τομέα έχει διαμορφωθεί κυρίως από πολιτικά και διεθνή χρηματοπιστωτικά γεγονότα (ένταξη στην Ευρωζώνη, παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, εγχώρια κρίση εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους)*

οι μεταξύ τους εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες ξεκίνησαν από τον Ιούλιο του 2012, με την εξαγορά μέρους της ΑΤΕbank από την Τράπεζα Πειραιώς και ολοκληρώθηκαν τον Απρίλιο του επόμενου έτους, με την απόκτηση της Millennium Bank επίσης από την Τράπεζα Πειραιώς. Προκειμένου να υπάρξουν ωφέλειες από αυτές τις διαδικασίες, τα τραπεζικά ιδρύματα επιδίωξαν την εξυγίανση των στοιχείων του ενεργητικού τους, όπως των δανείων που είχαν χορηγήσει. Για αυτόν το σκοπό πραγματοποίησαν συγκεκριμένες ενέργειες, κυρίως αναδιαρθρώσεις δανείων, με επέκταση της διάρκειας αποπληρωμής τους ή/και παροχή περιόδου χάριτος για την πληρωμή του κεφαλαίου, ή μετατροπή δανείων βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα σε μακροπρόθεσμα δάνεια. Επιπλέον, τα κριτήρια χορήγησης νέων πιστώσεων αυστηροποιήθηκαν, κλιμακώνοντας την πιστωτική συρρίκνωση.

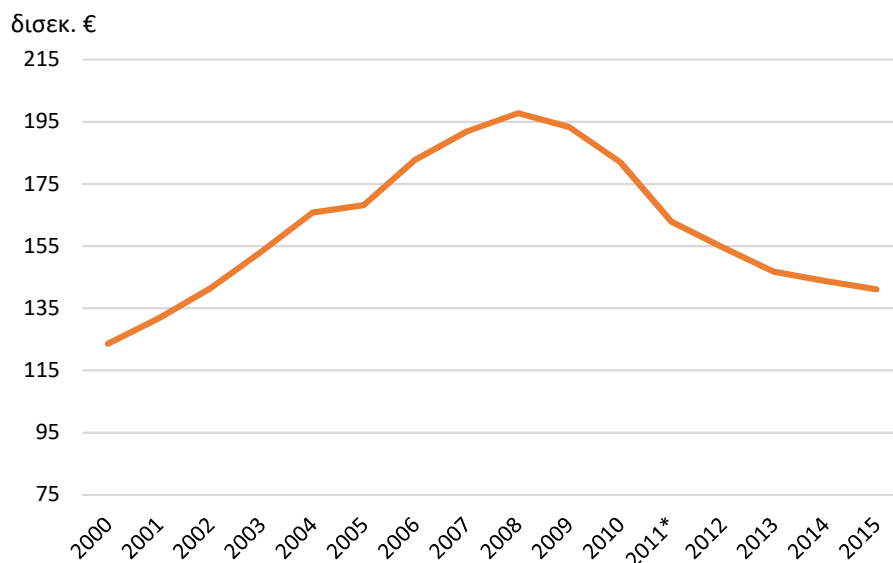
Ενώ οι τραπεζικές χορηγήσεις προς τις επιχειρήσεις είτε δεν αυξάνονταν, είτε υποχωρούσαν από την αρχή του 2010 έως το αρχικό εξάμηνο του 2014, η αναλογία τους στην αρχή και το τέλος αυτής της περιόδου ήταν η ίδια, 58%, χωρίς να παρουσιάσει σημαντική διακύμανση στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα. Η σχετική σταθερότητα της αναλογίας του υπολοίπου των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις στο Α.Ε.Π. αντανακλά την παραπλήσια μεταβολή των δύο μεγεθών και την υψηλή συσχέτιση των τραπεζικών χορηγήσεων με την τάση του Α.Ε.Π.

**Διάγραμμα 3.16: Προβλέψεις τραπεζών εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος για επισφαλείς απαιτήσεις (% υπόλοιπου συνολικής χρηματοδότησης)**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

**Διάγραμμα 3.17: Καθαρό εθνικό διαθέσιμο εισόδημα**



**Πηγή:** ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Η σχετικά σύντομη χρονική περίοδος που περιλαμβάνει το δεύτερο εξάμηνο του 2014 και το πρώτο τρίμηνο του 2015 είναι η μοναδική από το τρίτο τρίμηνο του 2009 κατά την οποία η χρηματοδότηση από τα τραπεζικά ιδρύματα σημείωσε αύξηση, έστω μικρή. Η συγκεκριμένη εξέλιξη προήλθε από ταυτόχρονα θετικά γεγονότα, οικονομικά και πολιτικά. Στις ευνοϊκές οικονομικές εξελίξεις συγκαταλέγονται, όπως προαναφέρθηκε, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών την άνοιξη του 2014, καθώς και οι εκδόσεις ομολόγων που πραγματοποίησαν σχεδόν την ίδια περίοδο. Στο πολιτικό πεδίο, η επίτευξη πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος το 2013, ένα χρόνο νωρίτερα από ότι προβλεπόταν στο δεύτερο Πρόγραμμα Οικονομικής Πολιτικής, η οποία ανακοινώθηκε από την Eurostat τον Απρίλιο του 2014 και η επιτυχής έκδοση τον ίδιο μήνα ομολόγου πενταετούς διάρκειας από το ελληνικό δημόσιο, ενίσχυσαν τις προσδοκίες για τακτική πρόσβασή του στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Σε συνδυασμό με τις συζητήσεις στο δημόσιο διάλογο για τη δημιουργία και παροχή μιας προληπτικής πιστωτικής γραμμής στο ελληνικό κράτος από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) μετά την ολοκλήρωση του δεύτερου προγράμματος, το ενδεχόμενο να μην χρειαστεί ένα τρίτο χρηματοδοτικό πρόγραμμα θεωρούταν εκείνη την περίοδο ένα από τα πλέον πιθανά. Ακολούθως, κάμφθηκε η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της ελληνικής

οικονομίας, στα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις, καθώς και τις τράπεζες, οι οποίες προχώρησαν στη μικρή διεύρυνση της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις που αποτυπώθηκε στα στοιχεία που αναλύονται στην τρέχουσα υποενότητα.

Όμως, δεν έλαβαν χώρα ή δρομολογήθηκαν μόνο ευνοϊκές για την παροχή κεφαλαίων από τις τράπεζες πολιτικοοικονομικές εξελίξεις στο δεύτερο εξάμηνο του 2014 και στην αρχή του 2015. Συγκεκριμένα, η πέμπτη αξιολόγηση του δεύτερου Προγράμματος ξεκίνησε με καθυστέρηση τον Νοέμβριο και διακόπηκε στην αρχή του Δεκεμβρίου, για τη συζήτηση στο κοινοβούλιο του προϋπολογισμού του 2015. Αμέσως μετά, πραγματοποιήθηκε η διαδικασία εκλογής Προέδρου της Δημοκρατίας, η οποία δεν τελεσφόρησε, οδηγώντας σε βουλευτικές εκλογές και αναστολή της αξιολόγησης. Κατόπιν των εκλογών, ακολούθησαν πολυκύμαντες διαπραγματεύσεις με τους θεσμικούς δανειστές του ελληνικού κράτους οι οποίες κατέληξαν σε συμφωνία μέχρι το τέλος Ιουνίου του 2015, οπότε έληγε η παράταση του δεύτερου Προγράμματος. Το τελευταίο σαββατοκύριακο του Ιουνίου του 2015 προκηρύχθηκε δημοψήφισμα και εφαρμόστηκαν τραπεζική αργία και περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων. Προηγουμένως, στην περίοδο Δεκέμβριος 2014 – Ιούνιος 2015, λόγω της κλιμακούμενης αβεβαιότητας για τις πολιτικές εξελίξεις εγχωρίως, αλλά και την έκβαση των διαπραγματεύσεων με του δανειστές, αποσύρθηκαν από τις τράπεζες καταθέσεις ύψους €54,1 δισεκ. Κατόπιν νέων διαπραγματεύσεων μετά το δημοψήφισμα, συνάφθηκε τον Αύγουστο του 2015 η τρίτη δανειακή σύμβαση, σε αντίθεση με τις προσδοκίες που είχαν δημιουργήσει τα γεγονότα που προαναφέρθηκαν ένα χρόνο νωρίτερα, για επιστροφή της ελληνικής οικονομίας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου.

Τα πολιτικά γεγονότα τα οποία παρατέθηκαν παραπάνω, σε συνδυασμό με την εκτεταμένη απόσυρση αποταμιεύσεων, επενέργησαν περιοριστικά στις τραπεζικές χορηγήσεις προς τις επιχειρήσεις από το δεύτερο τρίμηνο του 2015. Ωστόσο, η καινούργια χρηματοδοτική σύμβαση, με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (Ε.Μ.Σ.), παρότι συνεπαγόταν τη συνέχιση της χρηματοδότησης του ελληνικού κράτους από τους επίσημους πιστωτές για τρία έτη, παρατείνοντας την έλλειψη πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων,

*Με εξαίρεση δύο υποπεριόδους σταθερότητας και μια αύξησης, η τάση της χρηματοδότησης επιχειρήσεων ήταν πτωτική στην περίοδο 2010-2016*

ομαλοποίησε την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους μετά από σχεδόν ένα έτος (μέσα Αυγούστου 2014 - τέλος Ιουλίου 2015), στη διάρκεια του οποίου δεν είχε εκταμιευθεί δόση στο πλαίσιο του δεύτερου Προγράμματος. Επιπλέον, το Μνημόνιο Συνεννόησης με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή που συνάφθηκε ταυτόχρονα, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου αποτελούσε ένα πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων σε διάφορα πεδία πολιτικής (συναξιοδοτικό σύστημα, αγορά εργασίας, αγορές προϊόντων, επιχειρηματικό περιβάλλον, δημόσια διοίκηση κ.ά.) σηματοδοτούσε την πρόθεση της κυβέρνησης να προχωρήσει σε διαρθρωτικές αλλαγές στην ελληνική οικονομία, κάμπτοντας την αβεβαιότητα για την πολιτική της.

Πλέον σημαντική εξέλιξη για τις τράπεζες στο πλαίσιο του νέου Προγράμματος, η δημιουργία αποθεματικού ασφαλείας ύψους έως €25 δισεκ. για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων αναγκών για την ανακεφαλαιοποίηση των βιώσιμων τραπεζών και το κόστος εξυγίανσης των μη βιώσιμων τραπεζών. Με κεφάλαια €4,45 δισεκ. από αυτό το αποθεματικό καλύφθηκε το μέρος της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζικών ιδρυμάτων που πραγματοποιήθηκε από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας τον Νοέμβριο του 2015. Αλλά €4,93 δισεκ. καταβλήθηκαν για τον ίδιο σκοπό από ιδιώτες επενδυτές. Τον ίδιο μήνα ξεκίνησε η πρώτη αξιολόγηση του νέου Προγράμματος, η οποία, κατόπιν για άλλη μια φορά πολύμηνων διαβουλεύσεων, ολοκληρώθηκε τον Μάιο του 2016. Στις μεταρρυθμίσεις για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης περιλαμβανόταν και ο καθορισμός της πώλησης απαιτήσεων από δάνεια (Ν.4389/2016). Στο Eurogroup της 24<sup>ης</sup> Μαΐου 2016, στο οποίο εγκρίθηκε η καταβολή της δόσης η οποία συνδεόταν με τη συγκεκριμένη αξιολόγηση, καθορίστηκαν τα βραχυπρόθεσμα μέτρα για τη διευκόλυνση της εξυπηρέτησης του χρέους, τα οποία θα εφαρμόζονταν υπό την προϋπόθεση ολοκλήρωσης της επόμενης αξιολόγησης, καθώς και τα μέτρα τα οποία θα εφαρμόζονταν σε μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, μετά την ολοκλήρωση του Προγράμματος, για τον ίδιο σκοπό. Υπό αυτές τις επί το πλείστον θετικές συνθήκες στο πολιτικοοικονομικό περιβάλλον μετά τη σύναψη της τρίτης δανειακής σύμβασης και κατόπιν της επιτυχούς διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησής τους, οι τράπεζες δεν περιόρισαν

περαιτέρω τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στο τελευταίο τρίμηνο του 2015 και στο πρώτο εξάμηνο του 2016.

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία για την εξέλιξη της τραπεζικής χρηματοδότησης επιχειρήσεων, τα οποία σε τριμηνιαία περίοδο εκτείνονται μέχρι το τελευταίο τρίμηνο του 2016, αυτή περιορίστηκε ήπια στο δεύτερο εξάμηνο του συγκεκριμένου έτους. Κύρια αιτία αυτής της νέας μείωσης μάλλον αποτελεί η συνέχιση της διεύρυνσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (Διάγραμμα 3.9), παρότι το Α.Ε.Π. ουσιαστικά δεν μεταβλήθηκε στη διετία 2015 - 2016.

Ανακεφαλαιώνοντας την παρουσίαση της εξέλιξης της χρηματοδότησης επιχειρήσεων από τον τραπεζικό τομέα κατά τη διάρκεια της κρίσης, η τάση της σε όρους υπόλοιπου ποσού χρηματοδότησης ήταν επί το πλείστον πτωτική, με ορισμένες περιόδους σταθερότητας (2011 και δ' τρίμ. 2015 - β' τρίμ. 2016) και μόλις μια περίοδο ανόδου (γ' τρίμ. 2014 - α' τρίμ. 2015). Σωρευτικά στην περίοδο α' τρίμ. 2010 - δ' τρίμ. 2016, η χρηματοδότηση του τραπεζικού τομέα περιορίστηκε κατά €36,5 δισεκ. ή 27,8%. Ως ποσοστό του Α.Ε.Π. έφτανε στο τέλος του προηγούμενου έτους το 53,8%, από 58% στο αρχικό τρίμηνο του 2010. Η εκτεταμένη μείωση έλαβε χώρα παρά τις τρεις ανακεφαλαιοποιήσεις του τραπεζικού συστήματος. Οφείλεται κυρίως στα γεγονότα και τις εξελίξεις τα οποία ήδη αναφέρθηκαν στην τρέχουσα ενότητα, δηλαδή στην απώλεια πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, η οποία συνεχίζεται για όγδοο έτος, στον έντονο περιορισμό κατά την ίδια περίοδο των καταθέσεων και στη μεγάλη διεύρυνση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Οι συνθήκες που δημιουργούν προσκόμματα στον τραπεζικό δανεισμό συνεχίζουν να υφίστανται κατά την τρέχουσα περίοδο. Τον Απρίλιο του 2017, το σύνολο των καταθέσεων και των ρέπος βρισκόταν πλησίον του επιπέδου τους τον Αύγουστο του 2004. Η τάση των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει ανοδική (Διάγραμμα 3.9). Επιπρόσθετα, η αποκατάσταση σε σημαντικό βαθμό του επιπέδου των καταθέσεων πριν την εκκίνηση της εγχώριας κρίσης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους, καθώς και η διευθέτηση μεγάλου μέρους των μη εξυπηρετούμενων δανείων, είτε με αναδιάρθρωση, είτε με πώλησή τους, δεν θα πραγματοποιηθούν άμεσα.

*Καθώς μεσοπρόθεσμα θα υφίστανται συνθήκες που εμποδίζουν τον τραπεζικό δανεισμό (χαμηλές καταθέσεις, υψηλά μη εξυπηρετούμενα δάνεια), θα πρέπει να αναζητηθούν χρηματοδοτικοί πόροι εκτός τραπεζικού συστήματος*

Πλέον πιθανό θεωρείται ότι δεν θα λάβουν χώρα μεσοπρόθεσμα. Συνεπώς, δεν αναμένεται σημαντική αύξηση των κεφαλαίων των τραπεζών στα προσεχή έτη και επομένως της δυνατότητάς τους να ενισχύσουν τη χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας. Τούτων δεδομένων, καθώς και της επιτακτικής ανάγκης για ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας στα επόμενα χρόνια, με ταχείς ρυθμούς, οι απαραίτητοι χρηματοδοτικοί πόροι δεν πρέπει να αναζητηθούν μόνο από το τραπεζικό σύστημα. Για τη συγκέντρωση των κεφαλαίων για την αναθέρμανση της ελληνικής οικονομίας θα χρειαστεί η αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων "πηγών" χρηματοδότησης. Σε αυτές θα πρέπει να περιληφθεί το Χρηματιστήριο Αθηνών, με όλο το εύρος των εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης που διαθέτει, τα οποία παρουσιάζονται σε επόμενα κεφάλαια της παρούσας μελέτης.

### 3.3 Η ανάγκη για περαιτέρω απομόχλευση των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας-εμπειρική εξερεύνηση

#### 3.3.1 Η τάση της μόχλευσης στις επιχειρήσεις στην Ελλάδα

Στην τρέχουσα ενότητα πραγματοποιείται με τη χρήση ποσοτικών μεθόδων η αποτύπωση της τάσης της μόχλευσης και η πρόβλεψη της μεσοπρόθεσμης εξέλιξής της, ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και τις μη εισηγμένες σε αυτό επιχειρήσεις. Κατόπιν, επιχειρείται η ανάδειξη των προσδιοριστικών παραγόντων της μόχλευσης, επίσης ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας.

Πριν την οικονομετρική ανάλυση, κρίνεται αναγκαία η αποτύπωση της διαχρονικής εξέλιξης των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων, μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων, καθώς και του δείκτη EBITDA, ο οποίος εκφράζει τα κέρδη των επιχειρήσεων προ φόρων, αποσβέσεων και τόκων. Η παρουσίαση αυτών των μεγεθών αποσκοπεί στην ανάδειξη του προβλήματος της υψηλής μόχλευσης που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Στην ανάλυση που ακολουθεί εξετάζονται τα παρακάτω

μεγέθη για τις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών ξεχωριστά. Στα γραφήματα παρουσιάζεται η εξέλιξη των παραπάνω μεγεθών σε αμφότερούς τους κλάδους, για λόγους συγκρισιμότητας. Ο δευτερεύων άξονας (δεξιά) αφορά σε όλα τα διαγράμματα αυτής της υποενότητας τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Στην ανάλυση δεν περιλαμβάνονται οι κλάδοι Υπηρεσιών Χρηματοπιστωτικής Διαμεσολάβησης, Υπηρεσιών που αφορούν Ακίνητα και Υπηρεσιών Ενοικίασης. Με το συνθετικό “listed” σηματοδοτούνται οι εισηγμένες στο Χ.Α. επιχειρήσεις και με το συνθετικό “NoListed” οι μη εισηγμένες.

Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει από τις τάσεις όλων των παραπάνω μεγεθών είναι ότι οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις όλων των επιχειρήσεων παρουσιάζουν φθίνουσα τάση από το 2013, ενώ οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις παρουσιάζουν διακυμάνσεις σε συγκεκριμένο επίπεδο από το 2008, κατόπιν ταχύρρυθμης ανόδου στα προηγούμενα έτη.

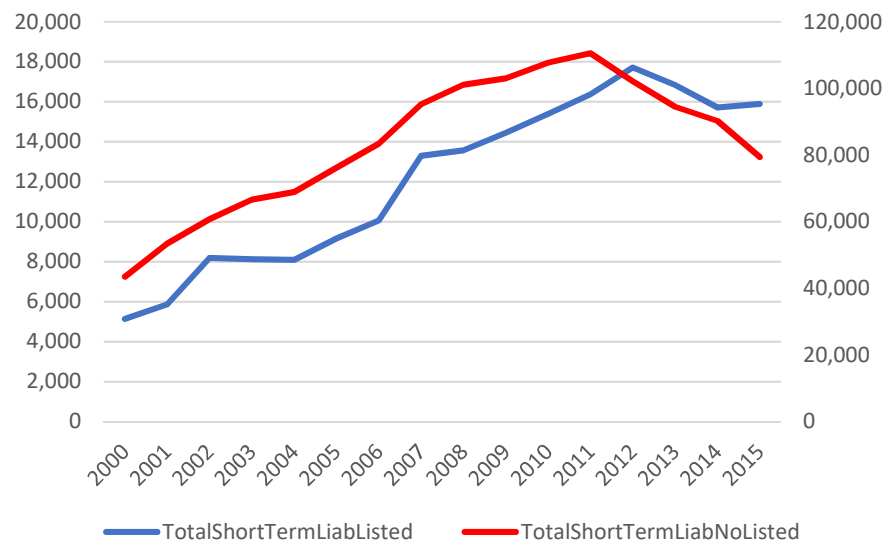
Συγκεκριμένα, το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων των μη εισηγμένων επιχειρήσεων το 2015 ήταν 30% λιγότερο από ότι το 2011, κοντά στο επίπεδο του 2005. Η αντίστοιχη μείωση στις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι πολύ μικρότερη. Επιπρόσθετα, το 2015 η πτώση τους ανακόπηκε, χωρίς να είναι προς το παρόν γνωστό εάν αυτή ήταν μια πρόσκαιρη εξέλιξη ή μια αλλαγή τάσης. Η υποχώρηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε εισηγμένες και μη επιχειρήσεις μπορεί να αποδοθεί στην εξόφλησή τους. Επίσης, θα μπορούσε να προέρχεται από τη μετατροπή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε μακροχρόνιες. Τα σχετικά στοιχεία επιβεβαιώνουν αυτή την εξέλιξη, όπως θα δειχθεί στη συνέχεια. Μια άλλη εξέλιξη με την οποία θα μπορούσε συνδέεται η παρατηρούμενη φθίνουσα τάση είναι η πτώχευση των επιχειρήσεων, με συνέπεια να μειώνεται το ύψος των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων λόγω μείωσης του πλήθους των επιχειρήσεων οι οποίες καταγράφονται στις ηλεκτρονικές βάσεις με στοιχεία ισολογισμού επιχειρήσεων, όπως η Hellastat. Τα δύο τελευταία ενδεχόμενα θεωρούνται ως τα πλέον πιθανά, λόγω της πολυετούς ύφεσης στην ελληνική οικονομία την περίοδο 2008-2013, η οποία άσκησε πιέσεις ιδίως στις ΜμΕ, οι οποίες και παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη κάμψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ευνόητα, ένας

*Περιορισμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από το 2011 λόγω εξέλιξης τους σε μακροπρόθεσμες και πτωχεύσεων επιχειρήσεων*



υψηλός αριθμός πτωχεύσεων και αθετούμενων υποχρεώσεων ασκεί ιδιαίτερη πίεση στον τραπεζικό τομέα και την «αγορά» με τη γενική της έννοια. Σε τέτοιες περιπτώσεις, εκτός από την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δάνειων, διογκώνονται και οι υπόλοιπες μη εξυπηρετούμενες υποχρεώσεις, για παράδειγμα προς προμηθευτές.

**Διάγραμμα 3.18: Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015**



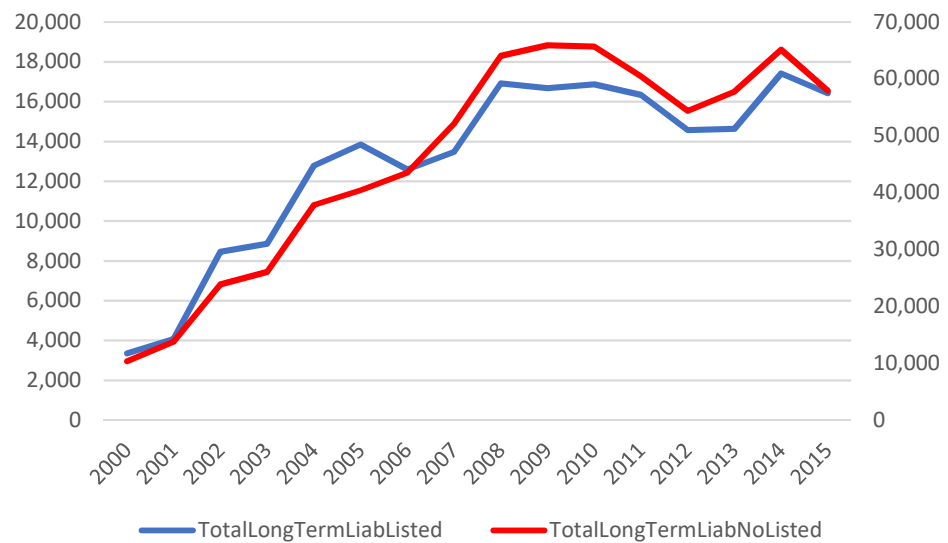
**Πηγή:** Hellastat, Επεξεργασία: IOBE

Μετά τη συνεχή άνοδό τους με υψηλούς ρυθμούς στην περίοδο 2000-2008, οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις σταθεροποιήθηκαν έως το 2010 για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις και έως το 2011 για τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Κατόπιν, περιορίστηκαν αμφότερες έως το 2012. Η νέα διεύρυνσή τους στη διετία 2013-2014 συμπίπτει πλήρως με την εκκίνηση της πτώσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στις εισηγμένες επιχειρήσεις και σε μεγάλο βαθμό με την ίδια τάση στις μη εισηγμένες. Αυτό το γεγονός αναδεικνύει τη συσχέτιση των δύο τάσεων. Από τα σχετικά στοιχεία προκύπτει ότι στη διετία 2013-2014 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των εισηγμένων περιορίστηκαν κατά €2 δισεκ., ενώ οι μακροπρόθεσμες διευρύνθηκαν κατά €2,8 δισεκ. Οι αντίστοιχες μεταβολές για τις μη εισηγμένες ήταν μείωση €11,9 δισεκ. και άνοδος €10,7 δισεκ. Επομένως σε αυτό το χρονικό διάστημα μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μετατράπηκαν σε μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα. Η πτώση

**Διακύμανση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων πλησίον του μέγιστου επιπέδου τους από το 2008**

αμφότερων των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων το 2015 στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις συνεπάγεται ότι η εξέλιξή τους δεν συσχετίζεται. Αυτή η ερμηνεία μάλλον δεν ισχύει για τις εισηγμένες στο ΧΑ επιχειρήσεις, καθώς ταυτόχρονα με τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους σε αυτό το έτος σημειώθηκε διεύρυνση των μακροπρόθεσμων. Σε κάθε περίπτωση, η ερμηνεία των τάσεων στις υποχρεώσεις το 2015, βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες, επηρεάστηκε από την τραπεζική αργία από το τέλος Ιουνίου έως τα μέσα Ιουλίου εκείνου του έτους, καθώς και την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι, παρά τη χαλάρωσή τους έκτοτε, συνεχίζουν να υφίστανται.

**Διάγραμμα 3.19: Μακροχρόνιες υποχρεώσεις επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015**

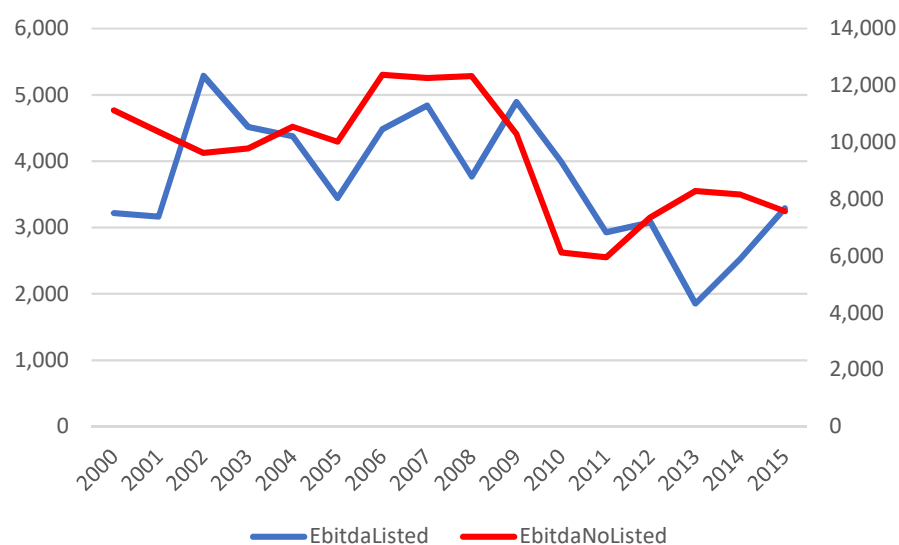


**Πηγή:** Hellastat, **Επεξεργασία:** IOBE

Η εξέλιξη της τάσης των κερδών προ φόρων, αποσβέσεων και τόκων (Ebitda) εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι παρόμοια στην περίοδο 2009 - 2013. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις φαίνεται να ακολουθούν την τάση των μη εισηγμένων με υστέρηση ενός έτους, γεγονός που μάλλον αντανακλά ότι είναι ελαφρώς πιο ανθεκτικές στις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου, αλλά τελικά τις υφίστανται. Ωστόσο, μετά την έντονη υποχώρηση του Ebitda στην περίοδο 2009-2011 και τη μικρή άνοδό του το

2012 σε αμφότερες εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, κατόπιν οι τάσεις διαφοροποιούνται μεταξύ των δύο ομάδων επιχειρήσεων οι οποίες εξετάζονται στην τρέχουσα ενότητα. Κατά μέσο όρο την περίοδο 2013-2015 ο δείκτης EBITDA αυξήθηκε στις μη εισηγμένες και δεν μεταβλήθηκε στις εισηγμένες. Όμως, παραμένει και στις δύο ομάδες επιχειρήσεων σε σαφώς χαμηλότερο επίπεδο από ότι στην περίοδο 2000-2008 και κοντά στο ελάχιστο επίπεδό του στην περίοδο 2000-2015.

**Διάγραμμα 3.20: : EBITDA επιχειρήσεων στην Ελλάδα, 2000-2015**



**Πηγή:** Hellastat, **Επεξεργασία:** IOBE

*Η χαμηλή κερδοφορία δυσχεραίνει την κάλυψη των υψηλών συσσωρευμένων υποχρεώσεων*

Ανακεφαλαιώνοντας τις εξελίξεις που προκύπτουν από τα στοιχεία για την εξέλιξη των υποχρεώσεων και των κερδών των επιχειρήσεων, εισηγμένων και μη, προκύπτει ότι το επίπεδο των πρώτων παρέμενε υψηλό μέχρι και το πλέον πρόσφατο έτος για το οποίο υπάρχουν στοιχεία. Η σχεδόν συνεχής κάμψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, από το 2011 για τις μη εισηγμένες και το 2012 για τις εισηγμένες οφείλεται στη μετατροπή τους σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, ειδικά στη διετία 2013 – 2014, στην πτώχευση πολλών μη εισηγμένων λόγω της παρατεταμένης ύφεσης, αλλά και στην πιστωτική συρρίκνωση από τις τράπεζες. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παραμένουν πλησίον του διαχρονικά μέγιστου επιπέδου τους, παρά τις χαμηλές νέες πιστώσεις από το 2010 και το κλείσιμο πολλών επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, το πολύ χαμηλότερο επίπεδο EBITDA στα πρόσφατα έτη καθιστά αρκετά δυσκολότερη την κάλυψη των

συσσωρευμένων υποχρεώσεων. Επομένως, η ανάγκη απομόχλευσης των επιχειρήσεων είναι έντονη.

### 3.3.2 Εκτίμηση της τάσης της μόχλευσης

Προκειμένου να προσεγγιστεί η εξέλιξη μιας χρονολογικής σειράς δεδομένων,  $y_t$ , όπως η μόχλευση, γίνεται η υπόθεση ότι αυτή αποτελεί συνάρτηση της χρονικής τάσης,  $t$ , και του διαταρακτικού όρου,  $\varepsilon_t$ , ο οποίος αποκαλείται και "θόρυβος":

$$y_t = a + bt + \varepsilon_t$$

Τα  $a$  και  $b$  είναι άγνωστες παράμετροι. Προκειμένου να εφαρμοστεί η μέθοδος των ελάχιστων τετραγώνων, γίνεται η υπόθεση ότι τα σφάλματα εκτίμησης,  $\varepsilon_t$  κατανέμονται ανεξάρτητα ακολουθώντας την κανονική κατανομή. Ο εκτιμώμενος συντελεστής κλίσης  $b$  που σχετίζεται με μια γραμμική μεταβλητή χρονικής τάσης, ερμηνεύεται ως ένα μέτρο της επίδρασης ενός αριθμού άγνωστων (ή γνωστών αλλά μη μετρήσιμων) παραγόντων στην εξαρτώμενη μεταβλητή  $y_t$  εντός μιας μονάδας χρόνου.

Η χρησιμότητα ενός υποδείγματος σαν το παραπάνω δεν έγκειται στην ερμηνευτική ικανότητα της εξέλιξης της εξαρτημένης μεταβλητής  $y_t$ , μέσω των παραγόντων οι οποίοι την επηρεάζουν. Η χρονική τάση, η οποία είναι η ερμηνευτική μεταβλητή, υποτίθεται ότι ενσωματώνει τη σωρευτική επιρροή μακροοικονομικών παραγόντων, απαλλαγμένη από κυκλικές ή εποχικές επιδράσεις. Αυτή η υπόθεση επιτρέπει την πρόβλεψη της εξέλιξης της εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή της μόχλευσης στο πλαίσιο της ανάλυσης η οποία πραγματοποιείται εδώ, απαλλαγμένης από την επίδραση των συγκεκριμένων επιδράσεων.

Το μέγεθος με το οποίο προσεγγίστηκε η μόχλευση σε κάθε κλάδο είναι το σύνολο των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαιά του. Ο δείκτης μόχλευσης σε επίπεδο επιχείρησης αποτυπώνει την αναλογία των συνολικών υποχρεώσεων μίας επιχείρησης προς τα κεφάλαιά της. Σε κλαδικό επίπεδο, ο δείκτης μόχλευσης σε μία δεδομένη χρονική στιγμή δείχνει το πόσες φορές το άθροισμα των συνολικών υποχρεώσεων των οικονομικά ενεργών επιχειρήσεων ενός κλάδου υπερβαίνει το άθροισμα των κεφαλαίων των ενεργών επιχειρήσεων οι οποίες υπάγονται σε αυτόν. Τα απαιτούμενα

στοιχεία, εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη, για την κατασκευή του δείκτη μόχλευσης, αντλήθηκαν από την Hellastat, για τις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις. Αφορούν στην περίοδο 2000 - 2016.

Σε κάθε κλάδο, για κάθε έτος του δείγματος περιλαμβάνονται όλες οι επιχειρήσεις με οικονομική δραστηριότητα. Συνεπώς, η μόχλευση σε κλαδικό επίπεδο σε ένα συγκεκριμένο έτος, διαμορφώθηκε από τις επιχειρήσεις που ήταν οικονομικά ενεργές σε εκείνη τη χρονική περίοδο. Επομένως, δεν υποδειγματοποιήθηκε η είσοδος-έξοδος επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο, ούτε σχηματίστηκε ένα δείγμα μόνο από τις επιχειρήσεις που ήταν ενεργές καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Οι κλάδοι στους οποίους κατηγοριοποιήθηκαν οι επιχειρήσεις είναι οι αναφερόμενοι στον Πίνακα 3.3.

Προχωρώντας στα αποτελέσματα της προσέγγισης της τάσης της μόχλευσης με το παραπάνω υπόδειγμα, στον κλάδο Γεωργίας, αλιείας, θήρας και δασοκομίας (A&B), παρατηρείται ότι η μόχλευση των εισηγμένων εταιριών διαχρονικά βρίσκεται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα συγκριτικά με το επίπεδο μόχλευσης των μη εισηγμένων εταιριών (Διάγραμμα 3.11) αλλά και του κλάδου συνολικά. Το 2016 σημειώθηκε έντονη τάση απομόχλευσης στις επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου, εισηγμένες και μη. Η εκτιμημένη μεσοπρόθεσμη τάση της μόχλευσης, η οποία αποτυπώνεται με διακεκομμένη γραμμή, δείχνει ότι η ανοδική πορεία στο επίπεδο μόχλευσης θα συνεχιστεί στους εν λόγω τομείς. Προκειμένου να διευκολυνθεί η κατανόηση των διαγραμμάτων 3.11 – 3.34, ο κάθετος άξονας σε αυτά, ή οι δυο κάθετοι άξονες όπου υπάρχει δευτερεύων άξονας, αφορούν τις τιμές της μόχλευσης. Ο δευτερεύων, βοηθητικός κάθετος άξονας περιλαμβάνει τιμές μόχλευσης με διαφορετική κλίμακα, ούτε ώστε να φαίνεται καλύτερα η διαχρονική της πορεία ανά κατηγορία εταιριών, εισηγμένων ή μη εισηγμένων.

**Πίνακας 3.3: Κλάδοι στους οποίους εξετάστηκε η τάση της μόχλευσης**

Κωδικός NACE	Ονομασία Κλάδου	Κωδικός NACE
<b>A&amp;B</b>	Γεωργία, Αλιεία, Θήρα και Δασοκομία	D
<b>C</b>	Ορυχεία και Λατομεία	D
<b>DA</b>	Τρόφιμα, Ποτά, Καπνός	D

<b>DB</b>	Παραγωγή Κλωστοϋφαντουργικών Υλών	D
<b>DC</b>	Κατεργασία και Δέψη Δέρματος,	E
<b>DD</b>	Κατεργασία Ξύλου και Παραγωγή	F
<b>DE</b>	Παραγωγή Χάρτου και Προϊόντων του –	G
<b>DF</b>	Παράγωγα Πετρελαίου και Άνθρακα	I
<b>DG</b>	Παραγωγή Χημικών Ουσιών και	J
<b>DH</b>	Παραγωγή Πλαστικών, Ελαστικών Υλών	L
<b>DI</b>	Παραγωγή Προϊόντων από Μη	M
<b>DJ</b>	Παραγωγή Βασικών Μετάλλων και	H

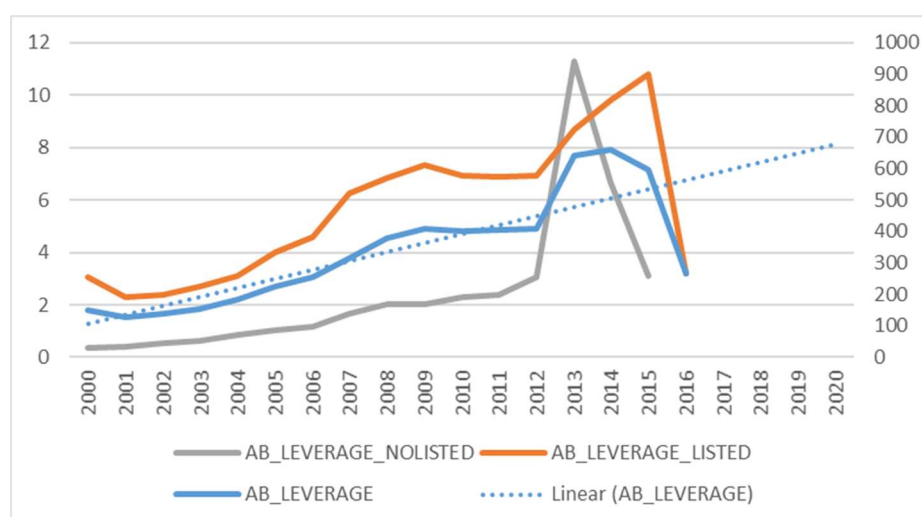
Στον κλάδο Ορυχείων και λατομείων (C) δεν υφίστανται εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Από το 2014 ο κλάδος παρουσιάζει μία έντονη αύξηση της μόχλευσης (Διάγραμμα 3.22). Η προκύπτουσα από την εκτίμηση μεσοπρόθεσμη τάση της ζήτησης είναι συνεχώς ανοδική. Πάντως, επισημαίνεται η φτωχή προσαρμογή των δεδομένων στην διαχρονική τάση της μόχλευσης του κλάδου, η οποία μάλλον οφείλεται στην έντονη διακύμανση του επιπέδου της μόχλευσης, όπως φαίνεται και από το σχετικό διάγραμμα.

Στον κλάδο Παραγωγής τροφίμων, ποτών και καπνού σημειώνεται αύξηση της μόχλευσης το 2016, κυρίως στη εισηγμένες επιχειρήσεις. Διαχρονικά, από το 2000, η διακύμανση της μόχλευσης ήταν μικρή, ιδίως στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Η εκτιμημένη τάση για τα προσεχή έτη στο σύνολο του κλάδου είναι ανοδική. Στην Κλωστοϋφαντουργία (DB), το επίπεδο μόχλευσης των εισηγμένων στο εγχώριο χρηματιστήριο εταιριών είναι διαχρονικά πολύ υψηλότερο από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου. Η έντονα αυξητική τάση της μόχλευσης στον κλάδο, οφείλεται στην ανοδική πορεία που παρουσιάζουν οι εισηγμένες επιχειρήσεις στη μόχλευση. Στον κλάδο Επεξεργασίας δέρματος και παραγωγής δερμάτινων ειδών (DC) δεν υπάρχουν εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το επίπεδο μόχλευσης των επιχειρήσεων δεν παρουσίαζε μεγάλη διακύμανση έως το 2009. Στη διετία 2009 - 2010 σημείωσε έντονη αυξομείωση και εν συνεχεία είτε υποχωρούσε, είτε δεν μεταβαλλόταν σε σύγκριση την προηγούμενη χρονιά μέχρι το 2014. Η εκτιμημένη διαχρονική τάση έχει μία οριακά καθοδική κλίση (Διάγραμμα 3.25).

Ο κλάδος Κατεργασίας ξύλου και παραγωγής προϊόντων ξύλου (DD), παρουσίασε αύξηση της μόχλευσης από το 2014 στις εισηγμένες

επιχειρήσεις (Διάγραμμα 3.26). Την άνοδο της μόχλευσης ακολούθησαν οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις ένα χρόνο αργότερα. Από την εκτίμηση της τάσης της μόχλευσης των επιχειρήσεων του κλάδου, προκύπτει ότι αυτή θα ανέλθει στα επόμενα χρόνια. Στον κλάδο Παραγωγής Χάρτου και προϊόντων αυτού (DE), το ποσοστό μόχλευσης των εισηγμένων επιχειρήσεων ήταν διαχρονικά χαμηλότερο από ότι των μη εισηγμένων επιχειρήσεων, έως το 2015. Το επόμενο έτος σημειώθηκε απότομη αύξηση της μόχλευσης των εισηγμένων επιχειρήσεων. Η εκτίμηση της τάσης του επιπέδου μόχλευσης στο συγκεκριμένο κλάδο αναδεικνύει μια άνοδό του μεσοπρόθεσμα.

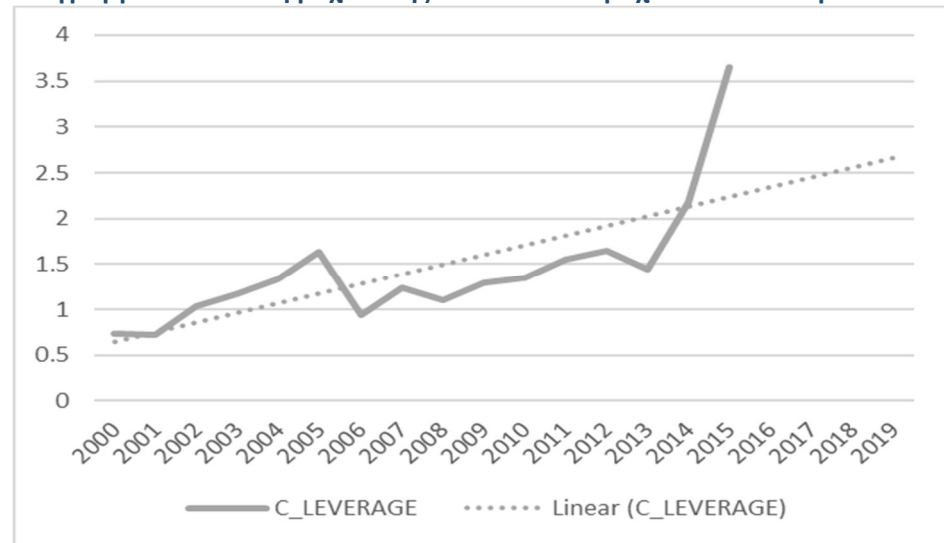
**Διάγραμμα 3.21: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Γεωργίας, αλιείας, θήρας και δασοκομίας\***



\*Ο αριστερός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)

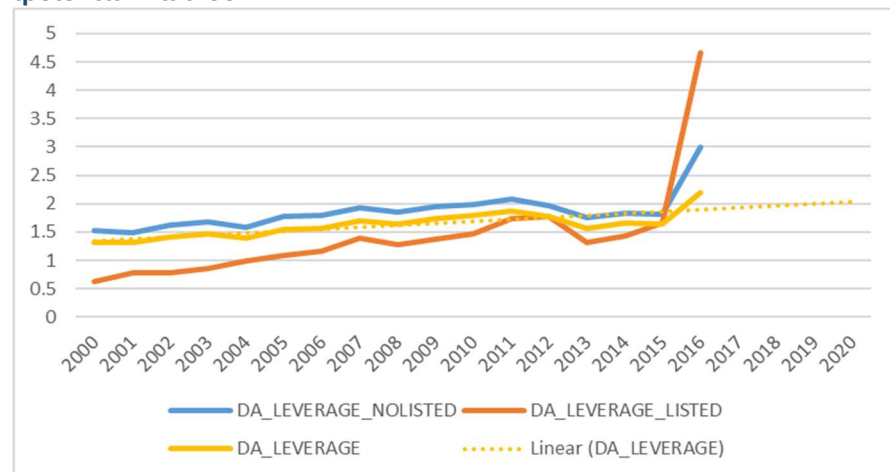
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.22: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ορυχείων και λατομείων**



Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

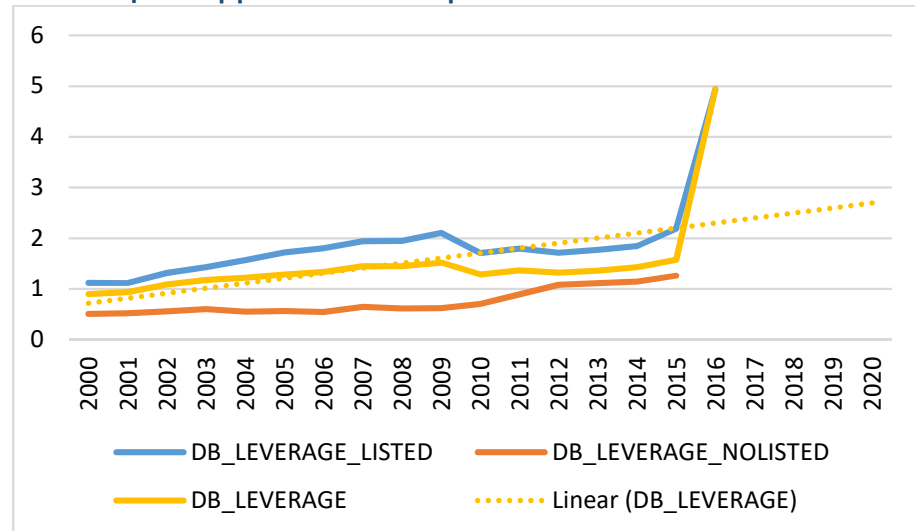
**Διάγραμμα 3.23: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Τροφίμων, ποτών και προϊόντων καπνού**



Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE



**Διάγραμμα 3.24: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής Κλωστοϋφαντουργικών υλών και προϊόντων\***

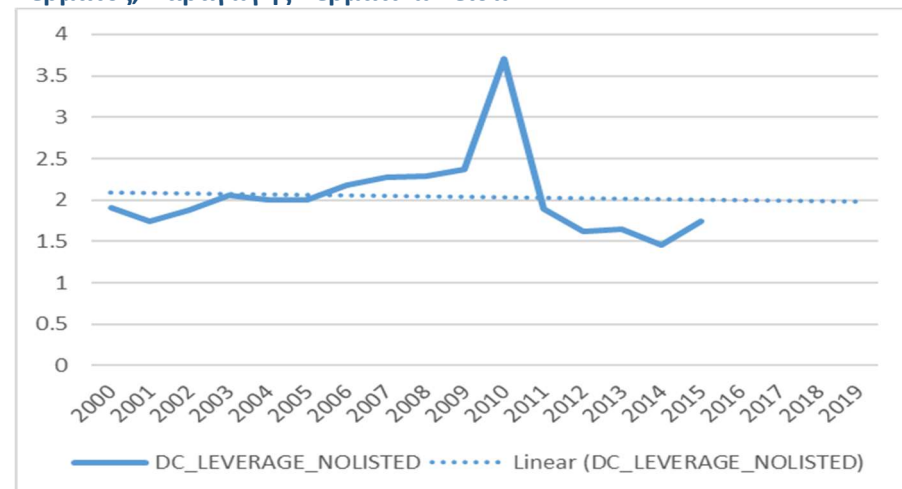


\*Ο αριστερός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

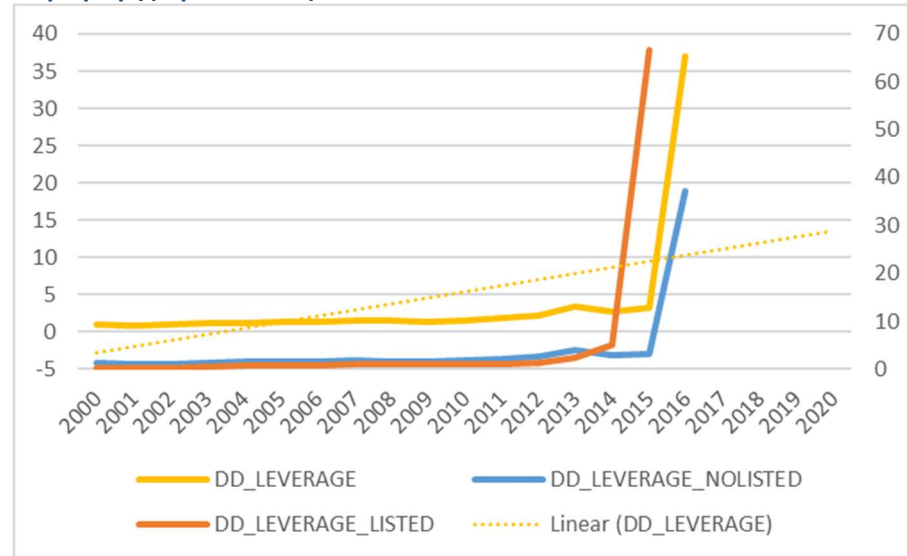
Οι επιχειρήσεις του κλάδου Παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα (DF), εισηγμένες και μη, παρουσίασαν μία συνεχή, έντονα αυξητική τάση του επιπέδου μόχλευσής τους από το 2000 έως το 2014. Στη διετία 2015 - 2016 σημείωσε κάμψη στις εισηγμένες επιχειρήσεις, οι οποίες καθόρισαν το επίπεδο μόχλευσης του κλάδου στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Η εκτιμημένη τάση εξομαλύνει αυτές τις διαφορές στο επίπεδο μόχλευσης μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων και δείχνει μια ηπιότερη, ανοδική δυναμική στο προσεχές μέλλον.

**Διάγραμμα 3.25: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Κατεργασίας και Δέψη Δέρματος, Παραγωγής Δερμάτινων ειδών**



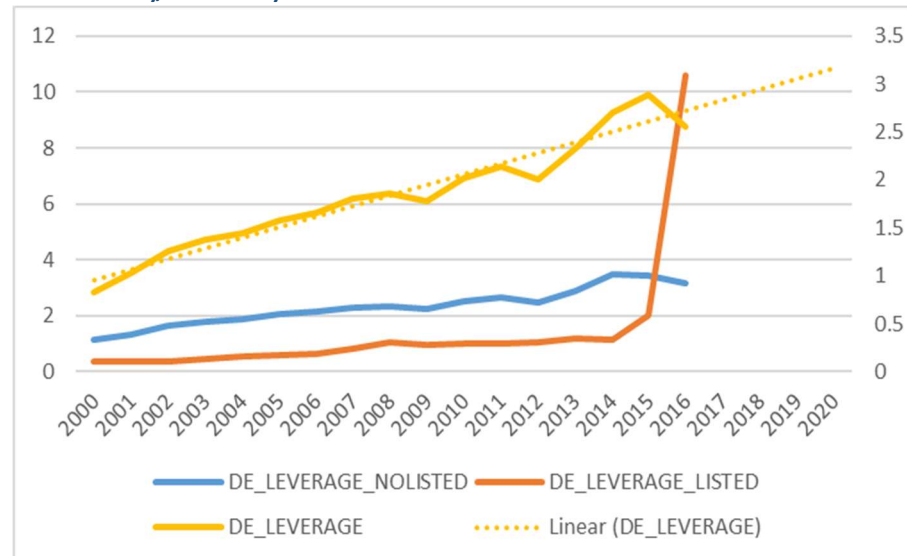
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.26: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Κατεργασίας ξύλου και παραγωγής προϊόντων ξύλου\***



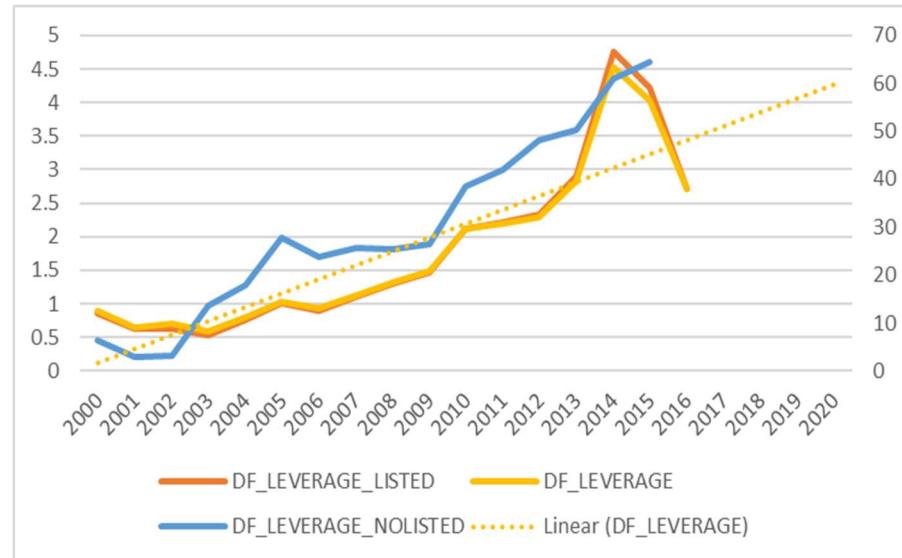
\*Ο δεξιός άξονας αφορά στις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις  
**Πηγή:** HellaStat, **Επεξεργασία:** IOBE

**Διάγραμμα 3.27: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Προϊόντων χάρτου, εκτυπώσεις, εκδόσεις\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά στο συνολικό επίπεδο μόχλευσης του κλάδου  
**Πηγή:** HellaStat, **Επεξεργασία:** IOBE

**Διάγραμμα 3.28: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Προϊόντα πετρελαίου και άνθρακα\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις

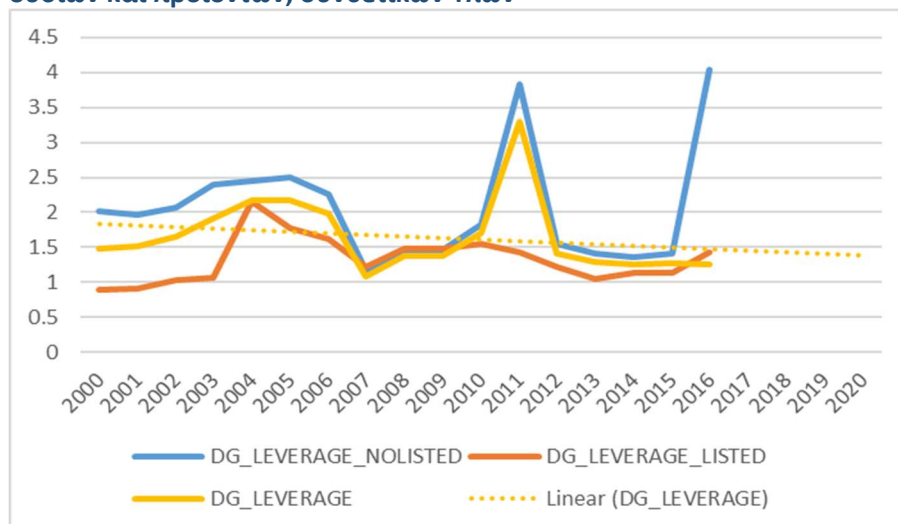
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

Στον κλάδο Παραγωγής χημικών ουσιών και προϊόντων, καθώς και συνθετικών υλών (DG), το επίπεδο μόχλευσης παρουσιάζει διαχρονικά έντονη διακύμανση. Και σε αυτόν τον κλάδο, η μόχλευση των μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι στο σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου υψηλότερη από ότι των εισηγμένων επιχειρήσεων. Οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις καθόρισαν το επίπεδο μόχλευσης έως το 2015. Η τάση της μόχλευσης στην Παραγωγή χημικών ουσιών και προϊόντων, συνθετικών υλών (DG) εκτιμήθηκε οριακά φθίνουσα, επομένως θα υποχωρήσει στα επόμενα έτη. Στον κλάδο Παραγωγής πλαστικών, ελαστικών υλών και προϊόντων (DH) εκτιμήθηκε μια ανοδική τάση της μόχλευσης για τα προσεχή έτη. Η διακύμανσή της στο σύνολο των επιχειρήσεων του κλάδου διαμορφώθηκε καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο από όσες είναι εισηγμένες στο εγχώριο χρηματιστήριο.

Στον κλάδο Παραγωγής προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά (DI), η διακύμανση του επιπέδου μόχλευσης των εισηγμένων επιχειρήσεων ήταν έντονη στην περίοδο 2000 - 2016, διαμορφώνοντας τη μόχλευση στο σύνολο του κλάδου. Το 2015 παρατηρείται ραγδαία αύξηση της μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Η τάση για τα προσεχή έτη από τα δεδομένα είναι καθοδική. Στον κλάδο των βασικών μετάλλων και

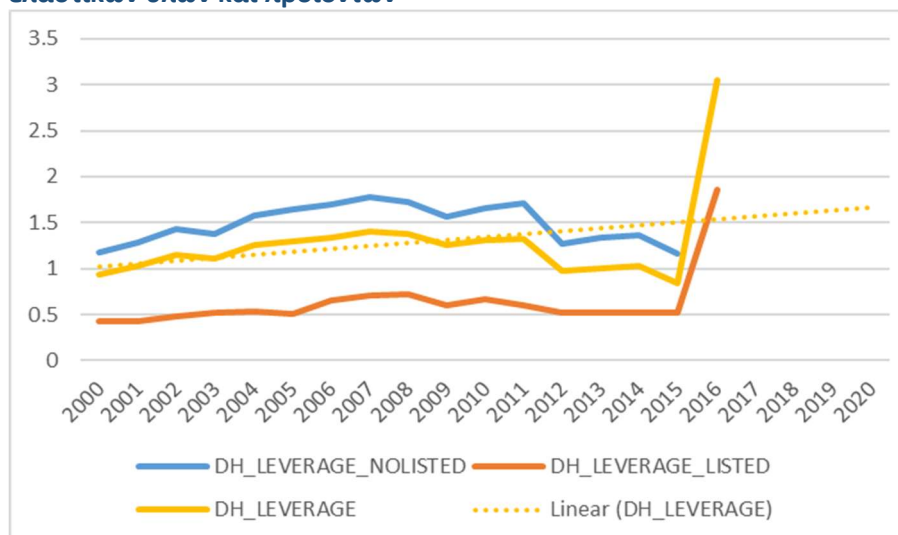
μεταλλικών προϊόντων (DJ), επίσης η μόχλευση εξαρτάται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις και εμφανίζει απότομη άνοδο στις μη εισηγμένες το 2016. Όμως, σε αντίθεση με τον προηγούμενο κλάδο, η διαχρονική τάση της είναι ανοδική.

**Διάγραμμα 3.29: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής χημικών ουσιών και προϊόντων, συνθετικών Υλών**



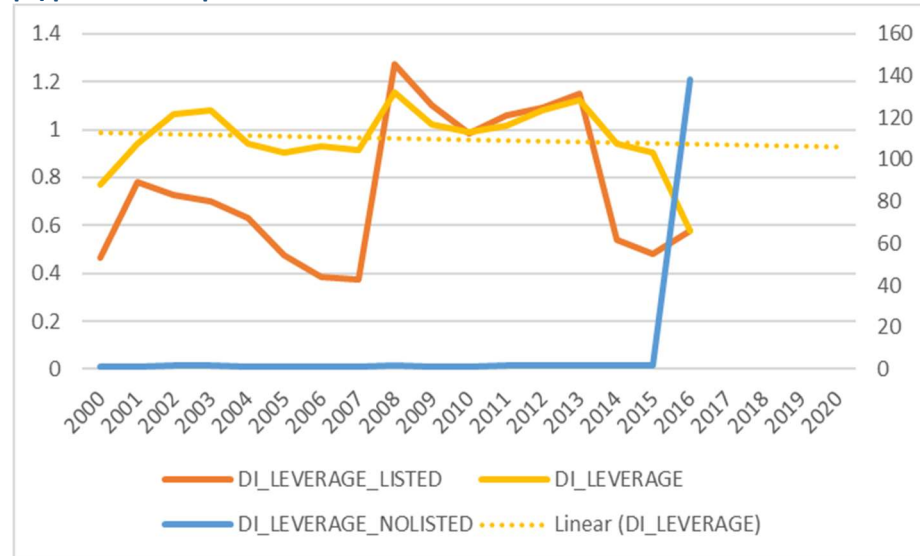
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.30: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής πλαστικών, ελαστικών υλών και προϊόντων**



Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

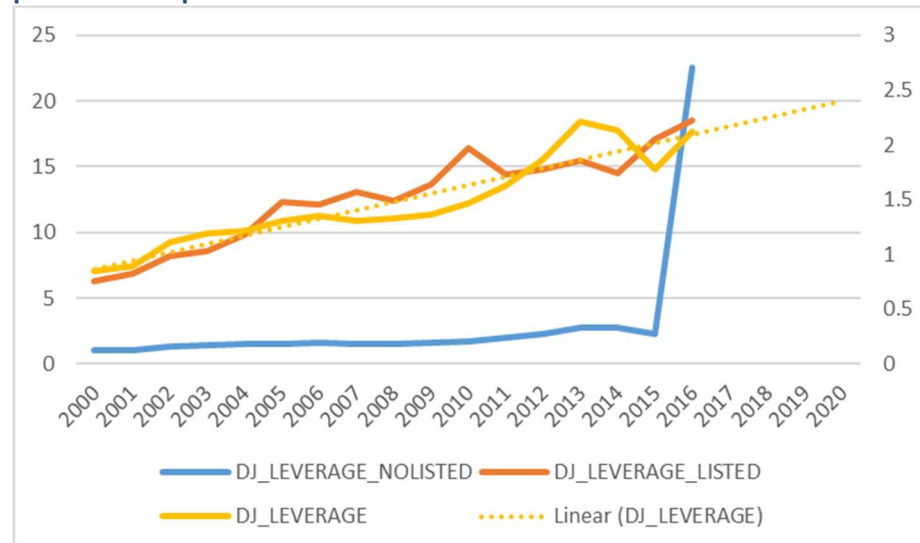
**Διάγραμμα 3.31: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Παραγωγής προϊόντων από μη μεταλλικά ορυκτά\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (not listed)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.32: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά στις εισηγμένες επιχειρήσεις (listed) και στο σύνολο του κλάδου

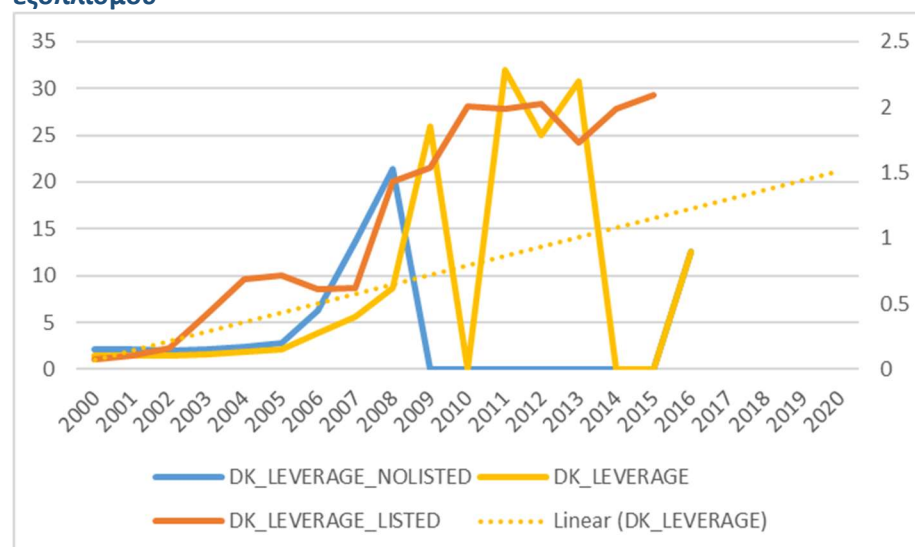
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

Στον κλάδο Μηχανημάτων και εξοπλισμού (DK), η διακύμανση της μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων, καθώς και σε επίπεδο κλάδου είναι πολύ μεγάλη. Όμως, στα έτη 2009 - 2016 ο δείκτης μόχλευσης δεν ορίζεται για πολλές μη εισηγμένες επιχειρήσεις, γιατί η καθαρή θέση τους είναι αρνητική. Αυτή η εξέλιξη συνήθως οφείλεται σε συσσώρευση ζημιών

εις νέο λόγω της ζημιογόνου λειτουργίας μιας επιχείρησης για μία περίοδο ετών. Στις περιπτώσεις που ο δείκτης μόχλευσης δεν ορίζεται, οι τιμές του έχουν αντικατασταθεί με το μηδέν. Υπό αυτή την υπόθεση, η εκτιμημένη τάση του βαθμού μόχλευσης είναι ανοδική.

Στον κλάδο Παραγωγής ηλεκτρικού εξοπλισμού και των οπτικών συσκευών (DL), η μόχλευση αμφότερων των εισηγμένων και των μη εισηγμένων επιχειρήσεων κυμαίνεται πολύ κοντά στη διαχρονική τάση έως το 2015. Ωστόσο αυτή προσδιορίζεται στην περίοδο 2000 - 2015 από τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Η τάση της μόχλευσης είναι οριακά φθίνουσα. Επίσης στον κλάδο Παραγωγής εξοπλισμού μεταφορών (DM) στη πλειονότητα των εξεταζόμενων ετών, σε πολλές μη εισηγμένες επιχειρήσεις δεν ορίζεται ο δείκτης μόχλευσης. Ακολούθως, ως τιμή μόχλευσης έχει τεθεί η μηδενική. Οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις ασκούν ισχυρή επίδραση στο Μ.Ο. του κλάδου, με αποτέλεσμα η μόχλευσή του να είναι μηδενική στα περισσότερα έτη. Κατά συνέπεια, κρίνεται ότι η εκτίμηση της τάσης μόχλευσης δεν είναι αξιόπιστη.

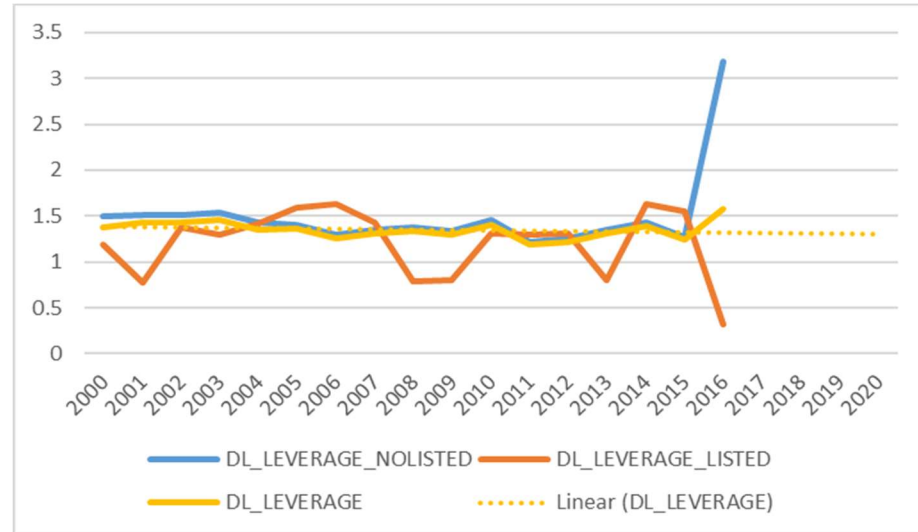
**Διάγραμμα 3.33: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Μηχανημάτων και εξοπλισμού\***



\* Ο δεξιός άξονας αφορά στις εισηγμένες επιχειρήσεις (listed)

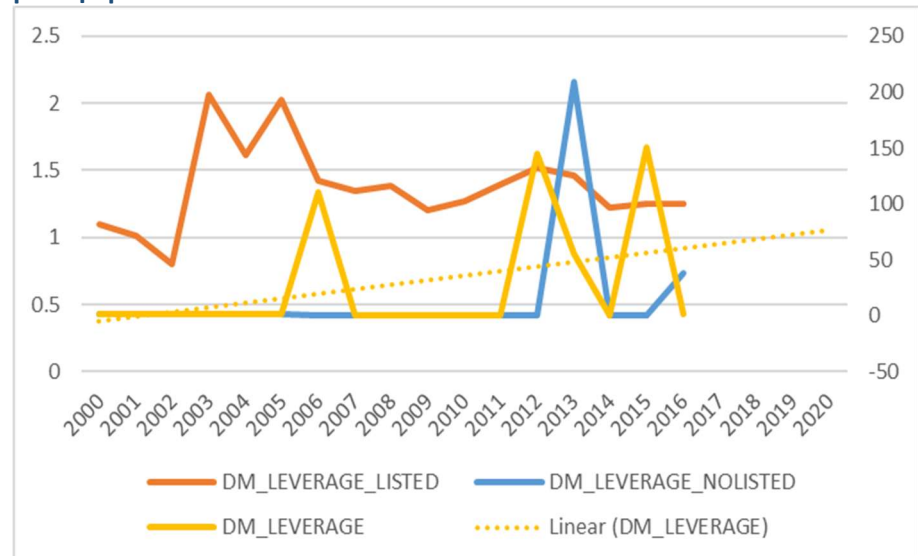
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.34: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ηλεκτρικού εξοπλισμού και οπτικών συσκευών**



Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.35: Τάση μόχλευσης στην Παραγωγή εξοπλισμού μεταφορών\***



\* Ο δεξιός άξονας αφορά στις εισηγμένες επιχειρήσεις (listed) και στο σύνολο του κλάδου

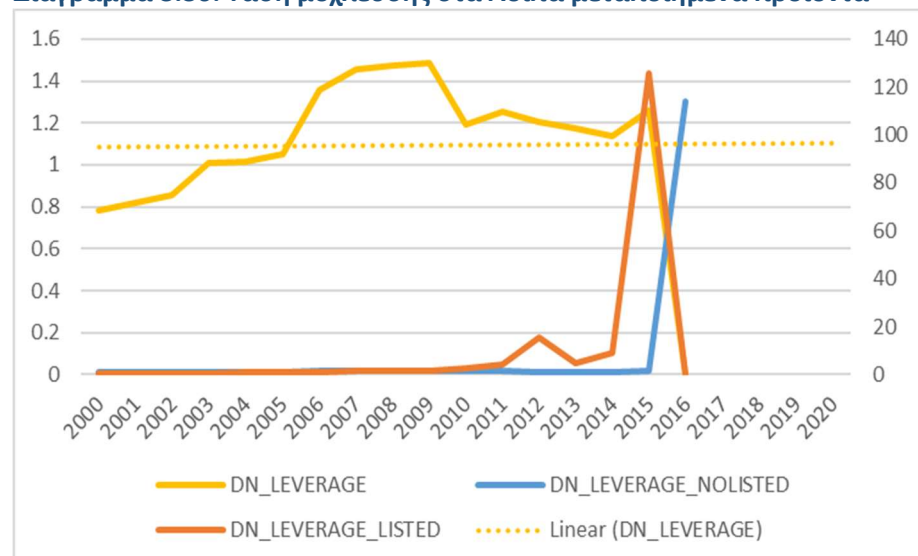
Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

Στα λοιπά μεταποιημένα προϊόντα (DN), σημειώνεται απότομη, κατακόρυφη αύξηση της μόχλευσης στις εισηγμένες επιχειρήσεις το 2015 και στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις το 2016. Σε κάθε ομάδα επιχειρήσεων, έως το προηγούμενο έτος, ο βαθμός μόχλευσης κυμαινόταν γύρω από τη μονάδα. Στις εισηγμένες, ο βαθμός μόχλευσης επέστρεψε στα προ της ανόδου επίπεδα το 2016. Οι αντίθετες, ακραίες τιμές του βαθμού

μόχλευσης το 2015 και το 2016 στις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις αλληλοεξουδετερώθηκαν. Η τάση της μόχλευσης είναι οριακά ανοδική.

Στον κλάδο Ηλεκτρικής ενέργειας, φυσικού αερίου και ύδρευσης (E), εκτιμήθηκε έντονα ανοδική τάση μεσοπρόθεσμα, επηρεασμένη από την εξέλιξη του βαθμού μόχλευσης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων. Στις Κατασκευές (F), η τάση της μόχλευσης επίσης είναι ανοδική και επηρεάζεται κυρίως από τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Στο Χονδρικό και λιανικό εμπόριο (G), επίσης η τάση της μόχλευσης κατά τα έτη 2000 - 2016 εξαρτάται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις.

**Διάγραμμα 3.36: Τάση μόχλευσης στα Λοιπά μεταποιημένα προϊόντα\***



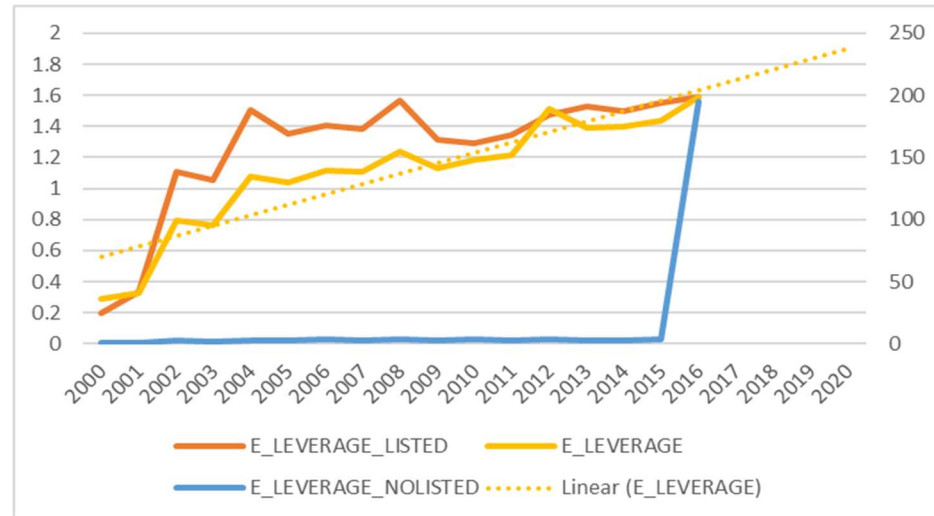
\* Ο δεξιός άξονας αφορά στις εισηγμένες (listed) και οι μη εισηγμένες (nolisted) επιχειρήσεις

**Πηγή:** HellaStat, **Επεξεργασία:** IOBE

Αυτό το γεγονός είναι ιδιαίτερα εμφανές το 2016, στο οποίο η μόχλευση του κλάδου υποχώρησε, παρότι αυξήθηκε αισθητά στις μη εισηγμένες και δεν μεταβλήθηκε στις εισηγμένες. Η τάση που διαμορφώνεται στο σύνολο του κλάδου είναι ανοδική. Στις Υπηρεσίες μεταφορών, αποθήκευσης και επικοινωνιών (I) η διακύμανση της μόχλευσης εξαρτάται κυρίως από τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Ωστόσο η άνοδος της μόχλευσης των εισηγμένων από το μια ανοδική τάση για το επίπεδο μόχλευσης.

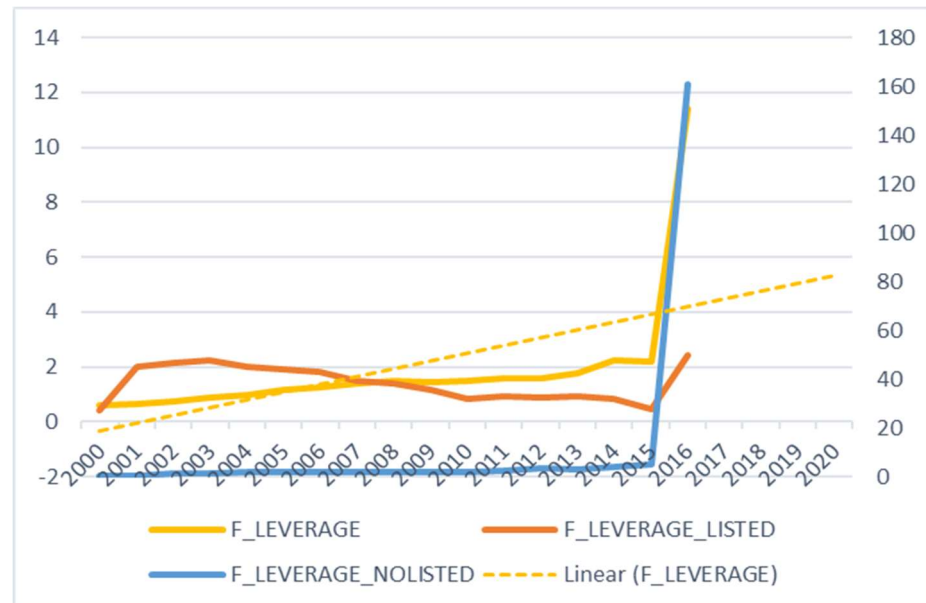


**Διάγραμμα 3.37: Τάση μόχλευσης στον κλάδο Ηλεκτρικής ενέργειας, φυσικού αερίου και ύδρευσης**



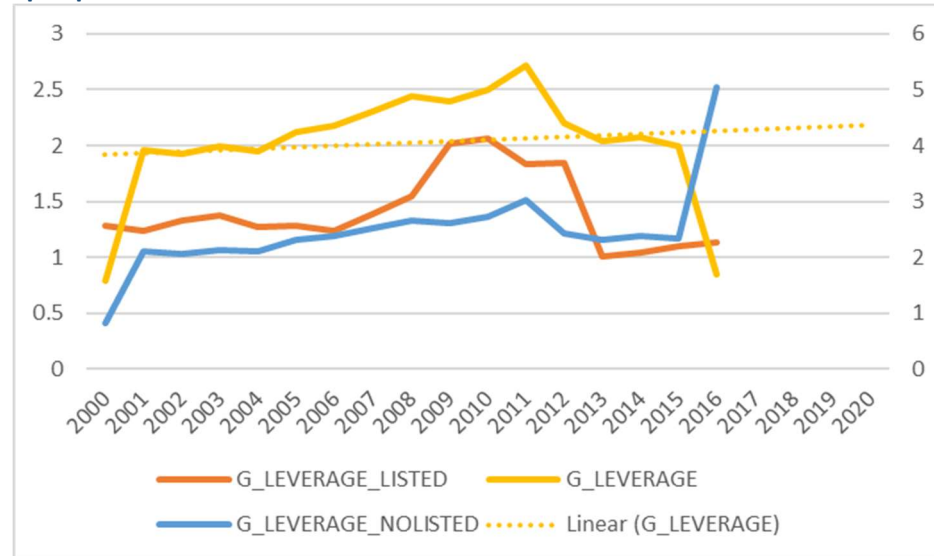
\*Ο αριστερός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)  
 Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.38: Τάση μόχλευσης στις Κατασκευές\***



\* Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)  
 Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

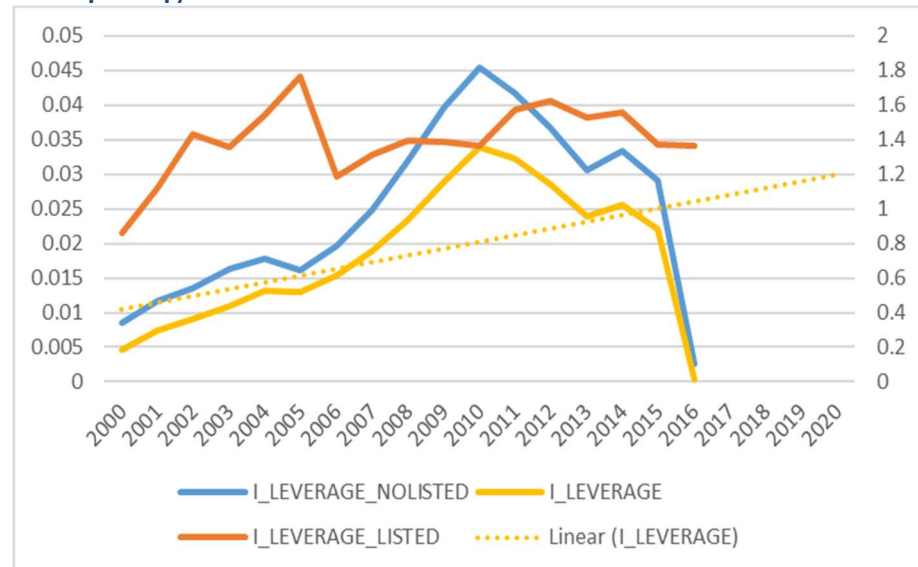
**Διάγραμμα 3.39: Τάση μόχλευσης στις Υπηρεσίες χονδρικού και λιανικού εμπορίου\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.40: Τάση μόχλευσης στις Υπηρεσίες μεταφορών, αποθήκευσης και επικοινωνιών**



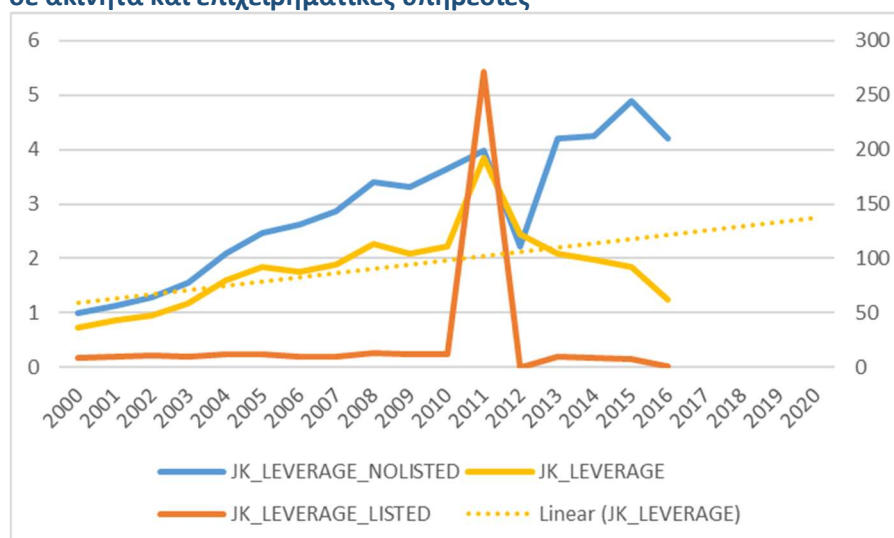
\*Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις (listed)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

Στις Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, τις υπηρεσίες που αφορούν σε ακίνητα και τις επιχειρηματικές υπηρεσίες (J&K), παρατηρείται άνοδος της μόχλευσης έως το 2011 και κατόπιν συνεχής υποχώρησή της (Διάγραμμα 3.31). Η εξέλιξή της φαίνεται ότι διαμορφώνεται κυρίως από τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις, τουλάχιστον έως και το 2012 και κατόπιν από τις εισηγμένες. Μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων

υφίσταται συνεχώς σημαντική διάσταση ως προς το βαθμό μόχλευσης. Επισημαίνεται ότι το 2012 και το 2016 ορισμένες εκ των εισηγμένων παρουσίασαν αρνητική καθαρή θέση και ακολούθως ο βαθμός μόχλευσής τους τέθηκε μηδενικός. Αυτό το γεγονός μάλλον αντανακλά τις επιπτώσεις της ανταλλαγής ομολόγων του ελληνικού δημοσίου τον Μάρτιο – Απρίλιο του 2012 και στις εξελίξεις το 2015 (τραπεζική αργία, απώλεια πρόσβασης στο βασικό μηχανισμό ρευστότητας της ΕΚΤ. Η διαχρονική τάση που έχει εκτιμηθεί δείχνει ανοδική πορεία της μόχλευσης στα προσεχή έτη. Και στις Υπηρεσίες διοίκησης, άμυνας και υποχρεωτικής κοινωνικής ασφάλισης (L), στον οποίο οι επιχειρήσεις είναι μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, υπάρχουν πολλές με αρνητική καθαρή θέση από το 2009 και μετά. Με εξαίρεση την περίοδο 2006 – 2008, όταν η μόχλευση παρουσίασε έντονη άνοδο, αυτή βαίνει φθίνουσα. Το συγκεκριμένο γεγονός επηρεάζει και την εκτιμημένη τάση της μόχλευσης του κλάδου για τα επόμενα χρόνια, η οποία είναι πτωτική.

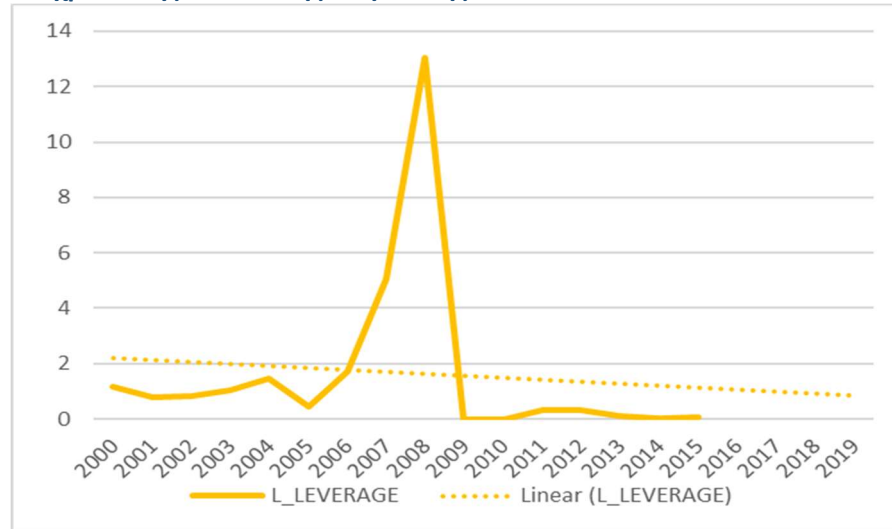
**Διάγραμμα 3.41: Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, υπηρεσίες που αφορούν σε ακίνητα και επιχειρηματικές υπηρεσίες\***



\*Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις (listed)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

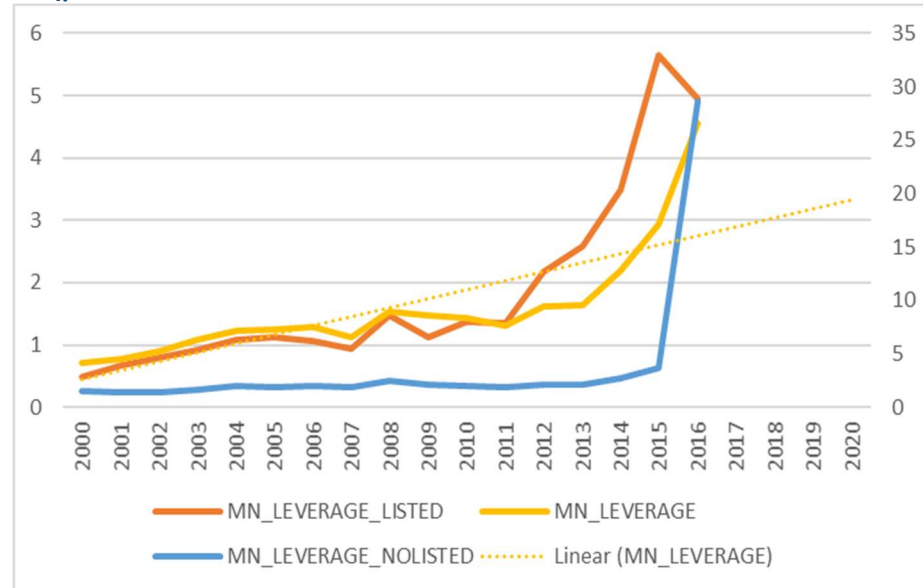
**Διάγραμμα 3.42: Υπηρεσίες δημόσιας διοίκησης, άμυνας και αποχρεωτικής κοινωνικής ασφάλισης**



**Πηγή:** HellaStat, **Επεξεργασία:** IOBE

Στις Υπηρεσίες εκπαίδευσης, υγείας και κοινωνικών υπηρεσιών (M&N), σημειώνεται μετά το 2011 απότομη αύξηση του επιπέδου μόχλευσης στις εισηγμένες επιχειρήσεις, οι οποίες καθορίζουν και την τάση στον τομέα (Διάγραμμα 3.33). Κατακόρυφη αύξηση της μόχλευσης σημειώθηκε το 2016 και στις μη εισηγμένες, μετά από μια δεκαπενταετία σταθερότητας. Επομένως, η τάση που διαμορφώνεται είναι ανοδική. Τέλος, στις Υπηρεσίες ξενοδοχείων και λοιπού ατομικού - κοινωνικού χαρακτήρα (H&O), τα επίπεδα μόχλευσης εισηγμένων και μη εισηγμένων επιχειρήσεων κυμαίνονται γύρω από την διαχρονική τάση, η οποία είναι οριακά καθοδική (Διάγραμμα 3.34). Εξάιρεση αποτελεί η μόχλευση των μη εισηγμένων επιχειρήσεων το 2016, έτος στο οποίο εμφάνισε απότομη αύξηση.

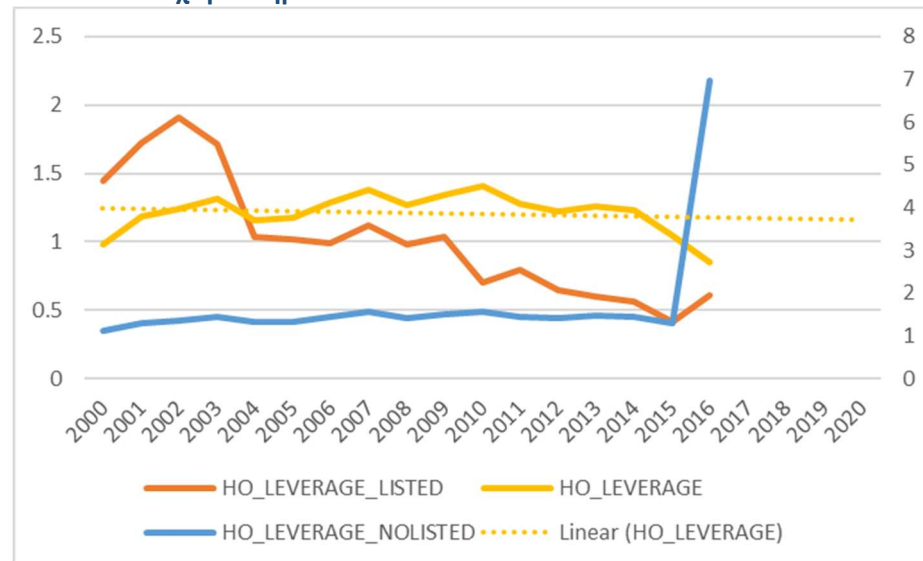
**Διάγραμμα 3.43: Υπηρεσίες εκπαίδευσης, υγείας και κοινωνικών υπηρεσιών\***



\* Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

**Διάγραμμα 3.44: Υπηρεσίες ξενοδοχείων και λοιπές υπηρεσίες ατομικού - κοινωνικού χαρακτήρα\***



\* Ο δεξιός άξονας αφορά μόνο στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (nolisted)

Πηγή: HellaStat, Επεξεργασία: IOBE

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων της τάσης της μόχλευσης στους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, η οποία προσεγγίστηκε από την αναλογία των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, στην πλειονότητα των κλάδων, συγκεκριμένα στους 18 από τους 24, εκτιμήθηκε μία άνοδος της μεσοπρόθεσμα, έως το 2020. Σε πέντε κλάδους με άνοδο, αυτή προήλθε

*Ανοδική η εκτιμημένη τάση της μόχλευσης μεσοπρόθεσμα στο 75% των κλάδων*

κυρίως από μια αλματώδη αύξηση του δείκτη μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων στο τελευταίο ή στα τελευταία δυο έτη της εξεταζόμενης περιόδου.<sup>20</sup> Σε επτά κλάδους η αυξητική τάση της μόχλευσης οφείλεται στην άνοδό της μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων, είτε διαχρονικά, είτε στα πλέον πρόσφατα έτη<sup>21</sup>. Η αύξηση στους υπόλοιπους κλάδους δεν μπορεί να αποδοθεί είτε στις εισηγμένες, είτε στις μη εισηγμένες. Οι λόγοι που οδήγησαν στην αύξηση της μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων σε αυτούς τους κλάδους είναι δύσκολο να εντοπιστούν, καθώς πρέπει να εξεταστεί η εξέλιξη της μόχλευσης σε όλες τις επιχειρήσεις οι οποίες υπάγονται σε αυτούς, προκειμένου να αναδειχθεί εάν οφείλεται σε μια γενικευμένη τάση ή σε μια ομάδα επιχειρήσεων.

Από τα συνολικά κλαδικά στοιχεία προκύπτει μία απότομη, μεγάλη μείωση των ιδίων κεφαλαίων στη διετία 2015-2016 για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις στους συγκεκριμένους κλάδους. Μειώνονται και οι υποχρεώσεις τους, ωστόσο η ποσοστιαία μείωση των ιδίων κεφαλαίων είναι πολύ υψηλότερη εκείνης των υποχρεώσεων. Αυτές οι ταυτόχρονες εξελίξεις είχαν σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί κατακόρυφα ο δείκτης μόχλευσης στη συγκεκριμένη διετία, σημειώνοντας ακραίες τιμές, οι οποίες αποτυπώνονται στα αντίστοιχα κλαδικά διαγράμματα.

*Η παρατηρούμενη πτώση ιδίων κεφαλαίων σε πολλές μη εισηγμένες επιχειρήσεις, πιθανόν να οδηγήσει σε «ουδέτερο» ισολογισμό*

Σε επίπεδο επιχείρησης, η μείωση των ιδίων κεφαλαίων δημιουργεί μία ροπή προς αυτό που αποκαλείται «ουδέτερος ισολογισμός», έννοια η οποία μπορεί να γενικευτεί σε επίπεδο κλάδου. Δηλαδή η επιχείρηση βρίσκεται σε μία κατάσταση στην οποία τα ίδια κεφάλαιά της τείνουν προς το μηδέν. Αυτό συνεπάγεται ότι το ενεργητικό της επιχείρησης είναι ίσο με τις υποχρεώσεις της προς τρίτους. Ένας «ουδέτερος ισολογισμός» δεν θεωρείται ένδειξη καλών προοπτικών για μια οικονομική μονάδα, αφού δείχνει ότι δεν διαθέτει πιστοληπτική ικανότητα. Εάν τα ίδια κεφάλαια μίας

<sup>20</sup> Πρόκειται για τους κλάδους Ορυχείων – Λατομείων, Λοιπών μεταποιημένων προϊόντων, Κατασκευών, Χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, υπηρεσιών που αφορούν σε ακίνητα, Υπηρεσιών χονδρικού και λιανικού εμπορίου

<sup>21</sup> Πρόκειται για τους κλάδους Τροφίμων, ποτών και προϊόντων καπνού, Κατεργασίας ξύλου και παραγωγής προϊόντων ξύλου, Προϊόντων πετρελαίου και άνθρακα, Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, Ηλεκτρικής ενέργειας, φυσικού αερίου και ύδρευσης, Εκπαίδευσης, Υγείας και κοινωνικών υπηρεσιών

επιχείρησης είναι αρνητικά, όπως συμβαίνει σε ορισμένους από τους κλάδους στη διετία 2015 - 2016, δηλαδή έχει αρνητικό ισολογισμό, αυτό συνεπάγεται ότι το ενεργητικό της είναι μικρότερο από τις υποχρεώσεις της προς τους τρίτους. Ένας αρνητικός ισολογισμός αποτελεί ένδειξη ότι η οικονομική μονάδα βρίσκεται σε δεινή οικονομική θέση.

Την παρατηρούμενη αρνητική εξέλιξη της ρευστότητας ορισμένων κλάδων το 2015 και 2016 ενδεχομένως προκάλεσαν οι επιπτώσεις των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων οι οποίοι επιβλήθηκαν στο τέλος του Ιουνίου του 2015 και συνεχίζονται έκτοτε, καθώς και της απώλειας πρόσβασης των τραπεζών εγχωρίως στο βασικό μηχανισμό παροχής ρευστότητας της ΕΚΤ από τον Φεβρουάριο του 2015 έως και τον Μάιο του 2016. Αυτές οι εξελίξεις περιόρισαν σημαντικά την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε ρευστότητα. Η ενίσχυση της μόχλευσης ενδεχομένως να οφείλεται σε αύξηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων λόγω της αδυναμίας τους να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους, με συνέπεια την αύξηση των τόκων πληρωτέων. Ενδεχομένως να προέρχεται από μείωση του ενεργητικού λόγω πώλησης παγίων (κτίρια, μηχανήματα) ή σε συνδυασμό των παραπάνω. Η οξυμένη πιστωτική στενότητα από το τραπεζικό σύστημα στη διάρκεια της περιόδου δημοσιονομικής προσαρμογής, ιδίως στη διετία 2015 - 2016, με αρνητικές επενέργειες στην τάση της μόχλευσης μη εισηγμένων επιχειρήσεων από συγκεκριμένους κλάδους αλλά και στις εισηγμένες επιχειρήσεις ορισμένων κλάδων, αναδεικνύει την ανάγκη εύρεσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Ωστόσο, προκειμένου η νέα χρηματοδότηση να μην επιδεινώσει τη μόχλευση, συμβάλλοντας παράλληλα στις αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει να αφορά σε επενδύσεις, οι οποίες θα ενισχύσουν την παραγωγική δυναμικότητα των επιχειρήσεων. Κατά την αναζήτηση των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης πρέπει να διερευνηθούν και οι χρηματοδοτικές επιλογές μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

*Η οξυμένη πιστωτική στενότητα από το τραπεζικό σύστημα από το 2010 έως το 2016, με αρνητικές επενέργειες στη μόχλευση ορισμένων κλάδων, αναδεικνύει την ανάγκη εύρεσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Προκειμένου η νέα χρηματοδότηση να μην επιδεινώσει τη μόχλευση, συμβάλλοντας παράλληλα στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο, θα πρέπει να αφορά σε παραγωγικές επενδύσεις.*

### 3.3.3 Εξέταση προσδιοριστικών παραγόντων μόχλευσης

Η τρέχουσα υποενοότητα της μελέτης εστιάζει στον εντοπισμό και την ερμηνεία των προσδιοριστικών παραγόντων της μόχλευσης, ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, βάσει της κλαδικής κατάταξης η οποία

ακολουθήθηκε στην προηγούμενη υποενότητα (Πίνακας 3.1). Κατά τη διάρκεια αυτής της διαδικασίας ανέκυψαν ορισμένα σημαντικά προσκόμματα στην υλοποίησή της, τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά στη συνέχεια.

Ο πλέον σημαντικός ανασχετικός παράγοντας είναι η έλλειψη κλαδικών στοιχείων για τις ερμηνευτικές μεταβλητές υφιστάμενων οικονομετρικών υποδειγμάτων για τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης, με θεωρητικό υπόβαθρο. Οι Chen, Kim, Otte, Wiseman & Zdzenicka, (2015), κατασκευάζουν έναν μελλοντικό μέσο ρυθμό μεταβολής του Α.Ε.Π. για τα επόμενα πέντε χρόνια, και προσπαθούν να εξετάσουν το αποτέλεσμα της απομόχλευσης σε αυτόν το μελλοντικό μέσο ρυθμό μεταβολής. Στο υπόδειγμα τους, εισαγάγουν και άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες αφορούν σε χαρακτηριστικά της οικονομίας και επηρεάζουν το ρυθμό μεταβολής του Α.Ε.Π. Για την εκτίμηση τέτοιων υποδειγμάτων χρειάζεται η ύπαρξη αρκετών στοιχείων για βασικές μεταβλητές της διάρθρωσης της οικονομίας, δηλαδή χρονολογικών σειρών που ξεκινούν όσο πιο παλιά γίνεται. Επιπλέον, για τις εκτιμήσεις που επιχειρείται να πραγματοποιηθούν στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης, αυτές οι μεταβλητές πρέπει να αφορούν σε κλάδους της οικονομίας, όχι στο σύνολό της.

Η φτωχή προσαρμογή αυτών των οικονομετρικών υποδειγμάτων στα διαθέσιμα για τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα κλαδικά στοιχεία, οδήγησε στην προσπάθεια εφαρμογής μιας εναλλακτικής διαδικασίας για τον εντοπισμό των προσδιοριστικών παραγόντων της ρευστότητας ανά κλάδο. Η λογική πίσω από αυτή την προσπάθεια ήταν η εξέταση με οικονομετρικά εργαλεία της επίδρασης ορισμένων μεταβλητών για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία ανά κλάδο, στη ρευστότητά τους, χωρίς ωστόσο η εξεταζόμενη σχέση να βασίζεται σε κάποιο θεωρητικό υπόδειγμα. Από αυτή τη διαδικασία ενδεχομένως να προέκυπταν αποτελέσματα και ενδείξεις για τους λόγους οι οποίοι ωθούν τις επιχειρήσεις στο δανεισμό και κατά συνέπεια στη μόχλευση.

Η εκτίμηση μίας στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ ενός δείκτη ρευστότητας και ορισμένων μεταβλητών, κυρίως χρηματοοικονομικών και



δημοσιονομικών, θεωρείται ότι μπορεί να έχει ιδιαίτερη σημασία για τη διαμόρφωση προτάσεων πολιτικής. Ωστόσο, είναι μια ιδιαίτερα απαιτητική διαδικασία. Μία ιδιαιτερότητα η οποία έπρεπε να ληφθεί υπόψη κατά την πραγματοποίηση των εκτιμήσεων είναι ότι οι περισσότερες πιθανές ερμηνευτικές μεταβλητές για τις οποίες υπάρχουν στοιχεία είναι χρηματοοικονομικές και συνδέονται μεταξύ τους μέσω των λογιστικών σχέσεων, ορισμένες εξ' αυτών (και) με την ερμηνευόμενη μεταβλητή. Επομένως, είναι πιθανό εφόσον δεν εφαρμοστούν οι απαραίτητοι στατιστικοί έλεγχοι (συνολοκλήρωσης, συσχέτισης κ.ά.), να ανακύψουν στατιστικά προβλήματα, όπως αυτά της πολυσυγγραμμικότητας και της συσχέτισης μεταξύ ερμηνευόμενης και ερμηνευτικών μεταβλητών. Επιπλέον, για ορισμένες μεταβλητές οι οποίες είναι πιθανό αν επηρεάζουν την κλαδική ρευστότητα, όπως η μεταβολή του επιπέδου τιμών των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, τα μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού κ.ά., δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία σε επίπεδο κλάδου ή τομέα.

Για την υλοποίηση εκτιμήσεων της επίδρασης μεγεθών τα οποία ενδεχομένως να επηρεάζουν τη ρευστότητα ενός κλάδου, υιοθετήθηκε ως μέτρο ρευστότητας ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ο οποίος διαμορφώνει το Δείκτη Άμεσης Ρευστότητας (Δ.Α.Ρ.). Μια αύξηση του Δ.Α.Ρ. εξαιτίας κάποιου παράγοντα υποδηλώνει περιορισμό της ανάγκης της επιχείρησης για δανεισμό και επομένως εξασθένιση του βαθμού μόχλευσης. Αντιθέτως, όταν ο Δ.Α.Ρ. υποχωρεί για κάποιο λόγο, περιορίζεται η ρευστότητα της επιχείρησης, γεγονός το οποίο την ωθεί στην αναζήτηση κεφαλαιακών πόρων.

Η διαδικασία ξεκίνησε με την εκτίμηση μιας συναρτησιακής σχέσης, η οποία είχε σαν εξαρτημένη μεταβλητή το Δ.Α.Ρ. (CURRENT/SHORTTERM\_LIABIL στους πίνακες αποτελεσμάτων των εκτιμήσεων) και σαν ερμηνευτικές μεταβλητές το ρυθμό μεταβολής του Α.Ε.Π. (GDPGROWTH), το ρυθμό του εγχώριου πληθωρισμού (INFLATIONRATE), το μακροχρόνιο επιτόκιο δανεισμού (INTERESTLONGTERM), τη φορολογική επιβάρυνση σαν ποσοστό του Α.Ε.Π.

(TAXBURDEN), τις πωλήσεις του εκάστοτε προς εκτίμηση κλάδου (SALES) κάθε φορά και το σύνολο των τραπεζικών υποχρεώσεων (TOTALBANK). Το συγκεκριμένο υπόδειγμα εκτιμήθηκε για όλους τους κλάδους βάσει της κλαδικής κατάταξης του Πίνακα 3.1. Πραγματοποιήθηκαν διακριτές εκτιμήσεις για τις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις κάθε κλάδου. Τα στοιχεία για τις κλαδικές μεταβλητές προέρχονται από ενοποιημένα στοιχεία ισολογισμών, σε καθεμιά από τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων, τα οποία αντλήθηκαν από την Hellstat.

Βάσει των αποτελεσμάτων της αρχικής εκτίμησης σε κάθε κλάδο, για τις εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, εξαιρέθηκαν από την επόμενη εκτίμηση οι μεταβλητές οι οποίες ήταν στατιστικά μη σημαντικές. Από τη νέα εκτίμηση προέκυψαν σε πολλούς κλάδους, στις εισηγμένες ή/και στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις, νέες μεταβλητές που ήταν στατιστικά μη σημαντικές, οι οποίες δεν περιλήφθηκαν στην επόμενη εκτίμηση. Αυτή η διαδικασία σταδιακής διόρθωσης της συναρτησιακής εξειδίκευσης του υποδείγματος συνεχίστηκε λαμβάνοντας υπόψη τα κριτήρια πληροφοριών Akaike και Schwarz, τις μεμονωμένες τιμές των στατιστικών ελέγχων στατιστικής σημαντικότητας  $t$ , τη στατιστική ελέγχου της από κοινού στατιστικής σημαντικότητας  $F$  αλλά και το διορθωμένο συντελεστή προσδιορισμού που δείχνει τη στατιστική προσαρμογή του υποδείγματος. Βάσει αυτών των κριτηρίων στατιστικής αρτιότητας των οικονομετρικών εκτιμήσεων, τα αποτελέσματα στη μεγάλη πλειονότητα των κλάδων κρίθηκαν ως μη ικανοποιητικά για την α-θεωρητική συνάρτηση με τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν το επίπεδο της άμεσης ρευστότητάς τους. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων στους κλάδους στους οποίους προέκυψαν ορισμένες στατιστικά σημαντικές σχέσεις μεταξύ της ερμηνευόμενης μεταβλητής και των ερμηνευτικών, επιτυγχάνοντας καλές επιδόσεις στις βασικές στατιστικές συναρτήσεις ελέγχου.

Συγκεκριμένα, από την εκτίμηση στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις του κλάδου Παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα (κλάδος DF), προέκυψε θετική συμβολή των πωλήσεων στην άμεση ρευστότητά τους (Πίνακας 3.2). Επίσης θετική συμβολή στη ρευστότητα ασκούν ο ρυθμός αύξησης του

Α.Ε.Π., ο ρυθμός πληθωρισμού και το επίπεδο του μακροχρόνιου επιτοκίου δανεισμού. Στατιστικά αρνητική συμβολή προέκυψε από το ύψος του συνόλου των τραπεζικών υποχρεώσεων των μη εισηγμένων επιχειρήσεων στο συγκεκριμένο κλάδο.

Επιπλέον, δοκιμάστηκαν ως ερμηνευτικές μεταβλητές οι χρονικές υστερήσεις των παραπάνω μεταβλητών, αλλά τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων υπέδειξαν ότι η ρευστότητα επηρεάζεται κυρίως από τα τρέχοντα μεγέθη και όχι από τις παρελθούσες τιμές τους, σε όλους τους κλάδους.

Στον κλάδο των Χημικών Ουσιών και Προϊόντων, Συνθετικών Υλών (DG), οι πωλήσεις στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις ενισχύουν τη ρευστότητα του κλάδου. Οι συνολικές τραπεζικές υποχρεώσεις και ο ρυθμός πληθωρισμού έχουν αρνητική επίδραση στο επίπεδο ρευστότητας. Ομοίως, η άμεση ρευστότητα του κλάδου Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων (DJ), στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις, ενισχύεται από το ρυθμό αύξησης του Α.Ε.Π., ενώ αντιθέτως, το ύψος της φορολογικής επιβάρυνσης επιδρά αρνητικά σε αυτή (Πίνακας 3.4). Το σύνολο των τραπεζικών υποχρεώσεων μεν ασκεί θετικό, δε σχεδόν μηδενικό αποτέλεσμα.

Τελευταίος κλάδος στον οποίο προέκυψαν από τις εκτιμήσεις στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα των εξεταζόμενων ερμηνευτικών μεταβλητών στην άμεση ρευστότητά του είναι οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις των Λοιπών μεταποιημένων προϊόντων (DN). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της σχετικής εκτίμησης, ο ρυθμός πληθωρισμού και το ύψος της συνολικής τραπεζικής επιβάρυνσης περιορίζουν τη ρευστότητα του κλάδου. Από την άλλη πλευρά, οι κλαδικές πωλήσεις, η αύξηση του ρυθμού μεταβολής του Α.Ε.Π. και η άνοδος των μακροχρονίων επιτοκίων ενισχύουν την άμεση ρευστότητά του.

Παρότι από τις παραπάνω εκτιμήσεις μπορούν να εξαχθούν ορισμένα συμπεράσματα για τις επιδράσεις που ασκούν κάποιες από τις εξεταζόμενες μεταβλητές στο επίπεδο άμεσης ρευστότητας των επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως του κλάδου στον οποίο αυτές υπάγονται, επομένως και στο βαθμό μόχλευσής τους, λόγω του μικρού αριθμού

*Το τρέχον επίπεδο των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση ασκεί την κύρια επιρροή στην κλαδική ρευστότητα και όχι αυτό του παρελθόντος*

κλάδων στον οποίο τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων ήταν στατιστικά σημαντικά, τα συμπεράσματα σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της ρευστότητας δεν θεωρούνται αξιόπιστα. Παρέχουν μόνο ορισμένες ενδείξεις, οι οποίες χρήζουν περαιτέρω εμπειρικής διερεύνησης.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων που παρατέθηκαν για τους τέσσερις κλάδους ως προς τις ερμηνευτικές μεταβλητές και το εάν προκύπτει από αυτά κάποια ένδειξη για την επίδρασή τους στη μόχλευση των επιχειρήσεων, προκύπτουν τα παρακάτω γενικά συμπεράσματα.

Οι πωλήσεις φαίνεται να ενισχύουν τη ρευστότητα και να περιορίζουν τη μόχλευση, καθώς επίδρασαν αυξητικά στο Δ.Α.Ρ. στους κλάδους Παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα, Χημικών Ουσιών και Προϊόντων και Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων. Οι μακροχρόνιες τραπεζικές υποχρεώσεις έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στη ρευστότητα και των τεσσάρων κλάδων, όμως το μέγεθός της είναι μικρό σε όλες τις περιπτώσεις, οπότε δεν επηρεάζει τη ρευστότητα σημαντικά. Η οικονομική μεγέθυνση επιδρά θετικά στη ρευστότητα των Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων, των Λοιπών μεταποιημένων προϊόντων και των Παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα. Το πρόσημο του ρυθμού πληθωρισμού ποικίλει ανάλογα με τον κλάδο, επομένως δεν υπάρχουν ενδείξεις για την επίδραση που ασκεί. Το μακροχρόνιο επιτόκιο δανεισμού επιδρά θετικά στη ρευστότητα των προϊόντων πετρελαίου και των μετάλλων.

*Πλέον ενισχυτικός παράγοντας της ρευστότητας οι μακροχρόνιες τραπεζικές υποχρεώσεις. Έπεται σε θετικής επίδραση η οικονομική μεγέθυνση (3 κλάδοι)*

**Πίνακας 3.4: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Παραγωγών πετρελαίου και άνθρακα (μη εισηγμένες επιχειρήσεις)**

Dependent Variable: DF\_CURRENT/DF\_SHORTTERM\_LIABIL  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2002 2016  
 Included observations: 15 after adjustments  
 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.012007	0.018231	-0.658599	0.5266
DF_SALES	3.99E-10	3.60E-11	11.09937	0.0000
DF_TOTALBANK	-2.86E-09	3.99E-10	-7.173077	0.0001
GDPGROWTH	0.539816	0.172564	3.128209	0.0122
INFLATIONRATE	0.012203	0.003518	3.468725	0.0071
INTERESTLONGTERM	0.018980	0.009437	2.011358	0.0752
R-squared	0.959401	Mean dependent var		0.101645
Adjusted R-squared	0.936846	S.D. dependent var		0.130145
S.E. of regression	0.032706	Akaike info criterion		-3.713353
Sum squared resid	0.009627	Schwarz criterion		-3.430133
Log likelihood	33.85015	Hannan-Quinn criter.		-3.716370
F-statistic	42.53641	Durbin-Watson stat		2.280963
Prob(F-statistic)	0.000005	Wald F-statistic		58.11652
Prob(Wald F-statistic)	0.000001			

Πηγή: IOBE

**Πίνακας 3.5: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Χημικών ουσιών και προϊόντων, συνθετικών υλών (μη εισηγμένες επιχειρήσεις)**

Dependent Variable: DG\_CURRENT/DG\_SHORTTERM\_LIABIL  
 Method: Least Squares  
 Sample: 2000 2016  
 Included observations: 17  
 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.639786	0.061183	10.45691	0.0000
DG_SALES	2.51E-10	2.57E-11	9.776565	0.0000
DG_TOTALBANK	-3.32E-10	3.95E-11	-8.395546	0.0000
INFLATIONRATE	-0.052220	0.006062	-8.614745	0.0000
R-squared	0.939182	Mean dependent var		1.141689
Adjusted R-squared	0.925147	S.D. dependent var		0.213450
S.E. of regression	0.058398	Akaike info criterion		-2.640739
Sum squared resid	0.044335	Schwarz criterion		-2.444688
Log likelihood	26.44628	Hannan-Quinn criter.		-2.621251
F-statistic	66.91777	Durbin-Watson stat		2.040392
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		57.75216
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Πηγή: IOBE

**Πίνακας 3.6: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Βασικών μετάλλων και μεταλλικών προϊόντων (μη εισηγμένες επιχειρήσεις)**

Dependent Variable: DJ\_CURRENT/DJ\_SHORTTERM\_LIABIL

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2001 2016

Included observations: 16 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.447046	0.489715	4.996882	0.0003
DJ_TOTALBANK	2.44E-10	7.11E-11	3.439748	0.0049
GDPGROWTH	1.902326	0.743624	2.558184	0.0251
TAXBURDEN	-0.054359	0.011157	-4.872294	0.0004
R-squared	0.886759	Mean dependent var		1.005234
Adjusted R-squared	0.858448	S.D. dependent var		0.285179
S.E. of regression	0.107294	Akaike info criterion		-1.414168
Sum squared resid	0.138144	Schwarz criterion		-1.221021
Log likelihood	15.31335	Hannan-Quinn criter.		-1.404278
F-statistic	31.32275	Durbin-Watson stat		1.865371
Prob(F-statistic)	0.000006	Wald F-statistic		31.38576
Prob(Wald F-statistic)	0.000006			

Πηγή: IOBE

**Πίνακας 3.7: Αποτελέσματα εκτιμήσεων στον κλάδο Λοιπών μεταποιημένων προϊόντων (μη εισηγμένες επιχειρήσεις)**

Dependent Variable: DN\_CURRENT/DN\_SHORTTERM\_LIABIL

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2002 2016

Included observations: 15 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.145115	0.234351	0.619220	0.5511
DN_SALES	2.15E-09	4.86E-10	4.422211	0.0017
DN_TOTALBANK	-1.95E-09	4.24E-10	-4.590783	0.0013
GDPGROWTH	0.996038	0.465564	2.139422	0.0611
INFLATIONRATE	-0.121400	0.033981	-3.572603	0.0060
INTERESTLONGTERM	0.096962	0.044355	2.186052	0.0566
R-squared	0.842348	Mean dependent var		1.224182
Adjusted R-squared	0.754763	S.D. dependent var		0.342032
S.E. of regression	0.169379	Akaike info criterion		-0.424182
Sum squared resid	0.258203	Schwarz criterion		-0.140962
Log likelihood	9.181364	Hannan-Quinn criter.		-0.427199
F-statistic	9.617530	Durbin-Watson stat		2.844603
Prob(F-statistic)	0.002064	Wald F-statistic		5.205358
Prob(Wald F-statistic)	0.016061			

Πηγή: IOBE

### 3.4 Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακών αγορών και η οικονομική ανάπτυξη-επισκόπηση διεθνούς βιβλιογραφίας και μελέτες περιπτώσεων

#### 3.4.1. Διεθνής βιβλιογραφία για την σχέση χρηματιστηριακών αγορών και οικονομικής ανάπτυξης

Η παρούσα ενότητα εστιάζει στα ευρήματα της βιβλιογραφίας σχετικά με τη συσχέτιση των τάσεων στις χρηματιστηριακές αγορές με την αύξηση του προϊόντος μιας οικονομίας, αλλά και σε διάφορα επίπεδα. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει αποτυπωθεί ποικιλία επιστημονικών απόψεων σχετικά με τη σημαντικότητα των χρηματιστηριακών αγορών καθώς και τον τρόπο επίδρασής τους στην οικονομική ανάπτυξη. Όμως σε αρκετές περιπτώσεις αυτές διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Ωστόσο, καθώς η ανάγκη για συγκέντρωση συντελεστών παραγωγής και βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους και ποιότητας απαιτεί τη διαθεσιμότητα σημαντικών κεφαλαίων, ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και των χρηματιστηριακών αγορών θα παραμένει στο προσκήνιο της έρευνας.

Η μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας αναδεικνύει τη σημασία τόσο του χρηματιστηριακού όσο και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ανάπτυξη πολλών ευρωπαϊκών οικονομιών, αλλά και εκτός Ευρώπης, ειδικότερα μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου (Nieuwerburgh, Buelens & Cuyvers, 2006).

Μέσω οικονομετρικών προσεγγίσεων και την ανάλυση χρονοσειρών από διάφορες χρηματιστηριακές αγορές και οικονομίες, πολλοί ερευνητές έχουν συσχετίσει θετικά τη μεγέθυνση των χρηματιστηριακών αγορών με την αύξηση του Α.Ε.Π. Σύμφωνα με επιστημονικό άρθρο των Levine & Zervos (1998) το οποίο αφορά σε 47 οικονομίες τη χρονική περίοδο 1976-1993, παράμετροι όπως το μέγεθος (κεφαλαιοποίηση ως ποσοστό του Α.Ε.Π.), το επίπεδο ρευστότητας (αξία μετοχών, κύκλος εργασιών, αξία συναλλαγών) και η γενικότερη ευστάθεια (αποδόσεις των μετοχών) των εισηγμένων επιχειρήσεων, φαίνεται κατ' αυτούς να επηρεάζουν θετικά τόσο το ρυθμό ανάπτυξης μιας οικονομίας όσο και άλλα επιμέρους

*Σημαντικός ο ρόλος του χρηματιστηρίου στην ανάπτυξη πολλών ευρωπαϊκών οικονομιών*

χαρακτηριστικά της, όπως την παραγωγικότητα και τη συσσώρευση κεφαλαίου. Σύμφωνα με άλλους ερευνητές, μια ορθά αναπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά υποστηρίζει την οικονομική ανάπτυξη, μέσα από την ενθάρρυνση για αύξηση των αποταμιεύσεων και τη μείωση του κόστους των συναλλαγών. Το κόστος κεφαλαίου σε αυτές τις περιπτώσεις περιορίζεται από την ενίσχυση της ρευστότητας, εξαιτίας του επιμερισμού του κινδύνου (Nieuwerburgh, Buelens & Cuyvers, 2006). Επιπλέον, μια έρευνα σε 19 οικονομίες, από όλες τις ηπείρους, συσχετίζει θετικά την ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών και με την αύξηση των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων η οποία ευνοεί τη βελτίωση της παραγωγικότητας σε όρους εργασίας μιας οικονομίας (Henry, 2003). Τέλος, σύμφωνα με μελέτη σε πέντε εκ των ισχυρότερων οικονομιών (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία και Ιαπωνία), τόσο η ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών, όσο και των τραπεζών, συνδέονται θετικά με την ανάπτυξη μιας οικονομίας. Η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος φαίνεται να επιδρά εντονότερα στην οικονομία, οδηγώντας σε υψηλότερα οφέλη παραγωγικότητας και αποδοτικότητας σε σχέση με τις χρηματιστηριακές αγορές (Arestis, Panicos & Kul, 2001).

Πάντως, επισημαίνεται ότι ορισμένες επιστημονικές δημοσιεύσεις συσχετίζουν αρνητικά τη μεγέθυνση των χρηματιστηριακών αγορών με την οικονομική ανάπτυξη. Η μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αγορών μπορεί να επιδεινώσει την μακροοικονομική αστάθεια, με σημαντικές συνέπειες για την πρόοδο μιας ήδη αναπτυγμένης οικονομίας (Singh, 1997).

Συνοψίζοντας, η άντληση κεφαλαίων μέσω των χρηματιστηριακών αγορών αποτελεί μέθοδο στην οποία διαχρονικά καταφεύγουν επιχειρήσεις και οργανισμοί παγκοσμίως. Βασικός στόχος των χρηματιστηριακών αγορών είναι η υποστήριξη οργανισμών και εταιρειών στη συγκέντρωση κεφαλαίων που είναι απαραίτητα τόσο για τη συνήθη λειτουργία τους, όσο και για την υλοποίηση στρατηγικών επενδύσεων που θα βελτιώσουν τη θέση τους στον κλάδο τους και εντός της οικονομίας στην οποία λειτουργούν γενικότερα. Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από τη παροχή στο κοινό της δυνατότητας συμμετοχής στην ιδιοκτησία ιδιωτικών οργανισμών και

*Πολλοί οι παράγοντες που καθορίζουν το πρόσημο της σχέσης της χρηματιστηριακής αγοράς με τη μεγέθυνση μιας οικονομίας*



εταιρειών, υπό τη διάθεση μετοχών έναντι αντιτίμου. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων μέσω της εισαγωγής τους σε χρηματιστηριακές αγορές έχει αποτελέσει σημαντικό πόλο έλξης κεφαλαίων, ενώ κατά πολλούς οι αγορές συνεισφέρουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη.

### 3.4.2. Μελέτες περιπτώσεων

Για τη διερεύνηση της συσχέτισης ή όχι των χρηματιστηριακών αγορών με τη μεγέθυνση μιας οικονομίας, είναι σημαντική η μελέτη συγκεκριμένων περιπτώσεων, βάσει της αποτύπωσής τους στη διεθνή βιβλιογραφία. Από την άλλη πλευρά, επισημαίνεται πως η εμπειρική ανάλυση συνήθως παραθέτει ενδείξεις και όχι τεκμηριωμένες αποδείξεις για την επίδραση των χρηματιστηριακών αγορών στην ανάπτυξη μιας οικονομίας, καθώς οι παράμετροι σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο που επηρεάζονται άμεσα και έμμεσα από τη χρηματιστηριακή αγορά είναι πολυάριθμες και δεν είναι εφικτή η εξέταση της επίδρασης όλων.

Στη συνέχεια της παρούσας ενότητας περιγράφονται συγκεκριμένες μελέτες περίπτωσης που ερευνούν τη σχέση της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών με την οικονομική ανάπτυξη, καθώς και με την ανάπτυξη των εισηγμένων οργανισμών και επιχειρήσεων.

**Βέλγιο:** Η λειτουργία του βελγικού χρηματιστηρίου ξεκίνησε το 1801, σηματοδοτώντας την τότε περίοδο γοργής εκβιομηχάνισης της οικονομίας της χώρας. Η σημασία του βελγικού χρηματιστηρίου για την οικονομία δεν είναι σταθερή διαχρονικά. Την περίοδο 1873-1890, ο αντίκτυπος στη βέλγικη οικονομία δείχνει να είναι περιορισμένος, ωστόσο η εικόνα αντιστρέφεται κατά την επόμενη περίοδο. Η περίοδος 1891-1914 σηματοδοτείται από σημαντικά γεγονότα (θεσμικές αλλαγές στο βελγικό δίκαιο, πολεμικές συρράξεις κ.λπ.). Αξιοσημείωτο γεγονός αποτελεί η εισαγωγή μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, οι οποίες στόχευαν στην άντληση αναγκαίων κεφαλαίων για επενδύσεις. Ακολούθως, προκλήθηκε σημαντική αύξηση στο σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων, ο οποίος στην εν λόγω περίοδο διευρύνθηκε από 174 σε περίπου 1200. Η αφθονία διαθέσιμων κεφαλαίων οδήγησε σε σημαντική αύξηση των επενδύσεων προς το εξωτερικό. Τα διαθέσιμα κεφάλαια σε

*Βέλγιο: καθοριστικής σημασίας η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς για τη στήριξη μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων διαχρονικά, από το 1873*

συνδυασμό με το ευνοϊκό φορολογικό περιβάλλον, υποστήριξαν τις επενδύσεις στη βέλγικη οικονομία και από αλλοδαπές επιχειρήσεις (Nieuwerburgh, Buelens & Cuyvers, 2006).

Η ταχύρρυθμη ανάπτυξη του βέλγικου χρηματιστηρίου ανατράπηκε την περίοδο 1914-1980, από τους δύο παγκόσμιους πόλεμους, τις πετρελαϊκές κρίσεις (1973 και 1979). Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλαν και από άλλα γεγονότα, όπως η ανεξαρτητοποίηση του Κογκό από το Βέλγιο, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τη μετατροπή των επιχειρήσεων που βρίσκονταν σε αποικίες του Βελγίου σε μητρικές επιχειρήσεις με έδρα εκτός αυτού, καθώς και την εξαγορά σημαντικών επιχειρήσεων από ξένους ομίλους, περιορίζοντας το πλήθος των εισηγμένων επιχειρήσεων στο βέλγικο χρηματιστήριο.

Το 2001, το βέλγικο χρηματιστήριο συγχωνεύτηκε με το γαλλικό και το ολλανδικό (Euronext). Η βέλγικη οικονομία είχε ανακάμψει πλήρως από τα προβλήματα της δεκαετίας του 1970. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην εγκατάσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και άλλων οργανισμών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις Βρυξέλλες. Στη βιβλιογραφία, παρατηρείται σχετικά ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ των χρηματιστηριακών δεικτών (δηλαδή πλήθος εισηγμένων επιχειρήσεων, ύψος της κεφαλαιοποίησης, πλήθος δημοσίων εγγραφών, διεθνής χαρακτήρας) και ανάπτυξης της βέλγικης οικονομίας (Nieuwerburgh, Buelens & Cuyvers, 2006).

**Αίγυπτος:** Σε σχετική έρευνα που δημοσιεύθηκε το 2009, διερευνήθηκε η σχέση μεταξύ της λειτουργίας του χρηματιστηρίου και της οικονομικής ανάπτυξης της Αιγύπτου (Enisan & Olufisayo, 2009).

Η αιγυπτιακή χρηματιστηριακή αγορά διευρύνθηκε σημαντικά την περίοδο 1980-2002, ενώ παράλληλα αναπτύχθηκε το τραπεζικό σύστημα της χώρας. Η μελέτη βασίστηκε σε χρηματιστηριακούς δείκτες (κεφαλαιοποίηση, πλήθος επιχειρήσεων, μεταβλητότητα αποδόσεων) και κατέληξε στο συμπέρασμα πως υφίσταται μακροχρόνια συσχέτιση μεταξύ της μεγέθυνσης της χρηματιστηριακής αγοράς και ανάπτυξης της αιγυπτιακής οικονομίας, η οποία είναι αμφίδρομη, δηλαδή η οικονομική ανάπτυξη και

το μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς αμφότερα επενεργούν θετικά το ένα στο άλλο. Επιπλέον, η επίδραση της μεγέθυνσης της χρηματιστηριακής αγοράς στη βελτίωση της παραγωγικότητας της οικονομίας εξαρτάται από άλλους παράγοντες που καθορίζονται ενδογενώς στην αιγυπτιακή οικονομία, όπως το μέγεθος των ιδιωτικοποιήσεων, οι εισροές ξένων κεφαλαίων, αλλά και η υλοποίηση θεσμικών μεταρρυθμίσεων, οι οποίες αποσκοπούν στη μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας της λειτουργίας των αγορών.

Τα παραπάνω αποτελέσματα προέκυψαν και από μια άλλη μελέτη, η οποία αφορά στην χρονική περίοδο 1974-2002 (Bolbol, Fatheldin & Omran, 2005). Από αυτή προέκυψε θετική συσχέτιση των μεγεθών του αιγυπτιακού χρηματιστηρίου με την παραγωγικότητα των συντελεστών της αιγυπτιακής οικονομίας. Στη μελέτη αναδείχθηκε η σημασία των μεταρρυθμίσεων που περιλάμβαναν την απελευθέρωση του εμπορίου στο εσωτερικό της χώρας και σε παγκόσμια κλίμακα αλλά και άλλες θεσμικές αλλαγές που απλοποίησαν τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Από την άλλη πλευρά, η καθυστέρηση της υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων συνέτεινε στη δημιουργία στρεβλώσεων που σχετίζονται με τη διακύμανση της ισοτιμίας της αιγυπτιακής λίρας, επηρεάζοντας την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

**Μαλαισία:** Η Μαλαισία βρέθηκε στο επίκεντρο της Ασιατικής οικονομικής κρίσης του 1997, όταν σημειώθηκε ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών και υποτίμηση του εθνικού της νομίσματος. Παρά το γεγονός πως η Μαλαισία είναι μια σχετικά μικρή οικονομία, διέθετε ένα αρκετά ισχυρό τραπεζικό σύστημα. Όμως, εξαιτίας του κατακερματισμού του, δημιουργήθηκε ισχυρός συστημικός κίνδυνος.

Στην περίπτωση της Μαλαισίας, η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς αποδείχθηκε πως επηρεάζει σημαντικά την οικονομική ανάπτυξή της. Η θετική συσχέτιση φαίνεται να είναι ισχυρή διαχρονικά, ενώ όπως προέκυψε και από τις μελέτες περιπτώσεων του Βελγίου και της Αιγύπτου, εξαρτάται σημαντικά και από άλλα χαρακτηριστικά της οικονομίας, τα οποία κυρίως αφορούν στο ρόλο του κράτους (Chee-Keong, Yusop & Law, 2005). Ενδεικτικά παραδείγματα τέτοιων χαρακτηριστικών είναι ο βαθμός

*Θετική συσχέτιση των μεγεθών του αιγυπτιακού χρηματιστηρίου με την παραγωγικότητα των συντελεστών της αιγυπτιακής οικονομίας.*

εξωστρέφειας, η ύπαρξη φιλοεπενδυτικών πολιτικών, το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των αγορών, καθώς και η μακροοικονομική σταθερότητα.

Ειδικά στη Μαλαισία, ο περιορισμός του κόστους συναλλαγών στις χρηματιστηριακές συναλλαγές συντέεινε στη βελτίωση της σχέσης μεταξύ ανάπτυξης χρηματιστηριακής αγοράς και οικονομίας. Σε αντίθεση με προηγούμενες χώρες όπου εμφανίσθηκε αμφίδρομη σχέση μεταξύ χρηματιστηριακής και οικονομικής ανάπτυξης, στη Μαλαισία προέκυψε πως η μεγέθυνση της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί έναν τους βασικούς παράγοντες οι οποίοι συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη, όχι όμως και το αντίστροφο.

**Χώρες Αφρικής:** Το επίπεδο των χρηματιστηριακών αγορών παρουσιάζει σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών της Αφρικής. Ορισμένες χώρες έχουν περισσότερο αναπτυγμένες οικονομίες και χρηματιστηριακές αγορές (π.χ. Μαρόκο, Κένυα, Αίγυπτος), ενώ σε άλλες χώρες οι αγορές είτε υπολειτουργούν, είτε είναι πρακτικά ανύπαρκτες ή (π.χ. Ουγκάντα, Τανζανία, Ναμίμπια). Εξετάζοντας την κεφαλαιοποίηση ως ποσοστό του Α.Ε.Π. το 2010, η οποία αποτελεί έναν από τους πιο χαρακτηριστικούς δείκτες για την προσέγγιση του μεγέθους μιας χρηματιστηριακής αγοράς, αυτή ποικίλλει από 15% σε χώρες όπως η Τανζανία και η Ουγκάντα ως και 260% στη Νότια Αφρική.

Η μελέτη 18 αφρικανικών χωρών με χρηματιστηριακές αγορές κατά την περίοδο 1996-2010 κατέδειξε πως η ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών συσχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη της οικονομίας εν γένει. Αναλυτικότερα, χώρες που διέθεταν χρηματιστηριακές αγορές εμφάνισαν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από αυτές που δεν διέθεταν, ενώ οι μεγαλύτερες οικονομίες με χρηματιστηριακές αγορές σημείωσαν ηπιότερους ρυθμούς ανάπτυξης από άλλες μικρότερες αφρικανικές οικονομίες που έχουν χρηματιστήρια (Ngare, Nyamongo & Misati, 2014). Επιπλέον, παρά το γεγονός ότι η ανάπτυξη των αφρικανικών οικονομικών μπορεί να αποδοθεί σε σειρά άλλων παραγόντων όπως για παράδειγμα η εισροή ξένων κεφαλαίων, η αύξηση των επενδύσεων, καθώς και σε άλλες πολιτικοοικονομικές εξελίξεις, φαίνεται πως οι χώρες με ταχύτερα

αναπτυσσόμενες αγορές παρουσιάζουν υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης. Στον αντίποδα φαίνεται πως αφρικανικές οικονομίες με ήδη αναπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά τείνουν να μεγαλώνουν με περιορισμένους ρυθμούς, οδηγώντας στο συμπέρασμα πως ίσως η επίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στην οικονομία να είναι εντονότερη σε πρώιμες φάσεις και να εξασθενεί στη συνέχεια.

Η θετική επίδραση της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών στις οικονομίες χωρών της Αφρικής αναδεικνύεται και σε μελέτη του Δ.Ν.Τ., στην οποία η ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών σχετίζεται με την προσπάθεια άντλησης κεφαλαίων, λόγω του γενικευμένου προβλήματος έλλειψης ρευστότητας στις περισσότερες αφρικανικές χώρες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το χρηματιστήριο της Γκάνας, το οποίο κατά την περίοδο 1996-2002 χρηματοδότησε περίπου το 12% της αύξησης του συνολικού ενεργητικού των εισηγμένων σε αυτό εταιρειών. Παρόμοιες εξελίξεις σημειώθηκαν στην Νότια Αφρική, στην οποία του 18% της αύξησης ενεργητικού των εισηγμένων εταιρειών στην περίοδο 1996-2000 προήλθε από τη χρηματιστηριακή αγορά (Yartey & Adjasi, 2007).

Συνοψίζοντας τα ευρήματα των μελετών περίπτωσης, προκύπτει από αυτά ότι η σχέση της χρηματιστηριακής αγοράς με την οικονομική ανάπτυξη δεν είναι σαφής. Παρά την ύπαρξη στατιστικά σημαντικών αποτελεσμάτων, η μονόδρομη ή αμφίδρομη σχέση των αγορών με την οικονομική μεγέθυνση φαίνεται ότι εξαρτάται από πληθώρα παραγόντων, των οποίων η επίδραση διαφέρει κατά περίπτωση. Οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη σχέση χρηματιστηρίου-οικονομίας διακρίνονται σε ποσοτικούς και ποιοτικούς. Στην κατηγορία των ποσοτικών παραγόντων ενδεικτικά υπάγονται το ύψος της κεφαλαιοποίησης, η αξία και η απόδοση των μετοχών καθώς και η αξία των συναλλαγών. Οι ποιοτικοί παράγοντες που υπεισέρχονται σε αυτή τη σχέση είναι το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων επιχειρήσεων (Βέλγιο), ο λόγος των ιδιωτικών προς τις δημόσιες εισηγμένες επιχειρήσεις (Αίγυπτος), το ύψος των ξένων κεφαλαίων στην χρηματιστηριακή αγορά, η υφιστάμενη κατάσταση της οικονομίας της χώρας, η χρονική απόσταση από προηγούμενη οικονομική κρίση/ύφεση (Μαλαισία) και γενικότερα

διάφορες ρυθμίσεις (θεσμικό πλαίσιο) για τη βελτίωση της αποδοτικότητας της λειτουργίας των αγορών.

### 3.5 Η χρήση ειδικών αποταμιευτικών λογαριασμών φυσικών προσώπων που συνδέονται με επενδύσεις σε ΜμΕ και startups και γενικότερα στην κεφαλαιαγορά

Η αποταμίευση αποτελεί την αντίδραση των νοικοκυριών στην αντιμετώπιση προβλημάτων που σχετίζονται με τον κύκλο ζωής (π.χ. ανεργία, συνταξιοδότηση), την πρόληψη για μελλοντικές δαπάνες/δυσκολίες (π.χ. θέματα υγείας) καθώς και την εξασφάλιση των τέκνων και των εξαρτώμενων μελών τους. Κατά συνέπεια η αποταμίευση ενός νοικοκυριού καθορίζει το επίπεδο ζωής του σε βάθος χρόνου, όχι μόνο στο παρόν ή βραχυπρόθεσμα, συνδέεται με θέματα οικονομικής ευρωστίας και ασφάλειας καθώς και με την υλοποίηση μελλοντικών επενδύσεων όπως για παράδειγμα η αγορά κατοικίας (Yuh & Hanna, 2010).

Από την άλλη πλευρά, η ανάγκη των νεοφυών επιχειρήσεων για πρόσβαση σε αρχικό επενδυτικό ή και λειτουργικό κεφάλαιο έχει καταγραφεί ως το βασικότερο εμπόδιο για την ανάπτυξή τους. Στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο τελεί υπό περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls), πλέον δεν υφίστανται αποταμιευτικά προϊόντα ιδιωτών τα οποία να συνδέονται με επενδύσεις σε χρηματοδότηση επιχειρήσεων ή σε διάφορα χαρτοφυλάκια (μετοχές/ομολογίες). Τέτοιας μορφής χρηματοδοτικά σχήματα αντλούν χρηματοδότηση τόσο μέσα από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ε.Ε. όσο και μέσα από συγκεκριμένα εθνικά προγράμματα ενίσχυσης της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας.

Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία φαίνεται προκύπτει ότι η ροπή των νοικοκυριών προς επενδύσεις μεταβάλλεται ανάλογα με το διαθέσιμο εισόδημά τους. Συγκεκριμένα, τα φτωχότερα νοικοκυριά επιλέγουν να μην προχωρούν σε επενδυτικές κινήσεις (π.χ. στη χρηματιστηριακή αγορά) και αρκούνται σε μικρές αποδόσεις, π.χ. από αποταμιευτικούς λογαριασμούς. Μεταξύ του τμήματος πληθυσμού που επιλέγει να επενδύσει, τα νοικοκυριά με το υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα φαίνεται ότι επιλέγουν

*Στην Ελλάδα δεν υφίστανται αποταμιευτικά προϊόντα ιδιωτών τα οποία να συνδέονται με επενδύσεις σε επιχειρήσεις και στην κεφαλαιαγορά.*

την τοποθέτηση μεγάλου μέρους των αποταμιεύσεών τους σε επενδύσεις υψηλότερου ρίσκου σε σχέση με νοικοκυριά μεσαίου εισοδήματος που προτιμούν σταθερές, μακροχρόνιες επενδύσεις (Makarov & Schornick, 2010).

Οι αποταμιευτικοί λογαριασμοί ταμιευτηρίου προσφέρουν χαμηλό ετήσιο επιτόκιο, σχετικά υψηλά επίπεδα ασφάλειας των καταθετών και άμεση πρόσβαση των νοικοκυριών στις αποταμιεύσεις τους. Καθώς σε πολλές χώρες οι αποδόσεις από λογαριασμούς ταμιευτηρίου δεν φορολογούνται, αυτό αποτελεί ένα πρόσθετο κίνητρο προτίμησής τους για επένδυση. Επιπλέον υπάρχουν ειδικοί αποταμιευτικοί λογαριασμοί φυσικών προσώπων, των οποίων οι αποδόσεις συνδέονται με την πορεία διαφόρων επενδυτικών προϊόντων. Αυτού του είδους τα αποταμιευτικά προϊόντα δεν προσφέρονται σε κάθε χώρα. Ενδεικτικά παραδείγματα παρουσιάζονται στη συνέχεια της τρέχουσας ενότητας.

Επιπλέον, φαίνεται πως σε όλα τα είδη αποταμιευτικών λογαριασμών, ανεξαρτήτως χώρας υπάρχει όριο στο ύψος των καταθέσεων που μπορεί να τοποθετηθεί σε έναν λογαριασμό ανά οικογένεια/νοικοκυριό.

Στην Ελλάδα την τρέχουσα περίοδο, εξαιτίας των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, η απόδοση των λογαριασμών ταμιευτηρίου δεν είναι συνδεδεμένη με την ελληνική ή/και τη διεθνή αγορά. Καθότι σήμερα οι αποδόσεις από την τοποθέτηση σε αποταμιευτικά προϊόντα είναι εξαιρετικά χαμηλές, οι ελληνικές τράπεζες παρέχουν και άλλα κίνητρα για την προσέλκυση κεφαλαίων. Αυτά διαφέρουν κατά περίπτωση και σχετίζονται με προγράμματα πιστότητας, παροχή εξαγοράσιμων πόντων αλλά και μετρητών επιβράβευσης σε συγκεκριμένα καταστήματα κ.ά. Σε κάθε περίπτωση επισημαίνεται πως στην Ελλάδα δεν υπάρχουν ειδικοί αποταμιευτικοί λογαριασμοί των οποίων η απόδοση συνδέεται με επενδυτικά μεγέθη.

Στη βάση που η υφιστάμενη νομοθεσία περί κίνησης κεφαλαίων το επιτρέπει, η δημιουργία ειδικών αποταμιευτικών λογαριασμών που συνδέονται με εξειδικευμένα χαρτοφυλάκια στην ελληνική αγορά κεφαλαίου ενδέχεται να δημιουργήσει ένα επιπρόσθετο ενδιαφέρον σε

*Οι χαμηλές αποδόσεις στους ελληνικούς αποταμιευτικούς λογαριασμούς οφείλονται εν μέρει στο ότι δεν συνδέονται με την ελληνική/διεθνή κεφαλαιαγορά*

μικρούς επενδυτές καθώς αυτοί θα μπορούν να απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που παρέχονται σήμερα από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Οφέλη αναμένεται να προκύψουν και για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το οποίο με την αύξηση των ιδιωτικών καταθέσεων, θα ενισχύσει την κεφαλαιακή του επάρκεια.

Στην Ευρώπη τα αποταμιευτικά τραπεζικά προϊόντα διαφέρουν σημαντικά, τόσο μεταξύ των χωρών όσο και μεταξύ τραπεζών ανά χώρα. Για παράδειγμα, στη Γερμανία το τραπεζικό σύστημα προσφέρει μεγάλη ποικιλία αποταμιευτικών προϊόντων, με πολύ χαμηλές αποδόσεις, οι οποίες κυμαίνονται από 0,05% έως 0,15% και εξαρτώνται από το ύψος της αποταμίευσης, το οποίο δεν πρέπει να ξεπερνά τα €100.000. Τα πρώτα €800 της απόδοσης δεν φορολογούνται. Χαμηλές αποδόσεις, οι οποίες όμως φορολογούνται, παρέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα και στην περίπτωση της Ισπανίας. Σημειώνεται πως στις παραπάνω περιπτώσεις οι αποδόσεις των αποταμιευτικών λογαριασμών φυσικών προσώπων δεν συνδέονται με την πορεία των αγορών.

Σε άλλες ευρωπαϊκές και μη χώρες υπάρχουν προϊόντα των οποίων η απόδοση συνδέεται με την εγχώρια ή/και διεθνή χρηματαγορά. Στο Ηνωμένο Βασίλειο την τρέχουσα περίοδο συγκεκριμένοι επενδυτικοί λογαριασμοί ταμιευτηρίου (investment ISA) δίνουν τη δυνατότητα αποταμίευσης και επένδυσης κεφαλαίων μέχρι £20,000 ετησίως για την περίοδο 2017/2018 σε ποικιλία χαρτοφυλακίων (μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, δείκτες κεφαλαίων κτλ.). Σημειώνεται πως οι αποδόσεις από τις ετήσιες καταθέσεις δεν προσμετρώνται στο ετήσιο εισόδημα και κατά συνέπεια, δεν φορολογούνται.

Το γαλλικό τραπεζικό σύστημα στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στους αποταμιευτικούς λογαριασμούς ιδιωτών. Αυτοί δεν συνδέονται με επενδύσεις σε επιχειρήσεις και γενικότερα στην κεφαλαιαγορά. Οι λογαριασμοί ταμιευτηρίου "Livret A" αποτελούν έναν από τους πιο κοινούς τύπους αποταμιευτικών λογαριασμών, παρέχοντας σταθερό επιτόκιο που ορίζεται από την τράπεζα της Γαλλίας. Για την περίοδο μετά τον Αύγουστο του 2016 αυτό το επιτόκιο έχει ορισθεί στο 0,75% (INSEAD, 2015). Το ετήσιο όριο αποταμίευσης ανά άτομο (χωρίς τους τόκους) είναι €22.950, ενώ

*Ποικιλία αποταμιευτικών προϊόντων στην Ευρώπη. Σε κάποιες περιπτώσεις οι αποδόσεις συνδέονται με διάφορα επενδυτικά προϊόντα (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο)*



απευθύνεται σε όλα τα μέλη μιας οικογένειας, ανεξαρτήτως ηλικίας. Και σε αυτή την περίπτωση οι αποδόσεις δεν προσμετρώνται στον υπολογισμό του φόρου εισοδήματος. Παράλληλα με τους Livret A, λειτουργούν και οι λογαριασμοί τύπου “Livret de developpement durable”, οι οποίοι απευθύνονται μόνο σε Γάλλους κάτοικους. Μέρος των καταθέσεων που προκύπτουν από αυτό το προϊόν χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων. Οι αποδόσεις εκτιμώνται κάθε 15 μέρες ενώ το μέγιστο ποσό που μπορεί να κατατεθεί ετησίως και ανά άτομο, με μέγιστο αριθμό ατόμων ανά οικογένεια τα δύο, δεν ξεπερνά τα €12.000. Οι ετήσιες αποδόσεις δεν φορολογούνται.

Στο Βέλγιο, χώρα με υψηλό ρυθμό αποταμιεύσεων ανά κάτοικο, υπάρχουν δύο μορφές αποταμιευτικών λογαριασμών, ανάλογα με το αν οι αποδόσεις τους συνδέονται ή όχι με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) (INSEAD, 2015). Στην περίπτωση των «ρυθμιζόμενων» λογαριασμών, δηλαδή των λογαριασμών που η απόδοσή τους συνδέεται με την ΕΚΤ, το σχετικό επιτόκιο για το 2015 κυμάνθηκε από 0,2% έως 1,5%. Στον υπολογισμό του επιτοκίου λαμβάνεται υπόψη το επιτόκιο βάσης, το οποίο προσαυξάνεται μετά τους πρώτους 12 μήνες εξαιτίας του «επιτοκίου πιστότητας» (loyalty rate). Τα πρώτα €1.880 της απόδοσης της αποταμίευσης δεν φορολογούνται, ενώ στην περίπτωση που οι ετήσιες αποδόσεις ξεπερνούν το παραπάνω ποσό, επιβάλλεται φόρος 15%. Οι αποδόσεις των μη συνδεδεμένων με την ΕΚΤ αποταμιευτικών λογαριασμών εξαρτώνται από τη σύνθεση των επενδυτικών προϊόντων που έχουν επιλεγεί, ενώ φορολογούνται από το πρώτο ευρώ με συντελεστή 30%. Πάντως, και στο Βέλγιο δεν υφίστανται ειδικοί αποταμιευτικοί λογαριασμοί, οι οποίοι να σχετίζονται με τοποθετήσεις σε ΜμΕ και στην κεφαλαιαγορά.

Στη Σουηδία παρέχεται η δυνατότητα στα φυσικά πρόσωπα να επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε ειδικούς επενδυτικούς αποταμιευτικούς λογαριασμούς (Investment Savings Accounts – ISK). Η απόδοση αυτών των προϊόντων συνδέεται με την εξέλιξη του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, το οποίο μπορεί να περιέχει συμμετοχή σε αμοιβαία κεφάλαια και άλλα προϊόντα και μετοχές. Η ιδιαιτερότητα αυτού του προϊόντος έγκεινται στη φορολόγηση όλου του επενδύμενου ποσού και όχι αποκλειστικά στη

φορολόγηση των αποδόσεων. Για τον υπολογισμό του φόρου λαμβάνονται υπόψη το ύψος των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί, το τρέχον επιτόκιο δανεισμού του Σουηδικού κράτους και ένας συντελεστής φορολόγησης που ορίζεται ετησίως (1,25% για το 2017).<sup>22</sup>

Στον Καναδά οι λογαριασμοί ταμειυτηρίου (Tax Free Savings Accounts – TFSA) μπορούν να επενδυθούν σε ποικιλία προϊόντων όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά και σε χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων, προσφέροντας υψηλότερες σταθερές (εγγυημένες) ή κυμαινόμενες αποδόσεις στα νοικοκυριά. Η απόδοση των επενδύσεων εξαρτάται από ένα εύρος παραγόντων όπως το επίπεδο κινδύνου του επιλεγμένου χαρτοφυλακίου, η διάρκεια της επένδυσης. Μακροπρόθεσμες επενδύσεις συνοδεύονται από υψηλότερα επιτόκια. Οι αποδόσεις από επενδύσεις μέσω λογαριασμών ταμειυτηρίου δεν θεωρούνται εισόδημα και δεν φορολογούνται.

Στις ΗΠΑ δεν υπάρχει κάποιο προϊόν αντίστοιχο των διαφόρων μορφών ISA, όπως αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω. Αντιθέτως, υφίστανται απλοί αποταμειυτικοί λογαριασμοί, στους οποίους τα κεφάλαια είναι αδέσμευτα και διαθέσιμα προς χρήση ανά πάσα στιγμή. Το επιτόκιο καταθέσεων είναι μεν υψηλότερο σε σχέση με άλλους λογαριασμούς (π.χ. όψεως) αλλά σημαντικά χαμηλότερο από άλλα προϊόντα (π.χ. έντοκα γραμμάτια). Επιπλέον των απλών λογαριασμών καταθέσεων, υπάρχουν προϊόντα μακροχρόνιας διάρκειας, που εστιάζουν σε συγκεκριμένες ανάγκες ιδιωτών, όπως οι αποταμειυτικοί λογαριασμοί για την παροχή σύνταξης (Individual Retirement Accounts, IRAs). Στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ υπάρχουν διαχρονικά οι λογαριασμοί IRA και οι Roth IRA. Οι διαφορές των δύο προϊόντων έγκεινται στον τρόπο φορολόγησης των αποδόσεων καθώς και στη δυνατότητα επιλογής των επενδυτικών προϊόντων που τοποθετούνται οι αποταμειύσεις. Το μέγιστο ποσό αποταμίευσης ανά έτος εξαρτάται από παράγοντες όπως η ηλικία του ιδιώτη, το μέγιστο εισόδημά του καθώς και από συγκεκριμένα όρια που μεταβάλλονται σε ετήσια βάση. Για παράδειγμα, το μέγιστο ποσό που δύναται να αποταμιεύσει το 2016

*Στον Καναδά τα αποταμειυτικά προϊόντα συνδέονται με αμοιβαία κεφάλαια, μετοχές και ομόλογα. Στις ΗΠΑ δεν προσφέρεται αντίστοιχο προϊόν στους αποταμειυτές*

---

<sup>22</sup> Πηγή: [goo.gl/eULMbx](http://goo.gl/eULMbx)

ιδιώτης 49 ετών δεν μπορεί να ξεπερνά τα \$5.500. Ανάληψη αυτών των καταθέσεων χωρίς επιβάρυνση, προ της ηλικίας των 59 ½ ετών είναι εφικτή υπό προϋποθέσεις και μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις (π.χ. αγορά πρώτης κατοικίας, πληρωμές διδάκτρων ανώτατης εκπαίδευσης τέκνων).

Από τα παραπάνω παραδείγματα διαθέσιμων αποταμιευτικών λογαριασμών σε ευρωπαϊκές χώρες, στο Καναδά και τις ΗΠΑ προκύπτει ότι δεν υπάρχουν σε όλες ειδικό αποταμιευτικοί λογαριασμοί φυσικών προσώπων που συνδέονται με επενδύσεις σε ΜμΕ και startups και γενικότερα με την κεφαλαιαγορά. Τα αποταμιευτικά προϊόντα αυτού του είδους είναι σχετικά καινούργια, εξελίσσονται συνεχώς και δεν έχουν διεισδύσει σε όλες τις χώρες. Ωστόσο, η σύνδεση των αποταμιεύσεων των ιδιωτών με τέτοιες τοποθετήσεις μπορεί να αποτελέσει σημαντική ευκαιρία για υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τα παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα ενώ υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις μπορεί να αυξήσει την παροχή ρευστότητας σε ΜμΕ και άλλες εισηγμένες εταιρείες. Στην Ελλάδα απουσιάζει η σύνδεση ατομικών αποταμιεύσεων τόσο με τη διεθνή όσο και με την εγχώρια κεφαλαιαγορά. Καθώς η παροχή ρευστότητας σε υγιείς ΜμΕ αποτελεί βασικό πυλώνα για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, ο σχεδιασμός αποταμιευτικών – επενδυτικών εργαλείων, τα οποία μπορούν να τονώσουν τη ρευστότητα επιχειρήσεων αυτού του μεγέθους, οι οποίες αντλούν ρευστότητα από το τραπεζικό σύστημα πολύ δυσκολότερα από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα διευρύνουν την επενδυτική βάση, κρίνεται απαραίτητος. Σε αυτή τη βάση, πρέπει να εξετασθούν οι προϋποθέσεις σύνδεσης των ατομικών αποταμιευτικών λογαριασμών αρχικά με χαρτοφυλάκια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και στη συνέχεια – όταν αρθούν οι περιορισμοί κεφαλαίων- και με τοποθετήσεις σε ξένες αγορές.

**Πίνακας 3.8: Προϊόντα αποταμιευτικού χαρακτήρα ανά χώρα**

Χώρα	Τίτλος προϊόντος	% Αποδόσεων	Φορολόγηση αποδόσεων	Όριο	Λοιπά
<b>Βέλγιο</b>	Αποταμιευτικός λογαριασμός (συνδεδεμένος με EKT)	0,2% - 1,5% (επιτόκιο βάσης και «επιτόκιο πιστότητας»)	0% για αποδόσεις ως και €1.880 και 15% για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις		Υπόχρεοι εγγεγραμμένοι στα Βελγικά μητρώα
	Αποταμιευτικός λογαριασμός (μη συνδεδεμένος με EKT)	Εξαρτάται από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο	30% από το πρώτο ευρώ αποδόσεων		Υπόχρεοι εγγεγραμμένοι στα Βελγικά μητρώα
<b>Γαλλία</b>	Livret A	0,75% (2016)	0%	€22.95 για κάθε μέλος της οικογένειας	Για όλες της ηλικίες και διαθέσιμο και για μη κάτοικους.
	Livret de développement durable	0,75%	0%	€15.000 με μέγιστο 2 άτομα ανά οικογένεια	Μόνο για κάτοικους Γαλλίας και ενήλικα άτομα
<b>Γερμανία</b>	-	0,01% - 0,03%	0% για τα πρώτα €800	Έως €100.000	-
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	ISA (Individual Savings Account)	Καθορίζεται βάσει των επενδυτικών προϊόντων	0%	£20.000 (καθορίζεται σε ετήσια βάση)	
<b>Σουηδία</b>	ISK Investeringssparkonto	Καθορίζεται βάσει των επενδυτικών προϊόντων	Φορολόγηση κεφαλαίων και αποδόσεων βάσει επιτοκίου δανεισμού Σουηδικού κράτους και ετήσιου ποσοστού (1,25% για το 2017)	-	-
<b>Καναδάς</b>	TFSA (Tax Free Saving Accounts)	Καθορίζεται βάσει των επενδυτικών προϊόντων	0%	-	Για άτομα άνω των 18 ετών
<b>ΗΠΑ</b>	Traditional IRAs, Roth IRAs	Καθορίζεται βάσει των επενδυτικών προϊόντων	~ 1.5% (Ιούλιος 2017)	Εξαρτάται από την ηλικία και το ετήσιο εισόδημα	-

Πηγή: IOBE

## Βιβλιογραφία

- Ali, I., Rehman, K., Yilmaz, A., Khan, M., & Afzal, H. (2010). Causal relationship between macro-economic indicators and stock exchange prices in Pakistan. *African Journal of Business Management*, 312-319.
- Arestis, P., Panicos, D., & Kul, L. (2001). Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16-41.
- Bolbol, A., Fatheldin, A., & Omran, M. (2005). Financial development, structure, and economic growth: the case of Egypt, 1974-2002. *Research in international business and finance*, 171-194.
- Chee-Keong, C., Yusop, Z., & Law, S.-H. (2005). Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Perspective of Stock Market. *Investment Management and Financial Innovations*.
- Enisan, A. A., & Olufisayo, A. O. (2009). Stock market development and economic growth: Evidence from seven sub-Saharan African countries. *Journal of Economics and Business*, 162-171.
- Fabozzi, J., Modigliani, F., Jones, F., & Ferri, M. (2002). *Foundations of Financial Markets and Institutions*. Pearson Education LTD.
- Henry, P. (2003). Capital account liberalization, the cost of capital and economic growth. *American Economic Review*, 91-96.
- INSEAD. (2015). *Saving Accounts in Europe: A dormant market?* The European Consumer Organisation.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*.
- Makarov, D., & Schornick, A. (2010). *Explaining households' investment behavior*. INSEAD.
- Ngare, E., Nyamongo, E., & Misati, R. (2014). Stock market development and economic growth in Africa. *Journal of Economics and Business*, 24-39.
- Nieuwerburgh, S., Buelens, F., & Cuyvers, L. (2006). Stock market development and economic. *Explorations in Economic History*, 13-38.

- Rahman, Z. (2011). The Causality between Stock Market and Foreign Exchange Market of Pakistan. *Interdisciplinary journal of contemporary research*.
- Singh, A. (1997). Financial liberalisation, stock markets and economic development. *Economic Journal*, 771-782.
- Wehinger, G. (2012). *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing and SME financing*. OECD Journal: Financial Market Trends.
- Yartey, C., & Adjasi, C. (2007). Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges. *IMF Working paper*.
- Yuh, Y., & Hanna, S. (2010). Which Households Think They Save? *Journal of consumers affairs*, 70-97.

## 4 ΛΥΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΣΗ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

---

### 4.1 Εισαγωγή

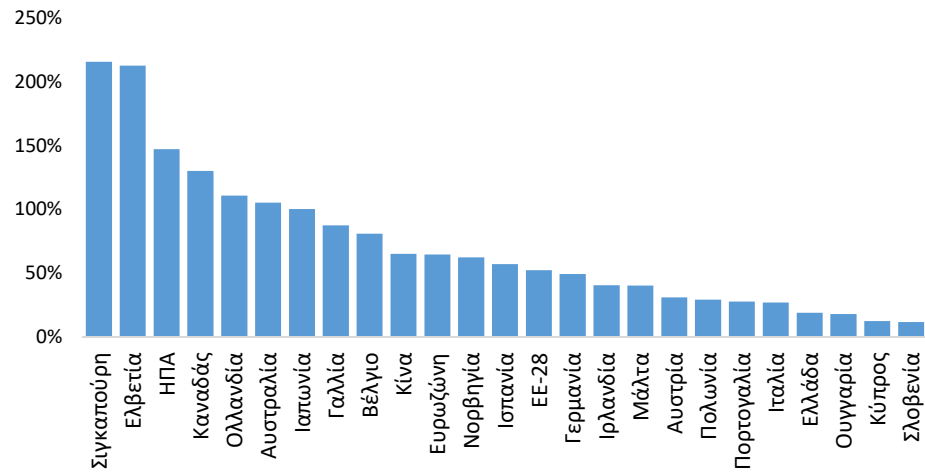
*Η τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί σημαντική πηγή άντλησης κεφαλαίων, ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις*

Οι χρηματοδοτικές ανάγκες και πηγές κεφαλαίων των επιχειρήσεων ποικίλλουν και διαφέρουν ανάλογα με τη φάση του κύκλου ζωής στον οποίο βρίσκονται. Επιπλέον, παράγοντες όπως ο κλάδος οικονομικής δραστηριότητας, οι προοπτικές ανάπτυξής του και ο βαθμός καινοτομικότητας επηρεάζουν τη χρηματοδότησή τους. Η τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί μια εκ των σημαντικότερων πηγών κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις διεθνώς, ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Αυτές οι πηγές μπορεί να είναι πολύτιμες στο αρχικό στάδιο, αλλά ενδεχομένως να μην επαρκούν για τη χρηματοδότηση που απαιτείται καθώς οι εταιρείες ωριμάζουν ή βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης. Οι αγορές κεφαλαίου θεωρούνται το κυριότερο εναλλακτικό μέσο χρηματοδότησης σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό.

Όπως θα δειχθεί στη συνέχεια, η σημασία της για τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι αρκετά μεγαλύτερη από ότι σε άλλες χώρες της Ε.Ε. Όμως, καθώς το εγχώριο τραπεζικό σύστημα έχει απωλέσει την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων από το 2010 και οι καταθέσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων έχουν περιοριστεί σημαντικά, ακολούθως έχει δυσχερανθεί ιδιαίτερα η εύρεση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις, με ότι αυτό το γεγονός συνεπάγεται.

Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου η αγορά κεφαλαίου αποτελεί μια από τις σημαντικότερες πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές δεν είναι ανεπτυγμένες στον ίδιο βαθμό προς αυτή την κατεύθυνση. Έχει εκτιμηθεί ότι το μέγεθος των κεφαλαιαγορών της Ε.Ε. σε σχέση με το συνολικό Α.Ε.Π. της βρίσκεται κάτω από 100% (Federation of European Security Exchanges, 2012). Λαμβάνοντας υπόψη το δείκτη της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιριών προς το Α.Ε.Π. της χώρας, η τιμή του κυμαίνεται πολύ χαμηλότερα από το 100% στις χώρες της Ε.Ε.-28, στο 53%, έναντι 147% στις ΗΠΑ (Διάγραμμα 4.1).

**Διάγραμμα 4.1: Χρηματιστηριακή αξία εισηγμένων επιχειρήσεων ως ποσοστό του Α.Ε.Π., 2016**



Σημείωση: Για την Ε.Ε.-28 και την Ιταλία τα ποσοστά αφορούν στο 2014

Πηγή: World Bank

Η μικρή εξοικείωση των επιχειρήσεων με τις συγκεκριμένες αγορές, το ρυθμιστικό πλαίσιο, αλλά και κόστος συναλλαγών αποτελούν τους κυριότερους παράγοντες για τη χαμηλή ελκυστικότητα των αγορών κεφαλαίου στην Ευρώπη. Επιπλέον, από την πλευρά των επενδυτών, ιδιαίτερα των απλών αποταμιευτών, η χρηματιστηριακή αγορά εκλαμβάνεται συνήθως ως μέσο εξασφάλισης βραχυπρόθεσμων αποδόσεων.

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται εργαλεία χρηματοδότησης πέραν της τραπεζικής χρηματοδότησης, με τα οποία οι επιχειρήσεις, ιδίως οι μικρομεσαίες, μπορούν να αντλήσουν ρευστότητα περιορίζοντας τη χρηματοδοτική τους εξάρτηση από τα τραπεζικά ιδρύματα. Πρόκειται για τις αγορές χρεογράφων, οι σημαντικότερες εκ των οποίων είναι η αγορά μετοχών (stock market) και η αγορά ομολογιών (bond market).

## 4.2 Χρηματοδοτικά μέσα επιχειρήσεων εκτός του τραπεζικού συστήματος

Ο ρόλος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την ελληνική οικονομία. Οι πολύ μικρές επιχειρήσεις, δηλαδή όσες έχουν έως 9 απασχολούμενους, αποτελούν στην Ελλάδα το 97% του συνόλου των επιχειρήσεων, όταν στην Ε.Ε.-28 το αντίστοιχο ποσοστό κυμαίνεται στο



93%. Σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, οι πολύ μικρές επιχειρήσεις παράγουν περισσότερο από το 1/3 του συνόλου αυτής, συνεισφορά πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με την Ε.Ε.-28 (21%). Πολύ σημαντική είναι η συμβολή τους στην απασχόληση, καθώς σχεδόν 3 στους 5 εργαζόμενους εγχωρίως απασχολείται σε μικρές επιχειρήσεις, όταν στην Ε.Ε.-28 το αντίστοιχο ποσοστό δεν ξεπερνά το 29% (**Error! Reference source not found.**).

**Πίνακας 4.1: Συμβολή επιχειρήσεων ανά τάξη μεγέθους σε μεγέθη της επιχειρηματικότητας (Ελλάδα και Ε.Ε.-28), 2012**

	Ελλάδα			Ε.Ε.-28		
	Απασχολούμενοι	Επιχειρήσεις	Εργαζόμενοι	Επιχειρήσεις	ΑΠΑ	Εργαζόμενοι
0-9	96,7%	35,9%	58,6%	92,7%	21,0%	29,2%
10-19	2,0%	8,6%	8,4%	4,0%	:	:
20-49	0,9%	11,5%	8,6%	2,1%	10,4%	11,1%
50-249	0,4%	16,8%	10,9%	1,0%	18,3%	17,2%
250 & άνω	0,1%	27,2%	13,5%	0,2%	42,5%	33,0%

Σημείωση: Ποσοστό στο σύνολο των επιχειρήσεων

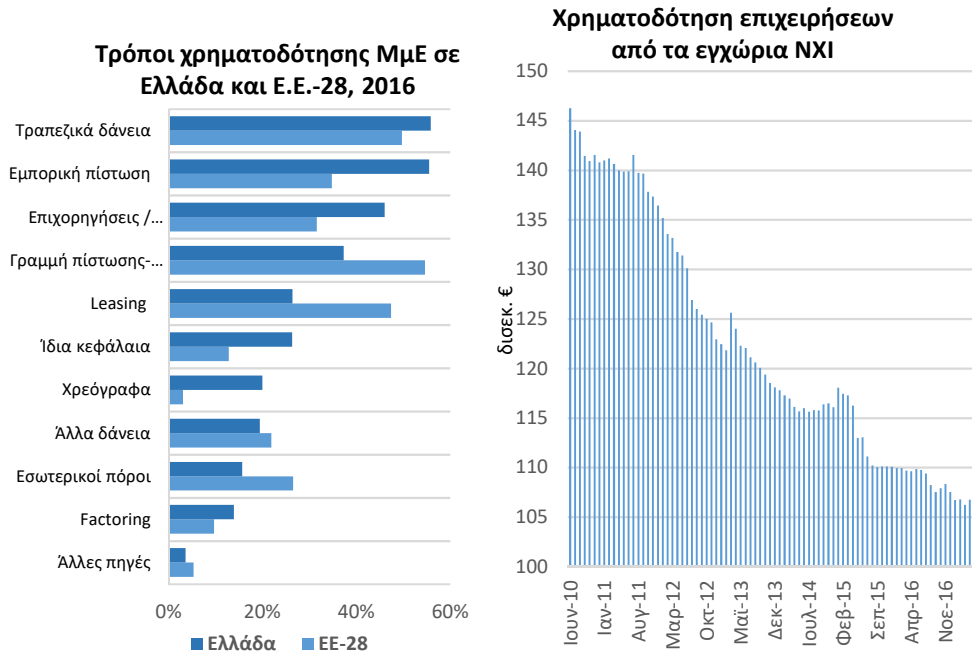
Πηγή: Eurostat

Τα τραπεζικά ιδρύματα αποτελούν για τις επιχειρήσεις βασική πηγή χρηματοδότησης. Σύμφωνα με μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (SAFE 2016), μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα στηρίζονται σε αυτά για τη χρηματοδότησή τους σε μεγαλύτερο βαθμό συγκριτικά με την Ε.Ε.-28 (55,8% έναντι 49,7% ). Άλλοι τρόποι χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα είναι η εμπορική πίστωση και οι επιχορηγήσεις-επιδοτούμενα δάνεια σε ποσοστό αρκετά υψηλότερο σε σχέση με την Ε.Ε.-28. Ωστόσο, η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα στα χρόνια της οικονομικής κρίσης έχει επηρεαστεί αρνητικά. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος το υπόλοιπο των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα στο τέλος του 2016 διαμορφώθηκε στα €107,5 δισεκ. όταν την αντίστοιχη περίοδο του 2010 βρίσκονταν στα €140,8 δισεκ. (Διάγραμμα 4.2). Επιπλέον, η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης (δηλ. η διαφορά μεταξύ νέων πιστώσεων που χορηγήθηκαν από τις τράπεζες μείον των χρεολυσίων που κατέβαλαν οι επιχειρήσεις προς τις τράπεζες) έγινε προοδευτικά λιγότερο αρνητική

*Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα στηρίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό στα τραπεζικά ιδρύματα για τη χρηματοδότησή τους συγκριτικά με την Ε.Ε.-28*

μεταξύ του 2015 και του 2016, ενώ τους τελευταίους μήνες του 2016 η καθαρή ροή ήταν θετική (€250 εκατ.).<sup>23</sup>

#### Διάγραμμα 4.2: Χρηματοδότηση επιχειρήσεων



**Πηγές:** Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (SAFE), Τράπεζα της Ελλάδος

Ο περιορισμός επομένως της τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από το 2010, σε συνδυασμό με τη χαμηλή διαθεσιμότητα ιδίων κεφαλαίων και τη μείωση του κύκλου εργασιών αποτελούν σημαντικά εμπόδια για την ομαλή λειτουργία των επιχειρήσεων, την υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων, ακόμα και τη βιωσιμότητά τους.

Επομένως, η εύρεση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης είναι απαραίτητη προκειμένου οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα να μειώσουν το βαθμό εξάρτησης της ρευστότητάς τους από τα τραπεζικά ιδρύματα και να βρουν τα κεφάλαια κίνησης, καθώς και για την υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιδιώξουν και να αποκτήσουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με τη διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων προς το επενδυτικό κοινό. Επιπλέον, μπορούν να στραφούν στις δευτερογενείς αγορές. Τα χαρακτηριστικά των εναλλακτικών χρηματοδοτικών μέσων διαφέρουν, ενέχουν διαφορετικό

*Η εύρεση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα απαραίτητη για να μειωθεί η εξάρτησή τους από το τραπεζικό σύστημα*

<sup>23</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2016

βαθμό κινδύνου, ενώ και οι αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται δεν είναι στον ίδιο βαθμό ανεπτυγμένες.

### 4.3 Ο ρόλος των χρηματιστηριακών αγορών

Η χρηματοδότηση και η οικονομική ανάπτυξη στις σύγχρονες οικονομίες στηρίζεται, μεταξύ άλλων παραγόντων, στην ύπαρξη αποτελεσματικών χρηματαγορών οι οποίες προσφέρουν τα εργαλεία εκείνα ούτως ώστε να προσελκύουν ιδιωτικές αποταμιεύσεις και τα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και επενδυτικών έργων.

Στο πλαίσιο αυτό, ο ρόλος των χρηματιστηρίων είναι ιδιαίτερα σημαντικός και εντοπίζεται σε τέσσερις κύριους άξονες (Διάγραμμα 4.3).

Συγκεκριμένα, αποτελούν μέσο άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, μέσω της διεύρυνσης των ιδίων κεφαλαίων με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και της έκδοσης ομολογιακών δανείων. Το χρηματιστήριο, μέσω των αγορών του, προσφέρει λύσεις και εργαλεία χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις συμβάλλοντας στην κεφαλαιακή επάρκεια και την ανάπτυξή τους. Από την πλευρά τους, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να λάβουν μερίδιο από την κερδοφορία των επιχειρήσεων στις οποίες επένδυσαν.

Σημαντική είναι η λειτουργία του χρηματιστηρίου και ως μηχανισμού αποταμίευσης. Στη βιβλιογραφία έχει επισημανθεί ότι η χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να έχει σημαντική συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη, καθώς αποτελεί μέσο διοχέτευσης των αποταμιεύσεων σε παραγωγικούς κλάδους (Masoud, 2013).

Το χρηματιστήριο αποτελεί επίσης μέσο αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης. Από τη διακύμανση της τιμής των εισηγμένων σε ένα χρηματιστήριο επιχειρήσεων, η οποία αντανακλά το επενδυτικό ενδιαφέρον για αυτές, διαμορφώνεται καθημερινά η κεφαλαιοποίησή τους. Αυτό το μέγεθος αποτελεί συνεχώς προσέγγιση της αποτίμησής τους από το επενδυτικό κοινό.

*Το χρηματιστήριο αποτελεί μέσο άντλησης κεφαλαίων, μηχανισμό αποταμίευσης και διοχέτευσής της σε παραγωγικούς κλάδους*

**Διάγραμμα 4.3: Ο ρόλος της χρηματιστηριακής αγοράς στην οικονομία**



Με το σύνολο των εισηγμένων σε αυτές επιχειρήσεων, από διάφορους κλάδους, με διαφορετικά μεγέθη, επιχειρηματικό σχεδιασμό κ.ά., οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν τέλος καθρέφτη μιας οικονομίας. Η είσοδος νέων επιχειρήσεων σε μια χρηματιστηριακή αγορά, αλλά και η έξοδος από αυτή, αντιστοιχούν σε μεταβολές των δεδομένων και της εικόνας μιας οικονομίας. Επομένως, μακροχρονίως τα εταιρικά αποτελέσματα και η πορεία της πραγματικής οικονομίας συμβαδίζουν, ως προς την κατεύθυνση αλλά και ως προς την έκταση των μεταβολών, με τη χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό δεν αναιρεί την πιθανότητα εκδήλωσης βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποκλίσεων.

Στη βιβλιογραφία εντοπίζεται σημαντικός αριθμός εργασιών που εξετάζει τα οφέλη των επιχειρήσεων από την εισαγωγή τους στη χρηματιστηριακή αγορά (listing) συμβολή των αγορών κεφαλαίου στην οικονομική ανάπτυξη. Τα κυριότερα κίνητρα για επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε δημόσια διάθεση μετοχικού κεφαλαίου σχετίζονται πρωτίστως, με τη δυνατότητα άντλησης νέων κεφαλαίων και τη μείωση της μόχλευσης. Επίσης, οι επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από ενδεχόμενο μειωμένο κόστος χρηματοδότησης ιδίως από τραπεζικά ιδρύματα. Τα κίνητρα εισόδου στη χρηματιστηριακή αγορά συνδέονται επίσης με την καλύτερη δυνατότητα πρόσβασης μιας επιχείρησης σε πληροφορίες κατόπιν της εισαγωγής της, ενδεχομένως και από τη μεγαλύτερη διαπραγματευτική της δύναμη, την

*Σημαντικός αριθμός μελετών αναδεικνύει τα οφέλη της χρηματιστηριακής αγοράς για τις εισηγμένες εταιρίες, αλλά και τη συμβολή των χρηματιστήριων ως κινητήριοι μοχλοί οικονομικής ανάπτυξης*

καλύτερη δυνατότητα χρηματοδότησης από διαφορετικές πηγές. Η προβολή στο επενδυτικό κοινό και η ενδυνάμωση της εταιρικής φήμης αποτυπώνονται επίσης ως λόγοι για την απόφαση μια εταιρίας να εισαχθεί στο χρηματιστήριο (Pagano et al. (1998), Chun et al. (2002), Albornoz and Pope (2004) ).

Αντίστοιχα, αρκετές εργασίες υποδεικνύουν ότι οι αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές αποτελούν κινητήριο μοχλό ανάπτυξης της οικονομίας μιας χώρας. Ενδεικτικά, χρησιμοποιώντας στοιχεία από 41 χώρες οι Levine and Zervos (1996) δείχνουν ότι η ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς συσχετίζεται θετικά με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, τη συσσώρευση κεφαλαίου και τη βελτίωση της παραγωγικότητας. Σε παρόμοια ευρήματα συγκλίνουν οι μελέτες των Demirguc-Kunt and Levine (1996) και Rioja and Valev (2003). Επιπλέον, μια εύρυθμη χρηματιστηριακή αγορά συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη μέσω της συσσώρευσης κεφαλαίου (capital accumulation) και της καλύτερης κατανομής διαθέσιμων πόρων, όπως απόδειξαν οι Caropale et al. (2004)<sup>24</sup>.

Οι αγορές κεφαλαίου είναι σημαντικές και για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, με την επίδραση των χρηματιστηρίων σε αυτή την περίπτωση να ενισχύεται από τον κομβικό ρόλο των ΜμΕ στην οικονομία και την απασχόληση (ESMA, 2012). Επιπλέον με τη χρηματοδότηση καινοτόμων επενδύσεων, οι οποίες συνήθως λόγω του υψηλότερου κινδύνου που φέρουν συχνά δεν χρηματοδοτούνται από τραπεζικές αγορές, συμβάλλουν στη μεγέθυνση μιας οικονομίας (IPO Task Force).

Σημαντική είναι επίσης η επίδραση των χρηματιστηρίων στην απασχόληση. Οι Kenney et al. (2012) εκτίμησαν ότι η απασχόληση αυξήθηκε σημαντικά στις επιχειρήσεις που προχώρησαν σε δημόσια κυκλοφορία μετοχών τους για πρώτη φορά την περίοδο 1996-2010 στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, δημιουργήθηκαν περίπου 820 επιπλέον θέσεις εργασίας ανά εταιρία έπειτα από την είσοδό της στη χρηματιστηριακή αγορά.

---

<sup>24</sup> Η διεθνής βιβλιογραφία για τη συσχέτιση χρηματοδότησης μέσω χρηματιστηριακών αγορών και οικονομικής ανάπτυξης παρουσιάζεται στην ενότητα 3.4 της μελέτης

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά των χρηματιστηριακών αγορών, ιδίως τα τέσσερα πρώτα, δηλαδή η δυνατότητα πρόσβασης των επιχειρήσεων σε κεφάλαια, ο αποταμιευτικός ή επενδυτικός ρόλος τους για τα νοικοκυριά, η συνεχής διαμόρφωση και προβολή της αξίας μιας επιχείρησης και οι επενέργειες του listing, είναι αυτά που ενισχύουν την ελκυστικότητά τους, για επιχειρήσεις και επενδυτές. Στη συνέχεια του τρέχοντος κεφαλαίου παρουσιάζονται ορισμένα από τα πλέον διαδεδομένα χρηματοδοτικά εργαλεία τα οποία χρησιμοποιούν διεθνώς οι επιχειρήσεις.

Ειδικά σε ότι αφορά τους επενδυτές και τη δυνατότητα αξιοποίησης των ευκαιριών που υπάρχουν στο Χρηματιστήριο Αθηνών, επισημαίνεται ότι η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από το τέλος Ιουνίου του 2015, η οποία συνεχίζεται με λιγότερο αυστηρούς όρους σε σύγκριση με τους αρχικούς, δεν αποτελεί πρόσκομμα στην πραγματοποίηση τοποθετήσεων στην εγχώρια κεφαλαιαγορά.

#### 4.3.1 Το φαινόμενο της αποχώρησης από την χρηματιστηριακή αγορά (delisting)

Εκτός από τις θετικές επιδράσεις της εισαγωγής μιας εταιρίας στη χρηματιστηριακή αγορά οι οποίες παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα, ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης το φαινόμενο αποχώρησης εισηγμένων εταιριών. Στις ΗΠΑ, από το 1996 και έπειτα έχουν καταγραφεί περισσότερες από 900 αποχωρήσεις από τη χρηματιστηριακή αγορά. Στην Ευρώπη αυτό το φαινόμενο παρατηρήθηκε αρχικά στο Ηνωμένο Βασίλειο, κυρίως λόγω εξαγορών. Εκτιμάται ότι μεταξύ 1995 και 2005 σχεδόν το ¼ των εισηγμένων ευρωπαϊκών επιχειρήσεων αποχώρησαν από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Η αποχώρηση από το χρηματιστήριο μπορεί να διακριθεί σε εθελούσια και υποχρεωτική (Macey et al., 2008). Σε αρκετές περιπτώσεις η απόφαση μιας εισηγμένης επιχείρησης να αποχωρήσει από το χρηματιστήριο οικειοθελώς σχετίζεται με αλλαγές στην ιδιοκτησία της ή τη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου της. Κατά αυτή τη διαδικασία, ο η τεχνική ορολογία για την οποία είναι "Going Private Transaction", υφιστάμενοι ή νέοι επενδυτές σταδιακά συγκεντρώνουν την πλειονότητα του μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να μην αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε

*Η αποχώρηση μιας επιχείρησης από την χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να σχετίζεται με επενδυτικές αποφάσεις, με τη χαμηλή αποδοτικότητά της, αλλά και με τις υποχρεώσεις συμμόρφωσης με το κανονιστικό πλαίσιο της αγοράς*

οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, αυτή η πρακτική αυτή εφαρμόζεται κυρίως στο πλαίσιο εξαγοράς μέσω δανεισμού (leveraged buyout), διαδικασία κατά την οποία η εισηγμένη εταιρία εξαγοράζεται από ιδιώτες επενδυτές κεφαλαίων και ακολουθεί η παύση διαπραγμάτευσης της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Στην περίπτωση της υποχρεωτικής διαγραφής, οι κυριότερες αιτίες σχετίζονται με την παραβίαση του κανονιστικού πλαισίου που διέπει ένα χρηματιστήριο και τη χαμηλή αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Σε δείγμα 150 επιχειρήσεων από το Αμερικανικό Χρηματιστήριο (AMEX) μεταξύ 1981-1992, σχεδόν το 1/3 των επιχειρήσεων που αποχώρησαν είχαν παραβιάσει συστηματικά τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου κατά την πενταετία πριν τη διαγραφή τους), ενώ σχεδόν μια στις τέσσερις επιχειρήσεις είχαν διαγραφεί το επόμενο έτος από την πρώτη παραβίαση κανονισμού (Chen and Schoderbek, 1999). Επομένως, σε τέτοιες περιπτώσεις, η διαγραφή αποτελεί ενέργεια για την προστασία της αγοράς και των επενδυτών. Επιπλέον, η ύπαρξη κανονισμών με στόχο την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν το συγκεκριμένο φαινόμενο. Ρυθμίσεις όπως εκείνες που προβλέπονται στο νόμο Sarbanes-Oxley (SOX) στις ΗΠΑ ή στο νόμο περί θωράκισης των χρηματοοικονομικών συναλλαγών (Financial Security Law) στην Γαλλία θεωρείται ότι μπορούν να επηρεάσουν την είσοδο ή την αποχώρηση μιας εταιρίας από τη χρηματιστηριακή αγορά δεδομένου του κόστους συμμόρφωσης (compliance costs) στη νομοθεσία (Martinez and Serve, 2011).

Εκτός όμως από την παραβίαση κανονισμών, η αποχώρηση από τη χρηματιστηριακή αγορά σχετίζεται με τις οικονομικές επιδόσεις των εταιριών. Οι Sanger και Peterson (1990) διαπιστώνουν ότι οι περισσότερες αποχωρήσεις - στο Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης (NYSE) και στο Αμερικανικό Χρηματιστήριο (AMEX) σχετίζονταν με τη μη επίτευξη εταιρικών στόχων, λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητας των μετοχών και της χαμηλής αξίας της μετοχής.

Οι Seguin and Smoller, 1997, λαμβάνοντας υπόψη την κεφαλαιοποίηση και την τιμή της μετοχής, κατέληξαν στο αποτέλεσμα ότι, οι εταιρίες οι οποίες αποχώρησαν από χρηματιστηριακές αγορές είχαν στην πλειονότητά τους

χαμηλή τιμή ανά μετοχή (). Για το ίδιο γεγονός, οι Baker and Kennedy (2002) βρήκαν ως αιτία τις χαμηλές αποδόσεις. Σύμφωνα με τους Fama και French (2004) η καθαρή θέση των επιχειρήσεων επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό το ενδεχόμενο αποχώρησης από τη χρηματιστηριακή αγορά. Εξετάζοντας τα χαρακτηριστικά επιχειρήσεων στις ΗΠΑ που προχώρησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή μεταξύ 1980 και 2001, βρήκαν ότι περισσότερες από δύο στις πέντε εισηγμένες που αποχώρησαν εμφάνισαν αρνητικά εταιρικά αποτελέσματα. Παρομοίως, εταιρίες με αρνητική κερδοφορία πριν την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής μετοχών είχαν τριπλάσια πιθανότητα να αποχωρήσουν σε σχέση με εταιρίες που ήταν κερδοφόρες (Peristiani και Hong, 2004).

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη μια ανάλυση κόστους-οφέλους, η απόφαση μιας εισηγμένης εταιρίας να αποχωρήσει υποδεικνύει ότι το κόστος παραμονής στην χρηματιστηριακή αγορά (π.χ. διοικητικά κόστη, δαπάνες έκδοσης και καταχώρησης κ.α.) υπερβαίνει τα οφέλη, όπως μεγαλύτερη ρευστότητα και ενίσχυση της προβολής στο επενδυτικό κοινό, ιδιαίτερα σε μικρότερες εταιρίες (Bharath και Dittmar 2010, Martinez και Serve 2011).

Ανακεφαλαιώνοντας, η αποχώρηση μιας επιχείρησης από τη χρηματιστηριακή αγορά οφείλεται σε μια παραγόντων, όπως η μη επίτευξη εταιρικών στόχων, η χαμηλή απόδοση της μετοχής, η συστηματική παραβίαση του κανονισμού του χρηματιστηρίου, αλλά και τα υψηλά κόστη συμμόρφωσης σε αυτόν. Επομένως, η εισαγωγή μιας επιχείρησης σε μια χρηματιστηριακή αγορά ενδέχεται να μην είναι μόνιμη, επιτυχής. Για αυτόν τον λόγο, επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πρόθεση να εισάγουν τις μετοχές τους σε μια χρηματιστηριακή αγορά, πρέπει να συνεκτιμούν όλες τις πτυχές αυτού του γεγονότος, κυρίως όσες υποχρεώσεις απορρέουν από αυτό, και να μην εστιάζουν μόνο σε άμεσες, θετικές εξελίξεις, όπως η συγκέντρωση κεφαλαίων και η αύξηση της αναγνωρισιμότητας.



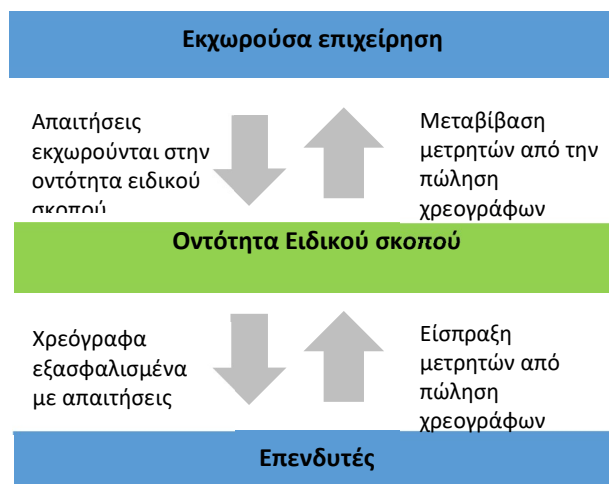
## 4.4 Διαθέσιμα χρηματοδοτικά εργαλεία από τις χρηματιστηριακές αγορές

### 4.4.1 Τιτλοποίηση απαιτήσεων

*Η τιτλοποίηση αφορά στη μετατροπή στοιχείων του ενεργητικού σε εμπορεύσιμους τίτλους και τη διάθεσή τους σε επενδυτές. Μέσω αυτής μια επιχείρηση αντλεί ρευστότητα και καλύπτει μέρος των κεφαλαιακών της αναγκών.*

Τιτλοποίηση (securitisation) είναι η μετατροπή στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης σε εμπορεύσιμους τίτλους και η διάθεσή τους σε επενδυτές. Μέσω της τιτλοποίησης μια επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να αντλήσει ρευστότητα και να καλύψει μέρος των κεφαλαιακών της αναγκών. Η εκχώρηση στοιχείων του ενεργητικού γίνεται σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού η οποία αναλαμβάνει την έκδοση τίτλων και τη διάθεσή τους σε όσους επενδυτές ενδιαφέρονται, έναντι οικονομικού τιμήματος. Το επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθύνονται οι τίτλοι αυτού του είδους είναι ιδιώτες επενδυτές και θεσμικοί φορείς (π.χ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου). Τα στοιχεία ενεργητικού που εκχωρούνται έχουν ομοειδή χαρακτηριστικά και η πληρωμή των τίτλων στις επιχειρήσεις γίνεται με τις σχετικές χρηματοροές (Διάγραμμα 4.4).

**Διάγραμμα 4.4: Η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων**



Χαρακτηριστικό της τιτλοποίησης απαιτήσεων αποτελεί η άμεση σχέση οφειλέτη και δανειστή. Ο διαμεσολαβητής εκτίθεται σε μικρό βαθμό στον πιστωτικό κίνδυνο, δεδομένου ότι από τη διαμεσολάβηση αποκομίζει προμήθεια για την έκδοση των αξιόγραφων. Ο όποιος δυνητικός επενδυτικός κίνδυνος δημιουργείται αφορά στους επενδυτές οι οποίοι παρέχουν τη χρηματοδότηση.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης απαιτήσεων συνδέονται με τη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης μέσω της άντλησης κεφαλαίων, ενδεχομένως με ευνοϊκότερους όρους σε σχέση με άλλες πηγές χρηματοδότησης. Επιπλέον, μπορεί να συμβάλλει στη βελτίωση του ισολογισμού της επιχείρησης η οποία εκχωρεί στοιχεία του ενεργητικού, καθώς η χρηματοδότηση εμφανίζεται με τη μορφή πίστωσης ή δανείου. Το γεγονός αυτό επιτρέπει τη βελτίωση χρηματοοικονομικών δεικτών της επιχείρησης, όπως του δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς δανειακές υποχρεώσεις.

Στην Ελλάδα, οι προϋποθέσεις για την τιτλοποίηση απαιτήσεων ορίζονται με βάση το Ν. 3156/2003 (Πλαίσιο 4.1). Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, στις εταιρίες ειδικού σκοπού οι οποίες πραγματοποιούν τιτλοποιήσεις απαιτήσεων περιλαμβάνονται εταιρίες στις οποίες μεταβιβάζονται από πιστωτικά ιδρύματα δάνεια ή άλλα περιουσιακά στοιχεία, προκειμένου να εκδώσουν χρεόγραφα με εξασφάλιση αυτά τα περιουσιακά στοιχεία (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014). Οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις προέρχονται κυρίως από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα και περιλαμβάνουν δάνεια που έχουν χορηγηθεί σε πελάτες τους. Με αυτήν τη διαδικασία, οι τράπεζες μεταβιβάζουν σε επενδυτές και ασφαλιστικές εταιρίες τον πιστωτικό κίνδυνο που υπάρχει στο χαρτοφυλάκιο δανείων τους, με σκοπό την αυτοχρηματοδότηση του ενεργητικού. Τα τελευταία χρόνια οι τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν ως ενέχυρο στην ΕΚΤ, για την άντληση ρευστότητας.

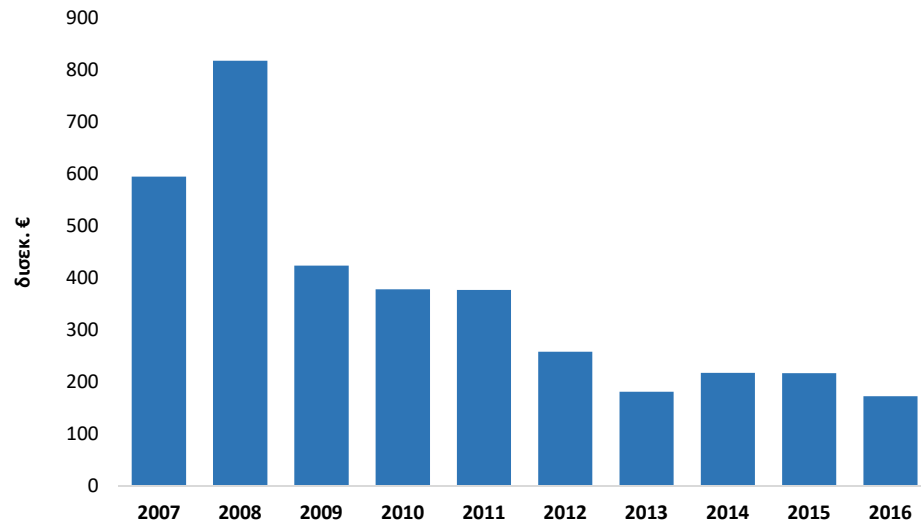
*Στην Ελλάδα, αλλά και στην Ευρώπη, η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως εργαλείο άντλησης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι περιορισμένη*

#### Πλαίσιο 4.1: Η τιτλοποίηση απαιτήσεων βάσει του Ν. 3156/2003

Σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 ως τιτλοποίηση ορίζεται η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος», σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Επίσης, η εταιρία ειδικού σκοπού είναι νομικό πρόσωπο (υποχρεωτικά με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας εφόσον εδρεύει στην Ελλάδα) με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίηση του.

Στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας σε τιτλοποίηση απαιτήσεων από διάφορες κατηγορίες εσόδων (π.χ. έσοδα από κρατικά λαχεία, διόδια κ.α.) προχώρησε και το Ελληνικό δημόσιο, με στόχο την επίτευξη χαμηλότερου κόστους δανεισμού και την αναγνώριση αυτών των αναμενόμενων χρηματοροών ως περιουσιακών του στοιχείων, τα οποία θα μπορούσαν να αφαιρεθούν από το δημόσιο χρέος (Alpha Bank, 2004). Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα στην Ελλάδα είναι αρκετά περιορισμένη, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για το μέγεθος και την εξέλιξή της.

**Διάγραμμα 4.5: Εκδόσεις τιτλοποιήσεων σε ευρωπαϊκές χώρες, 2007-2016**



**Σημείωση:** Ο όγκος εκδόσεων υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη διαφορετικού τύπου συναλλαγές, όπως τίτλοι προερχόμενοι από τιτλοποιήσεις (asset-backed securities), εγγυημένα χρεωστικά ομόλογα (collateralized debt obligation), τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια κ.α. Αφορά στις χώρες της Ε.Ε.-28, αλλά και σε εκείνες που δεν είναι μέλη της ένωσης.

**Πηγή:** Association for Financial Markets in Europe (AFME)

Αλλά και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα με τον όγκο των συγκεκριμένων συναλλαγών να ακολουθεί πτωτική πορεία. Το 2016 ο όγκος των συναλλαγών ήταν κατά 79% μικρότερος σε σχέση με το 2008 (Διάγραμμα 4.5). Εκτός από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 η οποία επηρέασε αρνητικά αυτή τη μορφή χρηματοδότησης, υφίστανται εμπόδια τα οποία περιορίζουν την ανάπτυξη της αγοράς τιτλοποιημένων απαιτήσεων στην Ε.Ε. Συγκεκριμένα, το ρυθμιστικό πλαίσιο δεν προσφέρει αρκετά κίνητρα για την ανάπτυξη της συγκεκριμένης αγοράς, ενώ οι διαφορές στις διαδικασίες τιτλοποίησης (π.χ. έλλειψη εναρμονισμένων πληροφοριών) μεταξύ των χωρών της Ε.Ε. αυξάνουν το κόστος έκδοσης, περιορίζοντας το επενδυτικό ενδιαφέρον.

#### 4.4.2 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) αποτελεί συνηθισμένο τρόπο χρηματοδότησης μιας ανώνυμης εταιρείας, εισηγμένης στο χρηματιστήριο. Σε ΑΜΚ μπορούν να προχωρήσουν και μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, διαφόρων νομικών μορφών (ΑΕ, ΕΠΕ, ΙΚΕ, ΟΕ). Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δίνει τη δυνατότητα σε μια εταιρία να αποκτήσει νέα

*Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) αποτελεί συνηθισμένο τρόπο χρηματοδότησης μιας ανώνυμης εταιρείας, εισηγμένης σε χρηματιστηριακή αγορά*

κεφάλαια μέσα από την έκδοση και πώληση νέων μετοχών, προκειμένου να επεκτείνει τις δραστηριότητές της, να καλύψει ενδεχόμενες ζημιές, αποπληρωμές δανείων κ.ά.

Μια ΑΜΚ μπορεί να περιλαμβάνει την προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή (Initial Public Offering), με την οποία μια εταιρεία θέτει σε δημόσια κυκλοφορία μετοχές για πρώτη φορά. Οι μετοχές αυτές εκδίδονται από μικρότερες ή νέες επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια, αλλά και από μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν στόχο να αντλήσουν κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό.

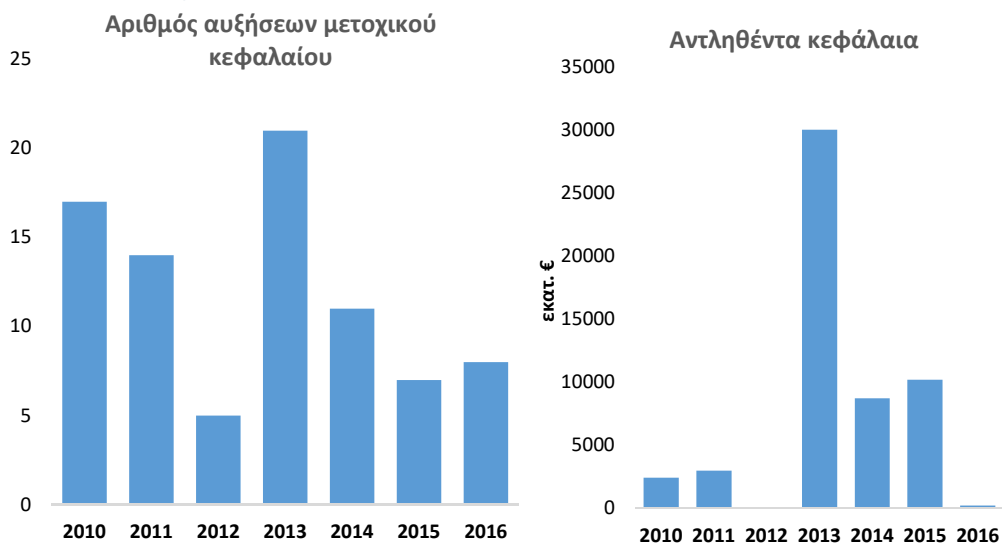
Μεταξύ των διάφορων τρόπων ΑΜΚ με καταβολή μετρητών, συγκαταλέγεται η έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης υπέρ παλαιών μετόχων. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι υφιστάμενοι μέτοχοι αποκτούν δικαιώματα αγοράς νέων μετοχών, με τα οποία μπορούν να τις αγοράσουν σε προκαθορισμένη τιμή. Επίσης, ΑΜΚ μπορεί να πραγματοποιηθεί με κεφαλαιοποίηση υποχρεώσεων ή του αποθεματικού. Σε μια τέτοια περίπτωση πραγματοποιείται ένα είδος συμψηφισμού: Δεν γίνεται εισροή νέου κεφαλαίου στην εταιρία, αλλά μέρος των απαιτήσεων έναντι της εταιρίας μετατρέπεται σε μετοχικό κεφάλαιο, με αποτέλεσμα την οικονομική της ελάφρυνση. Στην περίπτωση που κεφαλαιοποιούνται αποθεματικά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο (ή από υπεραξία παγίων, κέρδη εις νέον) ο αριθμός μετοχών αυξάνεται, αλλά τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης παραμένουν αμετάβλητα.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών την πενταετία 2010-2016 αντλήθηκαν μέσω ΑΜΚ €54,5 δισεκ., η πλειονότητα των οποίων αφορούσαν στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πιστωτικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το 2016, πέρυσι πραγματοποιήθηκαν οκτώ αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου το 2016, αποκλειστικά από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο αριθμός τους είναι παραπλήσιος με αυτόν το προηγούμενο έτος (7), Το 2014 έλαβαν χώρα 11 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και το 2013 21, λόγω των αυξήσεων κεφαλαίου των τραπεζών σε εκείνο το έτος για την ανακεφαλαιοποίησή τους.

Την πενταετία 2012-2016 η πλειονότητα των ΑΜΚ στο Χρηματιστήριο Αθηνών αφορούσε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πιστωτικών ιδρυμάτων

Σε ότι αφορά την πραγματοποίηση ΑΜΚ σε άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, η μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων με αυτόν τον τρόπο καταγράφεται στα χρηματιστήρια Euronext και BME (Bolsa de Madrid) όπου το 2016 ανήλθαν σε €126,8 δισεκ. και €25 δισεκ. αντίστοιχα. Το μέγεθος των ΑΜΚ στο Euronext είναι διαχρονικά το υψηλότερο, καθώς αποτελεί ένωση των χρηματιστηρίων πέντε χωρών (Λονδίνου, Παρισιού, Άμστερνταμ, Βρυξελλών και Λισαβόνας).

**Διάγραμμα 4.6: Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 2010-2016**



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

**Πίνακας 4.2: Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια (εκατ. €), 2012-2016**

	2012	2013	2014	2015	2016
Euronext	49.638	48.890	68.941	79.273	126.796
BME (Spanish Exchanges)	28.679	32.102	36.109	33.107	25.273
Irish Stock Exchange	446	1.676	1.668	4.317	6.154
NASDAQ Nordics & Baltics	:	960	4.703	0	5.955
Oslo Børs	2.023	2.380	3.266	1.767	2.434
Warsaw Stock Exchange	1.976	1.999	1.189	10.310	903
Bucharest Stock Exchange	0	604	524	306	809
Borsa Istanbul	8.990	2.093	1.113	549	487
CEESEG - Vienna	522	1.541	4.395	269	223
Athens Exchange	38	29.999	8.721	10.186	202
Malta Stock Exchange	15	59	37	16	25
Bulgarian Stock Exchange	66	61	16	19	23
SIX Swiss Exchange	:	:	:	290	1
Budapest Stock Exchange	48	74	47	2	0
Cyprus Stock Exchange	0	45	132	0	0

**Σημείωση: Κατάταξη με βάση την αξία των αντληθέντων κεφαλαίων το 2016.**

Για το Χρηματιστήριο Αθηνών τα αναγραφόμενα ποσά προκύπτουν από τα στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς σε σύγκριση με εκείνα της FESE υπάρχει μικρή διαφοροποίηση

**Πηγή:** Federation of European Securities Exchanges (FESE)

#### 4.4.3 Ομόλογα

Στα διαθέσιμα εναλλακτικά χρηματοδοτικά εργαλεία για την άντληση ρευστότητας μικρομεσαίων επιχειρήσεων περιλαμβάνονται και τα εταιρικά ομόλογα. Τα χρεόγραφα αυτά αποτελούν ένα μέσο δανεισμού χρημάτων προς τις επιχειρήσεις που τα εκδίδουν και οι οποίες αναλαμβάνουν την υποχρέωση με τη λήξη τους να επιστρέψουν το κεφάλαιο που επενδύθηκε συμπεριλαμβανομένων των τόκων. Μια από τις κυριότερες διαφορές της αγοράς ομολογιών με την αγορά μετοχών είναι ότι οι ομολογιούχοι προσφέρουν κεφάλαια χωρίς να αποκτούν δικαιώματα επί της επιχείρησης, όπως στην περίπτωση των μετόχων.

Βασικά χαρακτηριστικά του ομολόγου αποτελούν η ονομαστική του αξία (face value), το επιτόκιο (coupon rate) και η περίοδος εκτοκισμού. Τα ομόλογα διακρίνονται σε επιμέρους κατηγορίες με βάση το βαθμό εξασφάλισης που προσφέρουν, το επιτόκιο στο οποίο γίνεται η πληρωμή, αλλά και τη διάρκεια ζωής τους.

*Εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων τα εταιρικά ομόλογα. Κύρια διαφορά τους με τις μετοχές το ότι οι ομολογιούχοι προσφέρουν κεφάλαια χωρίς να αποκτούν δικαιώματα επί της επιχείρησης.*

Βάσει του βαθμού εξασφάλισης που προσφέρουν, στο χαμηλότερο επίπεδο κατατάσσονται τα ομόλογα για τα οποία σε περίπτωση ρευστοποίησης μιας εταιρίας, ο εκδότης δεν έχει παράσχει κάποιες εγγυήσεις, π.χ. περιουσιακά στοιχεία. Ακολουθούν όσα ομόλογα έρχονται τελευταία σε προτεραιότητα ικανοποίησης σε περίπτωση ρευστοποίησης, ενώ τα ομόλογα υψηλής εξασφάλισης ικανοποιούνται πρώτα σε τέτοιες περιστάσεις (ATHEXGROUP, 2016). Ως προς το επιτόκιο, τα ομόλογα διαχωρίζονται σε μηδενικού επιτοκίου (zero-coupon bonds) και σε ομόλογα με τοκομερίδιο (ή κουπόνι), το οποίο μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο. Μεταξύ των κυριότερων τύπων εταιρικών ομολόγων συγκαταλέγονται τα κοινά, τα ομόλογα που είναι μετατρέψιμα μετά από την πάροδο ορισμένου χρονικού διαστήματος σε άλλα ομόλογα ή μετοχές (μετατρέψιμα ομόλογα) και τα ανταλλάξιμα. Όλες κατηγορίες ομολόγων ως προς τα επιμέρους χαρακτηριστικά τους παρουσιάζονται στο διάγραμμα 4.7.

**Διάγραμμα 4.7: Κύρια χαρακτηριστικά ενός ομολογιακού δανείου**

<b>Επιτόκιο</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Σταθερό</b> (το επιτόκιο με το οποίο υπολογίζεται κάθε πληρωμή τοκομεριδίου δεν μεταβάλλεται)</li> <li>• <b>Κυμαινόμενο</b> (ομόλογα στα οποία το επιτόκιο αναπροσαρμόζεται μεταξύ των πληρωμών κάθε κουπονιού)</li> <li>• <b>Μηδενικού επιτοκίου</b> (όταν δεν προβλέπονται ενδιάμεσες πληρωμές και υπάρχει μια αρχική πληρωμή από τον εκδότη και μια τελική πληρωμή προς τον κάτοχο του ομολόγου)</li> </ul>
<b>Λήξη</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Μικρής διάρκειας</b> (ομόλογα τα οποία έχουν λήξη από ένα έως πέντε έτη από την έκδοσή τους)</li> <li>• <b>Μεγάλης διάρκειας</b> (ομόλογα τα οποία λήγουν τουλάχιστον μετά από 10 έτη από την έκδοσή τους)</li> </ul>
<b>Με εξασφάλιση</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Χαμηλής εξασφάλισης</b> (ομόλογα τα οποία σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρίας έρχονται τελευταία σε προτεραιότητα ικανοποίησης)</li> <li>• <b>Υψηλής εξασφάλισης</b> (ομόλογα τα οποία σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρίας έρχονται σε προτεραιότητα ικανοποίησης) <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ομόλογα με ή χωρίς εγγύηση</b> (ομόλογα για τα οποία ο εκδότης έχει ή δεν έχει παράσχει εγγυήσεις, π.χ. περιουσιακά στοιχεία, σε περίπτωση μη εξόφλησης)</li> </ul> </li> </ul>

Καλυμμένες ομολογίες είναι τα ομόλογα με διπλή κάλυψη, τόσο από την εγγύηση ενός πιστωτικού ιδρύματος, καθώς και από τα χαρτοφυλάκια δανείων που έχουν διαχωριστεί από τα υπόλοιπα στοιχεία ενεργητικού. Τα



προγράμματα καλυμμένων ομολογιών μπορεί να προβλέπουν την έκδοση ομολογιών από πιστωτικό ίδρυμα (άμεση έκδοση) ή από εταιρεία ειδικού σκοπού (έμμεση έκδοση). Διακρίνονται επίσης σε αυτά των οποίων η έκδοσή τους καλύπτεται από κάποιο εθνικό νομικό πλαίσιο και εποπτεύονται από την αρμόδια αρχή (παραδοσιακά καλυμμένα ομόλογα) και σε εκείνα τα οποία δεν υπόκεινται σε συγκεκριμένη εθνική νομοθεσία.

Με στόχο την άντληση κεφαλαίων από επενδυτές δημιουργήθηκε στο Χρηματιστήριο Αθηνών αγορά εταιρικών ομολόγων. Τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες με έδρα την ημεδαπή, διέπονται από τις διατάξεις του Ν.3156/2003 και μπορούν να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην οργανωμένη ή στην εναλλακτική αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ένας εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που εντάσσεται στην κατηγορία των ομολόγων και εξασφαλίζει άμεση ρευστότητα στις επιχειρήσεις είναι τα εμπορικά χρεόγραφα (commercial papers). Πρόκειται για χρεόγραφα τα οποία εκδίδονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή μεγάλες μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, με βραχυπρόθεσμη περίοδο λήξης (έως 270 ημέρες). Εξασφάλιση για τέτοιου είδους χρεόγραφα αποτελεί η φήμη του εκδότη και προσφέρονται σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία. Η τιμή τους συνήθως καθορίζεται από τα επιτόκια που επικρατούν στην αγορά. Οι εκδότες εμπορικών χρεογράφων δεν χρειάζεται να λάβουν την άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την έκδοσή τους, ενώ και οι επενδυτές μπορούν να απευθυνθούν άμεσα στην εταιρεία ή το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την αγορά χρεογράφων αυτού του είδους, αν και η τελευταία διαδικασία δεν αποτελεί συνήθη πρακτική. Εμπορικά χρεόγραφα έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου και στο Χρηματιστήριο της Ινδίας.

#### 4.4.4 Η εναλλακτική αγορά (EN.A.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Η εναλλακτική αγορά (EN.A.) έχει ως κύριο σκοπό να υποστηρίξει την άντληση κεφαλαίων για μικρομεσαίες και νεοσύστατες εταιρίες. Αποτελεί πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης και μεταξύ των κυριότερων

πλεονεκτημάτων θεωρείται το ευέλικτο σχήμα για την εισαγωγή μιας εταιρίας καθώς τα απαραίτητα κριτήρια είναι λιγότερο αυστηρά σε σχέση με τις οργανωμένες αγορές.<sup>25</sup> Επιπλέον, η πρόσβαση στη δευτερογενή αγορά είναι ευκολότερη γεγονός που επιτρέπει εταιρίες οποιασδήποτε επιχειρηματικής δραστηριότητας να χρηματοδοτηθούν. Οι εναλλακτικές αγορές όπως αυτή που λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν μικρότερη ρευστότητα αλλά θεωρούνται χρήσιμες πηγές χρηματοδότησης για τις ΜμΕ.

Ο τρόπος εισαγωγής στην ΕΝ.Α. μπορεί να γίνει μέσα από ΑΜΚ, με δημόσια προσφορά στο επενδυτικό κοινό, με ιδιωτική τοποθέτηση ή με συνδυασμό αυτών των δύο διαδικασιών. Μεταξύ των προϋποθέσεων ένταξης στην εναλλακτική αγορά είναι οι επιχειρήσεις να έχουν καθαρή θέση τουλάχιστον €1 εκατ., η ύπαρξη δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων, καθώς επίσης το ότι οι ζημιές των προς εισαγωγή εταιριών να μην ξεπερνούν το 50% των ιδίων κεφαλαίων. Την τρέχουσα περίοδο, διαπραγματεύονται τέσσερα εταιρικά ομόλογα στην οργανωμένη αγορά και ένα εταιρικό ομόλογο στην εναλλακτική αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνεπώς, αμφότερες δεν έχουν αναπτυχθεί και παρουσιάζουν σημαντικές προοπτικές. Σε αυτές τις δύο αγορές είναι δυνατή και η διαπραγμάτευση ομολόγων τα οποία έχουν εκδοθεί από εταιρείες που διέπονται από αλλοδαπό δίκαιο. Η Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών μπορεί να αποτελέσει ένα από τα βασικά μέσα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, προκειμένου να αυξήσουν την αναγνωρισιμότητά τους και να αντλήσουν χρηματοδότηση.

Το 2016 πραγματοποιήθηκαν τέσσερις εκδόσεις εταιρικών ομολογιακών δανείων. Οι δύο αφορούσαν σε μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο και οι άλλες δύο σε κοινό ομολογιακό δάνειο). Σε αυτές συμπεριλαμβανόταν η έκδοση δανείου από την εταιρία MLS Πληροφορική ύψους €40 εκατ. Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια πέρυσι ανήλθαν σε €115 εκατ., ενώ

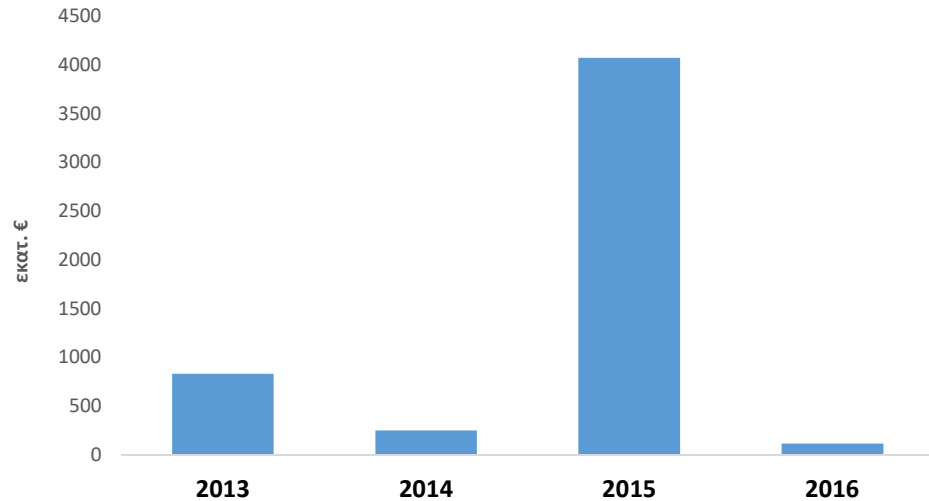
*Η εναλλακτική αγορά ΕΝ.Α. του Χρηματιστηρίου Αθηνών απευθύνεται σε Έλληνες και ξένους επενδυτές, προσφέροντας τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων για εισηγμένες, αλλά και εκτός χρηματιστηρίου επιχειρήσεις*

---

<sup>25</sup> Καθώς η ΕΝ.Α. αφορά στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, στην Ελλάδα και διεθνώς, η διαδικασία σύστασής της, οι προϋποθέσεις ένταξης σε αυτή, ο τρόπος λειτουργίας και εποπτείας της, το μέγεθός της παγκοσμίως, οι επιδράσεις που ασκεί (οικονομικές, πολιτικές κ.ά.) παρουσιάζονται στην ενότητα 5.2 του πέμπτου κεφαλαίου, το οποίο εστιάζει στις προοπτικές χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

συνολικά την τετραετία 2013-2016 το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων έφτασε τα €5,2 δισεκ.

#### Διάγραμμα 4.8: Αντληθέντα κεφάλαια από εκδόσεις ομολόγων στο Χρηματιστήριο Αθηνών



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

#### 4.4.5 Αγορά ομολόγων για μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε χώρες της Ε.Ε.

Η δυσκολία χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων αποτελεί γενικότερα πρόβλημα στις ευρωπαϊκές χώρες. Η έκδοση εταιρικών ομολόγων πραγματοποιείται συνήθως από μεγάλες επιχειρήσεις, η πιστοληπτική ικανότητα των οποίων είναι αξιολογήσιμη και η πρόσβασή τους σε διεθνείς αγορές πιο εύκολη. Συνεπώς, η άντληση χρηματοδότησης από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις μέσω έκδοσης ομολόγων συναντά δυσχέρειες. Η αξιοποίησή τους είναι αρκετά μικρότερη στην Ε.Ε. Ευρύτερα, σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές μικρομεσαίες επιχειρήσεις λαμβάνουν πέντε φορές λιγότερη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Εάν οι αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων της Ε.Ε. είχαν τον ίδιο βαθμό ανάπτυξης με εκείνο των ΗΠΑ, τα διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων κεφάλαια στην εξαετία 2009-2014 θα ήταν €90 δισεκ. περισσότερα (European Commission, 2015).

Προκειμένου και επιχειρήσεις μεσαίας κεφαλαιοποίησης να έχουν τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μέσω εταιρικών ομολόγων, παρατηρείται σε αρκετές χώρες-μέλη της Ε.Ε. η δημιουργία αγορών ομολόγων λιανικής. Συγκεκριμένα, στην Γερμανία ξεκίνησε το 2010 η

*Η ανάπτυξη των αγορών ομολόγων για ΜμΕ σε χώρες της Ε.Ε. αναδεικνύει τη σημασία που αποδίδουν στην άντληση κεφαλαίων από εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης*

*Εναλλακτικές αγορές ομολόγων για μικρομεσαίες επιχειρήσεις έχουν αναπτυχθεί σε αρκετές χώρες της Ε.Ε., όπως στην Ιταλία, την Γερμανία, την Πολωνία και την Νορβηγία*

λειτουργία της αγοράς ομολόγων BondM. Ακολούθησαν το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία (αγορά αρχικής προσφοράς ομολόγων IBO το 2012) και η Ιταλία (αγορά ομολόγων ExtraMOTPRO το 2013).

Ειδικότερα στην Ιταλία, η συγκεκριμένη αγορά ομολόγων θεωρήθηκε ως ένα μέσο που θα μπορούσε να βοηθήσει επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περιορισμούς στην άντληση χρηματοδότησης. Δεδομένου ότι η έκδοση ομολόγων γίνεται κυρίως από μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες με πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, ενώ οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις στηρίζονται κυρίως στον τραπεζικό δανεισμό, η ιταλική κυβέρνηση προχώρησε σε νομοθετικές ρυθμίσεις προκειμένου να επεκταθεί η πρόσβαση επιχειρήσεων σε κεφαλαιαγορές. Το συγκεκριμένο μέσο χρηματοδότησης θεωρήθηκε ότι μπορεί να συμβάλλει στην αναδιάρθρωση του δανειακού χαρτοφυλακίου των επιχειρήσεων.

Με το σχετικό ρυθμιστικό πλαίσιο, επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο μπορούν να εκδώσουν χρεόγραφα γνωστά και ως “mini-bonds”. Με αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο δίνεται η δυνατότητα για μη τραπεζική χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων μέσα από εταιρίες που παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής, προκειμένου να πραγματοποιηθεί η έκδοσή του. Μάλιστα, προκειμένου τα “mini-bonds” να γίνουν περισσότερο ελκυστικά για το επενδυτικό κοινό, η ρύθμιση προέβλεπε την απαλλαγή των επενδυτών από την φορολόγηση της απόδοσης τέτοιων ομολογιών.

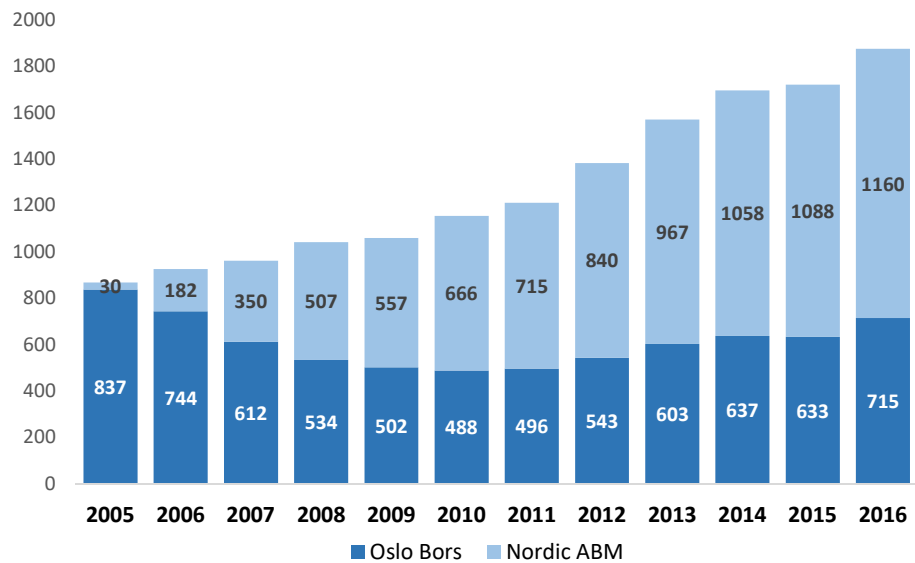
Παρά τα ελκυστικά του χαρακτηριστικά, η έκδοση των “mini-bonds” υπήρξε αρχικά μικρή, ωστόσο συνεχίζει να παρουσιάζει προοπτικές ανάπτυξης. Στα τέλη του 2014, πραγματοποιήθηκαν περίπου 30 συναλλαγές με αυτού του τύπου τις ομολογίες στην αγορά ExtraMotPro, αξίας €3 δισεκ. Όμως, η πλειονότητά τους πραγματοποιήθηκε από μεγάλες επιχειρήσεις (OECD, 2015).

Στην Ισπανία η Εναλλακτική Αγορά Σταθερού Εισοδήματος (MARF) έχει ως στόχο να διευκολύνει την πρόσβαση στην αγορά τόσο για τους εκδότες όσο και για τους επενδυτές. Ωστόσο, η πλειονότητα των ΜμΕ εξακολουθούν να μην χρησιμοποιούν τις συγκεκριμένες αγορές (debt market platforms). Το

2013, λιγότερο από το 2% των ΜμΕ στην Ευρώπη χρησιμοποίησαν την αγορά ομολόγων για τη χρηματοδότησή τους (Peterhoff, Romeo και Calvey, 2014).

Στον αντίποδα, υψηλός αριθμός εκδόσεων ομολόγων πραγματοποιείται στην αγορά της Νορβηγίας (Oslo Bors). Η συγκεκριμένη αγορά κεφαλαίων έχει εξελιχθεί σε μια σημαντική εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για μικρομεσαίες επιχειρήσεις<sup>26</sup>, με τον αριθμό των εισηγμένων εταιρικών ομολόγων να έχει υπερδιπλασιαστεί το 2016 σε σχέση με το 2015 (1875 από 867, Διάγραμμα 4.9). Σημαντικός είναι και ο ρόλος της αγοράς Catalyst στην Πολωνία, στην οποία τα εισηγμένα εταιρικά ομόλογα ανήλθαν σε 366 το 2015, από 378 το 2014, με συνολική κεφαλαιοποίηση €4,4 δισεκ. (Πηγή: FESE Statistics).

**Διάγραμμα 4.9: Αριθμός εισηγμένων εταιρικών ομολόγων στην αγορά της Νορβηγίας (Nordic Corporate Bonds)**



Σημείωση: Η αγορά ομολόγων Nordic ABM έχει οργανωθεί και διαχειρίζεται από την Oslo Bors

Πηγή: Oslo Stock Exchange

#### 4.4.6 Δικαιώματα προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) αποτελούν συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (τον αγοραστή και τον πωλητή του δικαιώματος) με τη

<sup>26</sup> Norwegian Ministry of Finance, Midterm Review, March 2017: [https://www.regjeringen.no/contentassets/6b261bfb725e47b2a06979a4fee15a02/cmu\\_midterm\\_comments\\_norway.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/6b261bfb725e47b2a06979a4fee15a02/cmu_midterm_comments_norway.pdf)

μεσολάβηση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Η συμφωνία δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα (και όχι την υποχρέωση) να αγοράσει (ή να πωλήσει ανάλογα με το είδος του δικαιώματος) ένα υποκείμενο προϊόν (π.χ. μετοχές) σε μία προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης), με το αντισυμβαλλόμενο μέρος να αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση.

Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης είναι περισσότερο σύνθετοι παράγωγοι τίτλοι από τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) και τα προθεσμιακά συμβόλαια δεδομένου ότι ο αγοραστής του δικαιώματος εξασκεί το δικαίωμα (να αγοράσει ή να πωλήσει) στην περίπτωση που είναι προς το συμφέρον του. Αντίθετα, ο πωλητής του δικαιώματος είναι υποχρεωμένος να πράξει ό,τι τελικά αποφασίσει ο αγοραστής του δικαιώματος. Ως αντιστάθμισμα της υποχρέωσης αυτής, ο αγοραστής του δικαιώματος καταβάλλει ένα χρηματικό ποσό (τίμημα του συμβολαίου ή premium) η πληρωμή του οποίου γίνεται ανεξάρτητα από τον αν το δικαίωμα εξασκηθεί ή όχι.

#### 4.4.7 Τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (Warrants)

Οι τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (εφεξής warrants) αποτελούν κινητές αξίες, ελεύθερα μεταβιβάσιμες, όπως οι μετοχές. Δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει προκαθορισμένο αριθμό μετοχών, σε προκαθορισμένη τιμή, την αποκαλούμενη τιμή εξάσκησης, και συγκεκριμένες ημερομηνίες (ημερομηνίες άσκησης). Επομένως, προσομοιάζουν στα δικαιώματα αγοράς (call options).

Στη βιβλιογραφία, η έκδοση μετοχών σε συνδυασμό με warrants θεωρείται κίνητρο προσέλκυσης επενδυτών, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι υψηλότερος (π.χ. start-up εταιρίες, μικρότερες επιχειρήσεις). Η από κοινού διάθεση μετοχών και warrants έχει προτερήματα για τους μετόχους και την εταιρία. Με αυτό το χρηματοδοτικό εργαλείο, οι εταιρίες δεσμεύονται σε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου στην τιμή της εξάσκησης του warrant, δίνοντας επιπλέον το δικαίωμα αγοράς επιπλέον μετοχών στην τιμή εξάσκησης σε μια προκαθορισμένη περίοδο. Αυτή η δυνατότητα αποτρέπει τους αρχικούς επενδυτές-μετόχους

*Τα δικαιώματα προαίρεσης και οι τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών αποτελούν επιπλέον εργαλεία προσέλκυσης επενδυτών*

να απαιτούν υπερβολικές αποτιμήσεις στην αρχική εισαγωγή της εταιρίας, και τους επιτρέπει να καρπούνται υπεραξία από την πρόοδο της εταιρίας. Ωστόσο, προκειμένου να την αξιοποιήσουν απαιτείται να έχουν ευρύ χρονικό ορίζοντα επένδυσης και να μην αποσκοπούν σε γρήγορες, ευκαιριακές αποδόσεις. Επίσης, με το συγκεκριμένο χρηματοδοτικό μέσο μπορεί να επιτευχθεί τμηματική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, επιτρέποντας, υπό προϋποθέσεις, την άντληση περισσότερων κεφαλαίων (Gajewski et al., 2003). Επιπρόσθετα, από την πλευρά μιας εταιρίας μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ένας τρόπος σηματοδότησης (signaling) της εμπιστοσύνης για τη μελλοντική της πορεία δεδομένου ότι η εξάσκησή του εξαρτάται από την τιμή της μετοχής (Chemmanur and Fulghieri, 1997).

Στην Ελλάδα, τα warrants εισήχθησαν για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης των εισηγμένων τραπεζών, τον Ιούνιο του 2013, σύμφωνα με το νόμο Ν. 3864/2010. Οι ιδιώτες επενδυτές που συμμετείχαν στην ΑΜΚ μιας τράπεζας λάμβαναν για καθεμία μετοχή και ένα warrant. Επισημαίνεται ωστόσο, ότι στην Ελλάδα το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο δεν προβλέπει τη χρήση warrants γενικά από τις επιχειρήσεις. Επομένως θα πρέπει να εξεταστεί η τροποποίηση του σχετικού νόμου (Ν.2190/1920), προκειμένου οι εταιρείες να έχουν ακόμα ένα «εργαλείο» για την προσέλκυση επενδυτών στη διάθεσή τους.

#### 4.4.8 Εισηγμένα Επενδυτικά κεφάλαια

Τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια (Listed Funds) θεωρούνται ένας αποτελεσματικός τρόπος πρόσβασης στην αγορά ιδίων κεφαλαίων. Αντί της επένδυσης σε εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίες, τα κεφάλαια αυτά τοποθετούνται σε ετερογενείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως σε ιδιωτικές ή δημόσιες επιχειρήσεις, ιδιωτικά έργα υποδομών κ.α. Η ευελιξία τους ως προς τις τοποθετήσεις συνεπάγεται ότι οι εταιρείες που διαχειρίζονται τα εισηγμένα κεφάλαια (listed private equity firms) μπορούν να αναζητήσουν επενδύσεις σε μια ευρεία γκάμα επιλογών (π.χ. εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, μεταποιητικές βιομηχανίες, ενεργειακά σχήματα και άλλου είδους κλάδους με προοπτικές ανάπτυξης). Αυτή η δυνατότητα δημιουργεί οφέλη σε σχέση με τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εισηγμένης εταιρίας, τα οποία σχετίζονται με τη

*Τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν αποτελεσματικό τρόπο πρόσβασης στην αγορά κεφαλαίων. Αντί της επένδυσης σε εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά εταιρίες, τοποθετούνται σε ετερογενείς επιχειρηματικές δραστηριότητες.*

διαφοροποίηση του κινδύνου και τη δυνατότητα αξιολόγησης των προοπτικών των επενδύσεων στις οποίες τα κεφάλαια τοποθετούνται

Χαρακτηριστικό παράδειγμα σε αυτή την κατηγορία χρηματοδοτικών μέσων αποτελούν τα επενδυτικά κεφάλαια που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια (Listed Private Equity).

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των εισηγμένων επενδυτικών κεφαλαίων σε χρηματιστήρια είναι τα εξής:<sup>27</sup>

- Δεν υπάρχει ελάχιστο όριο επένδυσης. Οι εταιρείες που διαχειρίζονται τα εισηγμένα κεφάλαια απευθύνονται σε ιδιώτες επενδυτές και οργανισμούς ανεξαρτήτως μεγέθους, ενώ το ποσό που μπορεί να επενδυθεί μπορεί να είναι μικρό.
- Η επένδυση γίνεται σε μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο στο οποίο είναι ρευστοποιήσιμες και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης.
- Η αξία της εκμετάλλευσης μπορεί να προσδιοριστεί βάσει της τιμής της μετοχής που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο.
- Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να πουλήσει τη συμμετοχή του μέσω της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα χαρακτηριστικά αυτά καθιστούν το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό εργαλείο πιο ελκυστικό σε σχέση με τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity) τα οποία υπόκεινται σε περιορισμούς, κυρίως όσον αφορά στη πρόσβαση σε αυτά. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια απευθύνονται κυρίως σε θεσμικούς ή εξειδικευμένους επενδυτές, ενώ η συμμετοχή τους προϋποθέτει την καταβολή σημαντικών ποσών ως ελάχιστη καταβολή. Επιπλέον, τα αγοράζονται στην αρχή της επένδυσης και προβλέπουν περιόδους αποπληρωμής κατά τη διάρκειά της. Έτσι, όσοι τοποθετούνται σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια πρέπει έχουν τη δυνατότητα να διαθέσουν σημαντικά χρηματικά ποσά για μεγάλο χρονικό ορίζοντα.

*Ενώ τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity) απευθύνονται κυρίως σε θεσμικούς ή εξειδικευμένους επενδυτές, στα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια είναι δυνατή η τοποθέτηση και μικρών επενδυτών*

---

<sup>27</sup> Oakley Capital Investments Limited, LPEQ



Στην Ευρώπη εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, της Φρανκφούρτης, της Μαδρίτης, των Βρυξελλών (Πίνακας 4.3).

**Πίνακας 4.3: Εταιρίες επενδυτικών κεφαλαίων που διαπραγματεύονται σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια**

Επωνυμία	Χρηματιστήριο
Aberdeen Private Equity Fund	London Stock Exchange
Deutsche Beteiligungs AG	Frankfurt Stock Exchange
Electra Private Equity	London Stock Exchange
F&C Private Equity Trust	
Gimv	Euronext Brussels
HBM Healthcare Investments	SIX Swiss Exchange
HgCapital Trust plc	London Stock Exchange
JZ Capital Partners Limited	London Stock Exchange
NB Private Equity Partners	Euronext Amsterdam, London Stock Exchange

Πηγή: <http://www.lpeq.com/>

Ως ένα παράδειγμα της λειτουργίας των επενδυτικών κεφαλαίων που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και των επενδυτικών επιλογών τους, θα μπορούσε να αναφερθεί η περίπτωση της HBM Healthcare, της οποίας η καθαρή αξία των περιουσιακών της στοιχείων ανά μετοχή αυξήθηκε κατά 5,2 Ελβετικά φράγκα ή 4,2% έπειτα από την εισαγωγή της εταιρίας Advanced Accelerator Applications<sup>28</sup> στη χρηματιστηριακή αγορά. Η συγκεκριμένη εταιρία, που αποτελεί τη μεγαλύτερη επένδυση στο χαρτοφυλάκιο της HBM Healthcare, άντλησε \$75 εκατ. μέσω της έκδοσης 4,7 εκατ. μετοχών στην αγορά Nasdaq, έναντι της τιμής των \$16 ανά μετοχή. Στο κλείσιμο της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης η τιμή της μετοχής σημείωσε άνοδο κατά 53,1%, φθάνοντας τα \$24,5. Έπειτα από την αρχική δημόσια προσφορά των μετοχών, η HBM Healthcare κατείχε 3,5 εκατ. μετοχές αξίας \$85,3 εκατ., που αντιστοιχούσαν στο 9,4% της αξίας (stake) της εταιρίας.

<sup>28</sup> Η Advanced Accelerator Applications αποτελεί εταιρεία με έδρα την Ελβετία που δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη, παραγωγή και εμπορία καινοτόμων προϊόντων για τη διάγνωση και θεραπεία ασθενειών που συνδέονται με τον καρκίνο.

*Στην Ελλάδα, τα επενδυτικά κεφάλαια διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και μπορούν να συμβάλλουν στη μεταφορά επενδυτικών πόρων σε μεγάλο μέρος του παραγωγικού ιστού της χώρας*

Στην Ελλάδα, τα επενδυτικά κεφάλαια είναι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων που εκδίδουν κινητές αξίες (μετοχές ή μερίδια) οι οποίες εισάγονται και διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια άλλων κινητών αξιών εισηγμένων ή μη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Δεδομένου ότι ιδιαίτερα οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές εστιάζουν συνήθως το ενδιαφέρον τους σε μεγάλες εταιρίες, η δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μέσω των εισηγμένων επενδυτικών κεφαλαίων διευκολύνει τη χρηματοδότηση κυρίως μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Επομένως, τα κεφάλαια αυτά μπορούν να συμβάλλουν στη μεταφορά και διασπορά επενδυτικών πόρων σε μεγάλο μέρος του παραγωγικού ιστού της Ελλάδας.<sup>29</sup>

#### 4.5 Ο ρόλος των νέων τεχνολογιών στη χρηματοδότηση μέσω των αγορών κεφαλαίου

Τα χρηματοδοτικά εργαλεία που παρουσιάστηκαν στις προηγούμενες ενότητες αποτελούν τις κυριότερες διαθέσιμες πηγές άντλησης κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Παρότι υπάρχουν πολλές εναλλακτικές επιλογές, η αξιοποίησή τους στην Ελλάδα είναι μικρή. Αυτό το γεγονός σχετίζεται και με την έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης, από τις επιχειρήσεις αλλά και τους δυνητικούς χρηματοδότες, ως προς τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και τα εργαλεία χρηματοδότησης.

Ευρύτερα, οι δυσκολίες άντλησης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων με την έκδοση μετοχών ή χρεογράφων, προέρχονται από εμπόδια όπως το κόστος συναλλαγής, οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά και ζητήματα που απορρέουν από το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των κεφαλαιαγορών. Από την πλευρά των επενδυτών, σημαντικός παράγοντας ως προς την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν θεωρείται ο περιορισμένος όγκος πληροφοριών για τις επιχειρήσεις, π.χ. ως προς τα οικονομικά αποτελέσματα, την πιστοληπτική τους ικανότητα. Η έλλειψη πληροφόρησης δεν επιτρέπει τον εντοπισμό και

*Οι νέες τεχνολογίες μπορούν να συμβάλλουν στην πιο αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και στην προσέλκυση επενδυτών*

<sup>29</sup> Περισσότερες πληροφορίες για τα χαρακτηριστικά των διαφορετικών τύπων επενδυτικών κεφαλαίων παρατίθενται στο επόμενο κεφάλαιο, στην ενότητα 5.3.

την αξιολόγηση ελκυστικών επιχειρήσεων ή έργων, στα οποία οι δυνητικοί επενδυτές μπορούν να επενδύσουν.

Όπως σε κάθε αγορά, η ζήτηση κεφαλαίων, από τις εταιρίες που επιθυμούν να εισαχθούν στη χρηματιστηριακή αγορά, και η προσφορά τους, από τους επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν, πρέπει να συναντώνται σε ένα βέλτιστο σημείο όπου το κόστος κεφαλαίου είναι το χαμηλότερο δυνατό για τις εταιρείες και η επενδυτική επιλογή είναι ελκυστική για τους επενδυτές. Δεδομένου ότι η ρευστότητα στην ελληνική οικονομία παραμένει περιορισμένη, λόγω της επιφυλακτικότητας των επενδυτών να προσφέρουν τα κεφάλαιά τους, θα πρέπει να αναζητηθούν τρόποι για την ενημέρωση και την προσέλκυσή τους.

Στην επίτευξη αυτού του στόχου, απαραίτητη θεωρείται η συμβολή των νέων τεχνολογιών. Με τη χρήση του διαδικτύου ή άλλων υπηρεσιών (π.χ. ηλεκτρονικές πλατφόρμες) αυξάνονται οι δυνατότητες πρόσβασης μιας επιχείρησης σε επενδυτές και το αντίστροφο.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα της πρόσβασης σε αγορές μέσω ψηφιακών μέσων και δυνατοτήτων (digitalization), αποτελούν σύγχρονα εργαλεία χρηματοδότησης, όπως η συμμετοχική χρηματοδότηση μέσω διαδικτύου (crowdfunding), Ένα άλλο τέτοιο μέσο είναι οι εκδόσεις ομολόγων με ηλεκτρονικό τρόπο (π.χ. Eurex Bonds, Euronext Bondmatch κ.ά.). Οι προσφορές για τον προσδιορισμό του επιτοκίου αποτυπώνονται σε μια κλειστή διαδικασία που παρακολουθείται από τον ανάδοχο της έκδοσης. Στη λήξη των ηλεκτρονικών προσφορών γίνεται γνωστό το επιτόκιο που ο εκδότης θα πρέπει να καταβάλλει στους επενδυτές. Από τα παραπάνω παραδείγματα προκύπτει ότι οι ηλεκτρονικές αγορές μπορούν να λειτουργούν στο πλαίσιο υφιστάμενων, “παραδοσιακών» αγορών κεφαλαίου, όπως το χρηματιστήριο Euronext, ή να είναι αποκεντρωμένες (π.χ. crowdfunding).

*Το crowdfunding ως εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης αναπτύσσεται με σημαντικό ρυθμό τα τελευταία χρόνια*

Το crowdfunding αποτελεί ένα ιδιαίτερα αναπτυσσόμενο εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης, για τις μεγάλες και για μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς το 2015 αντλήθηκαν με αυτόν τον τρόπο κεφάλαια πενταπλάσιας αξίας σε σχέση με το 2013, \$34,4 δισεκ. έναντι \$6,1 δισεκ. Είναι ευρέως διαδεδομένο μέσο χρηματοδότησης στη Βόρεια Αμερική, την Ασία και την Ευρώπη (Massolution 2015).

Στην Ελλάδα, το νομικό πλαίσιο για τη συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης προσδιορίστηκε με το Ν. 4416/2016. Ο συγκεκριμένος νόμος ορίζει πως οι εταιρείες μπορούν να υποβάλλουν δημόσια προσφορά για crowdfunding αποκλειστικά μέσω ηλεκτρονικού συστήματος, συγκεκριμένα ηλεκτρονικής πλατφόρμας, την οποία μπορεί πρέπει να διαχειρίζεται είτε Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), είτε Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΑΕΔΟΕΕ), ή πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο της επενδυτικής υπηρεσίας της λήψης και διαβίβασης εντολών. Μέσω της ηλεκτρονικής πλατφόρμας μπορούν να προσφέρονται κινητές αξίες, σε ποσό χαμηλότερο των €500 χιλ. ανά εκδότη σε περίοδο 12 μηνών, Προκειμένου να μειωθεί ο επενδυτικός κίνδυνος, η συμμετοχή κάθε ιδιώτη επενδυτή δεν μπορεί να υπερβαίνει τις €5 χιλ. ή το 10% του μέσου όρου των εισοδημάτων του την τελευταία τριετία.

Ο κάθε διαχειριστής ηλεκτρονικής πλατφόρμας crowdfunding υποχρεούνται να παρέχει, μεταξύ άλλων, πληροφορίες για τον εκδότη, την επιχειρηματική δραστηριότητα και πιθανά επενδυτικά σχέδια, τα δικαιώματα που αποκτά ο κάθε επενδυτής, αλλά και τους παράγοντες κινδύνου. Οι πάροχοι ηλεκτρονικής πλατφόρμας crowdfunding θα πρέπει να ενημερώνουν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και, κατά περίπτωση, την Τράπεζα της Ελλάδος παρέχοντας στοιχεία, όπως την απόφαση του ΔΣ τους με την οποία αποφασίστηκε η έναρξη της εν λόγω δραστηριότητάς, τα πρόσωπα που θα απασχολούνται και το οργανόγραμμα.

Σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις, πλέον η δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων είναι άμεσα συνδεδεμένη και εξαρτάται από τη δυνατότητα παρουσίασης της δραστηριότητας και των αποτελεσμάτων τους, με τρόπο ο οποίος να εμπνέει αξιοπιστία. Και σε αυτή τη διαδικασία μπορούν να αξιοποιηθούν

οι δυνατότητες που παρέχει η σύγχρονη τεχνολογία, κυρίως από τα ηλεκτρονικά μέσα κοινωνικής δικτύωσης, αλλά και τις πλατφόρμες στις οποίες είναι δυνατή η ανάρτηση οπτικοακουστικών μηνυμάτων (videos) ή αρχείων ήχου. Ένα πρόσθετο πλεονέκτημα αυτών των δυνατοτήτων είναι ότι περιορίζουν αισθητά το κόστος επικοινωνίας με το επενδυτικό κοινό διεθνώς, κάτι το οποίο είναι σημαντικό κυρίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες συνήθως δεν διαθέτουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την προβολή τους σε ξένους επενδυτές.

Συνεπώς, εκτός από την έμφαση στα νέα εργαλεία χρηματοδότησης μέσω των αγορών κεφαλαίου τα οποία παρουσιάστηκαν σε αυτό το κεφάλαιο, απαιτείται και η διεύρυνση της αξιοποίησης νέων τεχνολογιών οι οποίες συνδέονται με τη διαδικτυακή εφαρμογή των μέσων χρηματοδότησης, καθώς και με την προβολή των επιχειρήσεων διεθνώς. Η ψηφιακή τεχνολογία συμβάλλει στη μείωση του κόστους των επιχειρήσεων με διάφορους τρόπους (χαμηλότερο κόστος άντλησης κεφαλαίων, μικρότερο κόστος διεθνούς προβολής). Με τη σειρά της, η διεθνοποίηση διευρύνει το μέγεθος των αγορών, τόσο των εταιρειών – παραγωγών, όσοι και των πελατών - επενδυτών. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως να έχει ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, τον περιορισμό της κερδοφορίας των επενδυτικών οίκων, οδηγώντας τους στην παροχή των υπηρεσιών τους σε χαμηλότερες τιμές, οι οποίες θα καταστήσουν τις υπηρεσίες τους προσιτές σε περισσότερες ενδιαφερόμενες εταιρείες και επενδυτές.

## 4.6 Σύνοψη

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν εναλλακτικοί του τραπεζικού δανεισμού τρόποι άντλησης ρευστότητας τους οποίους μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η διαδικασία κατά την οποία δημιουργείται ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο με τη συγκέντρωση περιουσιακών στοιχείων, το οποίο μπορούν να αγοράσουν οι επενδυτές. Διευκολύνει την πρόσβαση σε ευρύτερο φάσμα επενδυτών, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ρευστότητα και να απελευθερώνονται κεφάλαια. Ομοιότητες με τις τιτλοποιήσεις εμφανίζουν οι καλυμμένες ομολογίες, καθώς αποσκοπούν

στην άντληση ρευστότητας με κάλυψη στοιχεία του ενεργητικού μιας εταιρίας.

Αντιστοίχως, τα εταιρικά ομόλογα αποτελούν εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Η ρευστότητα που αντλείται μέσω ομολογιακών εκδόσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αναδιάρθρωση του δανεισμού μιας επιχείρησης, αλλά και την χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων. Η σημασία που αποδίδεται στα εταιρικά ομόλογα ως μέσο χρηματοδότησης των εταιριών προκύπτει και από το γεγονός ότι σε αρκετές χώρες της Ε.Ε. έχουν δημιουργηθεί εναλλακτικές αγορές σταθερού εισοδήματος, στις οποίες διαπραγματεύονται εταιρικά ομόλογα για μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Παρά τις αρκετές εναλλακτικές επιλογές άντλησης κεφαλαίων οι οποίες υπάρχουν, ο χρηματοδοτικός ρόλος των κεφαλαιαγορών στην Ελλάδα αλλά και στην Ευρώπη, δεν έχει αναπτυχθεί, ιδίως σε σύγκριση με τις ΗΠΑ. Βασική αιτία για αυτό το γεγονός από την πλευρά των επιχειρήσεων αποτελεί η ελλιπής γνώση των υφιστάμενων χρηματοδοτικών εργαλείων και της δυνατότητας αξιοποίησής τους με ηλεκτρονικά μέσα, π.χ. crowdfunding, πλατφόρμες ηλεκτρονικής έκδοσης ομολόγων. Όμως, και η πληροφόρηση την οποία παρέχουν στους δυνητικούς επενδυτές δεν είναι επαρκής προκειμένου να αποτελέσουν πόλο έλξης των κεφαλαίων τους. Στην παροχή περισσότερης και καλύτερης πληροφόρησης στους επενδυτές για τα αποτελέσματα, τους στόχους και τις προοπτικές των επιχειρήσεων θα μπορούσε να συμβάλει η αξιοποίηση των ηλεκτρονικών μέσων κοινωνικής δικτύωσης και προβολής – επικοινωνίας.

## Βιβλιογραφία

Albornoz B. and Pope P. (2004). The determinants of the going public decision: Evidence from the UK. Working paper series

ALPHA BANK (2004), "Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων: νέες μορφές χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνων", Οικονομικό Δελτίο, αρ. 89.

ATHEXGROUP (2016). Εταιρικά ομόλογα στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Οδηγός για Επενδυτές.

Baker P. and Kennedy E. (2002). Survivorship and the economic grim reaper. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 18, pp. 324–361.

Bharath T. and Dittmar K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Review of Financial Studies*, Vol. 235, pp. 1771-1818

Caporale G., Howels P., and Soliman, A. (2004). Stock market development and economic growth: the causal linkage. *Journal of Economic Development*, Vol. 29, pp. 33-50

Chemmanur J. and Fulghieri P. (1997). Why include Warrants in New Equity Issues? A Theory of Unit IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 32, pp. 1-24

Chen W. and Schoderbek P. (1999). The role of accounting information in security exchange delisting. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 31, pp: 31-57.

Chun H., Lynch M., and Smith C. (2002). New Issues in Emerging Markets: Determinants, Effects, and Stock Market: Performance of IPOs in Korea, Working Paper, School of Business and Public Management, George Washington University.

Demirguc-Kunt, A., and R. Levine (1995), "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview," Working Paper, World Bank, No 1389.

European Central Bank (2016). Survey on the Access on the Access to Finance of enterprises in the euro area.

European Commission (2015). Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015).

European Commission (2016), "European Semester Thematic Fiche: Small and medium-sized enterprises' access to finance".

EU IPO Report, Rebuilding IPOs in Europe, Creating jobs and growth in European Capital Markets, March 2015

European Securities and Markets Authority ESMA (2014), Consultation Paper MIFID/MIFIR.

Fama F. and French R. (2004). New lists: fundamentals and survival rates. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 229–269.

Federation of European Security Exchanges (FESE). SME access to capital markets funding (2012).

Gajewski JF., Ginglinger E. and Lasfer A. (2003). Why do companies include warrants in SEOs: The case of French Unit Offerings, Research Paper, Universite Paris DauphineW

Keney M., Patton D., and Ritter J. (2012). Post-IPO Employment and Revenue growth for US IPOs, June 1996-2010, Report for the Kauffman Foundation

Levine R. and Zervos S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth, The World Bank, Policy Research Working Paper No. 1582.

Macey J., O’Hara M. and Pompilio D. (2008). Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process. *Journal of Law & Economics*, Vol. 51, pp. 683–713.

Massolution (2012). Crowdfunding Industry Report

Massolution (2015). Crowdfunding Industry Report

Nassr I. and Wehinger, G. (2015). Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds. OECD Journal: Financial Market Trends.

Martinez I., and Serve S. (2011). The delisting decision: the case of buyout offers with squeeze-out (BOSO), Research paper

Masoud N. (2013). The impact of Stock market performance upon economic growth, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol.3 pp.788-798

Pagano M., Panetta F., and Zingales L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 24-64.

Peristiani S. and Hong G. (2004). Pre-IPO financial performance and aftermarket survival. *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10, pp. 1–8.

Peterholf D., Romeo J. and Calvey P. (2014). Towards better capital markets solutions for SME financing, Oliver Wyman Financial Services.

Rioja F. and Valev N. (2003). Does one size fit all? a reexamination of the finance and growth relationship, *Journal of Development Economics*, Vol. 74, pp: 429-447



Sanger C. and Peterson D. (1990). An empirical analysis of common stock delisting, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, pp. 261–273.

Seguin J. and Smoller M. (1997). Share price and mortality: an empirical evaluation of newly listed Nasdaq stocks. *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp: 333–363.



## 5 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΜΕ ΜΕΣΩ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

---

### 5.1. Πρωτοβουλίες για την προσέλκυση επενδύσεων σε ΜμΕ διεθνώς (Ε.Ε., Ελβετία)

Στην συγκεκριμένη υπό-ενότητα αρχικά παρουσιάζονται πρωτοβουλίες για την προσέλκυση επενδύσεων σε ΜμΕ σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και βάσει σχετικής έρευνας σε ελβετικές ΜμΕ. Συγκεκριμένα, στις επόμενες υποενότητες του τρέχοντος κεφαλαίου παρουσιάζονται οι τρόποι με τους οποίους οι επενδύσεις μπορούν να αποτελέσουν εφελτήριο δύναμη για την ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής της Ε.Ε. σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, εστιάζοντας σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, αλλά και στην παροχή κινήτρων και προνομίων για την ενίσχυση των διεθνών επενδύσεων που θα επιφέρουν την ανάπτυξη.

#### 5.1.1 Κίνητρα προσέλκυσης επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Από την εξέταση κυρίως κειμένων θέσεων ευρωπαϊκών επιχειρηματικών συνδέσμων και εγγράφων της Ε.Ε., βασικά κίνητρα για την προσέλκυση νέων επενδύσεων στις ευρωπαϊκές ΜμΕ φαίνεται να αποτελούν η παροχή κινήτρων, κυρίως, φορολογικών, η άρση ορισμένων περιοριστικών κανονισμών, οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, καθώς και η σύγκλιση των επιμέρους εθνικών κανονιστικών πλαισίων προς μια ενιαία ευρωπαϊκή προσέγγιση.

Αναλυτικά, πολιτικές όπως η κοινή ενοποιημένη φορολογική βάση εταιρειών της Ε.Ε.<sup>30</sup>, θα μπορούσαν να συμβάλλουν σε σημαντικό βαθμό στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, στην προώθηση των επενδύσεων και της απασχόλησης αλλά και να αποτελέσουν παράγοντα ανάπτυξης<sup>31</sup>.

---

30 Ανακοίνωση της Επιτροπής, «Προς μία εσωτερική αγορά χωρίς φορολογικά εμπόδια. Στρατηγική για την πρόβλεψη ενοποιημένης φορολογικής βάσης για τις δραστηριότητες των εταιρειών σε επίπεδο Ε.Ε.» Βρυξέλλες, 23.10.2001, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

31 BusinessEurope, «Common Corporate Tax Base (CCTB) and Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB)», Position Paper, 22<sup>nd</sup> February 2017

Κάτω από μια κοινή ενοποιημένη βάση φορολογίας εταιρειών της Ε.Ε. (Common Consolidated Corporate Tax Base - CCCTB), στα πλαίσια της ενιαίας αγοράς, οι διασυνοριακές εταιρείες εντός Ε.Ε. μπορούν να επεκταθούν ευκολότερα και φθηνότερα σε άλλα κράτη της Ε.Ε., να προβούν εύκολα σε νέες επενδύσεις αλλά και να ενισχύσουν την απασχόληση. Η καθιέρωση μια ενιαίας φορολογικής βάσης στην Ε.Ε. θα εξαλείψει τις τιμές μεταβίβασης εντός αυτής, θα μειώσει τον κίνδυνο της διπλής φορολογίας και θα εξαλείψει τη μείωση της ανταγωνιστικότητας ορισμένων κρατών λόγω φορολογικών ρυθμίσεων<sup>32</sup>. Προς αυτή την κατεύθυνση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε να ξεκινήσει εκ νέου η αναθεώρηση για την κοινή ενοποιημένη βάση φορολογίας εταιρειών, η οποία θα υλοποιηθεί μέσω μιας διαδικασίας δύο σταδίων και θα είναι υποχρεωτική για τις περισσότερες χώρες στην Ε.Ε.<sup>33</sup>. Η αναθεωρημένη δράση CCCTB θα εστιάσει σε κίνητρα για επενδύσεις σε Έρευνα & Ανάπτυξη, καθώς περιλαμβάνει φορολογικές εκπτώσεις για εταιρείες που επενδύουν σε αυτό το πεδίο. Στο πλαίσιο της αναθεώρησης της CCCTB θα ενισχυθεί η συνεχής χρηματοδότηση, καθώς θα παράσχει στις εταιρείες οφέλη για την άντληση κεφαλαίων ίδια με αυτά που ήδη μπορούν να αντλήσουν για τη χρηματοδότηση του χρέους τους (φορολογικές ελαφρύνσεις).

Ο περιορισμός των εμποδίων στη χρηματοδότηση επενδύσεων και η άρση περιοριστικών κανονισμών αναφορικά με τις νέες ιδιωτικές επενδύσεις επίσης αποτελούν σημαντικά κίνητρα για την προσέλκυση νέων επενδυτικών κεφαλαίων σε ΜμΕ της Ε.Ε. Κίνητρα αλλά και πρωτοβουλίες προσέλκυσης για νέες επενδύσεις με την τοποθέτηση κεφαλαίων εκτός Ε.Ε. σε επιχειρήσεις εντός αυτής μπορούν να δημιουργηθούν με την άρση εμπορικών περιορισμών και επανεξετάζοντας κανονισμούς οι οποίοι δυσχεραίνουν την κίνηση και τοποθέτηση κεφαλαίων. Επανεξέταση και αναθεώρηση κανονισμών κρίνεται ότι απαιτείται σε εθνικό επίπεδο, δεδομένου ότι το νομικό πλαίσιο επενδύσεων (αδειοδοτήσεις, κόστη

*Η ενιαία φορολογική βάση στην Ε.Ε. θα συμβάλει σε σημαντικό βαθμό στην ενίσχυση της ελκυστικότητας ορισμένων κρατών ως επενδυτικών προορισμών*

---

32 Τα διαφορετικά επίπεδα ανταγωνιστικότητας οφείλονται κυρίως στους διαφορετικούς κανόνες απόσβεσης, μετάβασης, λογιστικού ελέγχου των κερδών ξένων εταιρειών (αφορά κυρίως σε υπεράκτιες επιχειρήσεις χαμηλής φορολογικής επιβάρυνσης) και ειδικών περιορισμών στην έκπτωση των δαπανών των επιχειρήσεων κ.α.

33 Ανακοίνωση της Επιτροπής «Μία εσωτερική αγορά χωρίς φορολογικά εμπόδια των επιχειρήσεων - επιτεύγματα, τρέχουσες πρωτοβουλίες και εναπομένοντα προβλήματα», Βρυξέλλες, 24.11.2003, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

*Η άρση εμπορικών περιορισμών και η σύγκλιση εθνικών κανονισμών αποτελούν σημαντικά κίνητρα για την προσέλκυση νέων επενδυτικών κεφαλαίων σε ΜμΕ της Ε.Ε.*

διαχείρισης, εμπορικοί κανόνες) διαφέρει μεταξύ των κρατών - μελών της Ε.Ε., δημιουργώντας ανισότητες σε επίπεδο ανταγωνιστικότητας. Επιπλέον, όπως θα παρουσιαστεί στη συνέχεια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με σχετικές ανακοινώσεις και οδηγίες, αναδεικνύει την ανάγκη σύγκλισης των εθνικών κανονισμών και δημιουργίας ενός ενιαίου ευρωπαϊκού πλαισίου, στο οποίο θα συνυπάρχουν εθνικοί κανονισμοί, με στόχο την ελεύθερη διακίνηση επενδυτικού κεφαλαίου, προκειμένου να διαμορφωθεί ένα φιλικό προς τις επενδύσεις περιβάλλον. Ενέργειες προς αυτήν κατεύθυνση αποτελούν ένα σημαντικό κίνητρο για την τοποθέτηση κεφαλαίων σε ευρωπαϊκές ΜμΕ, τα οποία θα προέρχονται από ξένους επενδυτές εκτός Ε.Ε.

Σημαντικός αναδεικνύεται ο ρόλος της μη τραπεζικής χρηματοδότησης για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις και τις προς ανάπτυξη ΜμΕ<sup>34</sup>, καθώς οι δυνατότητες του τραπεζικού συστήματος να μεταφέρει τους πόρους που απαιτούνται σήμερα προς τους τομείς που παράγουν διεθνώς ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες και έχουν ισχυρό πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα έχει περιοριστεί ιδιαίτερα, λόγω κυρίως των προβλημάτων που έχουν δημιουργηθεί από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, αλλά και της συνεχιζόμενης διαδικασίας απομόχλευσης των επιχειρήσεων.

Επισημαίνεται ότι τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί διεθνώς νέα χρηματοδοτικά σχήματα πέραν του τραπεζικού δανεισμού, όπως οι επενδυτικοί άγγελοι (“business angels”), η μικροχρηματοδότηση (“microfinance”). Σε ορισμένα άλλα σχήματα αξιοποιούνται νέες τεχνολογίες, όπως στις ψηφιακές πλατφόρμες (digital platforms). Η εξάπλωση αυτών των μορφών χρηματοδότησης στην Ελλάδα είναι περιορισμένη, συνεπώς υφίστανται προοπτικές ανάπτυξής τους. Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά τα χαρακτηριστικά τους.

Οι «επενδυτικοί άγγελοι» είναι άτομα με οικονομική ευρωστία, που επενδύουν σε υψηλής ποιότητας επιχειρηματικές δραστηριότητες, με αντάλλαγμα ένα μερίδιο στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και συνεπώς στα κέρδη της. Η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης αποτελεί μια δυνητική επιλογή κυρίως για τους νέους επιχειρηματίες, καθώς συχνά δεν

---

34 BusinessEurope’s Response to “The Commission Consultation Under The Start-Up Initiative”, BusinessEurope, Position Paper, 20th July 2016

μπορούν να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση από «παραδοσιακές» πηγές, όπως π.χ. τράπεζες.

Η **μικροχρηματοδότηση** ως πηγή άντλησης κεφαλαίων προτιμάται από επιχειρήσεις αρχικών σταδίων, κυρίως σε αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στο πλαίσιο αυτού του χρηματοδοτικού σχήματος, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα οργανισμοί αλλά και κρατικοί φορείς παρέχουν δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις σε δυνητικούς επιχειρηματίες που δεν έχουν τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων με άλλο τρόπο. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης θα μπορούσε να ενισχύσει ΜμΕ στην εγχώρια οικονομία, ιδίως μετά το ξέσπασμα της δημοσιονομικής κρίσης, καθώς η διαθεσιμότητα τραπεζικών κεφαλαίων είναι πλέον ιδιαίτερα περιορισμένη.

Οι **πλατφόρμες δανεισμού** αποτελούν ένα σύγχρονο μοντέλο χρηματοδότησης και προσφέρουν σε επιχειρηματίες την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια ταχύτερα από ότι με άλλους τρόπους. Το βασικό τους πλεονέκτημα έγκειται στην ευκολία πρόσβασης, τόσο από όσους αναζητούν οικονομικούς πόρους, όσο και από τους δυνητικούς επενδυτές που τους προσφέρουν, λόγω της αξιοποίησης των δυνατοτήτων παγκόσμιας επικοινωνίας που παρέχουν οι Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνίας (Τ.Π.Ε.). Επιπλέον, η διαδικτυακή επικοινωνία δανειζόμενων και δανειστών καθιστά περιττή την ύπαρξη διαμεσολαβητών (τραπεζών επενδυτικών οίκων κ.ά.), περιορίζοντας το κόστος συναλλαγών. Η αξιολόγηση των επιχειρήσεων προς χρηματοδότηση μέσω πλατφορμών δανεισμού έχει ως βασικό κριτήριο την κερδοφορία της επένδυσης, και περιλαμβάνει μια πιο αυστηρή διαδικασία ελέγχου, με βάση την πιστοληπτική ικανότητα του επιχειρηματία που λαμβάνει τα κεφάλαια<sup>35</sup>. Η συγκεκριμένη μορφή δανεισμού ευνοεί επιχειρήσεις με ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα, για αυτό και είναι περισσότερο διαδεδομένη σε ανεπτυγμένες χώρες, αν και σταδιακά εξαπλώνεται και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες<sup>36</sup>. Καθοριστικός είναι και ο ρόλος του διαχειριστή μιας τέτοιας πλατφόρμας, ο οποίος πρέπει να επιδιώκει τη διαθεσιμότητα ποιοτικών επενδυτικών σχεδίων στους επενδυτές,

---

<sup>35</sup> Jefferson, et al, 2012, Rajkamal et al, 2011

<sup>36</sup> Xusheng, 2014

χρησιμοποιώντας διάφορα κριτήρια. Λόγω της συνεχούς αναβάθμισης των Τ.Π.Ε., οι πλατφόρμες δανεισμού παρουσιάζουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης στο χώρο των ΜμΕ. Ο πληθοπορισμός (crowdfunding), αποτελεί ένα από τα μοντέλα επιχειρηματικής χρηματοδότησης τα οποία έχουν αναπτυχθεί επί τι βάσει των ηλεκτρονικών πλατφόρμων. Η προώθηση και η κατάλληλη παρουσίαση των αποτελεσμάτων και των στόχων της επιχείρησης η οποία αναζητεί χρηματοδότηση, με σύγχρονα μέσα επικοινωνίας, περιλαμβανομένων των μέσων κοινωνικής δικτύωσης, θεωρείται σημαντικός παράγοντας για την άντληση κεφαλαίων από τη συγκεκριμένη πηγή. Ένας τύπος του πληθοπορισμού ο οποίος σημειώνει ραγδαία ανάπτυξη στα πρόσφατα έτη είναι το equity crowdfunding.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από διάφορες πηγές, όπως προαναφέρθηκε. Από την άλλη πλευρά, αυτά μπορούν να ποικίλεις μορφές. Για παράδειγμα, τα **κεφάλαια ανάπτυξης (growth capital)** είναι κεφάλαια τοποθετημένα σε αξίες υψηλού κινδύνου, αλλά και με υψηλά προσδοκώμενες αποδόσεις, και κυρίως αφορούν επενδύσεις σε μετοχές ή ακόμα και σε «κερδοσκοπικά» κεφάλαια. Οι τύποι επενδυτών που παρέχουν κεφάλαια ανάπτυξης σε εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων (Private equity managers) είναι family offices<sup>37</sup>, ασφαλιστικά ταμεία (pension funds), funds of funds και ταμεία κρατικών επενδύσεων (sovereign wealth funds)<sup>38</sup>. Συνήθως, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται με κεφάλαιο ανάπτυξης έχουν προς υλοποίηση επενδύσεις που αφορούν στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις

*Ανάπτυξη σύγχρονων μέσων επιχειρηματικής χρηματοδότησης (επιχειρηματικοί άγγελοι, peer to peer lending, μικροχρηματοδότηση, crowdfunding) για την τόνωση της επιχειρηματικότητας*

<sup>37</sup> Στην Ε.Ε. υπάρχουν 758 family offices, εκ των οποίων τα 246 στην Ελβετία. Τα family offices μπορούν να ταξινομηθούν βάσει του εύρους των υπηρεσιών που παρέχουν. Συγκεκριμένα, οι βασικές υπηρεσίες αφορούν στο χρηματοοικονομικό σχεδιασμό και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου, την αξιολόγηση επενδύσεων, τη διαχείριση κινδύνου και απόδοσης χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, ένα family office μπορεί να παράσχει συμβουλευτικές υπηρεσίες, κυρίως σε φορολογικά ζητήματα που αφορούν φιλανθρωπικές δραστηριότητες. Η διαχείριση του πλούτου από γενιά σε γενιά, ζητήματα κληρονομιάς καθώς επίσης και ο οικονομικός προγραμματισμός σε επίπεδο οικογένειας αποτελούν υπηρεσία ενός family office, ενώ στις υπηρεσίες του συγκαταλέγονται και η παρακολούθηση λογιστικών, φορολογικών και διοικητικών ζητημάτων επιχειρήσεων σε διεθνές επίπεδο. Τέλος, ένα family office μπορεί να παρέχει συμβουλευτικές και νομικές υπηρεσίες σε θέματα που αφορούν το real estate.

<sup>38</sup> Ένα ταμείο κρατικών επενδύσεων (sovereign wealth fund) αποτελείται από κεφάλαια / αποθεματικά μιας χώρας, που προορίζονται για επενδυτικούς σκοπούς προς όφελος της οικονομίας της χώρας. Η χρηματοδότηση ενός ταμείου κρατικών επενδύσεων προέρχεται από αποθέματα κεντρικής τράπεζας που συσσωρεύονται, εξαιτίας δημοσιονομικών πλεονασμάτων και εμπορικών πλεονασμάτων και από έσοδα από εξαγωγές φυσικών πόρων.

επιδιώκουν την κεφαλαιακή τους αναδιάρθρωση (αναχρηματοδότηση χρέους) λόγω υψηλής μόχλευσης.

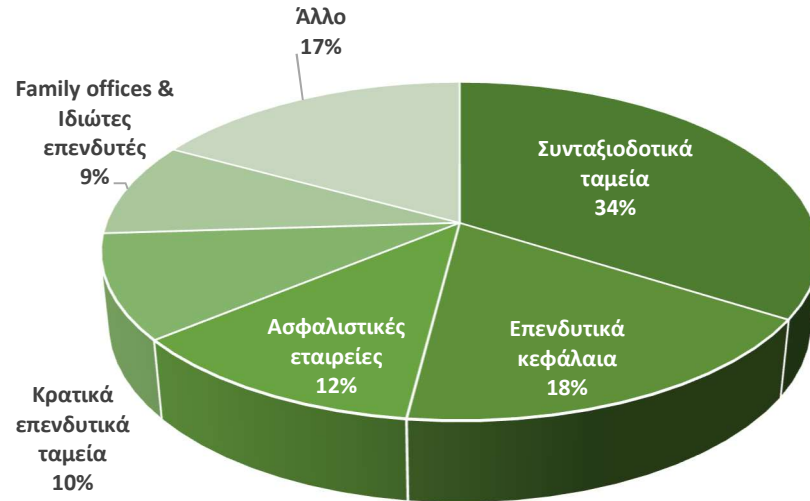
Άλλο παράδειγμα αποτελούν τα **κεφάλαια εξαγοράς (buyout)**, μέσω των οποίων αποκτάται το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας ή ένα μερίδιο πλειοψηφίας στο μετοχικό κεφάλαιό της. Έτσι, ο επενδυτής τοποθετεί κεφάλαιο στην επιχείρηση αγοράζοντας μεγάλο μερίδιο μετοχών της εταιρείας. Επένδυση με τη μορφή της εξαγοράς συνήθως γίνεται επειδή ο επενδυτής εκτιμά ότι θα λάβει οικονομικά και στρατηγικά οφέλη, όπως υψηλότερα έσοδα, ευκολότερη είσοδο σε νέες αγορές, λιγότερο ανταγωνισμό ή βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας. Από την πλευρά της επιχείρησης-στόχου, η άντληση κεφαλαίου μέσω buyout συχνά θεωρείται ένας γρήγορος δρόμος για την ανάπτυξή της, διότι επιτρέπει σε αυτήν να ευθυγραμμιστεί με άλλες εταιρείες που έχουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Οι τύποι επενδυτών που παρέχουν κεφάλαια εξαγοράς σε εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων (private equity managers) είναι κυρίως family offices<sup>39</sup>, funds of funds και ιδιώτες επενδυτές.

Στη συνέχεια παρατίθενται στοιχεία σχετικά με το σύνολο των κεφαλαίων που συγκεντρώνουν οι Ευρωπαίοι διαχειριστές ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων (European private equity managers), ως προς τον τύπο επενδυτή, την πηγή κεφαλαίων και τη γεωγραφική προέλευση.

Το 2016, η **συνολική συγκέντρωση κεφαλαίων** στην Ε.Ε.28 (**private equity**) έφτασε τα €73,8 δισεκ., σημείωσε αύξηση 38% σε σύγκριση με το 2015, επιτυγχάνοντας το υψηλότερο επίπεδο από το 2008. Σχετικά με τις πηγές των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν, τα συνταξιοδοτικά ταμεία είχαν τη μεγαλύτερη συνεισφορά με 34%, ακολουθούμενα από επενδυτικά κεφάλαια (funds of funds), με 18%, ασφαλιστικές εταιρείες (12%), κρατικά επενδυτικά ταμεία (10%) family offices και ιδιώτες επενδυτές (9%). Περισσότερο από το 40% του συνολικού κεφαλαίου προήλθε από θεσμικούς επενδυτές εκτός Ευρώπης (Διάγραμμα 5.1).



**Διάγραμμα 5.1: Κατανομή ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων (private equity) ανά τύπο επενδυτή, 2016**



Πηγή: Invest Europe / EDC

Αναλυτικότερα, τα **κεφάλαια επιχειρηματικού κεφαλαίου (venture capitals)** διαμορφώθηκαν στα €6,4 δισεκ. το 2016, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο από το 2007. Η άνοδος του υποστηρίχθηκε από την αύξηση των μεγαλύτερων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Τα 13 από τα 45 κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών έφτασαν τα €100 εκατ. και συγκέντρωσαν το 80% του συνολικού ποσού που αντλήθηκε. Οι κυβερνητικές υπηρεσίες συνεισέφεραν 25%, ακολουθούμενες από τα family offices και ιδιώτες (20%), funds of funds και λοιποί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων (15%) και εταιρικοί επενδυτές (15%). Οι θεσμικοί επενδυτές από χώρες εκτός Ευρώπης συνεισέφεραν το 12%.

Η **άντληση χρημάτων με εξαγορά (buyout)** αυξήθηκε κατακόρυφα πέρυσι, κατά 71%, σε €56,3 δισεκ. Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια εξαγοράς που ύψους €250 εκατ. έως €1δισεκ., σχεδόν διπλασιάστηκαν σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Το συνολικό ποσό που αντλήθηκε από τα κεφάλαια εξαγοράς που έφθασαν το €1 δισεκ. ήταν το υψηλότερο από το 2013. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία παρέμειναν ο μεγαλύτερος θεσμικός επενδυτής σε ευρωπαϊκά ταμεία εξαγοράς (41%), ακολουθούμενα από ταμεία

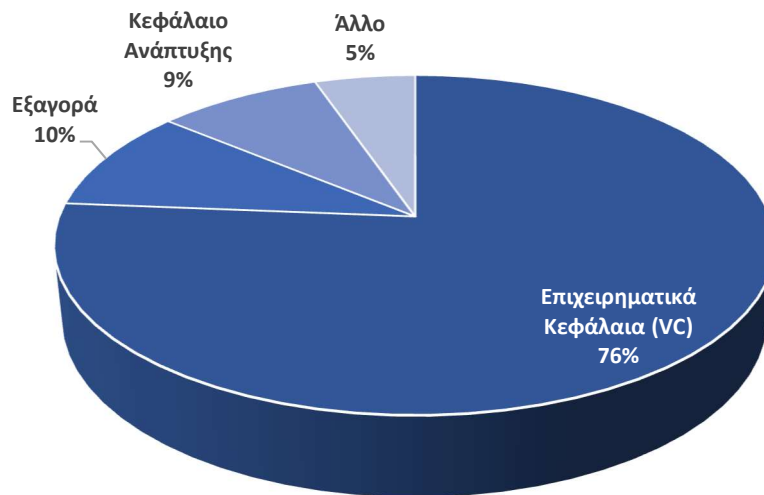
*Οι θεσμικοί επενδυτές εκτός Ευρώπης συνεισέφεραν το 12% των επιχειρηματικών κεφαλαίων και περίπου το 30% των εξαγορών.*

κεφαλαίων και άλλους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων (17%), ασφαλιστικές εταιρείες (13%) και κρατικά επενδυτικά ταμεία (12%). Επισημαίνεται ότι οι θεσμικοί επενδυτές της Βόρειας Αμερικής συνέβαλαν περισσότερο από 1/3 των κεφαλαίων που αντλήθηκαν.

Η συγκέντρωση **κεφαλαίων ανάπτυξης (growth capital)** έχει εδραιωθεί τα τελευταία χρόνια ως φορέας χρηματοδότησης, με ένα υψηλό ποσό κεφαλαίου, το οποίο διαμορφώθηκε το 2016 στα €3,9 δισεκ., οριακά υψηλότερα από ότι το 2015. Τα κεφάλαια αυτής της κατηγορίας ποικίλουν, από σχήματα εταιρειών που στηρίζονται σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου μέχρι εταιρείες που πραγματοποιούν επενδύσεις μειοψηφίας σε ώριμες ΜμΕ και πολιτικές περιφερειακής ανάπτυξης που υποστηρίζονται από τράπεζες ή δημόσιους οργανισμούς.

Συνοπτικά, για το 2016, τα επιχειρηματικά κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν προέρχονταν 76% από VCs, ενώ το 10% αυτών από εξαγορές (Διάγραμμα 5.2).

**Διάγραμμα 5.2: Κατανομή ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων ανά τύπο κεφαλαίου, 2016**

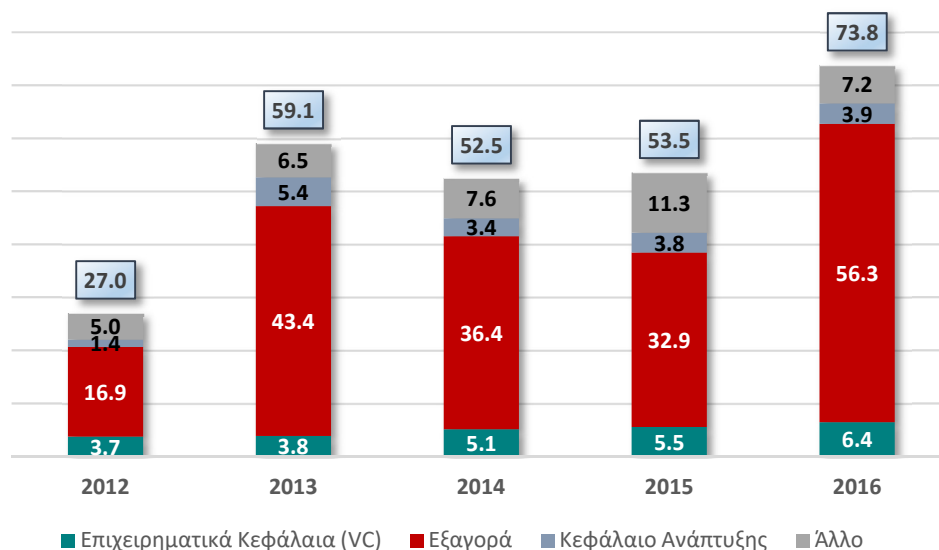


Πηγή: Invest Europe / EDC

Πολύ καλή χρονιά για τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια ήταν, εκτός του 2016, το 2013 κατά το οποίο οι τοποθετήσεις έφτασαν σχεδόν τα €60

δισεκ., εκ των οποίων τα 2/3 προέρχονταν από εξαγορές, ενώ υψηλή ήταν και η αξία του κεφαλαίου ανάπτυξης σε σχέση με τα υπόλοιπα έτη (Διάγραμμα 5.3).

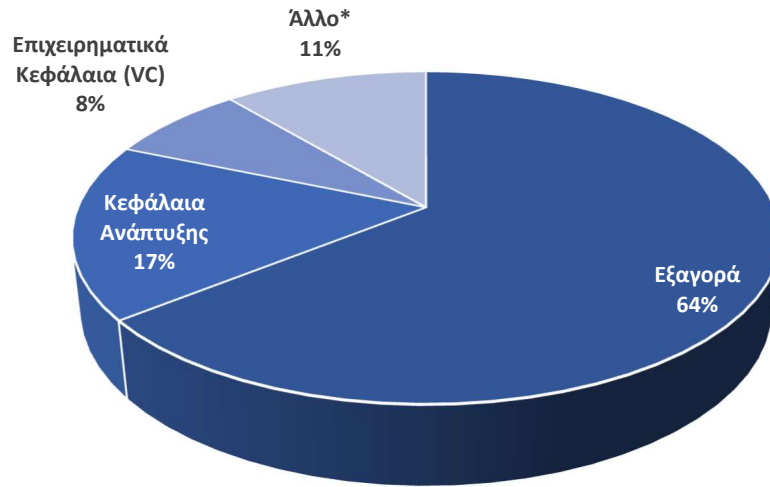
**Διάγραμμα 5.3: Εξέλιξη της κατανομής ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων ανά τύπο κεφαλαίου, 2012-2016**



Πηγή: Invest Europe / EDC

Σχετικά με τη διάρθρωση των τοποθετήσεων των ιδιωτικών επιχειρηματικών κεφαλαίων σε ευρωπαϊκές εταιρείες, το συνολικό ποσό που επενδύθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρείες το 2016 ήταν αμετάβλητο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, στα €52,5 δισεκ. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τοποθετήθηκε σε εξαγορές (64%), ενώ μόλις 17% των κεφαλαίων κατευθύνθηκε σε κεφάλαια ανάπτυξης (Διάγραμμα 5.4).

**Διάγραμμα 5.4: Κατανομή επενδύσεων σε ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, 2016**

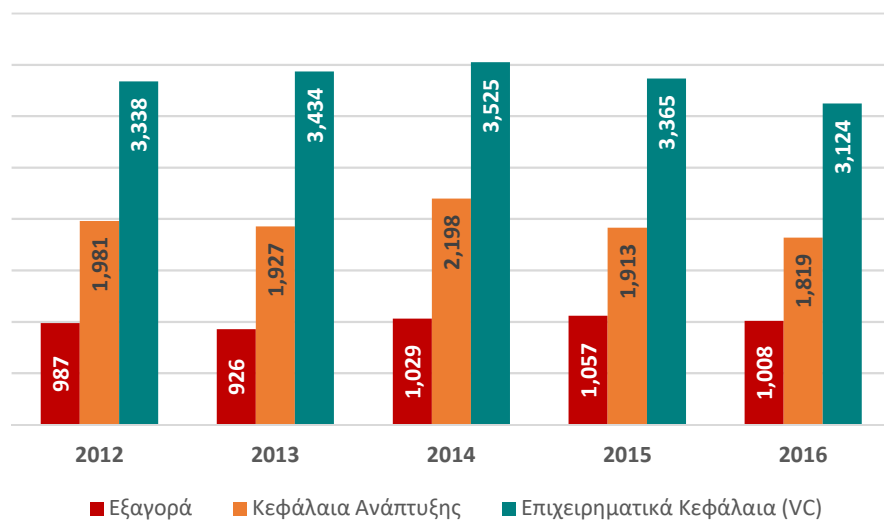


Πηγή: Invest Europe / EDC

Ο αριθμός των εταιρειών που έλαβαν επενδυτικά κεφάλαια πέρυσι, μειώθηκε κατά 8% σε σύγκριση με ένα χρόνο νωρίτερα, σε περίπου 5.900 εταιρείες εκ των οποίων το 83% είναι ΜΜΕ. Πάνω από το 1/3 του συνολικού ποσού που επενδύθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρείες ήταν διεθνείς επενδύσεις (Διάγραμμα 5.5).

*Πάνω από το 1/3 του συνολικού ποσού που επενδύθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρείες ήταν διεθνείς επενδύσεις*

**Διάγραμμα 5.5: Εξέλιξη του αριθμού των επιχειρήσεων που έλαβαν κεφάλαια, 2012- 2016**



Πηγή: Invest Europe / EDC

Οι επενδύσεις επιχειρηματικού κινδύνου (**venture capital**) αυξήθηκαν κατά 2% σε σύγκριση με το 2015, σε €4,3 δισεκ. Πάνω από 3.000 εταιρείες έλαβαν χρηματοδότηση, καταγράφοντας ωστόσο μείωση κατά 7% σε σχέση με πρόπερσι. Όσον αφορά στην κατανομή σε κλάδους της οικονομίας, οι ΤΠΕ ήταν ο τομέας που απορρόφησε το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής τοποθέτησης επιχειρηματικών κεφαλαίων (44%), ακολουθούμενος από τη βιοτεχνολογία και υγειονομική περίθαλψη (27%) και τα καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες (9%).

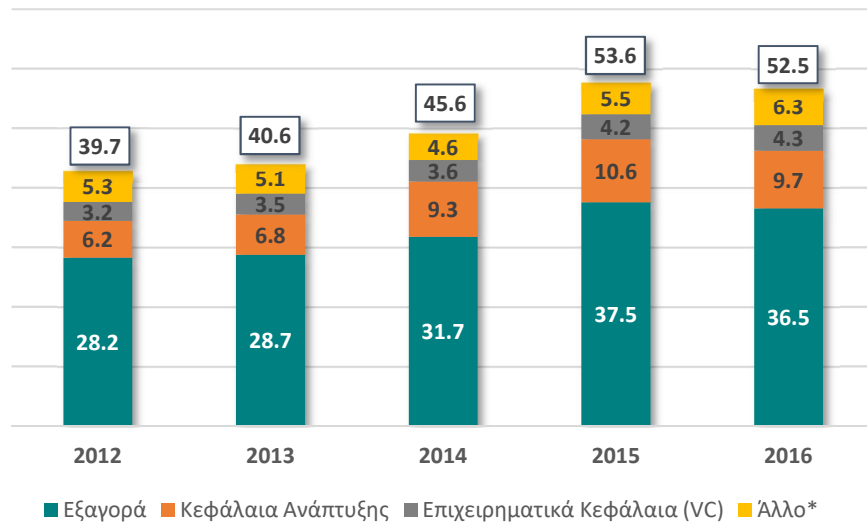
Οι επενδύσεις εξαγοράς (**buyout**) μειώθηκαν κατά 3% ετησίως, σε €36,5 δισεκ. Πάνω από 1.000 εταιρείες υποβλήθηκαν σε συναλλαγές εξαγοράς, σημειώνοντας μείωση κατά 5% σε σύγκριση με το 2015. Οι μεγάλες εξαγορές (αξίας μεταξύ €150 εκατ. και €300 εκατ. σε μετοχές) μειώθηκαν κατά 17%, ενώ οι πολύ υψηλής αξίας εξαγορές (πάνω από €300 εκατ.) μειώθηκαν κατά 34%. Οι περισσότερες επενδύσεις επικεντρώθηκαν στον τομέα των καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών (32%), στα προϊόντα και τις υπηρεσίες επιχειρήσεων (22%), στις ΤΠΕ (16%) και στην βιοτεχνολογία και την υγειονομική περίθαλψη (10%).

Οι επενδύσεις σε κεφάλαιο ανάπτυξης (**growth capital**) περιορίστηκαν κατά 8% σε €9,7 δισεκ. Ο αριθμός των εταιρειών που έλαβαν κεφάλαιο ανάπτυξης μειώθηκε κατά 5%, οριακά παραπάνω από 1.800 εταιρείες. Περίπου το 10% της αξίας των επενδύσεων για «αναπτυξιακό» κεφάλαιο κατευθύνθηκε σε εταιρείες που έχουν ήδη ενισχυθεί με επιχειρηματικά κεφάλαια. Οι περισσότερες επενδύσεις συγκεντρώθηκαν σε ΤΠΕ (27%), σε προϊόντα και υπηρεσίες επιχειρήσεων (20%), σε καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες (20%) και σε ενέργεια και περιβάλλον (13%).

Κατά την περίοδο 2012-2016 το μεγαλύτερο μερίδιο κεφαλαίων κατευθυνόταν στις εξαγορές, με ποσοστό που την τελευταία διετία ξεπέρασε το 35%, όταν τη διετία 2012-2013 κυμαινόταν στην περιοχή του 28,5%. Σε σχετικά σταθερά επίπεδα τα κεφάλαια των VCs, ενώ σταδιακή ενίσχυση παρατηρείται στα κεφάλαια ανάπτυξης, τα οποία υποχώρησαν στο τελευταίο έτος (Διάγραμμα 5.6).

*Τα κεφάλαια από VCs και τα κεφάλαια ανάπτυξης τοποθετήθηκαν κυρίως σε ΤΠΕ, ενώ τα κεφάλαια εξαγοράς στον τομέα των καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών*

**Διάγραμμα 5.6: Εξέλιξη της κατανομής επενδύσεων σε ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια, 2012-2016**



Πηγή: Invest Europe / EDC

Όσον αφορά το **crowdfunding** στην Ε.Ε. το 2014 λειτουργούσαν 510 πλατφόρμες, όταν το 2013 ο συνολικός αριθμός ανερχόταν στις 414 πλατφόρμες. Στη συνέχεια της μελέτης, παρατίθενται στοιχεία και πληροφορίες σχετικά με τον τύπο των κεφαλαίων καθώς και τα επενδυτικά έργα που χρηματοδοτούνται από την εν λόγω πηγή χρηματοδότησης. Για την ανάλυση των στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για 185 πλατφόρμες, οι οποίες συνεισέφεραν επαρκή δεδομένα σχετικά με τα χαρακτηριστικά των επενδύσεων<sup>40</sup>.

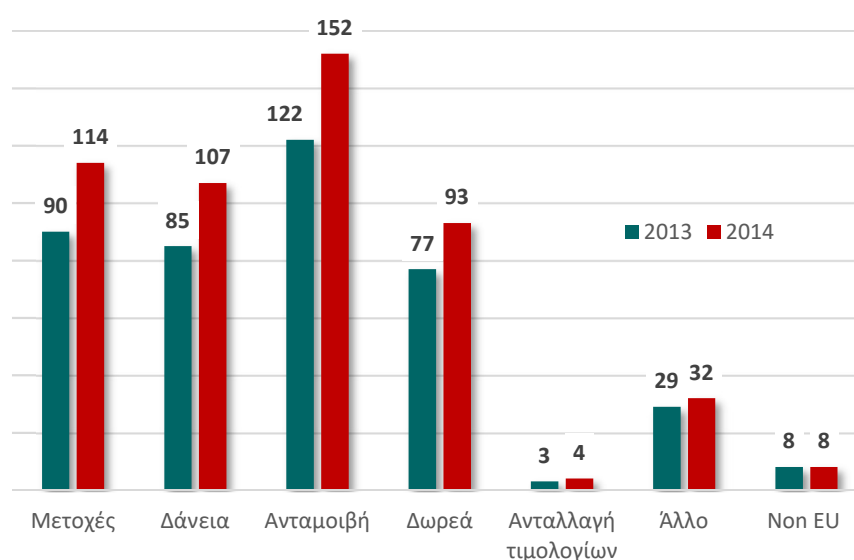
Αναλυτικότερα και σε επίπεδο Ε.Ε., οι πλατφόρμες crowdfunding αφορούν στους εξής τύπους κεφαλαίων: (i) αγορά μετοχών μιας επιχείρησης, κυρίως νεοσύστατων επιχειρήσεων και ΜμΕ, (ii) δανεισμός, όπου ο επενδυτής υποστηρίζει έργα συνεισφέροντας κεφάλαια με τη μορφή δανείου, (iii) ανταμοιβή, διαδικασία με την οποία ο επενδυτής δωρίζει κεφάλαια για ένα επενδυτικό έργο με την προσδοκία να λάβει μια απτή (αλλά μη οικονομική) επιστροφή, (iv) δωρεά, υπό τη μορφή ηλεκτρονικής χρηματοοικονομικής συνεισφοράς, με στόχο τη χρηματοδότηση επενδυτικών έργων χωρίς κάποια χρηματική ή υλική απόδοση σε αντάλλαγμα, (v) invoice trading, δηλαδή χρηματοδότηση στο πλαίσιο της οποίας οι εταιρείες

<sup>40</sup> Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, EC, 2015

χρησιμοποιούν την πλατφόρμα για να πουλήσουν τα εκκρεμή τους τιμολόγια, με έκπτωση, σε επενδυτές, και (vi) άλλοι τρόποι.

Οι περισσότερες πλατφόρμες φαίνεται να βασίζονται στη χρηματοδότηση ανταμοιβής, ενώ δεύτερο πιο δημοφιλή τρόπο άντλησης κεφαλαίου αποτελούν τα μετοχικά κεφάλαια. Σημαντικός είναι και ο αριθμός των crowdfunding που αντλούν κεφάλαια με τη μορφή του δανεισμού αλλά και της δωρεάς. Στον αντίποδα, μικρή αποδοχή έχουν οι πλατφόρμες με τη μορφή invoice trading (Διάγραμμα 5.7).

**Διάγραμμα 5.7: Πλατφόρμες ανά τύπο χρηματοδότησης, 2013-2014**



Πηγή: Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, EC, 2015

Τα επενδυτικά έργα που άντλησαν κεφάλαια μέσω crowdfunding υφίστανται σε κάθε κράτος μέλος της Ε.Ε., ενώ η συνολική τους αξία ήταν στα €2,3 δισεκ. υλοποιώντας με επιτυχία πάνω από 200.000 επενδυτικά σχέδια στη διετία 2013-2014. Ενώ η κάλυψη ποικίλει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών, οι πέντε μεγαλύτερες αγορές ως προς το συνολικό ποσό που αντλήθηκε ήταν η Γαλλία, η Γερμανία, οι Κάτω Χώρες, η Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Παραθέτοντας επιμέρους στοιχεία από τις 94 πλατφόρμες, το 2013 χρηματοδοτήθηκαν πάνω από 62 χιλ. επενδυτικά έργα, με κεφάλαια συνολικής αξίας πάνω από €711 εκατ. Αντίστοιχα, το 2014, από 185 πλατφόρμες crowdfunding αντλήθηκαν περίπου €1,6 δισεκ. σε 128 χιλ.

**Χρηματοδότηση crowdfunding συνολικής αξίας €2,3 δισεκ. για πάνω από 200.000 επενδυτικά σχέδια στη διετία 2013-2014**

επενδυτικά έργα. Φαίνεται ότι τα περισσότερα επενδυτικά έργα αντλούν κεφάλαια με τη μορφή του δανείου, ενώ ο δεύτερος πιο δημοφιλής τύπος χρηματοδότησης είναι η ανταμοιβή (Πίνακας 5.1).

**Πίνακας 5.1: Χρηματοδότηση Crowdfunding 2013 -2014**

Επενδυτικά έργα Ε.Ε.	2013				2014			
	Πλατφόρμες	Επενδυτικά έργα	Ποσά (χιλ. €)	Μέσος όρος (χιλ. €)	Πλατφόρμες	Επενδυτικά έργα	Ποσά (χιλ. €)	Μέσος όρος (χιλ. €)
<b>Μετοχές</b>	16	182	39.212	215	35	403	104.802	260
<b>Δάνεια</b>	17	49.091	531.095	11	35	106.007	1.126.994	11
<b>Ανταμοιβή</b>	35	9.204	64.266	7	73	14.960	99.445	7
<b>Δωρεά</b>	20	1.683	5.675	3	34	2.579	9.295	4
<b>Ανταλλαγή τιμολογίων</b>	1	1.145	67.404	59	1	2.743	207.766	76
<b>Άλλο</b>	5	1.207	3.783	3	7	1.650	10.754	7
<b>Σύνολο</b>	<b>94</b>	<b>62.512</b>	<b>711.436</b>	<b>11</b>	<b>185</b>	<b>128.342</b>	<b>1.559.056</b>	<b>12</b>

Πηγή: Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, EC, 2015

Επιπρόσθετα, από πιο πρόσφατα στοιχεία<sup>41</sup>, το 2015 ξεχωρίζει ως ο πιο δημοφιλής ο peer to peer δανεισμός, ενώ ακολουθούν το crowdfunding, είτε με την αγορά μετοχών ή με τη μορφή της ανταμοιβής. Μικρότερα κεφάλαια χρηματοδότησης αντλούνται από το real estate, όπου οι χρηματοδότες παρέχουν κεφάλαια με τη μορφή χρέους για ακίνητα, καθώς και από ομόλογα, χρηματοδότηση η οποία βασίζεται στην αγορά ομολόγων. Τέλος, πολύ μικρή είναι η συνεισφορά κεφαλαίων από Balance Sheet Business Lending, η οποία παρέχει δάνειο απευθείας στον επιχειρηματία και από Profit Sharing Crowdfunding, όπου οι επενδυτές αγοράζουν τίτλους της επιχείρησης (Πίνακας 5.2).

**Πίνακας 5.2: Πηγές χρηματοδότησης, 2015**

	€ εκατ.
Peer To Peer Consumer Lending	365,80
Peer To Peer Business Lending	212,08
Μετοχές βάσει Crowdfunding	159,32
Ανταμοιβή βάσει Crowdfunding	139,27
Ανταλλαγή τιμολογίων	80,59
Real estate crowdfunding	26,97
Δωρεά βάσει Crowdfunding	21,71

<sup>41</sup> Πηγή: Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report, Cambridge, Centre for Alternative Finance



<b>Ομόλογα</b>	10,73
<b>Balance Sheet Business Lending</b>	2,38
<b>Profit Sharing Crowdfunding</b>	0,54

**Πηγή:** Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report, Cambridge, Centre for Alternative Finance

Ο αριθμός των επιχειρήσεων που έχει λάβει χρηματοδότηση από εναλλακτικές πηγές, όπως αυτές που προαναφέρθηκαν, ανήλθε το 2015 στις 9.442, χωρίς να συμπεριληφθούν επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι κλάδοι που ενισχύθηκαν περισσότερο με όλα τα μέσα φαίνεται να είναι το Λιανικό & Χονδρικό Εμπόριο, η Μεταποίηση και Μηχανική, ενώ έπονται οι κλάδοι των Επαγγελματικών υπηρεσιών και της Υγείας – Κοινωνικής εργασίας (Πίνακας 5.3).

Το μεγαλύτερο μερίδιο κεφαλαίων που αντλείται από πλατφόρμες χρηματοδότησης προέρχεται από μη θεσμικούς επενδυτές (Διάγραμμα 5.8).

Σχετικά με τις επενδύσεις από επενδυτικούς αγγέλους (business angels, εφεξής BA), η συνολική ευρωπαϊκή επενδυτική αγορά αρχικού σταδίου εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε πέρυσι σε €8,6 δισεκ., με τους business angels να συνεισφέρουν €6,1 δισεκ., ακολουθούμενοι από τα επιχειρηματικά κεφάλαια (VCs) με €2,1 δισεκ.

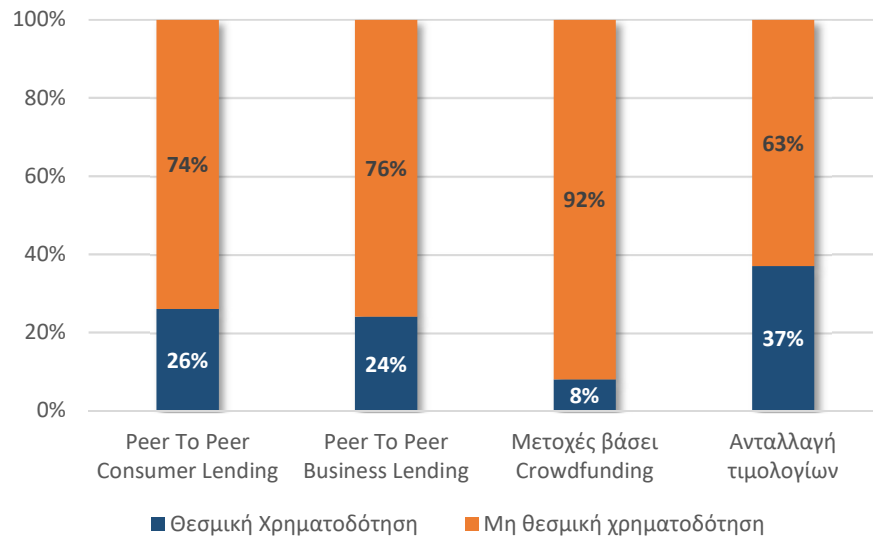
**Πίνακας 5.3: Τύποι χρηματοδότησης crowdfunding και κλάδοι επιχειρήσεων, 2015**

	1 <sup>ος</sup> κλάδος	2 <sup>ος</sup> κλάδος	3 <sup>ος</sup> κλάδος
<b>Peer To Peer Consumer Lending</b>	Λιανικό & Χονδρικό εμπόριο	Μεταποίηση & Μηχανική	Κατασκευές
<b>Peer To Peer Business Lending</b>	Εκπαίδευση & Έρευνα	Κοινωνία & Κοινωνικές επιχειρήσεις	Υγεία & κοινωνική εργασία
<b>Μετοχές βάσει Crowdfunding</b>	Τεχνολογία	Μεταποίηση & Μηχανική	Υγεία & κοινωνική εργασία
<b>Ανταμοιβή βάσει Crowdfunding</b>	Τέχνες & Design	Διασκέδαση & Κινηματογράφος	Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης
<b>Ανταλλαγή τιμολογίων</b>	Φιλανθρωπία	Υγεία & κοινωνική εργασία	Κοινωνία & Κοινωνικές επιχειρήσεις
<b>Real estate crowdfunding</b>	Real Estate	Κατασκευές	
<b>Δωρεά βάσει Crowdfunding</b>	Λιανικό & Χονδρικό εμπόριο	Επιχειρήσεις & Επαγγελματικές υπηρεσίες	Μεταποίηση & Μηχανική

<b>Ομόλογα</b>	Λιανικό & Χονδρικό εμπόριο	Ενέργεια & ορυχεία	Γεωργία
<b>Balance Sheet Business Lending</b>	Λιανικό & Χονδρικό εμπόριο	Γεωργία	Τρόφιμα & Ποτά
<b>Profit Sharing Crowdfunding</b>	Περιβάλλον	Επιχειρήσεις & Επαγγελματικές υπηρεσίες	Υγεία & κοινωνική εργασία

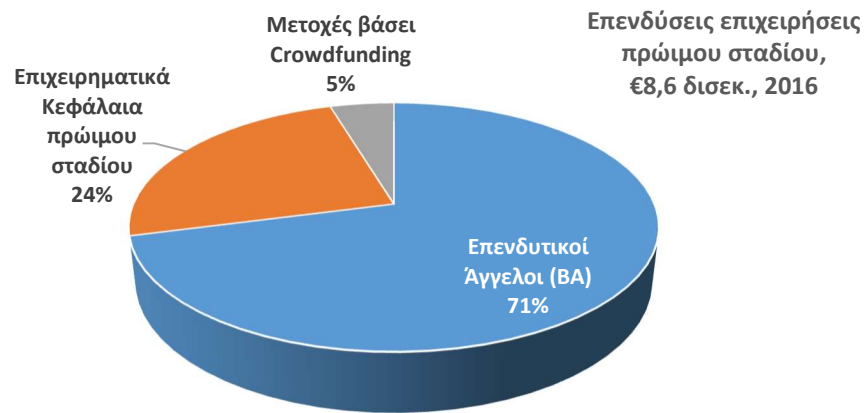
Πηγή: Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report, Cambridge, Centre for Alternative Finance

**Διάγραμμα 5.8: Μερίδιο Θεσμικής χρηματοδότησης ανά τύπο χρηματοδότησης, 2015**



Πηγή: Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report, Cambridge, Centre for Alternative Finance

**Διάγραμμα 5.9: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. σε επιχειρήσεις πρώιμου σταδίου, 2016**



Πηγή: Statistics Compendium, 2015, European Business Angels Network

Η ευρωπαϊκή επενδυτική αγορά των BA διευρύνθηκε κατά 11% την τριετία 2013-2015, ξεπερνώντας οριακά τα €6 δισεκ. Η αγορά ενισχύεται όσον αφορά το συνολικό ποσό που επενδύθηκε καθώς και ως προς τον αριθμό των BA. Ωστόσο, παρατηρείται μια ελαφριά εξασθένιση του αριθμού των επενδυτικών έργων, ένδειξη της επίδρασης των αυξανόμενων κεφαλαίων συγχρηματοδότησης μεταξύ των επενδυτικών αγγέλων (Πίνακας 5.4).

**Πίνακας 5.4: Χρηματοδότηση Επενδύσεων με Business Angels κεφάλαια στην Ε.Ε., 2013-2015**

	2013	2014	2015
Αριθμός Business Angels	271.000	288.900	303.650
Επενδυτικά Έργα	33.430	33.210	32.940
Αξία κεφαλαίων (σε € δισεκ.)	5,5	5,8	6,1
Ποσοστό BA σε δίκτυο	10%	10%	10%
Ενεργά δίκτυα BA	468	469	470

Πηγή: Statistics Compendium, 2015, European Business Angels Network

Το ποσό που επενδύθηκε ανά εταιρεία αυξήθηκε κατά 5% το 2014 έναντι του προηγούμενου έτους και κατόπιν, το 2015, κατά 5,8% έναντι του 2014. Σε επίπεδο δικτύων BA, η μέση επένδυση ανέρχεται σε €1,3 εκατ., σημειώνοντας το 2015 μικρή ενίσχυση, της τάξης του 4,7%. Οι μεμονωμένες επενδύσεις BA δεν ξεπέρασαν τα €20.000, καταγράφοντας οριακή μείωση σε σχέση με το 2014 (Πίνακας 5.2).

*Οι business angels χρηματοδοτούν το 71% των επενδυτικών έργων της Ευρώπης, με την αξία των κεφαλαίων τους να ξεπερνά τα €6,1 δισεκ. το 2015*

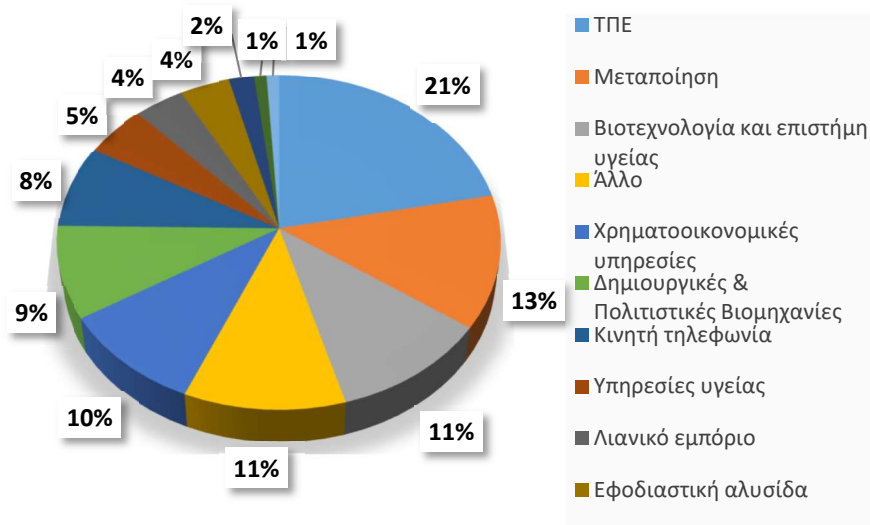
**Πίνακας 5.5: Επενδυτικές δαπάνες επιχειρηματικών αγγέλων, 2013-2015**

	2013	2014	2015
Μέση επένδυση ανά επιχείρηση	165.787	174.071	184.271
Μέση επένδυση ανά δίκτυο BA	1.184.378	1.232.601	1.291.468
Μέση επένδυση ανά BA	20.437	20.000	19.990

Πηγή: Statistics Compendium, 2015, European Business Angels Network

Σε επίπεδο κλάδων, οι ΤΠΕ συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων αυτού του είδους (22%), ενώ ακολουθεί ο κλάδος της Μεταποίησης (13%). Υψηλές επενδύσεις επίσης επιτυγχάνει ο κλάδος της Βιοτεχνολογίας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ωστόσο, από τα στοιχεία φαίνεται ότι οι επενδυτές άγγελοι διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους χρηματοδοτώντας και μη παραδοσιακές, δραστηριότητες για επενδύσεις, όπως οι Δημιουργικές – Πολιτιστικές Βιομηχανίες(Διάγραμμα 5.10).

**Διάγραμμα 5.10: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. ανά κλάδο**

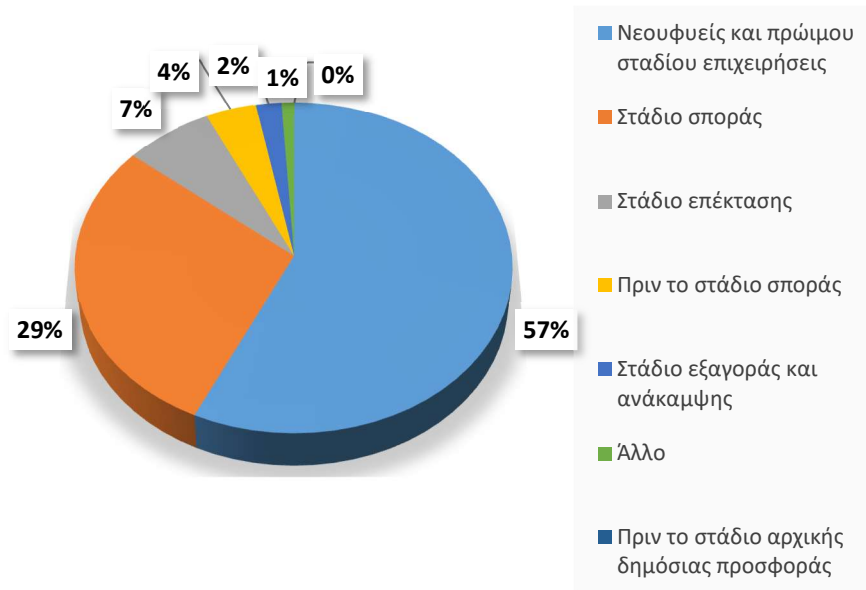


Πηγή: Statistics Compendium, 2015, European Business Angels Network

Οι εταιρείες που βρίσκονται σε πρώτη φάση και φάση εκκίνησης (early stage and start up) λαμβάνουν, όπως ήταν αναμενόμενο, την πλειονότητα των επενδύσεων φυσικά, με τις επιχειρήσεις σταδίου σποράς (seed) να ακολουθούν. Τα κεφάλαια που τοποθετήθηκαν σε επιχειρήσεις πριν το στάδιο σποράς (pre seed) αντιστοιχούν στο 2%, με τις επιχειρήσεις σε επέκταση να προηγούνται (7%, Διάγραμμα 5.11).

*Το μεγαλύτερο μερίδιο επενδυτικών κεφαλαίων εντοπίζεται σε επιχειρήσεις πρώιμου σταδίου ή στη φάση εκκίνησης, ενώ ο κλάδος που απορροφά το υψηλότερο μερίδιο είναι αυτός των ΤΠΕ*

**Διάγραμμα 5.11: Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. ανά φάση επιχείρησης**



**Πηγή:** Statistics Compendium, 2015, European Business Angels Network

Παρά τις δυνατότητες που παρέχουν τα παραπάνω είδη χρηματοδότησης, σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες η πρόσβαση σε αυτά είναι περιορισμένη. Το συγκεκριμένο γεγονός οφείλεται κυρίως στα εθνικά ρυθμιστικά πλαίσια, τα οποία ενέχουν διαφορετικούς βαθμούς περιορισμού στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι ουσιαστικά καθορίζουν το επίπεδο πιστωτικού κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, επενδύοντας στα χαρτοφυλάκια αυτών των χωρών.

Συνοψίζοντας, για τη προσέλκυση νέων κεφαλαίων και την υλοποίηση επενδύσεων από τις ΜμΕ στην εγχώρια οικονομία, πέραν της «παραδοσιακής» άντλησης χρηματοδότησης, από το τραπεζικό σύστημα, θα πρέπει να αναπτυχθούν και νέες μορφές χρηματοδότησης, οι οποίες υιοθετούνται διεθνώς. Αυτές θα πρέπει να είναι προσαρμοσμένες στις σύγχρονες ανάγκες και να αξιοποιούν τις νέες τεχνολογίες. Σε αυτό το πλαίσιο, ενδεικτικά, οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες δανεισμού μπορούν να συμβάλλουν στην τόνωση των επενδύσεων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στην ανάκαμψη της εγχώριας οικονομίας. Προκειμένου να αξιοποιηθούν αυτές οι σύγχρονες δυνατότητες, απαιτείται η ανάπτυξη των κατάλληλων ηλεκτρονικών υποδομών, και από δημόσιους και θεσμικούς φορείς (π.χ. Υπουργείο Ανάπτυξης, Χρηματιστήριο Αθηνών), η

διαμόρφωση του σχετικού κανονιστικού πλαισίου για την αποφυγή αθέμιτων πρακτικών και εξαπάτησης επιχειρήσεων και επενδυτών, αλλά και κατάρτιση των ΜμΕ στις ηλεκτρονικές δεξιότητες.

### 5.1.2 Ελβετία

Σε αυτή την υποενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα έρευνας σε ελβετικές ΜμΕ, για τις απαιτούμενες πολιτικές και ενέργειες για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα της μελέτης του Swiss Finance Council (εφεξής SFC) αναφορικά με την άντληση κεφαλαίων είτε από εγχώριους είτε από διεθνείς επενδυτές. Οι προτάσεις των ΜμΕ αφορούν στην εταιρική χρηματοδότηση, τη χρηματοδότηση από διεθνείς επενδυτές, και τη χρηματοδότηση από θεσμικούς επενδυτές.

Μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και την εκδήλωση των επιδράσεων της το 2009, η οικονομική ανάπτυξη επανήλθε στην Ε.Ε. και την Ευρωζώνη, με χαμηλότερο ρυθμό από ότι στο παρελθόν και την επενδυτική δραστηριότητα να παραμένει σχετικά αδύναμη. Αυτά παραμένουν τα βασικά χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής οικονομίας έκτοτε. Για αυτόν το λόγο, η ανάπτυξη και η απασχόληση συνεχίζουν να αποτελούν βασικούς στόχους της πολιτικής της Ε.Ε. Το “Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη” (σχέδιο Juncker<sup>42</sup>) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αποτελεί μια σημαντική πρωτοβουλία με στόχο την απελευθέρωση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων. Το “Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη” χρηματοδοτείται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων (εφεξής EFSI), το οποίο έχει ως στόχο την ενίσχυση των έργων υποδομής και καινοτομίας των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Το EFSI υποστηρίζει τις στρατηγικές επενδύσεις στις ΜμΕ σε βασικούς τομείς όπως οι υποδομές, η εκπαίδευση, η έρευνα και η καινοτομία.

1. **Εταιρική Χρηματοδότηση:** Στην πρώτη υποενότητα, παρουσιάζονται τα βασικά αποτελέσματα της έρευνας σε ελβετικές ΜμΕ<sup>43</sup>, πολλές εκ των οποίων επενδύουν στην Ε.Ε. Μεταξύ αυτών, επέδειξαν σαφή

---

42 The European Commission’s Investment Plan for Europe (the Juncker Plan), European Investment Bank, 2016  
43 Swiss Finance Council, 2016

*Ο περιορισμός της γραφειοκρατίας θα διευκολύνει τις επενδύσεις σε ΜμΕ, καθώς η άντληση κεφαλαίων από τρίτες χώρες θα γίνεται με απλουστευμένες και γρήγορες διαδικασίες*

προτίμηση στην Ε.Ε. ως προορισμό των διεθνών επενδύσεών τους, με κυρίαρχη, ωστόσο, την ανησυχία σε θέματα γραφειοκρατίας. Παρά την περιορισμένη χρήση από τις ελβετικές ΜμΕ των κεφαλαιαγορών για την άντληση κεφαλαίων, περίπου το ένα πέμπτο αυτών θεωρούν ότι η Ενιαία Αγορά Κεφαλαίων (Capital Markets Union – εφεξής CMU) στην Ευρώπη είναι προς την σωστή κατεύθυνση και συμβάλλει στην τόνωση των επενδύσεων, καθώς αναδεικνύει τους μηχανισμούς της κεφαλαιαγοράς για την επενδυτική στήριξη των ΜμΕ, οι οποίοι θα αποτελέσουν κρίσιμο παράγοντα για την ανάπτυξη της Ε.Ε. στα προσεχή έτη.

2. **Χρηματοδότηση από διεθνείς επενδυτές:** Εν συνεχεία, παρουσιάζονται θέματα που αφορούν τη χρηματοδότηση από διεθνείς επενδυτές. Ένας από τους βασικούς στόχους της CMU είναι η διοχέτευση της ιδιωτικής αποταμίευσης στις ευρωπαϊκές επενδύσεις, σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από ό, τι στο παρελθόν. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι τρόποι με τους οποίους οι αποταμιεύσεις των μεγάλων επενδυτών, οι οποίοι συχνά δείχνουν έντονο ενδιαφέρον για ιδιωτικές επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια, μπορούν να αξιοποιηθούν για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είναι ίσως η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, η οποία συνήθως χρησιμοποιείται για την υλοποίηση επενδυτικών έργων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Μεγάλο μέρος αυτών κατευθύνεται κυρίως σε ΜΜΕ, σε τομείς που είναι λιγότερο πιθανό να προσελκύσουν την παραδοσιακή χρηματοδότηση (για παράδειγμα τραπεζικό δανεισμό). Για αυτόν το λόγο, αυτό που χρήζει ιδιαίτερης σημασίας για την τόνωση των επενδύσεων και την μακροχρόνια εξασφάλιση της ανάπτυξης είναι οι σχετικές πολιτικές της Ε.Ε., οι οποίες θα μπορούσαν σε ένα βαθμό να προσαρμοστούν κατά τέτοιο τρόπο, ούτως ώστε να ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές επενδύσεις. Καθοριστικοί για την ενίσχυση των επενδύσεων είναι παράγοντες, όπως η απλούστερη/χαμηλότερη φορολογία, αλλά και η βελτίωση διαδικασιών όσον αφορά την καταχώριση και τη διανομή των εναλλακτικών επενδυτικών προϊόντων.

3. **Χρηματοδότηση από θεσμικούς επενδυτές:** Στο τελευταίο μέρος της υποενότητας, παρουσιάζονται ορισμένες στρατηγικές χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων των πιο καινοτόμων μορφών συμμετοχής των πολιτών, μέσω χρηματοδοτικών ταμείων.

### 5.1.3 Εταιρική Χρηματοδότηση

Από την έρευνα του SFC σε ελβετικές ΜμΕ<sup>44</sup>, προκύπτει ότι η μείωση της γραφειοκρατίας με παράλληλη προώθηση βέλτιστων πρακτικών για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, μπορούν να συμβάλλουν σημαντικά στην τόνωση των επενδύσεων και στη δημιουργία συνθηκών ανάπτυξης. Οι ΜμΕ αποτελούν τη ραχοκοκαλιά των οικονομιών της Ευρώπης, καθώς συμβάλλουν στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης, στις επενδύσεις και στην καινοτομία. Επίσης, μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις διασυνοριακές επενδύσεις και στη διεθνή κίνηση κεφαλαίων.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας του SFC προκύπτει ότι οι περισσότερες ΜμΕ χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με ίδια κεφάλαια και όχι από τις αγορές κεφαλαίων. Η ελκυστικότητα αυτών των αγορών δεν είναι υψηλή ακόμα και για τις ελβετικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η μεγαλύτερη απειλή για την ελκυστικότητα της Ευρώπης ως προορισμού επενδύσεων, κυρίως από επενδυτές εκτός Ε.Ε., είναι η **υπερβολική γραφειοκρατία**. Ο περιορισμός της γραφειοκρατίας θα διευκολύνει τις επενδύσεις σε ΜμΕ, καθώς η άντληση κεφαλαίων από τρίτες χώρες θα γίνεται με πιο απλουστευμένες και γρήγορες διαδικασίες. Επιβράδυνση των επενδύσεων σε ένα βαθμό προκαλούν και οι κανονισμοί της Ε.Ε. που αφορούν στις χρηματοδοτήσεις, καθώς ενέχουν περιορισμούς ακόμα και σε θέματα χρηματοδότησης εντός της εσωτερικής αγοράς. Σε αυτό το πλαίσιο, οι φορείς της Ε.Ε. θα πρέπει να επιδιώξουν τη δημιουργία ενός ευέλικτου ρυθμιστικού πλαισίου, το οποίο να προωθεί τις βέλτιστες πρακτικές χρηματοδότησης για την ενίσχυση των επενδύσεων με βάση τις εμπειρίες των διαφόρων κρατών μελών, καθώς και των χωρών εκτός της Ε.Ε.



Τα **υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους** και η **χαμηλή οικονομική ανάπτυξη** είναι η δεύτερη και η τρίτη αντίστοιχα πιο σημαντικές απειλές για την ελκυστικότητα της Ε.Ε. Οι ΜμΕ χρειάζονται ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον. Σημαντική πρωτοβουλία για την σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος και την ενίσχυση της πρόσβασης των ΜμΕ στη χρηματοδότηση αποτελεί η υλοποίηση και η ολοκλήρωση της **Ενιαίας Αγοράς Κεφαλαίων (Capital Markets Union<sup>45</sup>) και της Τραπεζικής Ένωσης (Banking Union<sup>46</sup>)**. Η περιορισμένη πρόσβαση των ΜμΕ στην αγορά κεφαλαίων καθώς και το ασταθές μακροοικονομικό περιβάλλον των τελευταίων ετών, μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, καθιστούν ανάγκη την ύπαρξη ευέλικτων χρηματοδοτικών μηχανισμών στο πλαίσιο της Ενιαίας Αγοράς Κεφαλαίων. Περίπου το 1/5 των ελβετικών ΜμΕ θεωρεί ότι μια ενιαία και καλά σχεδιασμένη αγορά κεφαλαίων στην Ε.Ε. θα αποτελούσε μια σημαντική εξέλιξη για τη διευκόλυνση της άντλησης χρηματοδότησης, καθώς αναμένεται ότι θα μείωνε το κόστος των κεφαλαίων και θα εξασφάλιζε σταθερότητα στο οικονομικό περιβάλλον. Επομένως, είναι σημαντικό να αναπτυχθούν εναλλακτικοί και ευέλικτοι μηχανισμοί χρηματοδότησης στο πλαίσιο της CMU. Επιπλέον, οι τράπεζες θα μπορούσαν να αποτελέσουν σημαντικές πηγές χρηματοδότησης των ΜμΕ, κυρίως μέσα από την ολοκλήρωση και την ενίσχυση της Τραπεζικής Ένωσης, με έμφαση στην υποστήριξη μακροπρόθεσμα των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους.

Σημαντικό παράγοντα ενίσχυσης των επενδύσεων αποτελούν και οι μεταρρυθμίσεις, όχι μόνο οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που άπτονται θεμάτων βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και ενίσχυσης του ανταγωνισμού, αλλά και αλλαγές στη φορολογία και σε θέματα που αφορούν στην αγορά εργασίας. Η ανάδειξη επενδυτικών ευκαιριών και η

*Η ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς Κεφαλαίων στην Ε.Ε. (Capital Markets Union) και της Τραπεζικής Ένωσης (Banking Union) απαραίτητες για τη σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος και τη διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜμΕ στη χρηματοδότηση*

---

45 Η Ενιαία Αγορά Κεφαλαίων (CMU) αποτελεί ένα σχέδιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την κινητοποίηση κεφαλαίων στην Ευρώπη. Αποσκοπεί στην διοχέτευση κεφαλαίων σε ΜΜΕ για την ανάπτυξή τους, στην προσφορά νέων ευκαιριών για τους αποταμιευτές και τους επενδυτές.

46 Η Τραπεζική Ένωση αποτελεί σύστημα τραπεζικής εποπτείας και εξυγίανσης που λειτουργεί βάσει κανόνων που ισχύουν σε ολόκληρη την Ε.Ε. Αφενός, εγγυάται την ασφάλεια και την αξιοπιστία του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη και ευρύτερα στην Ε.Ε. και, αφετέρου, διασφαλίζει ότι η εξυγίανση των μη βιώσιμων τραπεζών γίνεται χωρίς να δαπανηθούν χρήματα των φορολογουμένων και με ελάχιστη επίπτωση στην πραγματική οικονομία. Μέλη της Τραπεζικής Ένωσης είναι όλα τα κράτη της ευρωζώνης και τα κράτη μέλη της Ε.Ε. που επιλέγουν να συμμετάσχουν. Τα κράτη εκτός ευρωζώνης μπορούν να συμμετάσχουν μέσω της σύναψης συμφωνίας στενής συνεργασίας.

Άμεση πρόσβαση σε χρηματοδότηση μπορούν να επιτευχθούν εάν οι φορείς χάραξης πολιτικής της Ε.Ε. εστιάσουν περισσότερο στις ανάγκες των ΜμΕ. Στο πλαίσιο αυτό, οι ΜμΕ επισημαίνουν στην έρευνα τη σημασία του σχεδίου δράσης «Small Business Act» (SBA)<sup>47</sup> της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το οποίο ενθαρρύνει τους φορείς χάραξης πολιτικής να βελτιώσουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες λειτουργούν αυτές οι επιχειρήσεις. Οι ΜμΕ αντιμετωπίζουν εμπόδια τα οποία προέρχονται σε μεγάλο βαθμό από περιοριστικούς κανονισμούς σε θέματα ανταγωνισμού, φορολογίας και απασχόλησης. Τα ευρήματα της έρευνας ανέδειξαν τη σημασία της ιδέας «**Σκέψου πρώτα σε μικρή κλίμακα**»<sup>48</sup>, βασικές προτεραιότητες της οποίας αποτελούν (i) η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, (ii) ο περιορισμός των ρυθμιστικών εμποδίων που αντιμετωπίζουν οι ΜμΕ κυρίως σε θέματα ανταγωνισμού, γραφειοκρατίας αλλά και φορολογίας και απασχόλησης, (iii) η εύκολη και άμεση πρόσβαση σε χρηματοδότηση καθώς και (iv) η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

Οι φορείς χάραξης πολιτικής θα πρέπει να εστιάσουν στη βελτίωση των γενικών προϋποθέσεων υπό τις οποίες οι επιχειρήσεις των ΜμΕ μπορούν να ευδοκιμήσουν, και αυτό γιατί οι μικρές επιχειρήσεις επηρεάζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από ένα όχι καλά σχεδιασμένο πλαίσιο κανονισμών και τη γραφειοκρατία. Το νομοθετικό πλαίσιο, οι διοικητικοί κανονισμοί και οι σχετικές διαδικασίες πρέπει να είναι απλά και ευέλικτα στην κατανόηση και στην εφαρμογή τους προκειμένου να είναι φιλικά προς τις ΜμΕ, λαμβάνοντας υπόψιν τις επιδιώξεις τους από τα πολύ αρχικά στάδια της ανάπτυξης τους.

#### 5.1.4 Χρηματοδότηση ΜμΕ στην Ευρώπη από διεθνείς επενδυτές

Ο ρόλος της ενιαίας κεφαλαιαγοράς είναι η ενίσχυση των ευρωπαϊκών επενδύσεων μέσω της τοποθέτησης της ιδιωτικής αποταμίευσης σε επενδυτικά έργα. Στην συγκεκριμένη υποενότητα παρουσιάζονται

---

47 Ανακοίνωση της Επιτροπής «Προτεραιότητα στις μικρές επιχειρήσεις: Μια “Small Business Act” για την Ευρώπη», Βρυξέλλες, 25.6.2008, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Ανακοίνωση της Επιτροπής «Ανασκόπηση της πρωτοβουλίας “Small Business Act” για την Ευρώπη», Βρυξέλλες, 23.2.2011, Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το σχέδιο δράσης SBA αποτελεί ένα ρυθμιστικό πλαίσιο για τις ΜμΕ στην Ευρώπη. Στόχος του είναι η βελτίωση της επιχειρηματικότητας, η απλοποίηση των κανονισμών που αφορούν στις ΜμΕ, και η άρση των περιορισμών στην ανάπτυξη των ΜμΕ.

48 «Think Small First» Principle

προτάσεις για την αξιοποίηση των αποταμιεύσεων των μεγάλων επενδυτών, οι οποίοι συχνά δείχνουν έντονο ενδιαφέρον για ιδιωτικές επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια μπορούν να αποτελέσουν μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης, κυρίως για την υλοποίηση επενδυτικών έργων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Δράσεις και πρωτοβουλίες που μπορούν να συμβάλλουν στην τόνωση των επενδύσεων και τη μακροχρόνια εξασφάλιση της ανάπτυξης αποτελούν η βελτίωση των διαδικασιών όσον αφορά την καταχώριση και τη διανομή των εναλλακτικών επενδυτικών προϊόντων, η άρση ορισμένων περιοριστικών κανονισμών της Ε.Ε. αλλά και η προσαρμογή των επιμέρους κανονισμών των κρατών μελών της Ε.Ε. στις ανάγκες της αγοράς, εντός ενός ενιαίου κανονιστικού πλαισίου. Συνοπτικά, οι πολιτικές της Ε.Ε. θα μπορούσαν σε ένα βαθμό να προσαρμοστούν, προκειμένου να ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές επενδύσεις.

- i. Απλούστευση κανονισμών και άρση περιορισμών για τους διεθνείς επενδυτές

Η τρέχουσα ταξινόμηση των επενδυτών, σύμφωνα με την MiFID<sup>49</sup> και οι προϋποθέσεις για τους ιδιώτες επενδυτές, θα πρέπει να αναθεωρηθούν με στόχο τη διευκόλυνση των επενδύσεων από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια<sup>50</sup>. Για παράδειγμα, ο μέσος αριθμός των συναλλαγών θα πρέπει να ταξινομείται ανά κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, καθώς ο περιορισμός των 10 συναλλαγών ανά τρίμηνο έχει αποδειχθεί μη ρεαλιστικός για την επίτευξη ιδιωτικών επενδύσεων μεγαλύτερου μεγέθους και μακροπρόθεσμου επενδυτικού ορίζοντα σε σχέση με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, το καθεστώς της τρίτης χώρας σύμφωνα με το MiFID που ρυθμίζει την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών στην Ε.Ε. θα πρέπει να επιτρέψει σε μεγάλους διεθνείς επενδυτές να

---

49 Οδηγία 2004/39/ΕΚ. Η οδηγία «Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC» (MiFID) είναι νόμος της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προβλέπει την εναρμονισμένη ρύθμιση για τις επενδυτικές υπηρεσίες σε 31 κράτη-μέλη του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (τα 28 κράτη μέλη της Ε.Ε. συν την Ισλανδία, τη Νορβηγία και το Λιχτενστάιν). Η MiFID αποτελεί τον πυρήνα του σχεδίου δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, και περιλαμβάνει 42 μέτρα, που θα αλλάξουν σημαντικά τον τρόπο λειτουργίας των αγορών και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών της Ε.Ε.. Κύριος στόχος της οδηγίας είναι η αύξηση του ανταγωνισμού και η προστασία των καταναλωτών στις επενδυτικές υπηρεσίες.

50 Swiss Finance Council (2016)

αντιμετωπίζονται διαφορετικά, ως επαγγελματίες πελάτες (“professional clients”) και όχι απλώς ως ιδιώτες πελάτες (“retail clients”).<sup>51</sup> Τα κράτη μέλη της Ε.Ε. θα πρέπει να εξετάσουν την αναθεώρηση των καθεστώτων πρόσβασης στην εσωτερική αγορά τους με στόχο την διευκόλυνση των διαχειριστών κεφαλαίων τρίτων χωρών να προωθούν ενεργά την τοποθέτηση ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε. από πελάτες “Ultra High Net Wealth”.<sup>52</sup> Επιπλέον, θα μπορούσε να δημιουργηθεί ένα ειδικό καθεστώς ιδιωτικής τοποθέτησης κεφαλαίων που να αφορά μη επαγγελματίες επενδυτές, όπως στο Ηνωμένο Βασίλειο,<sup>53</sup> το οποίο να διευκολύνει περαιτέρω την πρόσβαση των ιδιωτών επενδυτών σε εναλλακτικές επενδύσεις σε όλη την Ε.Ε.

- ii. Στοχευμένες προσαρμογές των φορολογικών συστημάτων για την παροχή κινήτρων επενδύσεων από διεθνείς επενδυτές

Περαιτέρω εναρμόνιση και απλούστευση του φορολογικού συστήματος σε ολόκληρη την Ε.Ε. θα βελτιώσει το γενικό πλαίσιο των επενδύσεων και θα συμβάλλει στην προώθηση της χρηματοδότησης ΜμΕ. Πέρα από το κίνητρα που μπορούν να δοθούν για τους εγχώριους επενδυτές, δράσεις και πρωτοβουλίες για την εισροή ξένων κεφαλαίων σε ευρωπαϊκές ΜμΕ θεωρούνται κρίσιμοι παράγοντες για την ενίσχυση της αναπτυξιακής δυναμικής της Ε.Ε. σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Η εισροή ξένων κεφαλαίων καθώς και τα κέρδη από τις επενδύσεις, θα ενισχύσουν το ισοζύγιο και τα δημοσιονομικά έσοδα της χώρας στην οποία βρίσκεται η έδρα της επιχείρησης. Οι νέες ξένες επενδύσεις θα συμβάλλουν στην αύξηση της απασχόλησης, στη

**Απλοποιημένο, κοινό φορολογικό σύστημα, χωρίς πρόσθετες επιβαρύνσεις**

---

51 Σύμφωνα με τη MiFID, επαγγελματίες πελάτες θεωρούνται πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές εταιρείες, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και οι εταιρείες διαχείρισης τους, συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρείες διαχείρισής τους, εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το Δ.Ν.Τ., η ΕΚΤ, ΕΤΕ. και άλλοι παρόμοιοι διεθνείς οργανισμοί, καθώς και μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια μεγέθους. Με το όρο «ιδιώτης πελάτης» εννοείται κάθε πελάτης που δεν είναι πελάτης επαγγελματίας,

52 Οι «Ultra high-net-worth individuals» (UHNWI) είναι επενδυτές που έχουν περιουσία με καθαρή αξία τουλάχιστον US \$30 εκατ. σε σταθερές τιμές 2012. Κατά την τελευταία καταμέτρηση, υπήρχαν 211.275 UHNW άτομα στον κόσμο, με συνολική καθαρή αξία περιουσίας US \$29.700 δισεκ.

53 Ο σκοπός του ρυθμιστικού πλαισίου Non-Mainstream Pooled Investments (NMPI) είναι η απλούστευση και η διευκόλυνση των διαδικασιών σχετικά με την άντληση κεφαλαίων μικρών επενδυτών από επιχειρήσεις.

διάχυση της τεχνογνωσίας αλλά και στην προώθηση νέων προϊόντων, πιθανότατα και στην τόνωση των εξαγωγών.

Οι αρμόδιοι φορείς θα μπορούσαν να δώσουν κίνητρα για πιο μακροπρόθεσμες ή κοινωνικά παραγωγικές μορφές επενδύσεων με τη παρουσία ενός απλοποιημένου φορολογικού συστήματος. Στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, η δομή Master Limited Partnership (MLP)<sup>54</sup> αποτελεί μια πρωτοβουλία για το πώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο φόρος προκειμένου να διοχετεύσει τις επενδύσεις σε συγκεκριμένες κατευθύνσεις.

Τα φορολογικά συστήματα θα πρέπει όχι μόνο να επιτρέπουν στους ξένους και τους εγχώριους επενδυτές ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων να τοποθετούν κεφάλαια σε επενδυτικά σχέδια, αλλά θα πρέπει επίσης να ελαχιστοποιούν το σχετικό κίνδυνο, ο οποίος προέρχεται κυρίως από τις πρόσθετες επιβαρύνσεις ή την υψηλή φορολογία. Σε αυτό το πλαίσιο, θα μπορούσε να αναπτυχθεί μια κοινή προσέγγιση της Ε.Ε. για τη φορολογική μεταχείριση των ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων. Όσον αφορά στις διασυνοριακές επενδύσεις σε μετοχές, η παρακράτηση φόρου θα μπορούσε να βασίζεται σε πιο απλές διαδικασίες για την ενθάρρυνση της αύξησης των επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο.

- iii. Ενσωμάτωση της οδηγίας «για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων» (ΔΟΕΕ) στους κανονισμούς των κρατών μελών της Ε.Ε.

Με ένα εναρμονισμένο πλαίσιο κανονισμών στην Ε.Ε., η οδηγία για τους «Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων» (εφεξής ΔΟΕΕ)<sup>55</sup> παρέχει σε διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων,

---

54 Το MLP ιδρύθηκε για την προώθηση των επενδύσεων στην παραγωγή και τη μεταφορά ενέργειας τη δεκαετία του 1980. Βάσει αυτού, οι ιδιώτες επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να μειώσουν τη φορολογική τους υποχρέωση από τη διεκδίκηση του μεριδίου τους βάσει του MLP.

55 Οδηγία 2011/61/Ε.Ε. του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου («Alternative Investment Fund Managers» Directive 2011/61/EU). Η οδηγία αφορά στους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ), με στόχο τη ρύθμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων, και άλλες εναλλακτικές επενδύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ως προϋπόθεση για τη λειτουργία τους, η οδηγία απαιτεί από όλους τους διαχειριστές που καλύπτονται από τον κανονισμό να λάβουν άδεια και να γνωστοποιούν επενδυτικές πράξεις.

συμπεριλαμβανομένων εταιρειών ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου, τη δυνατότητα να εμπορεύονται τα κεφάλαιά τους σε διαφορετικά κράτη-μέλη της Ε.Ε. Ωστόσο, η ενσωμάτωση της οδηγίας στα εθνικά κανονιστικά πλαίσια συναντά εμπόδια, καθώς αυτή διαφέρει σημαντικά από τους υφιστάμενους κανονισμούς των κρατών-μελών. Για παράδειγμα, ο αντιφατικός ορισμός των εννοιών «προ-μάρκετινγκ» και «μάρκετινγκ» μεταξύ των διαφόρων κρατών-μελών της Ε.Ε., καθώς και οι διαφορετικές προσεγγίσεις που λαμβάνονται (π.χ. σε σχέση με πρόσθετα τέλη) θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Η σχεδιαζόμενη αναθεώρηση της εν λόγω οδηγίας το 2017 θα πρέπει να θεωρηθεί ως μια ευκαιρία προκειμένου να εξασφαλιστεί η εναρμονισμένη εσωτερική αγορά στην Ευρώπη.

Ο κανονισμός για τα Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια (εφεξής ΕΜΕΚ)<sup>56</sup>, ο οποίος βασίζεται στην οδηγία ΔΟΕΕ, δημιουργεί ένα νέο πλαίσιο, που ενθαρρύνει τους επενδυτές να δεσμεύσουν κεφάλαια σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα ΕΜΕΚ είναι διαθέσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, και ως εκ τούτου θα μπορούσαν να αποτελούν ένα καλό μέσο για την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων. Τα ΕΜΕΚ επικεντρώνονται αποκλειστικά σε εναλλακτικές επενδύσεις που εμπίπτουν σε καθορισμένη κατηγορία μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, των οποίων η επιτυχής ανάπτυξη απαιτεί μακροπρόθεσμη ανάληψη υποχρεώσεων από τους επενδυτές. Σε αυτού του είδους τα περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνονται:

- μη εισηγμένες επιχειρήσεις που εκδίδουν μετοχικούς τίτλους,

---

Ως ΔΟΕΕ νοείται κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου η συνήθης δραστηριότητα είναι η διαχείριση ενός ή περισσότερων ΟΕΕ. Παραδείγματα ΔΟΕΕ αποτελούν τα «hedge funds», (ο σχετικός ελληνικός όρος είναι «αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου»), τα οποία είναι επενδυτικά κεφάλαια που μπορούν να τοποθετηθούν σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων, και είναι διαθέσιμα μόνο σε συγκεκριμένους επενδυτές όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, Ιδρύματα, Πανεπιστημιακά κληροδοτήματα και επενδυτές με πολύ υψηλά ποσά προς επένδυση. Επίσης, στους ΔΟΕΕ ανήκουν και τα Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (private equity), που αποτελούνται από μετοχές μιας εταιρίας που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο αξιών. Τέλος, στην κατηγορία των ΔΟΕΕ ανήκουν και τα κεφάλαια ακινήτων (real estate funds).

<sup>56</sup> Κανονισμός (Ε.Ε.) 2015/760. Ως ΕΜΕΚ προωθούνται μόνο οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ) της Ε.Ε., των οποίων η διαχείριση πραγματοποιείται από τους ΔΟΕΕ, βάσει της οδηγίας 2011/61/Ε.Ε.. Συγκεκριμένα, ως ΕΜΕΚ νοείται οποιοσδήποτε οργανισμός συλλογικών επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των τμημάτων επενδύσεων του, ο οποίος συγκεντρώνει κεφάλαια με σκοπό την επένδυσή τους σύμφωνα με καθορισμένη επενδυτική πολιτική, προς όφελος των επενδυτών οι οποίοι χορήγησαν τα κεφάλαια.

*Τα ΕΜΕΚ, που είναι διαθέσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, θα μπορούσαν να αποτελούν ένα καλό μέσο για την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων*

- χρεωστικοί τίτλοι, για τους οποίους δεν υπάρχει πάντα ένας άμεσα αναγνωρίσιμος αγοραστής,
- περιουσιακά στοιχεία που απαιτούν σημαντικές αρχικές κεφαλαιουχικές δαπάνες και
- ΜΜΕ που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης.

Τα ΕΜΕΚ θα υπόκεινται σε πρόσθετους κανόνες που θα απαιτούν, μεταξύ άλλων, επένδυση του κεφαλαίου τους κατά 70% τουλάχιστον σε σαφώς καθορισμένες κατηγορίες επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, είναι ο κανονισμός επιδιώκει μια εναρμονισμένη και απλούστερη προσέγγιση ιδιωτικών επενδύσεων, ενώ ταυτόχρονα παρέχει και την απαραίτητη ευελιξία.

- iv. Θέσπιση μιας πανευρωπαϊκής οδηγίας για «Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων» εκτός Ε.Ε.

Ο κανονισμός που αφορά αποκλειστικά στους ΔΟΕΕ της Ε.Ε., θα μπορούσε να επεκταθεί και σε ΔΟΕΕ εκτός Ε.Ε., κυρίως για τη βελτίωση του ανταγωνισμού της εσωτερικής αγοράς αλλά και της ευρωπαϊκής επιχειρηματικότητας. Οι ΔΟΕΕ εκτός Ε.Ε. επιτρέπεται μόνο να εμπορεύονται Εναλλακτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Alternative Investment Funds) στο εσωτερικό των κρατών-μελών της Ε.Ε., κατά συμμόρφωση με τα εθνικά καθεστώτα ιδιωτικής τοποθέτησης ("No Principle Private Residence") του κάθε κράτους-μέλους. Οι Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων εκτός Ε.Ε. που επιθυμούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στην Ε.Ε. απαιτείται σήμερα να συμμορφωθούν με ένα πολύπλοκο σύμπλεγμα διαφορετικών εθνικών κανονισμών. Συνεπώς, απαιτείται ένα όσο το δυνατόν ενιαίο, απλουστευμένο ρυθμιστικό πλαίσιο για ΔΟΕΕ εκτός Ε.Ε. προκειμένου να αρθούν τα εμπόδια στην τοποθέτηση Εναλλακτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων στην Ευρώπη.

- v. Τόνωση της ανάπτυξης των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων στην Ε.Ε.

Ένα καλό παράδειγμα για το πώς μπορεί η ευρωπαϊκή αγορά να γίνει πιο προσιτή μπορεί να αποτελέσει το σχέδιο δράσης των Καναδικών αρχών για την αύξηση των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα σε καινοτόμες επιχειρήσεις. Μέσω του σχεδίου «Canadian Venture Capital Action Plan»<sup>57</sup> διατέθηκαν C\$350 εκατ. για τη δημιουργία τεσσάρων μεγάλης κλίμακας ιδιωτικού τομέα ταμεία σε συνεργασία με θεσμικούς και εταιρικούς επενδυτές, εγχώριους και ξένους. Τα τέσσερα κεφάλαια του VCAP προσέλκυσαν σημαντικές επενδύσεις από διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, περιφερειακές κυβερνήσεις αλλά και υψηλού εισοδήματος ιδιώτες, επιχειρήσεις και τράπεζες από τον διεθνή χώρο. Καθοριστικός παράγοντας για την επιτυχή άντληση κεφαλαίων θεωρήθηκε η παρέμβαση της καναδικής κυβέρνησης, με τον καθορισμό της δομής του σχεδίου δράσης και την παροχή χρηματοδοτικής στήριξης στο ταμείο με τη μορφή δανείων.

Μια παρόμοια πρωτοβουλία θα μπορούσε να εφαρμοστεί στην Ε.Ε., με την οποία να παρέχονται κίνητρα σε διεθνείς επενδυτές και να ενθαρρυνθούν οι διασυνοριακές επενδύσεις<sup>58</sup>. Κρίσιμη για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων αποτελούν οι σωστές και αποτελεσματικές επενδυτικές αποφάσεις της ομάδας διαχείρισης των κεφαλαίων, οι οποίες θα πρέπει να διακρίνονται από τεχνογνωσία και να βασίζονται σε διεθνείς πρακτικές. Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι βέβαιοι ότι μπορούν να κερδίσουν ανταγωνιστικές αποδόσεις, και αυτός είναι ο κύριος λόγος για τον οποίο τα κεφάλαια τοποθετούνται σε καινοτόμες επιχειρήσεις και επιχειρήσεις με προοπτικές υψηλής ανάπτυξης, σε τομείς με σημαντικές μελλοντικές προσδοκίες απόδοσης.

Παρά το γεγονός ότι έχουν γίνει προσπάθειες παλιότερα στην Ελλάδα προς την κατεύθυνση της σύστασης Ιδιωτικών Επενδυτικών

---

57 Το 2013, η κυβέρνηση του Καναδά ανακοίνωσε ένα σχέδιο δράσης Venture Capital (VCAP). Πρόκειται για μια προσανατολισμένη στην αγορά πράξη, που αποσκοπούσε στην προσέλκυση κεφαλαίων, στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, και στην αύξηση της διαθεσιμότητας χρηματοδοτικών εργαλείων για τις καινοτόμες καναδικές επιχειρήσεις.

58 BCG and IESE study: "A rise in good deals, but an investor drought – The state of European Venture Capital", October 2015.



Κεφαλαίων, με περιορισμένη απήχηση, θα μπορούσε να δημιουργηθεί ένα νέο ταμείο επιχειρηματικών κεφαλαίων από ιδιώτες επενδυτές. Σύμφωνα με τα τρέχοντα δεδομένα της ελληνικής οικονομίας, τα κεφάλαια θα μπορούσαν να τοποθετηθούν σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ορισμένους από τους θεωρούμενους «παραδοσιακούς» κλάδους της ελληνικής οικονομίας, οι οποίοι εξακολουθούν να παρουσιάζουν προοπτικές ανάπτυξης, όπως τα Τρόφιμα – ποτά, ο Τουρισμός, κυρίως εναλλακτικές μορφές αυτού, αλλά και σε ανερχόμενους στην Ελλάδα κλάδους, όπως η εφοδιαστική αλυσίδα, εξασφαλίζοντας μείωση του κινδύνου μέσω χαρτοφυλακίων υψηλής διαφοροποίησης, αλλά και ανταγωνιστικές αποδόσεις.

Οι διασυνοριακές επενδύσεις και η προσέλκυση ξένων επενδυτών μπορεί να επιτευχθούν και μέσω του προγράμματος «Pan-European Venture Capital Fund(s)-of-Funds» (VC FoF programme), που έχει ως στόχο την προσέλκυση επιπλέον ιδιωτικών κεφαλαίων από ξένους θεσμικούς επενδυτές. Το πρόγραμμα χρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω των εξής δράσεων:

- (i) Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη (σχέδιο Juncker, “Investment Plan for Europe”)
- (ii) Ένωση Κεφαλαιαγορών
- (iii) Ενιαία Ψηφιακή Αγορά
- (iv) Ενιαία Αγορά
- (v) Καινοτομία στα πλαίσια του «Ορίζοντα 2020»

Το ύψος των δαπανών συνολικά ανά επενδυτική δράση δεν πρέπει να ξεπερνά σε αξία τα €300 εκατ., ενώ για την άντληση κεφαλαίων διενεργείται αξιολόγηση βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων, τα οποία σχετίζονται με την πολιτική και τη στρατηγική της Ε.Ε., αλλά και με την αποτελεσματικότητα και την απόδοση της επένδυσης. Συγκεκριμένα, τα κριτήρια βάσει της πολιτικής της Ε.Ε. αφορούν κυρίως σε ποια χώρα υλοποιείται η επένδυση (ευνοούνται οι χώρες εντός Ε.Ε., καθώς και οι

Συνεργαζόμενες χώρες<sup>59</sup> αλλά και το πλήθος των χωρών που θα υλοποιηθεί η επένδυση) και σε ποιο κλάδο της οικονομίας, με τους κλάδους που εντάσσονται στο Ορίζοντα 2020, δηλαδή κλάδοι προηγμένης τεχνολογίας, όπως τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, υγεία να ευνοούνται στην αξιολόγηση. Από την άλλη, τα κριτήρια που αξιολογούν το βαθμό αποτελεσματικότητας της επένδυσης σχετίζονται με αντίστοιχους δείκτες, όπως δείκτες απόδοσης, αποτελεσματικότητας διαχείρισης, ανάπτυξης, προστιθέμενες αξίας, κινδύνου.

Όλες οι παραπάνω δράσεις αποσκοπούν στην ενίσχυση της ενιαίας ολοκληρωμένης αγοράς, στη δημιουργία ενός φιλικού επενδυτικού περιβάλλοντος, στην προώθηση της ελεύθερης ροής κεφαλαίου, δημιουργώντας ίσους όρους ανταγωνισμού για την τοποθέτηση κεφαλαίων, είτε αυτά προέρχονται από το εσωτερικό της Ε.Ε. είτε εκτός αυτής, παράγοντες που θα συμβάλλουν στην τόνωση των διασυνοριακών επενδύσεων αλλά και της εισροής νέων επενδυτικών κεφαλαίων εκτός Ε.Ε.

Τα μακροπρόθεσμα οφέλη των Ιδιωτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων αλλά και το γεγονός πως οι Διαχειριστές Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων της Ευρώπης τείνουν να είναι μικροί και να επικεντρώνονται κυρίως σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, δημιουργούν προοπτικές για την διεύρυνση της βάσης των επενδυτών που θα ήθελαν να διαθέσουν κεφάλαια στις ΜμΕ, στο πλαίσιο ενός σχεδίου δράσης όπως αυτό που παρουσιάστηκε. Η Επιτροπή αναζητά τρόπους για να αυξήσει τη ροή των κεφαλαίων εκτός Ε.Ε. σε επιχειρήσεις εντός αυτής οι οποίες βρίσκονται σε μεταγενέστερο στάδιο ανάπτυξης αλλά και στις ΜμΕ. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω φορολογικών κινήτρων, επιτρέποντας στους μεγαλύτερους διαχειριστές κεφαλαίων τη δημιουργία ταμείων υπό το πλαίσιο του κανονισμού που αφορά στα Ευρωπαϊκά Ταμεία Επιχειρηματικών Κεφαλαίων<sup>60</sup>. Επίσης, νέα Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια (ΕΜΕΚ) θα μπορούσαν

---

<sup>59</sup> Οι συνεργαζόμενες χώρες είναι Ισλανδία, Νορβηγία, Αλβανία, Βοσνία και Ερζεγοβίνη, Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας, Μαυροβούνιο, Σερβία, Τουρκία, Ισραήλ, Μολδαβία, Ελβετία, Νήσοι Φερόες, Ουκρανία, Τυνησία, Γεωργία, Αρμενία

<sup>60</sup> Ο Κανονισμός 345/2013 για τα Ευρωπαϊκά Ταμεία Επιχειρηματικών Κεφαλαίων καλύπτει μια υποκατηγορία των εναλλακτικών επενδυτικών σχημάτων που εστιάζουν σε νεοσύστατες επιχειρήσεις και σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο. Οι Επενδύσεις Επιχειρηματικών Κεφαλαίων αποτελούν μια σημαντική πηγή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για νέες και καινοτόμες επιχειρήσεις.

συμβάλλουν στην προσέλκυση ιδιωτών επενδυτών στην Ευρώπη, υπό την προϋπόθεση, ότι το ρυθμιστικό και συνολικό επενδυτικό πλαίσιο αυτής της πρωτοβουλίας είναι προσανατολισμένο προς τα χαρακτηριστικά των προνομίων που απολαμβάνουν οι αποκαλούμενοι Ultra High Net Wealth Individuals (UHNW) της αγοράς.

Συνοπτικά, η προσέλκυση νέων επενδυτικών κεφαλαίων από διεθνείς επενδυτές θα μπορούσε να επιτευχθεί κάτω από μια ενιαία και ολοκληρωμένη αγορά, που θα την διέπουν σε όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε. ενιαίοι κανονισμοί.

#### 5.1.5 Χρηματοδότηση από θεσμικούς επενδυτές

Η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού για επενδύσεις σε υποδομές αποτελεί αντικείμενο πολλών συζητήσεων, κυρίως μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Το 2013, η ομάδα των τριάντα (G30), που αποτελεί ένα συμβουλευτικό όμιλο αποτελούμενο από διακεκριμένους πολιτικούς, αναλυτές και εμπειρογνώμονες, εξέδωσε μια έκθεση επισημαίνοντας τους περιορισμούς του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μεγάλων έργων υποδομής από θεσμικούς επενδυτές. Κατά αυτή την έκθεση, η αναθεώρηση των περιοριστικών κανονισμών απαιτεί πολύπλευρες πολιτικές δράσεις, από την πολιτεία αλλά και από διεθνείς οργανισμούς, όπως το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Παγκόσμια Τράπεζα και ο Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και την Ανάπτυξη, οι οποίες κυρίως θα έχουν ως στόχο την ενίσχυση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Συγκεκριμένα, λαμβάνοντας υπόψη και τη μελέτη του Χρηματοοικονομικού συμβουλίου της Ελβετίας, η ομάδα των 30 συνιστά τα εξής προκειμένου να ενισχυθούν οι επενδύσεις που αφορούν σε μεγάλα έργα υποδομής<sup>61</sup>:

- Αναθεώρηση των ρυθμιστικών κανονισμών και λογιστικών κανόνων για τα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία

---

<sup>61</sup> Οι προτάσεις που παρουσιάζονται είναι ευθυγραμμισμένες και με τη Συζήτηση Στρογγυλής Τραπέζης με αντικείμενο συζήτησης: "Facilitating European Infrastructure Investment", European Financial Services Round Table, October 2014

- Μέτρα για καλύτερη διαφοροποίηση μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους,
- Αξιολόγηση της κατάργησης της προνομιακής μεταχείρισης των κρατικών χρεών,
- Ανάπτυξη νέων μακροπρόθεσμων χρηματοδοτικών προϊόντων (προγράμματα αποταμίευσης, τιτλοποίηση μακροπρόθεσμου χρέους),
- Έμφαση στη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων για την επιτυχή διαφοροποίηση των επενδύσεων,

Σχετικά με το τελευταίο ζήτημα, τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από το τέλος Ιουνίου του 2015 δεν αποτελεί ούτε θα πρέπει να θεωρείται αποτρεπτικός παράγοντας της δραστηριοποίησης ξένων επενδυτών στην εγχώρια κεφαλαιαγορά. Τα ξένα κεφάλαια που ήταν τοποθετημένα σε αυτή πριν τα capital controls ή τοποθετήθηκαν μετά την επιβολή τους, δεν υπάγονται στους περιορισμούς που καθιερώθηκαν με τα capital controls.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι με τις κατάλληλες αλλαγές και μεταρρυθμίσεις κυρίως στο κανονιστικό πλαίσιο θα εξυπηρετηθεί σημαντικά ο στόχος για εισροή ξένων κεφαλαίων στην εγχώρια αγορά για την χρηματοδότηση των ΜμΕ. Οι επενδύσεις, και η εισροή ξένων κεφαλαίων θα αποτελέσουν παράγοντα δημιουργίας πλούτου. Το ενιαίο περιβάλλον δραστηριοποίησης των επενδυτικών οίκων και των χρηματιστηριακών εταιριών στον Ευρωπαϊκό χώρο θα καταστήσουν εύκολη και απλή την πρόσβασή τους στις διάφορες αγορές. Επομένως, η απλούστευση των κανονισμών και η άρση τυχόν περιορισμών για τους διεθνείς επενδυτές θα αποτελέσουν σημαντικά κίνητρα για την τοποθέτηση κεφαλαίων σε εγχώριες επενδύσεις.

## 5.2. Η Εναλλακτική Αγορά στην Ελλάδα

Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, οι αγορές στράφηκαν προς τις ΜμΕ, όχι μόνο στις αναδυόμενες αγορές αλλά και στις ανεπτυγμένες αγορές της Ευρώπης και των ΗΠΑ. Εν τω μέσω βραδείας ανάπτυξης και ανάκαμψης μετά την κρίση, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής και οι πολιτικοί τονίζουν όλο και περισσότερο το ρόλο των ΜμΕ ως

*Αναθεώρηση των περιοριστικών κανονισμών του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μεγάλων έργων υποδομής από θεσμικούς επενδυτές*

κινητήριων δυνάμεων ανάπτυξης και ενίσχυσης της απασχόλησης. Οι ΜμΕ είναι ζωτικής σημασίας για την παγκόσμια οικονομία και μπορούν να συμβάλλουν στην αντιμετώπιση της ανεργίας αλλά και στην τόνωση της καινοτομίας και της επιχειρηματικότητας.

Ωστόσο, η δυσκολία ή αδυναμία πρόσβασης στη χρηματοδότηση σε σύγκριση με τις μεσαίου και μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις αποτελεί κεντρικό εμπόδιο για την ανάπτυξή τους. Επιπλέον, μία από τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, τόσο άμεση όσο και έμμεση, είναι ο σημαντικός περιορισμός της τραπεζικής χρηματοδότησης, η οποία εξακολουθεί να αποτελεί την πρωταρχική πηγή χρηματοδότησης των ΜμΕ διεθνώς, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την ανάπτυξή τους. Συνεπώς, η εξεύρεση τρόπων ενίσχυσης της πρόσβασης στην τραπεζική χρηματοδότηση και διεύρυνσης των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, όπως η χρηματοδότηση από την κεφαλαιαγορά, αποτελεί ζωτικής σημασίας βήμα για την άνθηση των ΜμΕ.

Παρά τις αυξανόμενες ανησυχίες διεθνώς σχετικά με τον περιορισμό της χρηματοδότησης των ΜμΕ και τις επιπτώσεις του στην ανάπτυξη, υπάρχουν δυνατότητες προσέλκυσης νέων κεφαλαίων για τη χρηματοδότησή τους.

Σημαντική πρωτοβουλία για την προσέλκυση κεφαλαίων σε ΜμΕ μέσω επενδυτικών σχημάτων αποτελεί σε παγκόσμιο επίπεδο η Παγκόσμια Ομοσπονδία Εναλλακτικών Αγορών ΜμΕ (World Federation of Exchanges - WFE)<sup>62</sup>, την οποία συμμετέχει το Χρηματιστήριο Αθηνών. Σκοπός της WFE, μεταξύ άλλων, είναι η αναζήτηση τόσο στις αναδυόμενες όσο και στις ανεπτυγμένες αγορές, τρόπων ενίσχυσης της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση. Η WFE ιδρύθηκε το 1961 και αποτελεί παγκόσμια ένωση χρηματιστηριακών αγορών και οίκων εκκαθάρισης<sup>63</sup>. Οι εναλλακτικές αγορές ΜμΕ που υπάγονται στο WFE αριθμούν περίπου 45.000 εισηγμένες εταιρείες και η χρηματιστηριακή αξία τους αγγίζει τα \$68 τρισεκ., με την αξία διαπραγματεύσεως των συναλλαγών

---

<sup>62</sup> World Federation of Exchanges,

<sup>63</sup> Είναι ιδιωτική εταιρία περιορισμένης ευθύνης με έδρα το Ην. Βασίλειο και λειτουργεί ως μη κερδοσκοπικός οργανισμός. Αντιπροσωπεύει πάνω από 200 μέλη αγοράς, συμπεριλαμβανομένων των οίκων εκκαθάρισης (CCP). Από τα μέλη του το 41% βρίσκεται στην περιοχή της Ασίας και του Ειρηνικού, το 40% στην Ευρώπη, στη Μέση Ανατολή και την Αφρική, ενώ το 19% στην Αμερική.

των μελών της το 2016 να αγγίζει τα \$84 τρισεκ. Η WFE αποτελεί και μια θεσμική πηγή στατιστικών στοιχείων για τις συναλλαγές, καθώς δημοσιεύει πάνω από 350 δείκτες αγοράς, ενώ ταυτόχρονα παρέχει πληροφορίες αναφορικά με τις εξελίξεις στις παγκόσμιες ανταλλαγές. Συνεπώς, ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα των εναλλακτικών αγορών που υπάγονται στην ομοσπονδία και φυσικά των ΜμΕ που εντάσσονται σε αυτές είναι η προβολή και η διαφάνεια των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, που τις καθιστούν περισσότερο ελκυστικές για την τοποθέτηση κεφαλαίων από επενδυτές.

Η WFE συνεργάζεται με τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, τους διαμορφωτές πολιτικής και κυβερνητικούς οργανισμούς ανά τον κόσμο ενισχύοντας την διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα αγορών. Οι εναλλακτικές αγορές των ΜμΕ, υπό την εποπτεία και καθοδήγηση των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αγορών αλλά και της WFE, συμμερίζονται τους στόχους των ρυθμιστικών αρχών για τη διασφάλιση της ασφάλειας και της ευρωστίας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, και την περαιτέρω ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των καταναλωτών.

Ενώ οι εναλλακτικές αγορές ΜμΕ μπορεί να συμβάλλουν στην ενίσχυση της χρηματοδότησης επιχειρήσεων αυτού του μεγέθους, σε λίγες χώρες αυτές έχουν αναπτυχθεί, τόσο μεταξύ των αναδυόμενων οικονομιών, όσο και ανάμεσα στις ανεπτυγμένες χώρες παρά τις σχετικές προσπάθειες<sup>64</sup>. Η οικοδόμηση μιας εναλλακτικής αγοράς ΜμΕ είναι δύσκολο να γίνει με επιτυχία, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες αγορές, όπου οι εταιρείες συνολικά είναι σημαντικά μικρότερες σε μέγεθος σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες διεθνώς οικονομίες, πόσο μάλλον οι ΜμΕ. Ωστόσο, αρκετά χρηματιστήρια έχουν αποκλειστικές αγορές ΜμΕ, τόσο στις αναδυόμενες αγορές όσο και στις ανεπτυγμένες αγορές. Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί η Εναλλακτική Αγορά για τις ΜμΕ (ΕΝ.Α.).

---

<sup>64</sup> World Bank Group (WBG) Policy Research Working Paper 7160 "SME Exchanges in Emerging Market Economies: a Stocktaking of Development Practices"

Η Εναλλακτική Αγορά στην Ελλάδα είναι ένας Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)<sup>65</sup>, και χαρακτηρίζεται ως «μη οργανωμένη αγορά», καθώς δεν εμπίπτει στις διατάξεις που εφαρμόζονται στις οργανωμένες αγορές και επιβάλλουν αυστηρότερες προϋποθέσεις εισαγωγής και παραμονής σε αυτές. Η εναλλακτική αγορά εγχωρίως θεσπίστηκε το 2007. Αρμόδιος φορέας για τον καθορισμό των προϋποθέσεων ένταξης σε διαπραγμάτευση και των υποχρεώσεων των εταιριών στην ΕΝ.Α. είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ η διαπραγμάτευση και η εκκαθάριση των μετοχών ακολουθεί την ίδια διαδικασία με αυτή της οργανωμένης αγοράς του Χρηματιστηρίου.

Η ΕΝ.Α. χαρακτηρίζεται από ευέλικτα κριτήρια ένταξης και παραμονής σε σχέση με την "οργανωμένη αγορά" και απευθύνεται κυρίως σε αναπτυσσόμενες εταιρίες που εμφανίζουν καινοτόμες ιδέες στην ανάπτυξη, παραγωγή ή στη διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών τους, καθώς και σε εταιρίες που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο της επιχειρηματικής τους ανάπτυξης, οι οποίες αναζητούν μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης προκειμένου να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια μικρομεσαίες επιχειρήσεις που επιθυμούν να αποκτήσουν εμπειρία για ενδεχόμενη μετέπειτα μετάβαση στη Κύρια Αγορά του ΧΑ εντάσσονται στην ΕΝ.Α. Το Χρηματιστήριο Αθηνών έχει δημιουργήσει από το 2014 δύο διακριτές κατηγορίες μετοχών, την ΕΝ.Α. ΣΤΕΠ και την ΕΝ.Α. PLUS, για τις οποίες υφίστανται διαφορετικές προϋποθέσεις ένταξης. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις εκτός από μετοχές, μπορούν να εντάξουν προς διαπραγμάτευση και ομολογίες διαφόρων τύπων (κοινές, μετατρέψιμες, ανταλλάξιμες, με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών κ.λπ.).

Όσον αφορά την ένταξη μιας επιχείρησης στην ΕΝ.Α. ΣΤΕΠ, απαιτείται να πληρούνται δύο βασικές προϋποθέσεις, οι οποίες αφορούν τη σύνταξη οικονομικών καταστάσεων και την ύπαρξη ορθής εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες με ιστορικό λειτουργίας που επιθυμούν να εισαχθούν στην ΕΝ.Α. οφείλουν να προσκομίσουν οικονομικές καταστάσεις για τις δύο τελευταίες χρήσεις, εφόσον έχουν

---

<sup>65</sup> MiFID

συμπληρώσει τουλάχιστον δύο εταιρικές χρήσεις, ή για την τελευταία οικονομική χρήση, πριν την υποβολή της αίτησης προς το ΧΑ. Για τις νεοϊδρυθείσες εταιρίες δεν προσκομίζονται οικονομικές καταστάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) και ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή.

Επιπλέον, όπως προαναφέρθηκε, για την ένταξη μιας εταιρείας στην ΕΝ.Α είναι απαραίτητη η ύπαρξη ορθής εταιρικής διακυβέρνησης. Η υιοθέτηση βασικών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η ύπαρξη υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου και ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας, περιορίζουν τον κίνδυνο για επενδυτές, καθιστώντας την τοποθέτηση κεφαλαίων πιο ελκυστική κυρίως όταν αυτή αφορά σε νεοφυείς εταιρείες και ΜμΕ, που θεωρητικά φέρουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο. Ο θεσμός της εταιρικής διακυβέρνησης επεκτείνεται πλέον και σε ΜμΕ, προκειμένου αυτές να αναβαθμίσουν την οργάνωσή τους, να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους και να μπορέσουν να βρεθούν πιο κοντά σε πηγές χρηματοδότησης. Η υιοθέτηση μιας ορθής εταιρικής διακυβέρνησης αποβλέπει στην αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης και τον έλεγχο των μελών του διοικητικού συμβουλίου, αλλά και στην ύπαρξη ενός εσωτερικού συστήματος ελέγχου και συμμόρφωσης προς τους κανονισμούς. Επιπλέον, ενισχύει την ορθή διαχείριση κινδύνου και συμβάλλει στις σχέσεις των μετόχων με τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη.

Επιπρόσθετα, και πέραν των προϋποθέσεων που απαιτούνται για την ένταξη μιας επιχείρησης στην ΕΝ.Α. ΣΤΕΠ, κριτήριο αποτελεί η υλοποίηση πρωτότυπων επιχειρηματικών ιδεών, είτε σε τεχνολογικά προηγμένους κλάδους της οικονομίας όπως είναι η ενέργεια και οι τηλεπικοινωνίες, είτε σε πιο «παραδοσιακούς κλάδους όπως ο κλάδος παραγωγής αγροτικών προϊόντων, και μεταποίησης τροφίμων και ποτών.

Μια επιχείρηση κατά την εισαγωγή της στην ΕΝ.Α. ΣΤΕΠ μπορεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μέγιστης αξίας €5 εκατ., υποχρεωτικά με τη χρήση του εργαλείου ΗΒΙΠ (Ηλεκτρονικό Βιβλίο Προσφορών). Το ΗΒΙΠ είναι μία ηλεκτρονική πλατφόρμα στην οποία έχουν πρόσβαση όλα τα μέλη του Χρηματιστηρίου, προκειμένου να συγκεντρώσουν το ενδιαφέρον των πελατών τους για την απόκτηση



μετοχών στις εταιρίες που πρόκειται να εισαχθούν στην ΕΝ.Α. ΣΤΕΠ. Οι πελάτες / επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε μετοχές εταιριών στην εν λόγω αγορά μπορεί να είναι ειδικοί καθώς και μη ειδικοί (ιδιώτες) επενδυτές, ενώ η εκδότρια εταιρεία μπορεί να ορίσει ανώτατο όριο συμμετοχής για οποιαδήποτε από τις δυο κατηγορίες επενδυτών.

Από την άλλη πλευρά, η ΕΝ.Α. PLUS αγορά απευθύνεται σε εταιρίες με ιστορικό λειτουργίας και επιχειρηματικής πορείας τουλάχιστον δύο ετών, που επιθυμούν χρηματοδότηση της περαιτέρω ανάπτυξής τους. Μια επιχείρηση κατά την ένταξη της στην ΕΝ.Α. PLUS μπορεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και έκδοσης νέων μετοχών που θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό είτε με δημόσια προσφορά είτε χωρίς δημόσια προσφορά. Η δημόσια προσφορά αφορά στο ευρύ επενδυτικό κοινό και απαιτεί ανάδοχο, σύνταξη Ενημερωτικού Δελτίου και έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς και άδεια διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η άντληση κεφαλαίων χωρίς Δημόσια Προσφορά αφορά ιδιωτική τοποθέτηση κεφαλαίων σε περιορισμένο κύκλο επενδυτών με την υποχρεωτική υποβολή στο Χ.Α. Πληροφοριακού Εγγράφου εισαγωγής. Ωστόσο, και στις δυο περιπτώσεις μπορεί να γίνει με χρήση του μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων ΗΒΙΠ (Ηλεκτρονικό Βιβλίο Προσφορών) μέσω του δικτύου Μελών του ΧΑ.

Εκτός των κριτηρίων ένταξης μιας εταιρείας στην ΕΝ.Α. και της διαδικασίας που πρέπει να ακολουθήσει για την ένταξή της σε αυτή, μπορούν να προκύψουν σημαντικά πλεονεκτήματα από ένα τέτοιο γεγονός για την εταιρεία. Η αναμενόμενη ενίσχυση της κεφαλαιακής της δομής, η διατήρηση και πιθανόν η ενίσχυση της ταμειακής της ρευστότητας, αλλά και η μεγαλύτερη αναγνωσιμότητα και προβολή της εταιρείας, αποτελούν τις βασικές θετικές επιδράσεις από την είσοδο στην ΕΝ.Α. Η εταιρεία αποκτά πρόσβαση σε κεφάλαια που μπορούν να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά σχέδιά της, συμβάλλοντας στην ανάπτυξή της και στην εξάπλωση των δραστηριοτήτων της. Πολύ σημαντική εξέλιξη από την ένταξη στην ΕΝ.Α. αποτελεί η «αποτίμηση» της τρέχουσας αξίας των

*Η ΕΝ.Α. απευθύνεται κυρίως σε αναπτυσσόμενες εταιρίες και εταιρίες που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο της επιχειρηματικής τους ανάπτυξης, οι οποίες αναζητούν εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης*

μετοχών από την ίδια την αγορά, γεγονός που προσδίδει αντικειμενικότητα στην αξία της επιχείρησης, προσελκύνοντας περισσότερους επενδυτές, ενώ ταυτόχρονα η παρουσία της στην αγορά επιβεβαιώνει την καλή οικονομική της κατάσταση και λειτουργία της.

### 5.3 Εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια

Στην συγκεκριμένη υποενότητα παρουσιάζονται εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια, ως δυνατότητες χρηματοδότησης των ΜμΕ μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα. Με τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια, οι ΜμΕ είναι πλέον σε θέση να αντλούν εύκολα και με γρήγορες διαδικασίες κεφάλαια, συμβάλλοντας έτσι σε νέες επενδύσεις, και κατ' επέκταση στην ανάπτυξη της χώρας.

Νέα εργαλεία χρηματοδότησης ΜμΕ αναπτύσσονται σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά και στην Ελλάδα, μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Αυτά τα εργαλεία περιλαμβάνουν τη λειτουργία εισηγμένων ταμείων που επενδύουν σε ιδιωτικά κεφάλαια μη εισηγμένων επιχειρήσεων (listed private equities), αξιοποιώντας οικονομίες κλίμακας προκειμένου να ξεπεραστούν τα εμπόδια πρόσβασης στις χρηματιστηριακές αγορές που αντιμετωπίζουν οι μικρότερες επιχειρήσεις. Επιπλέον, νέα πρόταση για τη χρηματοδότηση των ΜμΕ στην Ελλάδα αποτελούν και τα εισηγμένα επιχειρηματικά κεφάλαια (listed venture capital funds). Τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια αφορούν σε: (i) Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, (ii) Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών, (iii) Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών και (iv) Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας.

Ωστόσο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν έχουν δημιουργηθεί ανάλογα επενδυτικά κεφάλαια, ενώ ορισμένα από αυτά όπως οι εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών και οι ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχουν αναστείλει τη διαπραγμάτευση τους.

### 5.3.1 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ)

Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (εφεξής ΑΕΕΧ) είναι εταιρείες, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Η δομή των ΑΕΕΧ είναι παρόμοια με αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων, με τη διαφορά ότι τα ΑΕΕ χαρτοφυλάκια είναι κλειστού τύπου (closed-end), δηλαδή εκδίδουν έναν συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, χωρίς να μεταβάλλεται καθημερινά ο αριθμός τους, όπως συμβαίνει στα αμοιβαία κεφάλαια. Η μεταβολή των μετοχών μπορεί να αφορά είτε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε στην έκδοση νέων μετοχών. Ένα επενδυτής, διαθέτοντας τα κεφάλαια του σε μια ΑΕΕΧ, επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο από αξιόγραφα, η τιμή των οποίων διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο.

Το επενδυτικό ενδιαφέρον και η αξία μιας επένδυσης σε ΑΕΕΧ έγκεινται στο ότι ενσωματώνει τα οφέλη μιας έμμεσης επένδυσης. Συγκεκριμένα, με την τοποθέτηση κεφαλαίων σε ΑΕΕΧ, ο επενδυτής - ιδιώτης επιτυγχάνει, με πολύ μικρό κόστος, διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του και κατ' επέκταση μεγάλη διασπορά του κινδύνου. Επιπλέον, εξασφαλίζει πρόσβαση, με μικρό κόστος, σε αγορές που θα ήταν αδύνατον ή πολύ δύσκολο να έχει πρόσβαση ως ιδιώτης επενδυτής. Επίσης, ιδιαίτερα σημαντικό είναι το γεγονός ότι η διαχείριση του χαρτοφυλακίου γίνεται από επαγγελματίες της αγοράς.

### 5.3.2 Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ)

Οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (εφεξής ΕΚΕΣ) διαχειρίζονται κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, με αποκλειστικό σκοπό τη συμμετοχή σε κεφάλαιο επιχειρήσεων. Οι ΕΚΕΣ αποτελούν εταιρίες επιχειρηματικών κεφαλαίων που προσφέρουν χρηματοδότηση σε νέες επιχειρήσεις ή σε μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έχουν εύκολη πρόσβαση σε άλλες πηγές χρηματοδότησης. . Οι εν λόγω εταιρείες (venture capital companies) μπορούν να είναι νομικά ή φυσικά πρόσωπα, τα οποία επενδύουν το συνολικό τους κεφάλαιο κυρίως σε νεοφυείς επιχειρήσεις (start-ups) ή σε μεγάλες, οι οποίες όμως βρίσκονται σε πιο ώριμο στάδιο ανάπτυξης. Οι ΕΚΕΣ (Venture Capital Companies ή VCCs) χρηματοδοτούνται από ιδιώτες επενδυτές ή οργανισμούς, οι οποίοι είναι ετερόρρυθμοι

*Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε ΑΧ έχει μικρό κόστος, επιτυγχάνει διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, επομένως μεγάλη διασπορά κινδύνου για τον επενδυτή*

*Τα κεφάλαια των ΕΚΕΣ διοχετεύονται σε νεοφυείς επιχειρήσεις και σε μικρές επιχειρήσεις με προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης, για τη χρηματοδότηση καινοτόμων ιδεών*

εταίροι (limited partners), ενώ διαχειρίζονται/επενδύονται από τους ομόρρυθμους εταίρους (general partners ή venture capitalists).

Οι ΕΚΕΣ επενδύουν σε κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, warrants), μερίδια ΟΣΕΚΑ, μερίδια ΟΣΕ (υπό προϋποθέσεις), καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς. Ως προς τη νομική της μορφή, η ΕΚΕΣ είναι ανώνυμη εταιρεία ειδικού σκοπού η οποία εκδίδει ονομαστικές μετοχές, λειτουργώντας ως κλειστού τύπου επενδυτικό σχήμα, με ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου τα €300.000. Για τη λειτουργία της δεν απαιτείται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπό την προϋπόθεση ότι θα εισαγάγει / εντάξει τις μετοχές της προς διαπραγμάτευση σε Οργανωμένη Αγορά ή σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης, εντός 24 μηνών από τη σύσταση της.

Τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου που διαχειρίζονται οι ΕΚΕΣ διοχετεύονται σε νεοφυείς επιχειρήσεις και σε μικρές επιχειρήσεις με προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης, για τη χρηματοδότηση καινοτόμων ιδεών. Για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις χωρίς πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, τα επιχειρηματικά κεφάλαια αποτελούν βασική πηγή άντλησης κεφαλαίων. Καθώς οι αυτές έχουν περιορισμένο ιστορικό λειτουργίας και για αυτό χαμηλότερη αξιοπιστία από επιχειρήσεις με πολυετή δραστηριότητα, επομένως και δυσκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση μέσω δανείων ή άλλων χρεογράφων, η χρηματοδότηση επιχειρηματικών κεφαλαίων γίνεται ολοένα και περισσότερο δημοφιλής πηγή ρευστότητας. Η διάθεση κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου φέρει υψηλό κίνδυνο για τις ΕΚΕΣ, μειονέκτημα το οποίο αντισταθμίζεται από τις υψηλές προσδοκώμενες αποδόσεις αλλά και από το γεγονός ότι οι επενδυτές (εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων) συμμετέχουν στις αποφάσεις της εταιρείας, καθώς λαμβάνουν ένα μερίδιο από τα ίδια κεφάλαια της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης.

Η χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων με τη μορφή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου από ΕΚΕΣ ακολουθεί συγκεκριμένα στάδια μέχρι την πλήρη άντληση των κεφαλαίων από την υποστηριζόμενη εταιρεία. Το πρώτο βήμα για κάθε νέα ή μικρή επιχείρηση που αναζητά χρηματοδότηση είναι να υποβάλει επιχειρηματικό σχέδιο σε μια ΕΚΕΣ. Σε περίπτωση που η

ΕΚΕΣ θεωρήσει ελκυστική την πρόταση, τότε ακολουθείται η διαδικασία αξιολόγησης της επένδυσης, η οποία περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, διεξοδική διερεύνηση του επιχειρηματικού μοντέλου, των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, της διαχείρισης και της δομής λειτουργίας. Αφού ολοκληρωθεί η αξιολόγηση, η VCC δεσμεύει κεφάλαια υπό τη μορφή επένδυσης λαμβάνοντας ως αντάλλαγμα τα ίδια κεφάλαια της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Επειδή το κεφάλαιο παρέχεται συνήθως σε στάδια, η VCC εξασφαλίζει ενεργά ότι η επιχείρηση ικανοποιεί συγκεκριμένα κριτήρια πριν από την διάθεση κάθε ποσού κεφαλαίου. Στη συνέχεια, η ΕΚΕΣ εξέρχεται από την επιχείρηση μετά από μια χρονική περίοδο, συνήθως 4 έως 6 έτη μετά την αρχική επένδυση, μέσω συγχώνευσης, εξαγοράς ή αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO).

Τέλος, είναι πολύ σημαντικό ότι με τις ΕΚΕΣ διευκολύνεται η συμμετοχή διεθνών επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια, καθώς η απόκτηση μεριδίου δεν απαιτεί από τον επενδυτή να είναι μόνιμα ή περιστασιακά εγκαταστημένος σε μια χώρα. Επίσης, στην Ελλάδα, η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης ΕΚΕΣ και η καταβολή της συμμετοχής των μεριδιούχων απαλλάσσονται από κάθε φόρο.

Ειδικότερα οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών (ΟΣΕΚΑ) αποτελούν οργανισμούς διαχείρισης κεφαλαίου, ενώ υπόκεινται στο κανονιστικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που δημιουργεί εναρμονισμένο καθεστώς σε όλη την Ευρώπη για τη διαχείριση και πώληση αμοιβαίων κεφαλαίων<sup>66</sup>.

Ένας ΟΣΕΚΑ διαχειρίζεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με έδρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το οποίο μπορεί να πωληθεί σε επενδυτές παγκοσμίως, υπό ενιαίους κανόνες ρύθμισης και προστασίας των επενδυτών, γεγονός που το καθιστά ασφαλή και καλά ρυθμιζόμενη επένδυση. Πρόκειται για ιδιαίτερα δημοφιλείς επενδύσεις στην Ευρώπη, τη Νότια Αμερική και την Ασία και αφορούν κυρίως επενδυτές που δεν επιθυμούν να επενδύσουν μόνο σε μία ανώνυμη εταιρεία, αλλά προτιμούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε διαφοροποιημένα unit trust εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το 1985, με

---

<sup>66</sup> 2009/65/Ε.Ε.

στόχο τη διευκόλυνση των διασυνοριακών προσφορών επενδυτικών κεφαλαίων σε ιδιώτες επενδυτές εγκρίθηκε η πρώτη οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ. Μετά από μερικές εν μέρει επιτυχείς προσπάθειες αναθεώρησης, το 2002, εγκρίθηκαν δύο νέες οδηγίες<sup>67</sup>, γνωστές και ως ΟΣΕΚΑ III, διευρύνοντας το επενδυτικό φάσμα των ταμείων ΟΣΕΚΑ. Έκτοτε, περαιτέρω βελτιώσεις και τεχνικές αλλαγές<sup>68</sup> στο κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τους ΟΣΕΚΑ, ευθυγραμμίζουν τα καθήκοντα και τις απαιτήσεις των διαχειριστών κεφαλαίων ΟΣΕΚΑ, με αυτά των διαχειριστών οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ).

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τα κεφάλαια των ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% όλων των συλλογικών επενδύσεων στην Ευρώπη, με επενδυτές από όλο τον κόσμο να επενδύουν σε αυτά. Σημαντικό πλεονέκτημα των ΟΣΕΚΑ είναι ότι θεωρούνται από το επενδυτικό κοινό πολύ ασφαλή, καθώς υπάγονται στο ρυθμιστικό πλαίσιο της Ε.Ε., γεγονός που τα καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικά και για διεθνείς επενδυτές. Οι ΟΣΕΚΑ θεωρείται ότι αποτελούν διεθνώς παράγοντα ανάπτυξης της οικονομίας και των κεφαλαιαγορών. Ειδικά στην ευρωπαϊκή αγορά αποτελούν το πλέον δημοφιλές σχήμα για τη διαχείριση των διαθεσίμων του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Όσον αφορά στις επιλογές τοποθετήσεων, το 2016 αποτέλεσε ένα σημαντικό έτος για τον κλάδο των ευρωπαϊκών επενδυτικών κεφαλαίων, με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία τους να ανέρχονται σε €14,1 δισεκ. σε ετήσια βάση και τις καθαρές πωλήσεις των ΟΕΕ να φτάνουν στο μέγιστο διαχρονικά επίπεδο των €184 δισεκ. Αν και χαμηλότερα από τις μέγιστες επιδόσεις των ετών 2014 και 2015, οι καθαρές πωλήσεις των ΟΣΕΚΑ ήταν υψηλότερες το 2016 από ό,τι κάθε έτος από το 2007 έως το 2013.

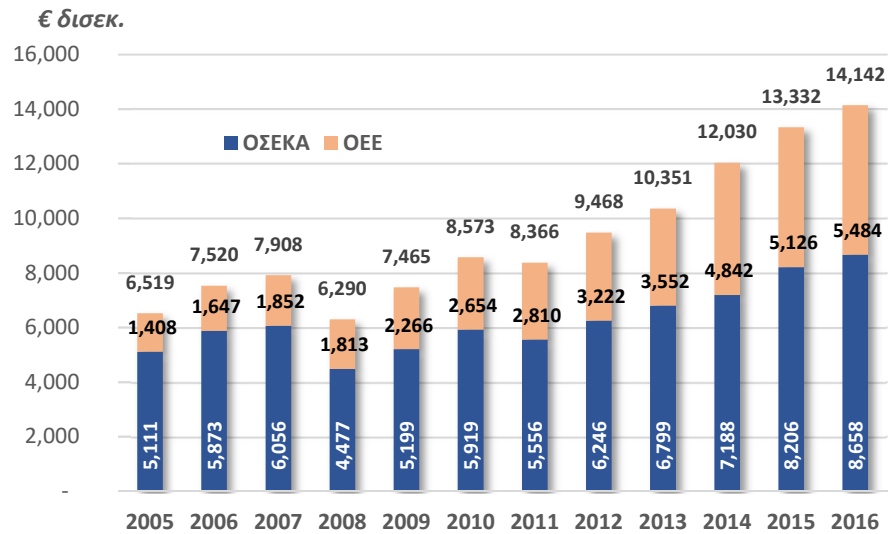
*Τα κεφάλαια των ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% όλων των συλλογικών επενδύσεων στην Ευρώπη, με επενδυτές από όλο τον κόσμο να επενδύουν σε αυτά*

---

<sup>67</sup> 2001/107/ΕΚ και 2001/108 /ΕΚ

<sup>68</sup> ΟΣΕΚΑ IV ή η οδηγία 2009/65/ΕΚ τον Ιούλιο του 2011 και ΟΣΕΚΑ V ή η οδηγία 2014/91/Ε.Ε. τον Μάρτιο του 2016

**Διάγραμμα 5.12: Επενδυτικά κεφάλαια στην Ε.Ε., 2005-2016**



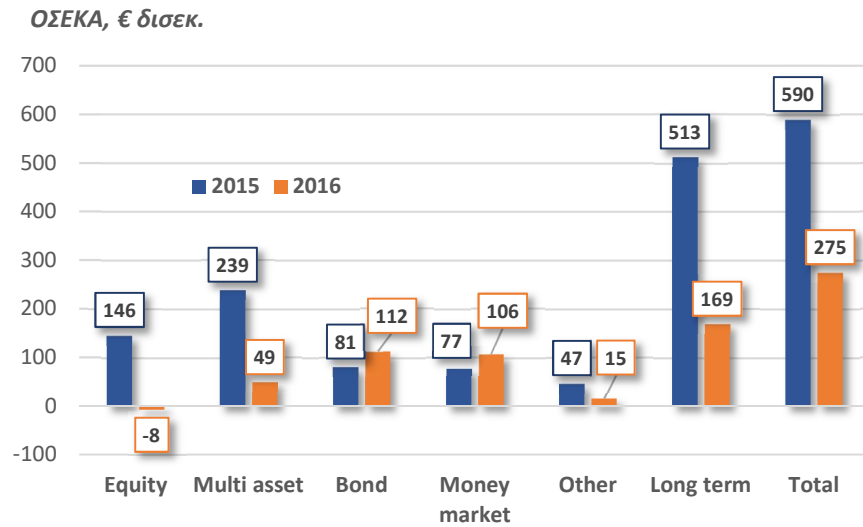
**Πηγή:** EFAMA, The European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release, March 2017

**Σημ:** Τα στοιχεία για τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία κατά την περίοδο 2008-2014 περιλαμβάνουν στοιχεία σχετικά με τους πόρους που εδρεύουν στις Κάτω Χώρες, ενώ τα ολλανδικά καταβεβλημένα κεφάλαια δεν περιλαμβάνονται στις κατηγορίες των ΟΣEKA / OEE λόγω μη διαθεσιμότητας δεδομένων.

Αναλυτικότερα, οι καθαρές πωλήσεις ΟΣEKA διαμορφώθηκαν το προηγούμενο έτος σε €275 δισεκ., έναντι €590 δισεκ. το 2015 και €189 δισεκ. κατά μέσο όρο κατά την περίοδο 2007-2013. Οι καθαρές πωλήσεις των μετοχικών κεφαλαίων μειώθηκαν το 2016, ενώ μετά από τρία χρόνια συνεχώς αυξανόμενων καθαρών πωλήσεων, τα κεφάλαια πολλαπλών περιουσιακών στοιχείων (multi asset) σημείωσαν σημαντική μείωση το 2016 σε σχέση με το προηγούμενο έτος, μάλλον επειδή οι επενδυτές προσπάθησαν να περιορίσουν την άμεση και έμμεση έκθεση τους στις χρηματιστηριακές αγορές. Επιπλέον, τα αμοιβαία κεφάλαια των ομολόγων κατέγραψαν έντονη διεύρυνση καθαρών εισροών λόγω της μείωσης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Στον αντίποδα, η υψηλότερη αβεβαιότητα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης χρήματος (money market), παρά τις πολύ χαμηλές αποδόσεις (Διάγραμμα 5.13).

*Τα κεφάλαια των ΟΣEKA θεωρούνται από το επενδυτικό κοινό πολύ ασφαλή, καθώς υπάγονται στο ρυθμιστικό πλαίσιο της Ε.Ε., γεγονός που τα καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικά και για διεθνείς επενδυτές*

**Διάγραμμα 5.13: Καθαρές πωλήσεις ΟΣΕΚΑ ανά τύπο κεφαλαίου στην Ε.Ε., 2015-2016**



**Πηγή:** EFAMA, The European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release, March 2017

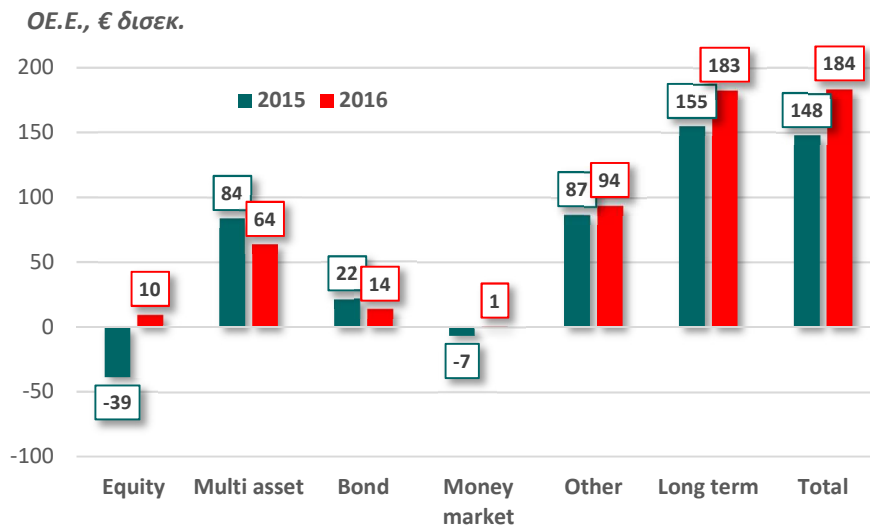
**Σημ:** Οι καθαρές πωλήσεις δεν περιλαμβάνουν στοιχεία για τα κεφάλαια που έχουν την έδρα τους στις Κάτω Χώρες λόγω έλλειψης ιστορικών δεδομένων. Τα στοιχεία για τα κεφάλαια που έχουν την έδρα τους στην Ιρλανδία περιλαμβάνονται μόνο στην αγορά χρήματος, στα μακροπρόθεσμα και στην συνολική αξία ΟΣΕΚΑ.

Σε ότι αφορά τις καθαρές πωλήσεις των ΟΕΕ, ανήλθαν σε €184 δισεκ. το 2016, έναντι €148 δισεκ. το προηγούμενο έτος. Οι ΟΕΕ υπερέβησαν τις καθαρές πωλήσεις μακροπρόθεσμων κεφαλαίων ΟΣΕΚΑ (€183 δισεκ. το 2016, έναντι €155 δισεκ. το 2015). Τα κεφάλαια διάφορων περιουσιακών στοιχείων<sup>69</sup> έπονται σε πωλήσεις και ακολουθούν αυτά σε πολλαπλά περιουσιακά στοιχεία (multi asset), τα ομόλογα και τα μετοχικά κεφάλαια (Διάγραμμα 5.14).

<sup>69</sup> Μεγάλο μερίδιο αυτής της κατηγορίας αποτελούν τα real estate assets



**Διάγραμμα 5.14: Καθαρές πωλήσεις ΟΕΕ ανά τύπο κεφαλαίου στην Ε.Ε., 2015-2016**



**Πηγή:** EFAMA, The European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release, March 2017

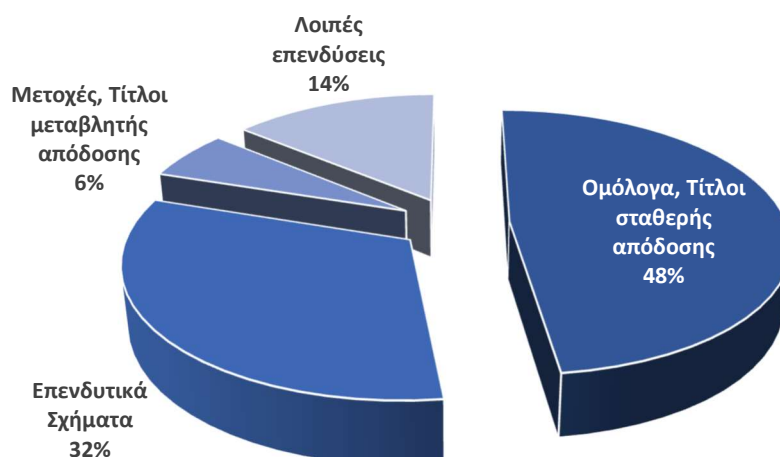
Στις ασφαλιστικές εταιρείες, που αποτελούν επενδυτικούς φορείς οι οποίοι έχουν παρόμοιο πελατολόγιο και επιλογές επενδύσεων με τους ΟΣΕΚΑ, Τα διαχειριζόμενα κεφάλαια ανήλθαν το 2015 σε €10 τρισεκ. ,αυξημένα κατά 2,8% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, εξέλιξη η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση της παραγωγής ασφαλιστρων, την αύξηση των επενδύσεων σταθερής απόδοσης (ομόλογα) και την μικτή απόδοση των αγορών κεφαλαίου.

Για το σύνολο των χωρών της insurance Europe<sup>70</sup>, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία του 2015, το μεγαλύτερο τμήμα των επενδύσεων (48%) υπάγεται στην κατηγορία των Ομολογιών και άλλων τίτλων σταθερής απόδοσης. Υψηλές είναι επίσης οι τοποθετήσεις σε επενδυτικά ταμεία (32%), ακολουθούμενες από αυτές στην κατηγορία λοιπών επενδύσεων (14%)<sup>71</sup>. Ιδιαίτερα χαμηλό είναι το μερίδιο επενδύσεων σε Μετοχές και άλλους τίτλους μεταβλητής απόδοσης (6%).

<sup>70</sup> Insurance Europe, Annual Report 2015-2016

<sup>71</sup> Ακίνητα, Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις

**Διάγραμμα 5.15: Επενδυτικό Χαρτοφυλάκιο Insurance Europe, 2015**



**Πηγή:** Insurance Europe, Annual Report 2015-2016

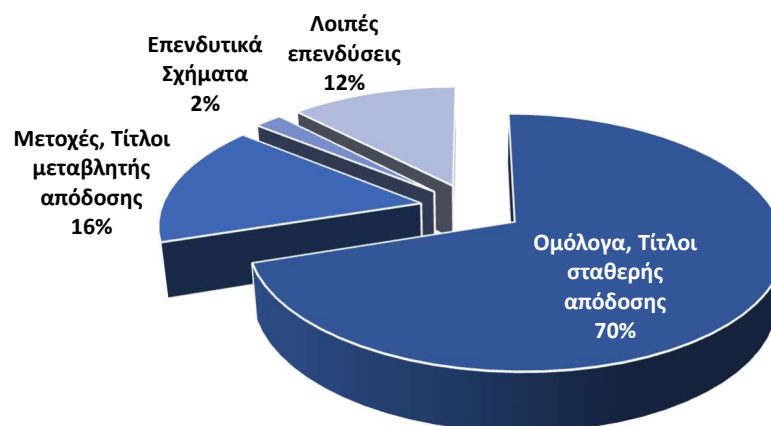
Αναφορικά με τις επενδύσεις των ασφαλιστικών εταιρειών στην Ελλάδα το 2015 ανέρχονταν στα €13 δισεκ. παρουσιάζοντας αύξηση 8,3% σε σχέση με το 2014 (€12 δισεκ.). Η μεγάλη πλειονότητα των κεφαλαίων τοποθετήθηκε σε Ομόλογα και σε Τίτλους Σταθερού Εισοδήματος (70%), ενώ ακολουθούν επενδύσεις σε Μετοχές και Τίτλους μεταβλητής απόδοσης (16%). Σημαντικό είναι το μερίδιο των επενδύσεων σε λοιπές επενδύσεις (12%), που αφορούν κυρίως ακίνητα και συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις (Διάγραμμα 5.16).

Ένα σημαντικό ζήτημα που αφορά στις επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών επιχειρήσεων σχετίζεται με το κανονιστικό πλαίσιο που τις διέπει, το οποίο επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τη διαμόρφωση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου. Πρόκειται για την κοινοτική οδηγία Φερεγγυότητα II ( Solvency II στα αγγλικά), η οποία αποτελεί ρυθμίζει από 1.1.2016 τη χρηματοοικονομική λειτουργία των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον Ενιαίο Οικονομικό Χώρο. Οι κανόνες της Φερεγγυότητας II βασίζονται στην οδηγία 2009/138/Ε.Ε. του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όπως τροποποιήθηκε με την οδηγία 2014/51/Ε.Ε. (Omnibus II), ενσωματώνοντας ρυθμίσεις για τις μακροχρόνιες εγγυήσεις που παρέχουν οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις. Η οδηγία

*Στόχος της κοινοτικής οδηγίας Φερεγγυότητα II είναι η ενδυνάμωση της προστασίας των ασφαλισμένων, με την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και τη θωράκισή τους έναντι κινδύνων*

πλαίσιο για τη Φερεγγυότητα II έχει αντικαταστήσει 14 οδηγίες ασφαλίσεων και αντασφαλίσεων της Ε.Ε. Επιπλέον, έχει ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο όλων των κρατών μελών<sup>72</sup>.

**Διάγραμμα 5.16: Επενδυτικό Χαρτοφυλάκιο Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδας, 2015**



**Πηγή:** ΕΑΕΕ, Ετήσια Στατιστική Έκθεση 2015

Στόχος της οδηγίας Φερεγγυότητα II είναι η ενδυνάμωση της προστασίας των ασφαλισμένων. Για αυτόν το σκοπό, τίθεται ένα ευρύτατο πλέγμα ποιοτικών και ποσοτικών απαιτήσεων, οι οποίες αποβλέπουν στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και της θωράκισής τους έναντι κινδύνων στους οποίους αυτές εκτίθενται. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η Φερεγγυότητα II επιβάλλει νέους κανόνες και διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης και διαχείρισης κινδύνων, ενώ παράλληλα, εισάγει πλαίσιο διαφάνειας και δημοσιοποίησης στοιχείων της φερεγγυότητας και της χρηματοπιστωτικής κατάστασης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, με αποδέκτες τις εποπτικές αρχές αλλά και το ευρύτερο κοινό. Οι απαιτήσεις αφορούν πρωτίστως στο ύψος του κεφαλαίου που πρέπει να διαθέτουν οι ασφαλιστικές εταιρείες της Ε.Ε. προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο αφερεγγυότητας

Αναλυτικότερα, το θεσμικό πλαίσιο Φερεγγυότητα II έχει ως στόχους τους εξής:

<sup>72</sup> Η οδηγία 2009/138/ΕΕ ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία με το Ν. 4364/2016.

- Βελτίωση της προστασίας των καταναλωτών: Διασφάλιση ενός ομοιόμορφου και ενισχυμένου επιπέδου προστασίας των ασφαλισμένων σε ολόκληρη την Ε.Ε. Ένα πιο ισχυρό σύστημα ασφαλιστικών υπηρεσιών θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων.
- Εκσυγχρονισμένη εποπτεία: Η εποπτική διαδικασία δεν αφορά πλέον μόνο την επίβλεψη των ασφαλιστικών εταιρειών από τις εποπτικές αρχές αλλά και το βαθμό της συμμόρφωσης των εταιρειών ως προς τους πυλώνες του ρυθμιστικού πλαισίου, την αξιολόγηση των κινδύνων των ασφαλιστικών εταιριών καθώς και την ποιότητα των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων.
- Βελτίωση της ενοποίησης της αγοράς της Ε.Ε., μέσω της εναρμόνισης των εποπτικών καθεστώτων.
- Υψηλή ανταγωνιστικότητα των ασφαλιστικών εταιρειών της Ε.Ε. σε διεθνές επίπεδο.

Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η Φερεγγυότητα II ορίζει τρεις πυλώνες, οι οποίοι αφορούν στην επάρκεια κεφαλαίου, στη διαχείριση κινδύνων και στη δημοσιοποίηση των στοιχείων (Πίνακας 5.6).

**Πίνακας 5.6: Πυλώνες κοινοτικής οδηγίας Φερεγγυότητα II**

<b>Πυλώνας 1: Κεφαλαιακές Απαιτήσεις</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Κεφαλαιακές απαιτήσεις φερεγγυότητας (Solvency Capital Requirement - SCR)<sup>73</sup></li> <li>- Ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις (Minimum Capital Requirement - MCR)<sup>74</sup></li> </ul> <p><i>Βάσει εναρμονισμένων προτύπων για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων.</i></p>
<b>Πυλώνας 2: Εταιρική Διακυβέρνηση &amp; Επίβλεψη</b>	<p>Αποτελεσματικό σύστημα διαχείρισης κινδύνων.</p> <p>Αξιολόγηση κινδύνου και φερεγγυότητας (Own Risk &amp; Solvency Assessment -ORSA)</p>

<sup>73</sup> Ο δείκτης SCR υπολογίζεται χρησιμοποιώντας είτε έναν τυποποιημένο τύπο είτε, με ρυθμιστική έγκριση, ένα εσωτερικό μοντέλο.

<sup>74</sup> Ο δείκτης MCR υπολογίζεται ως γραμμική συνάρτηση συγκεκριμένων μεταβλητών, και δεν μπορεί να είναι κάτω από 25% ή να υπερβεί το 45% του SCR του ασφαλιστή.

	Εποπτική εξέταση και παρέμβαση.
<b>Πυλώνας 3: Διαφάνεια &amp; Δημοσιοποίηση</b>	Οι ασφαλιστικές εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιεύουν λεπτομέρειες σχετικά με τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη διαχείριση κινδύνων.  Η διαφάνεια και η δημοσιοποίηση στοιχείων αποσκοπούν στη μεγαλύτερη πειθαρχία της αγοράς ασφαλιστικών υπηρεσιών.

**Πηγές:** Κοινοτικές οδηγίες 2009/138/EK και 2014/51/E.Ε.

Ωστόσο, το νέο θεσμικό πλαίσιο για τη ρύθμιση της λειτουργίας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων δημιουργεί και περιορισμούς, τόσο στις επενδυτικές τοποθετήσεις, όσο και στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων<sup>75</sup>. Συγκεκριμένα, η διαμόρφωση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου καθορίζεται από τα κριτήρια που έχουν τεθεί από τους πυλώνες, περιορίζοντας τόσο τους τίτλους στους οποίους μπορούν να επενδύσουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, όσο και τα χαρακτηριστικά αυτών (απόδοση, περίοδος ωρίμανσης, κίνδυνος). Επιπλέον, η επίδραση της οδηγίας «Φερεγγυότητα II» φαίνεται ότι δεν αφορά αποκλειστικά τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αλλά επεκτείνεται επιβάλλοντας περιορισμούς και στις επενδυτικές εταιρείες.

Συγκεκριμένα, οι κανονισμοί της εν λόγω οδηγίας ουσιαστικά αντικαθιστούν την άμεση επίβλεψη των επενδυτικών αποφάσεων με ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά αναφορικά με το επίπεδο κινδύνου που φέρουν οι επενδύσεις, με συγκεκριμένες κεφαλαιακές απαιτήσεις που προκύπτουν από τον υπολογισμό του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου βάσει του κινδύνου των επενδύσεων, αποτελώντας έτσι έναν πρόσθετο περιοριστικό παράγοντα. Δηλαδή πλέον, η κατανομή και η επιλογή των τίτλων του επενδυτικού χαρτοφυλακίου υπόκεινται και σε ένα ακόμα περιορισμό, αυτόν της κεφαλαιακής φερεγγυότητας.

*Η Φερεγγυότητα II δημιουργεί και περιορισμούς, τόσο στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, όσο και στην κεφαλαιακή διάρθρωση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων*

<sup>75</sup> Impacts of Solvency II on the investment policy of insurers, Deloitte, 2016

Οι κεφαλαιακοί περιορισμοί που θέτει η Φερεγγυότητα II επιδρούν και στην βελτιστοποίηση του χαρτοφυλακίου των επιχειρήσεων (απόδοση, κίνδυνος, διαφοροποίηση), ως προς το συνολικό κόστος του ή τη συνολική προσδοκώμενη απόδοσή του, καθώς αμφότερα θα πρέπει να είναι προσαρμοσμένα στις σχετικές προδιαγραφές της οδηγίας. Επενδύσεις που έχουν υψηλή προσδοκώμενη απόδοση, συνεπώς και υψηλό κίνδυνο, πιθανόν να επιδρούν «αρνητικά» στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, καθώς ενδέχεται να υπερβαίνουν το κόστος κεφαλαίου του θέτει η οδηγία. Αυτό συνεπάγεται ότι τοποθετήσεις κεφαλαίων, για παράδειγμα σε μετοχικά κεφάλαια εισηγμένων (listed private equity) ή μετοχές, που χαρακτηρίζονται από υψηλές διακυμάνσεις, περιορίζονται λόγω του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχουν. Γενικότερα, τα listed private equities, όπως σε ένα βαθμό η τοποθέτηση κεφαλαίων σε τίτλους ιδιοκτησίας, θεωρούνται κατηγορία επενδύσεων που φέρουν υψηλό κίνδυνο, κίνδυνο που αφορά αφενός τη ρευστότητα (liquidity risk), καθώς δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία, αφετέρου τον κίνδυνο που προέρχεται από την ίδια την αγορά, καθώς οι τιμές των εν λόγω αξιών έχουν υψηλή μεταβλητότητα (market risk). Το προφίλ κινδύνου των επενδύσεων σε μετοχικά κεφάλαια εισηγμένων είναι υψηλότερο από εκείνο των άλλων κατηγοριών επενδύσεων, ωστόσο με υψηλές προσδοκώμενες αποδόσεις. Συνεπώς, η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχές μπορεί να είναι επικερδής επένδυση για ένα τμήμα χαρτοφυλακίου αλλά στην πραγματικότητα αφορά επενδυτές με υψηλή ανοχή κινδύνου, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τους κανονισμούς της Φερεγγυότητας II. Από την άλλη πλευρά επισημαίνεται ότι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχές οργανωμένων αγορών δεν είναι απαραίτητα απαγορευτική ως προς τον κίνδυνο που φέρει, καθώς υπάρχουν μετοχές που χαρακτηρίζονται από χαμηλή μεταβλητότητα, και αφορούν κυρίως σε εδραιωμένες επιχειρήσεις.

Ομοίως, επενδύσεις σε risk capital (κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου) πιθανόν να περιορίζονται από την νέα οδηγία, καθώς επίσης πρόκειται για επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου και υψηλής απόδοσης. Αυτές οι επενδύσεις αφορούν σε τοποθετήσεις κεφαλαίων κυρίως σε νεοφυείς επιχειρήσεις. Τα επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου

χαρακτηρίζονται από υψηλή μεταβλητότητα, γεγονός που συνεπάγεται ότι είτε μπορούν να επιφέρουν στον επενδυτή θεαματικές αποδόσεις, είτε μπορούν να προκαλέσουν απώλειες, εάν οι επιχειρήσεις στις οποίες τοποθετήθηκαν τα κεφάλαια αποδειχθούν ανεπιτυχείς.

Επιπλέον, οι ρυθμίσεις της οδηγίας επιδρούν περιοριστικά στις επενδύσεις σε ομόλογα ή σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, ιδίως όταν έχουν διαφορετική περίοδο ωρίμανσης, όπως στις περιπτώσεις των εταιρικών ομολόγων, τα οποία επιπλέον φέρουν και υψηλό κίνδυνο, δυσχεραίνοντας την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδύσεις σε ομολογίες θα πρέπει να έχουν την ίδια περίοδο ωρίμανσης (duration), έτσι ώστε να προσαρμόζονται με την αντίστοιχη μέση περίοδο ωρίμανσης των υποχρεώσεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, προκειμένου να επιτυγχάνεται το απαιτούμενο επίπεδο απόδοσης.

Πέραν των περιορισμών οι οποίοι σχετίζονται με το κεφάλαιο φερεγγυότητας, οι ποιοτικές απαιτήσεις για όλες τις κατηγορίες επενδύσεων αποτελούν έναν επιπλέον περιορισμό. Αυτό σημαίνει ότι η κάθε ασφαλιστική ή επενδυτική επιχείρηση μπορεί να επενδύει σε τίτλους, τους οποίους όμως θα παρακολουθεί το ίδιο το τμήμα διαχείρισης κινδύνου της επιχείρησης, κατασκευάζοντας δείκτες απόδοσης και κινδύνου, καθώς και δυναμικά συστήματα παρακολούθησης της πορείας του χαρτοφυλακίου, εξετάζοντας περιπτώσεις οικονομικής κρίσης μέσα από την διεξαγωγή stress tests κ.ά. Επιπρόσθετα, επισημαίνεται ότι σενάρια “stress test” επιβάλλονται σε κάθε επένδυση μεμονωμένα και όχι μόνο στο χαρτοφυλάκιο, καθιστώντας ακόμα πιο περιοριστικό τον εν λόγω κανονισμό. Επίσης, το αρμόδιο τμήμα της εκάστοτε επιχείρησης οφείλει να γνωστοποιεί τα αποτελέσματα τόσο των tests όσο και τους δείκτες απόδοσης στην αρμόδια ανά χώρα ρυθμιστική αρχή, η οποία με τη σειρά της αξιολογεί αν πληρούνται οι προϋποθέσεις που θέτονται από την οδηγία.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι για τις επενδυτικές επιχειρήσεις τελικός σκοπός είναι από τη μία πλευρά η ανάπτυξη σύγχρονων προϊόντων τα οποία να απαιτούν λιγότερο κεφάλαιο φερεγγυότητας, από την άλλη πλευρά, σε επίπεδο χαρτοφυλακίου, η κατάλληλη κατανομή τίτλων

*Πέραν των κεφαλαιακών περιορισμών, η Φερεγγυότητα II ορίζει και ποιοτικά κριτήρια για όλες τις κατηγορίες επενδύσεων, επιφέροντας έναν επιπλέον περιορισμό*

(απόδοση, κίνδυνος, περίοδος ωρίμανσης), με στόχο τη μεγιστοποίηση των ωφελειών της διαφοροποίησης (υψηλότερη δυνατή απόδοση με χαμηλότερο κίνδυνο). Ωστόσο, για να επιτευχθεί αυτό, απαιτούνται επενδύσεις σε τίτλους με μικρή περίοδο ωρίμανσης, με σχετικά υψηλή μεταβλητότητα και ταυτόχρονα υψηλές προσδοκώμενες αποδόσεις, σε διάφορους κλάδους της οικονομίας, ούτως ώστε να αντισταθμίζονται τυχόν απώλειες σε κάποιο ή κάποια τμήματα της επένδυσης. Πρόκειται επί το πλείστον για επενδύσεις που περιλαμβάνουν μετοχές, τίτλους ιδιοκτησίας ακόμα και θεσμικούς επενδυτές. Αυτές οι επενδυτικές επιλογές βάσει της οδηγίας «Φερεγγυότητα II» περιορίζονται μέσω των κεφαλαιακών απαιτήσεων που επιβάλλει.

Όσον αφορά τις τοποθετήσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων (pension funds) στην Ε.Ε., το μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού χαρτοφυλακίου τους το 2016 είχε τοποθετηθεί σε επενδυτικά κεφάλαια εκτός αγοράς χρήματος, ενώ υψηλό μερίδιο κεφαλαίων αφορά χρεόγραφα (Διάγραμμα 5.17).

**Διάγραμμα 5.17: Κατανομή επενδυτικού χαρτοφυλακίου συνταξιοδοτικών ταμείων, 2016**



Πηγή: ECB, Statistics Warehouse

### 5.3.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ)

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ ή Venture Capital Fund) αποτελεί αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου που περιλαμβάνει κινητές αξίες ενσώματες ή άυλες (ομόλογα, warrants),



εταιρικά μερίδια (μετοχές) και μετρητά, με αποκλειστικό σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων<sup>76</sup>. Ένα ΑΚΕΣ ιδρύεται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης, η οποία συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Ο θεματοφύλακας τηρεί αρχείο και υποχρεώνεται να ελέγξει τα στοιχεία που περιέχονται στη σύμβαση. Πρόκειται για ένα χαρτοφυλάκιο περιουσιακών αξιών του οποίου τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεριδιούχους). Σκοπός του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού μέσου είναι η τοποθέτηση κεφαλαίου επιχειρήσεων μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο σε μετοχές και ομολογίες εταιρειών. Επομένως, μέσω ενός ΑΚΕΣ επιτυγχάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο. Η διάρκεια του ΑΚΕΣ δεν προβλέπεται να υπερβαίνει τα είκοσι έτη, ενώ το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του είναι τα €3 εκατ.

Τα ΑΚΕΣ αποτελούν ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων που διαχειρίζονται τα κεφάλαια επενδυτών οι οποίοι αναζητούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε ιδιωτικές μετοχές κυρίως μικρών και νέων επιχειρήσεων, με ισχυρή αναπτυξιακή δυναμική. Η ισχύουσα νομοθεσία δίνει τη δυνατότητα σε ένα ΑΚΕΣ, μεταξύ άλλων, να επενδύει υπό προϋποθέσεις σε μετοχές και ομολογίες μη εισηγμένες και εισηγμένες, να παρέχει εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις εταιρείες που συμμετέχει, καθώς και τις υπηρεσίες του στις παραπάνω επιχειρήσεις για την έρευνα αγοράς, την οργάνωσή τους κ.ά. Αυτές οι επενδύσεις χαρακτηρίζονται γενικά ως ευκαιρίες υψηλού κινδύνου / υψηλής απόδοσης. Τα ΑΚΕΣ επιλέγουν να επενδύσουν σε εταιρείες που έχουν προφίλ υψηλού κινδύνου / υψηλών αποδόσεων, με βάση το μέγεθος, τα περιουσιακά στοιχεία και το στάδιο ανάπτυξής τους. Οι επιχειρήσεις που λαμβάνουν επενδύσεις από ΑΚΕΣ έχουν υψηλό δυναμικό ανάπτυξης, φέρουν υψηλό κίνδυνο και έχουν μεγάλο επενδυτικό ορίζοντα. Η μεγάλη αβεβαιότητα όσον αφορά τις αποδόσεις των επενδύσεων, αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι τα VCFs διαδραματίζουν ενεργό ρόλο στις επενδύσεις τους, παρέχοντας επιχειρηματική καθοδήγηση, ενώ συχνά κατέχουν έδρα συμβουλίου.

---

<sup>76</sup> Ν. 2367/1995

*Τα ΑΚΕΣ ουσιαστικά αποτελούν χαρτοφυλάκια υψηλής διαφοροποίησης, περιλαμβάνοντας μετοχές κυρίως μικρών και νέων επιχειρήσεων, με ισχυρή αναπτυξιακή δυναμική*

Τα ΑΚΕΣ ουσιαστικά αποτελούν χαρτοφυλάκια υψηλής διαφοροποίησης, περιλαμβάνοντας μετοχές από μια μεγάλη ποικιλία νεοσύστατων επιχειρήσεων. Η στρατηγική αυτή αποβλέπει στο γεγονός ότι τουλάχιστον μια επιχείρηση θα επιτύχει υψηλή ανάπτυξη και θα αποφέρει στο VCF μια συγκριτικά υψηλή απόδοση αντισταθμίζοντας τις τυχόν απώλειες από τις υπόλοιπες τοποθετήσεις κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις που επιλέγονται για χρηματοδότηση είναι όσες δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, είναι σύνηθες οι συμμετέχοντες σε VCFs να αξιολογούν διαφορετικά ο καθένας τις επενδύσεις και να προσανατολίζονται σε επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, αλλά και σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης.

Από την άλλη πλευρά, με τα venture capital funds, η διαδικασία άντλησης κεφαλαίων είναι σχετικά αργή, καθώς απαιτείται σε αυτά η είσοδος ενός ελάχιστου αριθμού επενδυτών. Επιπλέον, υπάρχει αβεβαιότητα ως προς την η αξία της επιχείρησης πριν την είσοδό της στη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία είναι συνήθως είναι υψηλότερη από την «πραγματική». Συχνά, η υπερτίμηση ενός venture capital είναι αποτέλεσμα του γεγονότος ότι εισέρχονται σε αυτό διαδοχικοί επενδυτές κατά τη διάρκεια της σύστασής τους, εισφέροντας συνεχώς κεφάλαια, χωρίς να γνωρίζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης. Ακολούθως, η αξία του VCF έφτανε σε υψηλό επίπεδο κατά την είσοδό του στο χρηματιστήριο αυτή υποχωρούσε αισθητά όταν ξεκινούσε η διαπραγματεύσή του.

Οι επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου θεωρούνται είτε κεφάλαιο εκκίνησης, είτε κεφάλαιο πρώιμου σταδίου, είτε χρηματοδότηση σε φάσεις επέκτασης, ανάλογα με το χρονικό ορίζοντα λήξης της δραστηριότητας κατά τη στιγμή της επένδυσης σε αυτή. Ωστόσο, ανεξάρτητα από το στάδιο της επένδυσης, όλα τα VCFs λειτουργούν με τον ίδιο τρόπο.

Αρχικά τα VCFs συγκεντρώνουν κεφάλαια πριν προβούν σε οποιαδήποτε επένδυση, προσεγγίζοντας δυνητικούς επενδυτές οι οποίοι στη συνέχεια τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε ένα ταμείο αυτού του είδους. Στη συνέχεια, οι διαχειριστές των VCFs εξετάζουν επιχειρηματικά σχέδια σε αναζήτηση δυνητικά αναπτυσσόμενων εταιρειών, ενώ λαμβάνουν

επενδυτικές αποφάσεις με βάση τις προσδοκίες των επενδυτών του ταμείου. Οι επενδυτές ενός VCF απολαμβάνουν τις αποδόσεις των επενδύσεων όταν εξέρχονται από ένα χαρτοφυλάκιο, είτε σε δημόσια εγγραφή είτε σε συγχώνευση και εξαγορά. Εάν πραγματοποιηθεί κέρδος από την έξοδο, το VCF, εκτός από την ετήσια αμοιβή διαχείρισης, διακρατεί ένα ποσοστό των κερδών.

Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με την εγχώρια νομοθεσία, τα VCFs έχουν το δικαίωμα να συμμετάσχουν στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, οι οποίες εδρεύουν είτε στην Ελλάδα είτε σε άλλο κράτος - μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και σε τρίτη χώρα, εφόσον αυτές οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στην παραγωγή ή στην παροχή υπηρεσιών στην Ελλάδα.

Ένα Venture Capital Fund είναι καταμεμημένο σε ίσης αξίας μερίδια, των οποίων η καθαρή αξία αλλάζει ανάλογα με τις μεταβολές στην αξία του καθαρού ενεργητικού του. Με την εισαγωγή νέων επενδυτών σε ένα fund ανοικτού τύπου, ο αριθμός των μεριδίων αυξάνεται και το κεφάλαιο του fund μεγαλώνει, ενώ με την εξαργύρωση μεριδίων προς το fund, ο αριθμός τόσο των μεριδίων όσο και το κεφάλαιο μειώνονται, και έτσι πάντα η αξία των μεριδίων παραμένει ανάλογη με την αξία του κεφαλαίου του fund. Αντιθέτως, τα VCCs εκδίδουν ένα προκαθορισμένο αριθμό μεριδίων αφού είναι καθορισμένου κεφαλαίου και τα μερίδια αυτά διατίθενται προς αγορά και πώληση σε οργανωμένη αγορά ή άμεσα, μέσω της Εταιρείας Διαχείρισης, δημιουργώντας έτσι μια δευτερογενή αγορά που υπόκειται στη ζήτηση και την προσφορά.

#### 5.3.4 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ)

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) είναι ανώνυμες εταιρίες με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας, δικαιωμάτων αγοράς ακινήτου και γενικώς τη διενέργεια επενδύσεων οι αφορούν στην ακίνητη περιουσία. Το μετοχικό κεφάλαιο των ΑΕΕΑΠ συγκροτείται από εισφορές μετρητών, ομολογίων, κινητών αξιών, καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων αξιών, οι οποίες εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας.

Οι ΑΕΕΑΠ τυπικά διανέμουν μεγάλο ποσοστό των καθαρών κερδών τους ως μέρισμα, ενώ το ελάχιστο ύψος κεφαλαίου για τη σύστασή τους είναι €25 εκατ. Η παρουσία τους στο χρηματιστήριο διευκολύνει τον επενδυτή να τοποθετήσει τα κεφάλαια του σε χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας, καθώς αυτά πλέον παρουσιάζουν πολύ υψηλότερη εμπορευσιμότητα σε σύγκριση με την τοποθέτησή τους σε ένα ή περισσότερα ακίνητα.

## 5.4 Νέες μορφές χρηματοδότησης

Στην τρέχουσα υποενότητα, παρουσιάζονται νέες μορφές χρηματοδότησης ως μοχλός για την ενδυνάμωση και την ανάπτυξη εργασιών και επενδύσεων των ΜμΕ (investment banking, υπηρεσίες διαμεσολάβησης σε νέου τύπου πελατολόγιο, σύμβουλοι εταιριών, εταιρική διακυβέρνηση κ.λπ.), καθώς και πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και διαχείρισης των κεφαλαίων, οι οποίες συμβάλλουν στην καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης, η εύρεση νέων πηγών χρηματοδότησης κ.λπ. Οι νέες μορφές χρηματοδότησης και εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να συμβάλλουν σε σημαντικό βαθμό στην τόνωση της επιχειρηματικότητας μικρομεσαίου μεγέθους και σε μια πιο βιώσιμη ανάπτυξη. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται σύγχρονα χρηματοοικονομικά μέσα, όπως:

- Επενδυτική Τραπεζική
- Επενδυτική Διαμεσολάβηση

καθώς και πρακτικές οργάνωσης και διοίκησης των ΜμΕ, οι οποίες μπορούν να συμβάλλουν στην εύρεση κεφαλαίων, όπως:

- Συμβουλευτική Επιχειρήσεων
- Εταιρική Διακυβέρνηση

Η **επενδυτική τραπεζική** αποτελεί ένα συγκεκριμένο κλάδο της τραπεζικής, οποίος εστιάζει στη δημιουργία κεφαλαίου για επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και άλλους φορείς. Ο ρόλος της είναι να παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες, σχετικά με την άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Οι επενδυτικές τράπεζες παρέχουν εγγύηση για χρεόγραφα και μετοχές για όλους τους τύπους των επιχειρήσεων, συνδράμουν στην πώληση κινητών αξιών και διευκολύνουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, αλλά και τις

συναλλαγές μεταξύ θεσμών και ιδιωτών επενδυτών. Οι επενδυτικές τράπεζες παρέχουν επίσης καθοδήγηση για την έκδοση και την τοποθέτηση κεφαλαίων σε χαρτοφυλάκια. Οι σύμβουλοι βοηθούν τις επιχειρήσεις/πελάτες τους να αντλήσουν κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές, παρέχουν διάφορες συμβουλευτικές υπηρεσίες και βοηθούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, με σκοπό να χρηματοδοτήσουν διάφορες δραστηριότητες και να αναπτύξουν τις επιχειρήσεις τους. Εάν μια μεγάλη επιχείρηση επιθυμεί να προβεί στην υλοποίηση ενός επενδυτικού έργου μέσω έκδοσης ομολόγων θα πρέπει να απευθυνθεί σε υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση που μια κυβέρνηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει ένα μεγάλο δημόσιο έργο, για το οποίο χρειάζεται χρηματοδότηση μέσω έκδοσης ομολόγων. Η επενδυτική τραπεζική και οι σύμβουλοι της σχεδιάζουν την έκδοση ομολόγων, την τιμολόγηση αυτών αλλά και την πώληση των ομολόγων. Η ανάπτυξη της Επενδυτικής Τραπεζικής, δηλαδή η ζήτηση κεφαλαίων για την υλοποίηση επενδύσεων θα συμβάλλει σημαντικά και στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς.

Ένας άλλος τομέας στον οποίο η επενδυτική τραπεζική συμβάλλει είναι οι εξαγορές. Σε αυτές τις περιπτώσεις η δραστηριότητα της τράπεζας είναι διαμεσολαβητικού χαρακτήρα. Ένας επενδυτικός τραπεζίτης παρέχει συμβουλές σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να προχωρήσει μια εταιρεία για την εξαγορά μια άλλης, συμπεριλαμβανομένης της τιμολόγησης της προσφοράς. Η παροχή τέτοιων υπηρεσιών συμβάλλει στην αύξηση της κερδοφορίας των τραπεζών, καθώς η τράπεζα χωρίς να δεσμεύει ή να απαιτείται κεφάλαιο μπορεί και καταγράφει έσοδα ως μεσολαβητής.

Επιπρόσθετα, η επενδυτική τραπεζική μπορεί να συμβάλει και στη χρηματοδότηση επενδυτικών έργων μέσω χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, δηλαδή αναλαμβάνει την διαδικασία αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Ένας επενδυτικός τραπεζίτης θα συντάξει ένα ενημερωτικό δελτίο που θα εξηγεί τους όρους της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και τους κινδύνους που φέρει, θα διαχειριστεί τη διαδικασία έκδοσης με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και θα βοηθήσει στην τιμολόγηση της

προσφοράς. Αυτό το στάδιο είναι κρίσιμο για την όλη διαδικασία, καθώς στην περίπτωση που οι τιμές τους είναι θα πολύ υψηλές, το κοινό ίσως δεν εκδηλώσει αγοραστικό ενδιαφέρον. Ο βασικός λόγος που μια επιχείρηση αναθέτει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε μια τράπεζα είναι η προσέλκυση όσο περισσότερων επενδυτών γίνεται και αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την αντικειμενικότητα της αξίας της μετοχής.

Κατά τη διευθέτηση της χρηματοδότησης για τους πελάτες τους, οι επενδυτικοί τραπεζίτες αναλαμβάνουν και την αναδοχή των συμφωνιών. Αυτό σημαίνει ότι διαχειρίζονται τον κίνδυνο που ενέχει η διαδικασία αγοράς τίτλων και η πώλησή τους στους δημόσιους ή θεσμικούς επενδυτές. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες αγοράζουν τους τίτλους σε μία τιμή και στη συνέχεια προσθέτουν ένα ασφάλιστρο στην τιμή πώλησης και παράγουν έτσι ένα κέρδος που αντισταθμίζει τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, διαδικασία που ονομάζεται διασπορά αναδοχής. Οι υπηρεσίες της επενδυτικής τραπεζικής μπορούν να επιφέρουν κέρδη στις τράπεζες χωρίς να απαιτείται από την πλευρά τους κάποια επενδυτική κίνηση ή γενικότερα κεφάλαιο.

Παρά το μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων, τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα η επενδυτική τραπεζική φαίνεται να έχει περιοριστεί σημαντικά, καθώς οι επενδύσεις έχουν συρρικνωθεί λόγω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών. Προκειμένου να αντισταθμίσουν την εγχώρια κάμψη, οι υπηρεσίες της Επενδυτικής τραπεζικής θα μπορούσαν να γνωρίσουν άνθηση στα υποκαταστήματα ελληνικών τραπεζών που βρίσκονται εκτός Ελλάδας, κυρίως στην ΝΑ Ευρώπη. Η ενδυνάμωση των τμημάτων επενδυτικής τραπεζικής στην ΝΑ Ευρώπη ευνοείται από το ότι η επενδυτική δραστηριότητα σε κάποιες από αυτές τις χώρες είναι έντονη. Η διεύρυνση της επενδυτικής τραπεζικής σε αυτές τις περιοχές θα συμβάλλει στην αύξηση της κερδοφορίας του τραπεζικού κλάδου χωρίς επιπλέον κεφαλαιακές απαιτήσεις, μέσω του διαμεσολαβητικού του ρόλου.

Συνεπώς, η ανάπτυξη της επενδυτικής τραπεζικής μπορεί να συμβάλλει σημαντικά στην ανάπτυξη του οικοσυστήματος της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα, από τη μία και από την άλλη να ενισχύσει την εναλλακτική

κερδοφορία των τραπεζών χωρίς να απαιτείται κάποια κεφάλαιο από την πλευρά τους.

Οι εταιρίες **επενδυτικής διαμεσολάβησης** παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οι οποίες αφορούν αποκλειστικά στη λήψη και στη διαβίβαση εντολών επί κινητών αξιών και μεριδίων που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, καθώς και στην παροχή επενδυτικών συμβουλών που αφορούν σε κινητές αξίες και μερίδια, τα οποία εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Οι εν λόγω εταιρείες δεν επιτρέπεται να κατέχουν κεφάλαια και χρηματοπιστωτικά μέσα πελατών τους. Με την παρουσία εταιρειών επενδυτικής διαμεσολάβησης επενδυτές μπορούν να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε χαρτοφυλάκια, όπως αυτά που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη υποενότητα, ενισχύοντας έτσι την έμμεση χρηματοδότηση των ΜμΕ. Ομοίως με τις υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής, την τελευταία δεκαετία παρατηρείται μια κάμψη των εργασιών επενδυτικής διαμεσολάβησης εγχωρίως, λόγω της έντονης εξασθένησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Και η δραστηριότητα εταιρειών επενδυτικής διαμεσολάβησης μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα.

Οι **σύμβουλοι επιχειρήσεων** (business mentors) βοηθούν τους ιδιοκτήτες μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων να διαχειριστούν αποτελεσματικότερα τα κεφάλαια τους. Επίσης, παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε επενδύσεις. Συγκεκριμένα, οι σύμβουλοι επιχειρήσεων συμβάλλουν με τις αποφάσεις τους στην αύξηση των πωλήσεων, στην οργάνωση και στη διοίκηση μιας επιχείρησης. Ουσιαστικά, η συμβουλευτική καθοδήγηση προσφέρει εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία σε επιχειρήσεις σε οποιονδήποτε κλάδο της οικονομίας, επιδιώκοντας να συμβάλλει στην επίλυση των προβλημάτων τους και στην αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους, στο απαιτητικό επιχειρηματικό περιβάλλον της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας. Στόχος των συμβουλευτικών υπηρεσιών είναι η αποδοτικότητα της επιχείρησης, η αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων της αλλά και οι σωστές αποφάσεις στην αξιολόγηση μελλοντικών επενδύσεων. Οι σύμβουλοι επιχειρήσεων παρέχουν προτάσεις για την αποτελεσματική αντιμετώπιση

*Η ανάπτυξη της επενδυτικής τραπεζικής και διαμεσολάβησης ευνοούν την ανάπτυξη του οικοσυστήματος της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα, και στην εναλλακτική κερδοφορία των τραπεζών*

*Οι σύμβουλοι επιχειρήσεων αναζητούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες, αποβλέποντας στην αποδοτικότητα και τη βιώσιμη ανάπτυξη της επιχείρησης που βοηθούν*

των καθημερινών προβλημάτων που δημιουργούνται σε μια επιχείρηση. Μέσα από την παροχή κατάλληλων συμβουλών προσανατολισμένων πάντα στην αποδοτικότητα και τη βιώσιμη ανάπτυξη της επιχείρησης, μπορούν να αναδειχθούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες εξασφαλίζοντας την ανάπτυξη της εταιρείας παρά την οικονομική αστάθεια και αβεβαιότητα που επικρατεί τα τελευταία χρόνια παγκοσμίως.

Η **εταιρική διακυβέρνηση** (Corporate Governance) είναι ένα σύνολο κανόνων που εφαρμόζονται σε ανώνυμες εταιρείες και καθορίζουν τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, σε σχέση με τους μετόχους της εταιρείας. Στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η υπεύθυνη οργάνωση, η σωστή λειτουργία, η αποτελεσματική διοίκηση και ο έλεγχος μιας εταιρείας, με στόχο την αύξηση της αξίας της και τη προστασία των συμφερόντων όλων των μετόχων της, ανεξαρτήτως του μεριδίου τους. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνονται οι εταιρικοί στόχοι, γίνεται η αποτίμηση των εταιρικών κινδύνων, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο εξασφαλίζεται η διαφάνεια των αποφάσεων/πράξεων της διοίκησης έναντι των μετόχων.

Η πρακτική της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης προωθεί την ανταγωνιστικότητα και συμβάλλει στην πρόσβαση των επιχειρήσεων σε κεφάλαια, κυρίως νεοφυών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες συχνά δεν έχουν άμεση και εύκολη πρόσβαση σε χρηματοδότηση. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να ενισχύσει τις προοπτικές χρηματοδότησης μιας εταιρείας, να ενδυναμώσει τη φήμη, την αναγνωρισιμότητα και την ανταγωνιστικότητά της και τέλος, να δημιουργήσει μεγαλύτερη ασφάλεια στους μετόχους, τους χρηματοδότες και τους προμηθευτές της.

Διακρίνονται τρεις διαφορετικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, ο εσωτερικός μηχανισμός, ο εξωτερικός μηχανισμός και η ανεξάρτητη ελεγκτική εταιρεία<sup>77</sup>. Σε ότι αφορά τον εσωτερικό μηχανισμό, ο κύριος έλεγχος της εταιρείας πραγματοποιείται από εσωτερικούς μηχανισμούς της, οι οποίοι παρακολουθούν την πρόοδο και τις δραστηριότητες της

*Η ορθή εταιρική διακυβέρνηση προωθεί την ανταγωνιστικότητα και συμβάλλει στην πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση*

<sup>77</sup> Roberta Romano, (2010), Jonathan R. Macey, (2008), Stephen Bainbridge, (2008)



επιχείρησης και καλούνται να λάβουν διορθωτικά μέτρα, όταν η επιχείρηση δεν πετυχαίνει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Σκοπός των μονάδων εσωτερικού ελέγχου είναι να αξιολογούν κατά πόσο οι επιχειρηματικές αποφάσεις εξυπηρετούν τους εσωτερικούς στόχους της εταιρείας και των μελών της, συμπεριλαμβανομένων των εργαζομένων, των διαχειριστών και των ιδιοκτητών. Τα κριτήρια αξιολόγησης αφορούν κυρίως στην ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και στη σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων. Οι εσωτερικοί μηχανισμοί περιλαμβάνουν την εποπτεία της διαχείρισης, ανεξαρτήτως εσωτερικών λογιστικών ελέγχων και τη δομή του διοικητικού συμβουλίου σε επίπεδα ευθύνης.

Ο εξωτερικός μηχανισμός ελέγχου αποτελείται από εξωτερικά μέλη τα οποία καλούνται να εξυπηρετήσουν τους στόχους των επιχειρήσεων. Οι στόχοι περιλαμβάνουν την αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων, και κυρίως την επαρκή διαχείριση του χρέους, καθώς και τη νομική συμμόρφωση της επιχείρησης, δηλαδή το σύνολο των διαδικασιών, των κανόνων, και τα μέσα που χρησιμοποιούνται από τις νομικές υπηρεσίες της επιχείρησης. Στόχος του εξωτερικού μηχανισμού είναι να αποτελέσει μια ολοκληρωμένη και αποτελεσματική προσέγγιση σε όλα τα προβλήματα της επιχείρησης, ενώ ο εσωτερικός μηχανισμός συνήθως επικεντρώνεται σε ζητήματα οργανωτικά και διαχείρισης των κεφαλαίων. Αυτές είναι οι βασικές διαφορές μεταξύ των δύο μηχανισμών. Συνήθως, οι εταιρείες αναφέρουν την κατάσταση και τη συμμόρφωση των εξωτερικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε εξωτερικούς φορείς.

Η ανεξάρτητη ελεγκτική επιχείρηση αποτελεί μέρος της συνολικής δομής εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης και καλείται να ασκήσει έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων. Ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης εξυπηρετεί εσωτερικά και εξωτερικά ενδιαφερόμενα μέρη ταυτόχρονα. Ο έλεγχος της χρηματοοικονομικής κατάστασης και η συνοδευτική έκθεση του ελεγκτή, βοηθούν τους επενδυτές, τους εργαζόμενους, τους μετόχους και τις ρυθμιστικές αρχές στο να έχουν επίγνωση της οικονομικής απόδοσης της εταιρείας, ενώ ταυτόχρονα αποτυπώνουν τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης.

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί μια πρόκληση για τις ΜμΕ, καθώς οι εσωτερικοί μηχανισμοί δεν μπορούν να εφαρμοστούν εύκολα σε μια μικρή επιχείρηση, είτε γιατί δεν διαθέτει ειδικά τμήματα εσωτερικού ελέγχου, είτε επειδή δεν το επιτρέπει η δομή της. Συνήθως αυτό που συμβαίνει στις ΜμΕ είναι οι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων να προβαίνουν σε στρατηγικές αποφάσεις για το πώς οι εργαζόμενοι θα ασκούν τα καθήκοντά τους και να παρακολουθούν τις επιδόσεις τους, διαδικασία η οποία αποτελεί ένα είδος μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου, και συνεπώς μέρος της επιχειρηματικής διακυβέρνησης. Σε ότι αφορά τους εξωτερικούς μηχανισμούς ελέγχου μιας ΜμΕ, σε αυτούς μπορεί να συγκαταλέγεται και η χορήγηση τραπεζικού δάνειου, καθώς η επιχείρηση θα πρέπει να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της τράπεζας, όπως αυτές προκύπτουν από τους όρους χορήγησης δανείου. Επιπλέον, στην περίπτωση όπου μια μικρομεσαία επιχείρηση είναι συνεργατική, ένας συνεργάτης της ΜμΕ μπορεί να απαιτήσει έναν έλεγχο στα οικονομικά στοιχεία, κάτι το οποίο αποτελεί μια άλλη μορφή εξωτερικού ελέγχου.

Συνοψίζοντας, στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, μια επιχείρηση είναι σε θέση να εξασφαλίσει πιο εύκολα και άμεσα χρηματοδότηση, καθώς η διαχείριση και η αποτίμηση των κεφαλαίων της γίνεται με τρόπους που ενισχύουν τη διαφάνεια, ακολουθώντας συγκεκριμένους κανόνες, μειώνοντας την αβεβαιότητα και τον πιστωτικό κίνδυνο του εν δυνάμει επενδυτή.

## Βιβλιογραφία

Ανακοίνωση της Επιτροπής «Ανασκόπηση της πρωτοβουλίας “Small Business Act” για την Ευρώπη», Βρυξέλλες, 23.2.2011, Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Ανακοίνωση της Επιτροπής «Προτεραιότητα στις μικρές επιχειρήσεις: Μια “Small Business Act” για την Ευρώπη», Βρυξέλλες, 25.6.2008, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Ανακοίνωση της Επιτροπής «Μία εσωτερική αγορά χωρίς φορολογικά εμπόδια των επιχειρήσεων - επιτεύγματα, τρέχουσες πρωτοβουλίες και εναπομένοντα προβλήματα», Βρυξέλλες, 24.11.2003, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Ανακοίνωση της Επιτροπής «Προς μία εσωτερική αγορά χωρίς φορολογικά εμπόδια. Στρατηγική για την πρόβλεψη ενοποιημένης φορολογικής βάσης για τις δραστηριότητες των εταιρειών σε επίπεδο Ε.Ε.» Βρυξέλλες, 23.10.2001, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Ένωση Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδας. (2016). Ετήσια Στατιστική Έκθεση

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2014, «Ορίζοντας 2020, Το Πρόγραμμα Πλαίσιο της Ε.Ε. για την Έρευνα και την Καινοτομία», Γενική Διεύθυνση Έρευνας και Καινοτομίας, Ευρωπαϊκή Ένωση

Κανονισμός (Ε.Ε.) αριθμ. 2015/760 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 29ης Απριλίου 2015 σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια.

Κανονισμός (Ε.Ε.) αριθμ. 2013/1303 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 17ης Δεκεμβρίου 2013 περί καθορισμού κοινών διατάξεων για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, το Ταμείο Συνοχής, το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Αγροτικής Ανάπτυξης και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Θάλασσας και Αλιείας και περί καθορισμού γενικών διατάξεων για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο, το Ταμείο Συνοχής και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Θάλασσας και Αλιείας.

Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 345/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 17ης Απριλίου 2013 σχετικά με τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Οδηγία αριθμ. 2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουλίου 2014 για την τροποποίηση της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους

οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τις λειτουργίες θεματοφύλακα, τις πολιτικές αποδοχών και τις κυρώσεις.

Οδηγία αριθμ. 2014/51/Ε.Ε. του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 σχετικά με την τροποποίηση των οδηγιών 2003/71/ΕΚ και 2009/138/ΕΚ, και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, (Ε.Ε.) αριθ. 1094/2010 και (Ε.Ε.) αριθ. 1095/2010, όσον αφορά τις εξουσίες της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων) και της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών).

Οδηγία αριθμ. 2011/61/Ε.Ε. της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 8ης Ιουνίου 2011 σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων.

Οδηγία αριθμ. 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13ης Ιουλίου 2009 για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ).

Οδηγία αριθμ. 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Νοεμβρίου 2009, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Φερεγγυότητα II).

Οδηγία αριθμ. 2004/39/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 21ης Απριλίου 2004 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Οδηγία αριθμ. 2003/71/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 4ης Νοεμβρίου 2003 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση.

Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Ιανουαρίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιρειών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία.

Bainbridge, S. (2008). *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. Oxford University Press.

- BusinessEurope. (2017). Common Corporate Tax Base (CCTB) and Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB). Position Paper.
- BusinessEurope's Response to The Commission Consultation under the Start-Up Initiative. (2016). Position Paper
- Centre for Alternative Finance, Cambridge. (2015). Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report,
- Deloitte. (2016). Impacts of Solvency II on the investment policy of insurers.
- EFAMA. (2017). The European Fund and Asset Management Association, Quarterly Statistical Release.
- European Business Angels Network. (2015). Statistics Compendium.
- European Financial Services Round Table. (2014). Facilitating European Infrastructure Investment.
- European Investment Bank. (2016). The European Commission's Investment Plan for Europe (the Juncker Plan).
- Group of Thirty (G30). (2013). Long-term Finance and Economic Growth. *Working Group on Long-term Finance*.
- Insurance Europe. (2016). Annual Report 2015-2016
- Macey, J. R. (2008). Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken. *Princeton University Press*
- Romano, R., (2010). The Foundations of Corporate Law. *Foundation Press 2nd Edition*
- Swiss Finance Council. (2016). The EU & its Partners, Attracting International Investors.
- World Bank Group. (2015). SME Exchanges in Emerging Market Economies: a Stocktaking of Development Practices. *Policy Research Working Paper 7160*
- Xusheng, Y. (2014). Inside China: Reining in P2P lending. *International Financial Law Review*, 33(6), 224.
- Jefferson D., S. Siegel, & L. Young. (2012). Trust and Credit: The Role of Appearance in Peer-to-peer Lending. *Review of Financial Studies*, 25 (8)

Rajkamal I., A. Khwaja, E. F. P. & Luttmer, K. Shue. (2011). Screening in New Credit Markets:  
Can Individual Lenders Infer Borrower Creditworthiness in Peer-to-Peer Lending? *AFA  
Denver Meetings Paper 42*.

## 6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

---

6.1 Κεφαλαιοποιητικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης- βασικά μεγέθη, συγκρίσεις με Ε.Ε., μελέτες περιπτώσεων

6.1.1. Οι πυλώνες του ασφαλιστικού συστήματος και το κεφαλαιοποιητικό σύστημα συνταξιοδότησης

Σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, είναι σημαντικό για κάθε χώρα να αναπτύξει βέλτιστες πρακτικές συνταξιοδότησης, ανάλογα με τις συνθήκες και τις ανάγκες της στην τρέχουσα περίοδο, αλλά και στο μέλλον. Άλλωστε, η ανάπτυξη γίνεται ευημερία για την κοινωνία όταν δημιουργείται και διανέμεται, εκτός του χρηματοοικονομικού, και κοινωνικό μείρισμα. Σύμφωνα με μελέτες που πραγματοποίησαν συγκριτικές αξιολογήσεις συνταξιοδοτικών συστημάτων, κάθε συνταξιοδοτικό σύστημα έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά, τα οποία αφορούν στο εύρος πρακτικών και προγραμμάτων τα οποία διατίθενται στους ασφαλισμένους.<sup>78</sup>

Σε ό,τι αφορά τους επονομαζόμενους «Πυλώνες» ενός συνταξιοδοτικού συστήματος, αυτοί παρουσιάστηκαν και ορίστηκαν για πρώτη φορά στην έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για τα προβλήματα των συνταξιοδοτικών συστημάτων του 1994<sup>79</sup>, με σκοπό την ενίσχυση της ασφάλειας στην παροχή εισοδήματος για την τρίτη ηλικία. Οι πυλώνες αρχικά, στην έκθεση του 1994, ήταν οι εξής τρεις οι οποίοι παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 6.1).

---

<sup>78</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index Reports (2015).

<sup>79</sup> World Bank (1994), "Averting the Old Age Crisis".

### Διάγραμμα 6.1: Πυλώνες ενός συνταξιοδοτικού συστήματος, βάσει έκθεσης της Παγκόσμιας Τράπεζας (1994)

Πυλώνας 1	Πυλώνας 2	Πυλώνας 3
<ul style="list-style-type: none"><li>• Το συνταξιοδοτικό σκέλος της κοινωνικής ασφάλισης. Έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα. Η διαχείρισή του υπόκειται στις αρμόδιες υπηρεσίες και οργανισμούς κάθε κράτους (ασφαλιστικά ταμεία). Από τον πρώτο πυλώνα χορηγείται η σύνταξη από το κράτος, συνήθως μέσω ενός αναδιανεμητικού συστήματος.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Υποχρεωτικού χαρακτήρα κεφαλαιοποιητικό σύστημα παροχών, συνήθως διαχειριζόμενο από τον ιδιωτικό τομέα, π.χ. από την εταιρία στην οποία εργάζεται ο ασφαλισμένος σε συνεργασία με μια ιδιωτική εταιρία ασφαλίσεων.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Εθελοντικού χαρακτήρα, κεφαλαιοποιητικό σύστημα ατομικής συνταξιοδοτικής αποταμίευσης, το οποίο παρέχεται συνήθως από ιδιωτικές εταιρείες ασφάλισης, οι οποίες αναλαμβάνουν και τη διαχείρισή του.</li></ul>

Πηγή: World Bank (1994).

Η έκθεση στην οποία καθορίστηκαν οι τρεις πυλώνες αναθεωρήθηκε ύστερα από μία δεκαετία, περιλαμβάνοντας πλέον πέντε συνολικά πυλώνες, ορισμένοι εκ των οποίων αποτελούσαν μικρές παραλλαγές των αρχικών:<sup>80</sup>

**Πυλώνας 0:** Βασική σύνταξη από δημόσια χρηματοδότηση, με χαρακτήρα καθολικό. Ενδεχομένως το ύψος της να εξαρτάται από το εισόδημα στη διάρκεια του εργασιακού βίου.

**Πυλώνας 1:** Υποχρεωτικό ασφαλιστικό σύστημα, η διαχείριση του οποίου πραγματοποιείται από το κράτος. Έχει αναδιανεμητικό χαρακτήρα, όμως ενδεχομένως να περιλαμβάνει και τη δημιουργία αποθεματικού, με επένδυση του κεφαλαίου το οποίο συγκεντρώνεται.

**Πυλώνας 2:** Υποχρεωτικό κεφαλαιοποιητικό σύστημα επαγγελματικών ή/και ατομικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Τα συσσωρευόμενα κεφάλαια επενδύονται σε χρηματοοικονομικούς τίτλους.

**Πυλώνας 3:** Εθελοντικού χαρακτήρα κεφαλαιοποιητικό σύστημα επαγγελματικών ή/και ατομικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, με επένδυση σε χρηματοοικονομικούς τίτλους.

<sup>80</sup> Holzmann & Hintz (2005).



**Πυλώνας 4:** Εθελοντικού χαρακτήρα προγράμματα, εκτός του τυπικού συνταξιοδοτικού συστήματος, με πρόσβαση σε μια ευρεία γκάμα χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών τίτλων.

Επί της ουσίας, η μεταγενέστερη διάκριση των Πυλώνων, διαχωρίζει τον πρώτο Πυλώνα της αρχικής κατανομής σε δύο επιμέρους Πυλώνες, τον Πυλώνα 0 και τον Πυλώνα 1. Επίσης, εισάγει τον τέταρτο Πυλώνα. Η προσθήκη του τελευταίου αναδεικνύει τη σημασία των μη χρηματοοικονομικών στοιχείων στην κάλυψη της συνταξιοδοτικής δαπάνης των ατόμων κατά τη συνταξιοδότησή τους. Το σύστημα των πέντε Πυλώνων αποτελεί γνώμονα για τη διενέργεια αξιολογήσεων των συνταξιοδοτικών συστημάτων διεθνώς και την πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ τους. Η απόδοση για τους ασφαλισμένους ενός ασφαλιστικού συστήματος διαρθρωμένου με βάση τους παραπάνω πυλώνες, υπερτερεί συνήθως έναντι συστημάτων τα οποία δεν ακολουθούν αυτήν τη δομή ή την ακολουθούν μερικώς, για λόγους που συνδέονται με καλύτερη κατανομή κινδύνου από τις τοποθετήσεις των εισφορών και των αποταμιεύσεων και με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα. Όπως θα δειχθεί στη συνέχεια της τρέχουσας ενότητας, η τάση που παρατηρείται διεθνώς την τελευταία δεκαετία είναι η μετάβαση σε συνταξιοδοτικά συστήματα πολλαπλών πυλώνων, με έμφαση στους πυλώνες που έχουν κεφαλαιοποιητικά χαρακτηριστικά. Η μεταβατική διαδικασία ωστόσο παρουσιάζει ορισμένες, σημαντικές προκλήσεις.

Τα υφιστάμενα συνταξιοδοτικά συστήματα διεθνώς, είτε πρόκειται για συστήματα κοινωνικής ασφάλισης τα οποία τα διαχειρίζονται οι κυβερνήσεις ή προγράμματα που παρέχονται από τον ιδιωτικό τομέα, αντιμετωπίζουν υψηλές προκλήσεις, ενδεχομένως τις μεγαλύτερες διαχρονικά. Κάθε χώρα έχει συγκεκριμένες ελλείψεις στο συνταξιοδοτικό της σύστημα, αλλά και διαφορετικά θετικά στοιχεία. Η κυρίαρχη μεταρρυθμιστική τάση τα τελευταία έτη στα ασφαλιστικά συστήματα είναι η μετάβαση προς ένα σύστημα με κεφαλαιοποιητικό προσανατολισμό, το οποίο θεωρείται ότι έχει μεγαλύτερη βιωσιμότητα και ενισχύει την εμπιστοσύνη των ασφαλισμένων. Δεδομένων των διαφορών μεταξύ των χωρών, η προσαρμογή του συστήματος θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να

διαφέρει, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Οι βασικοί λόγοι μεταρρύθμισης των συνταξιοδοτικών συστημάτων προς άλλη κατεύθυνση, συνήθως προς κεφαλαιοποιητικά συστήματα, είναι οι εξής:

- Η γήρανση αναλογικά μεγάλου μέρους του πληθυσμού, εξαιτίας και των χαμηλών ποσοστών γεννητικότητας.
- Η άνοδος του προσδόκιμου ζωής, λόγω της βελτίωσης των συνθηκών διαβίωσης.
- Το υψηλό δημόσιο έλλειμμα και χρέος σε ορισμένες χώρες, όπως η Ελλάδα, που περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα να καταβάλλονται οι συντάξεις και να καλύπτονται οι δαπάνες υγείας στα αναδιανεμητικά (αποκαλούμενα και pay-as-you-go) ασφαλιστικά συστήματα.
- Η αυξημένη ανεργία μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και τις δημοσιονομικές κρίσεις σε ορισμένες χώρες, ιδιαίτερα μεταξύ των νέων σε ηλικία, η οποία επίσης περιορίζει τη δυνατότητα εύρυθμης λειτουργίας των αναδιανεμητικών συστημάτων.
- Τα πολύ χαμηλά επιτόκια, σε συνδυασμό με τους χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, τα οποία περιορίζουν το μακροπρόθεσμο όφελος από τον ανατοκισμό, ιδιαίτερα στα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών.
- Η αυξανόμενη επικράτηση σε διεθνές επίπεδο των προγραμμάτων προκαθορισμένων εισφορών (ανταποδοτικά προγράμματα) και η σχετική αύξηση της ατομικής ευθύνης στη γνώση και κατανόηση των ρυθμίσεων των προγραμμάτων αυτών.

Οι προκλήσεις που συνδέονται με τη γήρανση του πληθυσμού είναι παραπλήσιες για όλες τις χώρες, ανεξαρτήτως των υφιστάμενων κοινωνικών, πολιτικών και οικονομικών συνθηκών που επικρατούν σε αυτές. Επιπρόσθετα, κάποιες από τις μεταρρυθμίσεις που απαιτούνται για την αντιμετώπιση των προκλήσεων και των αναγκών του συνταξιοδοτικού συστήματος είναι κοινές μεταξύ των χωρών. Αυτές αφορούν στην αύξηση της ελάχιστης ηλικίας απόσυρσης από την εργασία για την πρόσβαση σε πλήρη συνταξιοδοτικά δικαιώματα, στο ύψος της κρατικής χρηματοδότησης που προορίζεται για την πληρωμή συντάξεων ως ποσοστό

του Α.Ε.Π., καθώς και στο σχεδιασμό των συνταξιοδοτικών παροχών (χρονική περίοδος αμοιβών εργασίας οι οποίες λαμβάνονται υπόψη για τον καθορισμό της σύνταξης, ποσοστό αναπλήρωσης αμοιβής εργασίας από τις συντάξεις κ.ά.). Σύμφωνα με τον Ο.Ο.Σ.Α.<sup>81</sup>, υπάρχει περιθώριο για βελτίωση των παροχών του συνταξιοδοτικού εισοδήματος σε όλες τις χώρες. Οι κοινές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι περισσότερες χώρες περιλαμβάνουν την ανάγκη για:

- Αύξηση του ορίου ηλικίας συνταξιοδότησης, ως αποτέλεσμα της αύξησης του προσδόκιμου ζωής και της αναμενόμενης αύξησής του και στο μέλλον.
- Μείωση του κόστους των κρατικά χρηματοδοτούμενων συνταξιοδοτικών παροχών.
- Προώθηση υψηλότερης συμμετοχής του εργατικού δυναμικού στην παραγωγική διαδικασία σε μεγαλύτερες ηλικίες, προκειμένου να ενισχυθεί η αποταμίευση για τη συνταξιοδότηση λόγω της συνεχούς διεύρυνσης του συνταξιοδοτικού βίου.
- Ενθάρρυνση και προώθηση υψηλότερων επιπέδων ιδιωτικής αποταμίευσης, τόσο εντός του συνταξιοδοτικού συστήματος, όσο και πέραν αυτού, αναγνωρίζοντας το γεγονός ότι πολλοί άνθρωποι δεν αποταμιεύουν για το μέλλον χωρίς την απαιτούμενη κινητοποίηση και παροχή κινήτρων.
- Περιορισμός της εξόδου από τα αποταμιευτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα νωρίτερα από την προκαθορισμένη περίοδο συνταξιοδότησης και διασφάλιση ότι οι κεφαλαιοποιητικές συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις, οι οποίες συχνά συνοδεύονται από φορολογικά κίνητρα, χρησιμοποιούνται για την παροχή συνταξιοδοτικού εισοδήματος.
- Αναθεώρηση του επιπέδου της τιμαριθμικής προσαρμογής των συντάξεων από το κρατικό συνταξιοδοτικό σύστημα, καθώς το επίπεδο και η συχνότητα των μεταβολών είναι σημαντικά μεγέθη που διασφαλίζουν ότι η πραγματική αξία των δημοσίων συντάξεων

---

<sup>81</sup> OECD (2015), "Pensions at a glance".

διατηρείται, καθώς και ότι διασφαλίζεται η μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος.

- Βελτίωση της διαχείρισης των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, μέσω και της προώθησης μεγαλύτερης διαφάνειας, η οποία θα συμβάλλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των αποταμιευτών σε αυτά

Οι ακολουθούμενες τα τελευταία χρόνια από τις χώρες πρακτικές και πολιτικές για το συνταξιοδοτικό σύστημα, παρά τις διαφορές που παρουσιάζουν μεταξύ τους, αποτελούν παραδείγματα ποικίλων μεταρρυθμίσεων, οι περισσότερες εκ των οποίων είναι συμβατές με το κεφαλαιοποιητικό χαρακτήρα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Οι επιλογές ως προς το ακολουθούμενο ασφαλιστικό σύστημα, καθιστούν αναγκαία και χρήσιμη την γνώση των βασικών χαρακτηριστικών ενός συστήματος με κεφαλαιοποιητικό προσανατολισμό, καθώς και των διαφορών του με ασφαλιστικά συστήματα διαφορετικού χαρακτήρα, και πρωτίστως με το αναδιανεμητικό σύστημα, το οποίο υπήρξε το κυρίαρχο σύστημα κατά τις προηγούμενες δεκαετίες.

Συγκεκριμένα, το **σύστημα κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα** (funded system), το οποίο πλέον συνδέεται σε μικρό ή μεγάλο βαθμό με όλους τους πυλώνες ενός ασφαλιστικού συστήματος, προωθεί την αποταμίευση κατά τη διάρκεια του εργασιακού βίου. Οι συνταξιοδοτικές εισφορές συγκεντρώνονται συνήθως σε κάποιο ταμείο/πρόγραμμα (fund) και επενδύονται. Όταν έρθει η περίοδος συνταξιοδότησης, οι συνταξιοδοτικές παροχές χρηματοδοτούνται από τον αποταμιευτικό συνταξιοδοτικό λογαριασμό, το συσσωρευμένο κεφάλαιο του οποίου προέρχεται από το αρχικό κεφάλαιο, μαζί με την απόδοσή του από τους τίτλους στους οποίους αυτό έχει επενδυθεί.<sup>82</sup> Επομένως, οι αποταμιεύσεις κάθε εργαζόμενου μέσω των εισφορών στη διάρκεια του εργασιακού βίου, πληρώνουν τη σύνταξή του όταν έρθει η ώρα της συνταξιοδότησης. Η αποταμίευση/επένδυση των εισφορών μπορεί να γίνει με περισσότερους του ενός τρόπους. Ανάλογα με τη δομή του ασφαλιστικού συστήματος ως

*Η τάση που παρατηρείται διεθνώς την τελευταία δεκαετία είναι η μετάβαση σε συνταξιοδοτικά συστήματα πολλαπλών πυλώνων, με έμφαση στους πυλώνες που έχουν κεφαλαιοποιητικά χαρακτηριστικά. Ωστόσο, η μεταβατική διαδικασία παρουσιάζει ορισμένες, σημαντικές προκλήσεις*

---

<sup>82</sup> Σπράος & Τήνιος (1998).

προς τους πυλώνες που έχει, είναι εφικτή η συλλογή και επένδυση των εισφορών μέσω ενός ή περισσότερων εξ' αυτών.

Το **αναδιανεμητικό σύστημα** (pay-as-you-go system) στηρίζεται στην κοινωνική αλληλεγγύη, υπό την έννοια ότι οι εισφορές των εργαζομένων στην τρέχουσα περίοδο χρηματοδοτούν τις συντάξεις των σημερινών συνταξιούχων. Με τη συμβολή του στην εύρυθμη λειτουργία του συνταξιοδοτικού συστήματος στη διάρκεια του εργάσιμου βίου του, ο εργαζόμενος θεμελιώνει ένα δικαίωμα αντίστοιχης κάλυψης των συνταξιοδοτικών αναγκών του από τους μελλοντικούς εργαζόμενους. Αυτή η προσέγγιση για τη χρηματοδότηση και ευρύτερα τη λειτουργία ενός ασφαλιστικού συστήματος, βασίζεται στην αρχή της «αλληλεγγύης των γενεών».

Βασική επιδίωξη κάθε συστήματος συνταξιοδότησης, είτε πρόκειται για αναδιανεμητικό είτε για κεφαλαιοποιητικό, αποτελεί η διασφάλιση της δυνατότητας καταβολής του συνταξιοδοτικού εισοδήματος και της επάρκειάς του. Η διαδικασία και οι λεπτομέρειες σχεδιασμού ενός κεφαλαιοποιητικού συστήματος συνταξιοδότησης από τον ιδιωτικό τομέα, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση των παραπάνω δυνατοτήτων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, έχουν προσδιοριστεί συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ενός ιδιωτικού αποταμιευτικού συστήματος, τα οποία θα πρέπει να καθορίζονται κατά το σχεδιασμό του. Σε αυτά περιλαμβάνονται τα εξής:

- Το **ύψος του ποσοστού αποταμίευσης** και οι **διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές**.
- Τα **φορολογικά κίνητρα** που παρέχονται στα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα σε σχέση, για παράδειγμα, με έναν απλό αποταμιευτικό τραπεζικό λογαριασμό, προκειμένου να ενισχυθεί η ελκυστικότητά τους.
- Η δυνατότητα του ιδιωτικού τομέα να παρέχει συντάξεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, γεγονός που προϋποθέτει την **κατάλληλη διαχείριση των κεφαλαίων** τα οποία συγκεντρώνονται, τη **θεσμική εποπτεία και προστασία** των συμμετεχόντων από κινδύνους, καθώς και τη δυνατότητα **επικοινωνίας** μεταξύ των παρόχων και των

συμμετεχόντων, για την παροχή διευκρινήσεων και την επίλυση διαφορών.

- Τα **λειτουργικά κόστη διαχείρισης**, τα οποία δεν πρέπει να είναι υπέρογκα και να ξεπερνούν τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από τους ιδιωτικούς συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς.
- Οι **δικλείδες ασφαλείας** του ιδιωτικού συστήματος ως προς τη δυνατότητα πρόσβασης στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια πριν από μια προκαθορισμένη ηλικία (εκτός από τις περιπτώσεις θανάτου, αναπηρίας και σημαντικής οικονομικής δυσχέρειας).
- Ύστερα από παραίτηση από την τρέχουσα απασχόληση, να γίνεται σαφές αν τα μέλη ενός ιδιωτικού συνταξιοδοτικού προγράμματος δικαιούνται την πλήρη κατοχύρωση των **δεδουλευμένων τους παροχών** και αν η **αξία των δεδουλευμένων παροχών ενός μέλους** διατηρείται σε πραγματικούς όρους (π.χ. μέσα από τιμαριθμικές αναπροσαρμογές του πληθωρισμού).

Οι χώρες που έχουν μεταβεί σε κεφαλαιοποιητικά συστήματα, είχαν ως στόχο την ελαχιστοποίηση των παραγόντων που απειλούν μακροπρόθεσμα τη βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος, αλλά και τη διατήρηση ή ενίσχυση του εισοδήματος των συνταξιούχων, άρα και του επιπέδου διαβίωσής τους, χωρίς να επωμίζονται τα βάρη οι σημερινοί εργαζόμενοι. Η κεφαλαιοποίηση των εισφορών, μερική ή ολική, στο πλαίσιο ενός συνταξιοδοτικού συστήματος, δίνει τη δυνατότητα στο σύστημα να αποκτήσει μεγαλύτερη επάρκεια πόρων και παροχών και καλύτερες προοπτικές βιωσιμότητας.

Εκτός από τα προτερήματά του τα οποία παρουσιάστηκαν, το κεφαλαιοποιητικό σύστημα εμφανίζει και ορισμένα προβλήματα και ελλείψεις. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα αποτελεί το ότι από τη φύση του ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα δεν περιλαμβάνει κάποιο μηχανισμό που να επιτρέπει την ομαλή μετάβαση σε αυτό από υφιστάμενα, εν μέρει ή αμιγώς αναδιανεμητικά συστήματα συνταξιοδότησης. Επομένως, είτε η σημερινή γενιά συνταξιούχων, είτε οι σημερινοί εργαζόμενοι και μελλοντικοί συνταξιούχοι είναι πιθανό να μην καλυφθούν επαρκώς από τα συνταξιοδοτικά σύστημα.

Για την αντιμετώπιση αυτής της έλλειψης έχουν σχεδιαστεί τα συστήματα των Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Notional Defined Contribution Systems), των οποίων η υιοθέτηση σταδιακά εξαπλώνεται. Σε αυτά, οι εισφορές που καταβάλλονται από κάθε ασφαλισμένο δεν τηρούνται στον ατομικό λογαριασμό του, αλλά διατίθενται για την κάλυψη τρεχουσών αναγκών των ασφαλιστικών φορέων, όπως σε ένα αναδιανεμητικό ασφαλιστικό σύστημα. Όμως, δημιουργείται για κάθε ασφαλισμένο ένας νοητός λογαριασμός, ο οποίος πιστώνεται λογιστικά, όχι πραγματικά, με το ύψος των εισφορών, όποτε αυτές καταβάλλονται. Συνεπώς, στο αρχικό στάδιο εφαρμογής του συστήματος των Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Π.Κ.Ε.), η λειτουργία τους είναι αναδιανεμητική και σταδιακά εξελίσσεται σε κεφαλαιοποιητική, με τη μείωση των ασφαλισμένων για τους οποίους δεν είχε πραγματοποιηθεί αποταμίευση των εισφορών τους. Κατά τη συνταξιοδότηση, οι (λογιστικά) συσσωρευμένες εισφορές χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της σύνταξης βάσει μαθηματικού τύπου που εφαρμόζεται κατά περίπτωση, λαμβάνοντας υπόψη και άλλες παραμέτρους, όπως το προσδόκιμο ζωής, η τιμαριθμική προσαρμογή παροχών κ.λπ.

Προκειμένου να διασφαλιστούν οι παροχές στο μέλλον σύμφωνα με αυτές τις παραμέτρους, παρότι οι εισφορές διοχετεύονται στην κάλυψη των τρεχουσών αναγκών, ορισμένες άλλες παράμετροι των συστημάτων Π.Κ.Ε. χρησιμοποιούνται ή πρέπει να χρησιμοποιούνται ως «σταθεροποιητές» του συστήματος. Το ποσοστό απόδοσης των εισφορών είναι ένας εκ των βασικών σταθεροποιητών και θα πρέπει να αναπροσαρμόζεται ούτως ώστε να αντανakλά το επίπεδο παραγωγικότητας μιας οικονομίας. Ως προς την προσέγγιση της τάσης της παραγωγικότητας, σε χώρες οι οποίες ήδη ακολουθούν τέτοια συστήματα λαμβάνεται υπόψη ο ρυθμός μεταβολής των μέσων ετήσιων απολαβών (Σουηδία), της μισθοδοσίας (Πολωνία) και του Α.Ε.Π. (Ιταλία).

Επισημαίνεται ότι η καθιέρωση του ανταποδοτικού σκέλους σε έναν ή περισσότερους πυλώνες του ασφαλιστικού συστήματος δεν συνεπάγεται την εξάλειψη του αναδιανεμητικού του ρόλου. Η θέσπιση και εγγύηση από το κράτος μιας ελάχιστης εγγυημένης σύνταξης μέσω του Πυλώνα 0,

διατηρεί τον αναδιανεμητικό χαρακτήρα του ασφαλιστικού συστήματος. Σχεδόν όλες οι χώρες στις οποίες εφαρμόζεται κάποιο σύστημα Π.Κ.Ε. έχουν θεσπίσει ανάλογα μέτρα διατήρησης ενός ελάχιστου εγγυημένου συνταξιοδοτικού εισοδήματος.

Συνοψίζοντας, το ιδανικό ασφαλιστικό σύστημα σε κάθε χώρα εξαρτάται από μια σειρά οικονομικών, κοινωνικών, πολιτικών και ιστορικών παραγόντων. Η κυρίαρχη τάση την τελευταία δεκαετία είναι η μετάβαση από αναδιανεμητικά σε αποταμιευτικά-κεφαλαιοποιητικά-ανταποδοτικά συστήματα. Όπως παρουσιάστηκε στην τρέχουσα ενότητα, τα ανταποδοτικά συστήματα εμφανίζουν ορισμένα χαρακτηριστικά τα οποία θεωρείται ότι αποτελούν πλεονεκτήματα έναντι των υπόλοιπων τύπων ασφαλιστικών συστημάτων, με πλέον σημαντικό την αποταμίευση, μερική ή ολική, των συνταξιοδοτικών εισφορών σε κάποιο ταμείο/πρόγραμμα (fund) και την επένδυσή τους. Η αποταμίευση των εισφορών μπορεί να γίνει από έναν ή περισσότερους φορείς/οργανισμούς, του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Αυτό θα εξαρτηθεί από το χαρακτήρα του ασφαλιστικού συστήματος, με βάση τους πυλώνες στους οποίους θα δομηθεί. Πέρα από τα θετικά στοιχεία του κεφαλαιοποιητικού συστήματος έναντι των υπόλοιπων ασφαλιστικών συστημάτων, αυτό παρουσιάζει και ορισμένες ελλείψεις, όπως η ανυπαρξία ενός μηχανισμού ομαλής μετάβασης. Επιπλέον, τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα θεωρείται ότι δεν επενεργούν αναδιανεμητικά, καθώς οι συντάξεις που θα δοθούν στο μέλλον καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από τις συσσωρευμένες και επενδυμένες εισφορές, με σημαντικούς κοινωνικούς παράγοντες να λαμβάνονται υπόψη σε μικρό βαθμό ή καθόλου. Για την επίτευξη μιας όσο το δυνατόν ομαλής μετάβασης έχουν σχεδιαστεί τα συστήματα Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Notional Defined Contribution Systems), ενώ η αναδιανεμητική λειτουργία ενός κεφαλαιοποιητικού συστήματος διασφαλίζεται από την παροχή από το κράτος μιας ελάχιστης εγγυημένης σύνταξης μέσω του Πυλώνα 0. Συνεπώς, η μεταβατική περίοδος κατά την εφαρμογή μιας μεταρρύθμισης σε ένα ασφαλιστικό σύστημα με σκοπό την εξέλιξή του σε κεφαλαιοποιητικό είναι ιδιαίτερα κρίσιμη για την πραγματοποίηση της επιδιωκόμενης αλλαγής. Καθοριστικό

*Καθοριστικό παράγοντα της μετάβασης αποτελεί και η ικανότητα του ιδιωτικού τομέα να στηρίξει ένα νέο κεφαλαιοποιητικό σύστημα*



παράγοντα για την επίτευξη της μετάβασης αποτελεί και η ικανότητα του ιδιωτικού τομέα να στηρίξει το νέο σύστημα.

#### 6.1.2. Το ισχύον συνταξιοδοτικό σύστημα στην Ελλάδα: Χαρακτηριστικά και τάσεις

Το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί τον κύριο άξονα του συστήματος συνταξιοδότησης το οποίο εφαρμόζεται στην Ελλάδα, καθώς και του συστήματος κοινωνικής προστασίας ευρύτερα. Το εγχώριο συνταξιοδοτικό σύστημα τυπικά αποτελείται από τους τρεις πυλώνες οι οποίοι ορίστηκαν από την έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας (1994) που παρουσιάστηκε στην προηγούμενη υποενότητα, αλλά επί της ουσίας στηρίζεται στον πρώτο και το δεύτερο πυλώνα. Ο πρώτος πυλώνας, ο οποίος αποτελείται από το κρατικό σύστημα ασφάλισης, βασίζεται σε ένα τριμερές μοντέλο χρηματοδότησης, από το κράτος, τους εργοδότες και τους εργαζόμενους, ενώ ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τα επαγγελματικά ταμεία και χρηματοδοτείται από τις εισφορές των εργοδοτών και των εργαζομένων. Το σύστημα ασφάλισης του πρώτου πυλώνα είναι ένα σύστημα δημοσίου δικαίου, συνταγματικά κατοχυρωμένο, με δημόσιο, καθολικό, υποχρεωτικό, αυτεπάγγελτο και αναδιανεμητικό χαρακτήρα. Οι δαπάνες για τον πρώτο πυλώνα ασφάλισης αποτελούν τη βασική δαπάνη του εγχώριου συστήματος κοινωνικής προστασίας. Οι δαπάνες διενεργούνται μέσω της κύριας και της επικουρικής δημόσιας ασφάλισης, από αυτόνομους ασφαλιστικούς φορείς. Οι φορείς και οι παροχές του πρώτου πυλώνα χρηματοδοτούνται από ένα πλήθος εισφορών, οι οποίες προέρχονται από:

- Εισφορές εργαζομένων
- Εισφορές εργοδοτών
- Τακτική συμμετοχή του κρατικού προϋπολογισμού
- Κοινωνικούς πόρους (έμμεσοι φόροι)
- Έκτακτες κρατικές επιχορηγήσεις
- Πόρους από την αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης.

Όπως προαναφέρθηκε, το σύστημα του πρώτου πυλώνα καλύπτει δύο επίπεδα ασφάλισης: την κύρια ασφάλιση (πρώτο επίπεδο-περίπου 80% του συνόλου των συντάξεων) και την επικουρική ασφάλιση (δεύτερο

επίπεδο).<sup>83</sup> Μέχρι πρόσφατα, η κύρια ασφάλιση για τους μισθωτούς, τόσο του δημόσιου, όσο και του ιδιωτικού τομέα, παρεχόταν από το φορέα ασφάλισης Ι.Κ.Α.-Ε.Τ.Α.Μ., για τους ελεύθερους επαγγελματίες από τον Ο.Α.Ε.Ε. και για τους αγρότες από τον Ο.Γ.Α. Ο καθορισμός της κύριας σύνταξης των μισθωτών και των ελεύθερων επαγγελματιών στηρίζεται σε ένα σύστημα προκαθορισμένων παροχών. Από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2017 συστάθηκε ο Ενιαίος Φορέας Κοινωνικής Ασφάλισης (Ε.Φ.Κ.Α.), στον οποίο έκτοτε υπάγονται όλοι οι φορείς κύριας ασφάλισης.<sup>84</sup> Η επικουρική σύνταξη είναι επίσης υποχρεωτική και παρέχεται κυρίως από ταμεία συναφών επαγγελματικών ομάδων και επιχειρήσεων. Η μεγάλη πλειονότητα αυτών των ταμείων υπάγεται στο Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης και Εφάπαξ Παροχών (Ε.Τ.Ε.Α.Ε.Π.). Οι παροχές στο πλαίσιο της επικουρικής ασφάλισης ενδέχεται να είναι απόλυτα ή μερικά ανταποδοτικές. Η επικουρική σύνταξη αυξάνει το ποσοστό αναπλήρωσης του εισοδήματος κατά τον εργασιακό βίο που παρέχει η κύρια σύνταξη.

Τα επαγγελματικά συστήματα (Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης, εφεξής Τ.Ε.Α.) του δεύτερου πυλώνα ασφάλισης, θεσμοθετήθηκαν στην Ελλάδα το 2002, με την ψήφιση του Ν. 3029/2002. Τα Τ.Ε.Α. θεωρούνται συμπληρωματικός μηχανισμός ασφαλιστικής κάλυψης των εργαζομένων, είναι προαιρετικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης και λειτουργούν ως νομικά μη κερδοσκοπικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου. Οι παροχές των Τ.Ε.Α. μπορεί να καταβάλλονται περιοδικά ή εφάπαξ. Τ.Ε.Α. μπορούν να ιδρυθούν ανά επιχείρηση, κλάδο ή ομάδα κλάδων, με πρωτοβουλία των εργαζομένων, των εργοδοτών ή αμφότερων, των ελεύθερων επαγγελματιών και των αγροτών. Βασική προϋπόθεση για την ίδρυση Τ.Ε.Α. σε έναν κλάδο, επαγγελματική οργάνωση ή σε μια επιχείρηση, είναι ότι ο αριθμός των ασφαλισμένων θα πρέπει να είναι τουλάχιστον 100 άτομα.<sup>85</sup> Τα Τ.Ε.Α. λειτουργούν με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Ο τρίτος πυλώνας ασφάλισης αφορά στα προγράμματα ιδιωτικής ασφαλιστικής κάλυψης και είναι επίσης προαιρετικός. Επί της ουσίας, ο

---

<sup>83</sup> Πηγή: site Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων (<http://ggka.citron.gr/intro.html> )

<sup>84</sup> Ν. 4387/2016, Κεφάλαιο Ε'.

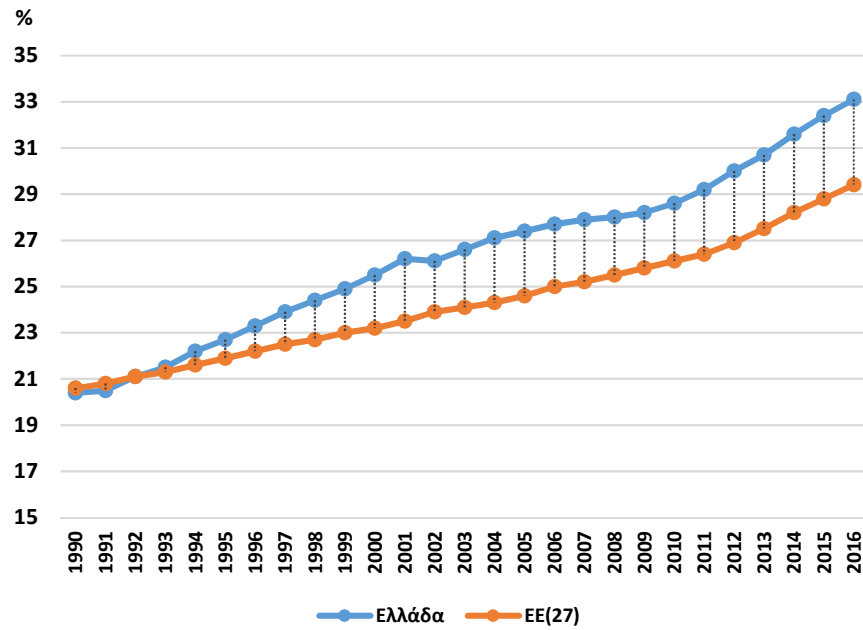
<sup>85</sup> Ν. 3029/2002, Παράγραφος 3, Εδάφιο 4.

τρίτος πυλώνας ταυτίζεται με την ιδιωτική, ατομική συνταξιοδοτική ασφάλιση, μέσω αποταμιευτικών προγραμμάτων. Οι εισφορές καταβάλλονται από τον ασφαλισμένο και ο χαρακτήρας του είναι ανταποδοτικός. Συγκεκριμένα προγράμματα ιδιωτικής κάλυψης που παρέχονται σε άλλες χώρες, αλλά και τα προϊόντα που υπάρχουν διαθέσιμα στην Ελλάδα, θα παρουσιαστούν στην ενότητα 6.2 της μελέτης.

Στη συνέχεια της παρούσας υποενότητας θα παρουσιαστούν στατιστικά στοιχεία σχετικά με την εξέλιξη του ποσοστού εξάρτησης των ηλικιωμένων (άτομα ηλικίας τουλάχιστον 65 ετών) προς το εργατικό δυναμικό και προς τους απασχολούμενους, για τη συνταξιοδοτική δαπάνη (κατά κεφαλή και ως ποσοστό του Α.Ε.Π.). Βάσει αυτών των στοιχείων μπορεί να αξιολογηθεί η βιωσιμότητα του εγχώριου ασφαλιστικού συστήματος μέσο-μακροπρόθεσμα. Επίσης, θα παρουσιαστούν συγκριτικά στοιχεία για άλλες χώρες. Βασική πηγή άντλησής τους είναι η Eurostat.

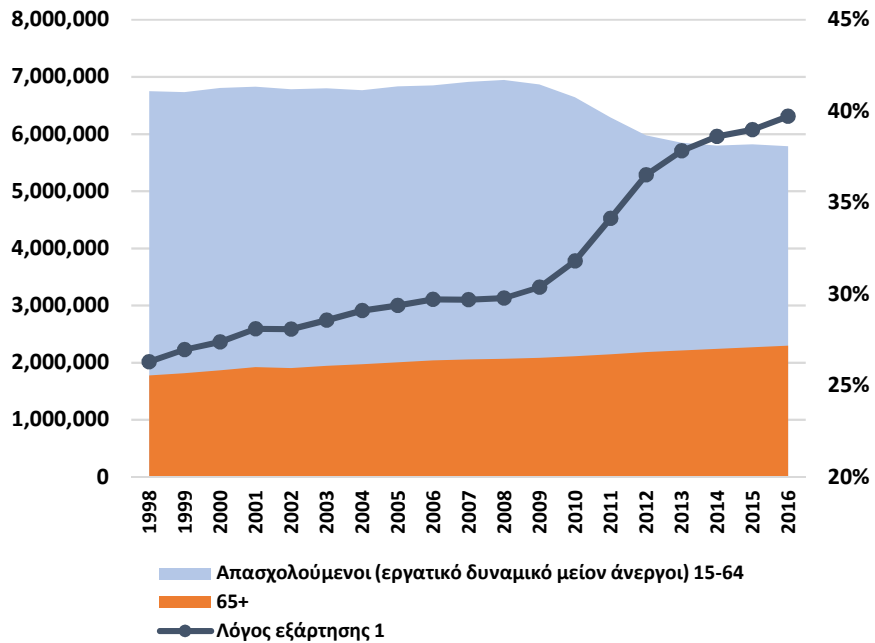
Συγκεκριμένα, από τα στοιχεία για το δείκτη εξάρτησης των ηλικιωμένων άνω των 65 ετών προς το σύνολο του εργατικού δυναμικού, προκύπτει ότι η Ελλάδα υπερβαίνει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο τα τελευταία 23 χρόνια, με τη διαφορά από αυτόν να βαίνει αυξανόμενη (Διάγραμμα 6.2). Η διάσταση διευρύνεται παρότι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη ανέρχεται και στην Ε.Ε. Το 1990, το επίπεδο του δείκτη στην Ελλάδα βρισκόταν στο 20,4%, δηλαδή η αναλογία των ηλικιωμένων προς το εργατικό δυναμικό της χώρας ήταν 1 προς 5. Ο ίδιος λόγος το 2016 είχε ανέλθει στο 33,1%, δηλαδή 1 ηλικιωμένος προς 3 εν δυνάμει εργαζόμενους. Το αντίστοιχο ποσοστό στην Ε.Ε. το 2016 βρισκόταν στο 29,4%. Λαμβάνοντας υπόψη τη ραγδαία άνοδο της ανεργίας στην Ελλάδα από το 2009 στις ηλικίες 15-64 ετών, προκύπτει ότι το ποσοστό εξάρτησης των ηλικιωμένων στους απασχολούμενους αυτών των ηλικιών είναι σαφώς υψηλότερο, φθάνοντας το 40% (λόγος εξάρτησης 1, Διάγραμμα 6.3). Συνεπώς, η κάλυψη των αναγκών των ηλικιωμένων επιβαρύνει ένα μικρότερο ποσοστό του πληθυσμού στην Ελλάδα από ότι κατά μέσο όρο στις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε., η διάσταση του οποίου σε σύγκριση με την Ε.Ε. ενισχύεται από την υψηλή ανεργία κατά την τρέχουσα δεκαετία.

**Διάγραμμα 6.2: Λόγος εξάρτησης πληθυσμού 65 ετών και άνω ως προς εργατικό δυναμικό 15 έως 64 ετών (old age dependency ratio)**



Πηγή: Eurostat, Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

**Διάγραμμα 6.3: Λόγος εξάρτησης πληθυσμού 65 ετών και άνω προς απασχολούμενους 15 έως 64 ετών**

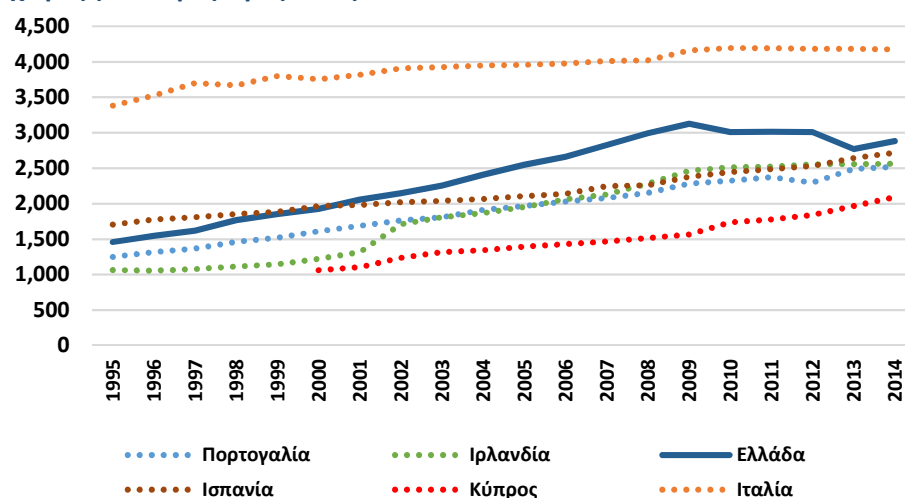


Πηγή: Eurostat, Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

*Παρά τις διαδοχικές περικοπές συντάξεων από το 2010 έως το 2014, η μέση σύνταξη στην Ελλάδα υπερέβαινε τη μέση σύνταξη σε χώρες όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Κύπρος, η Ισπανία, από το 2002 έως και το 2014.*

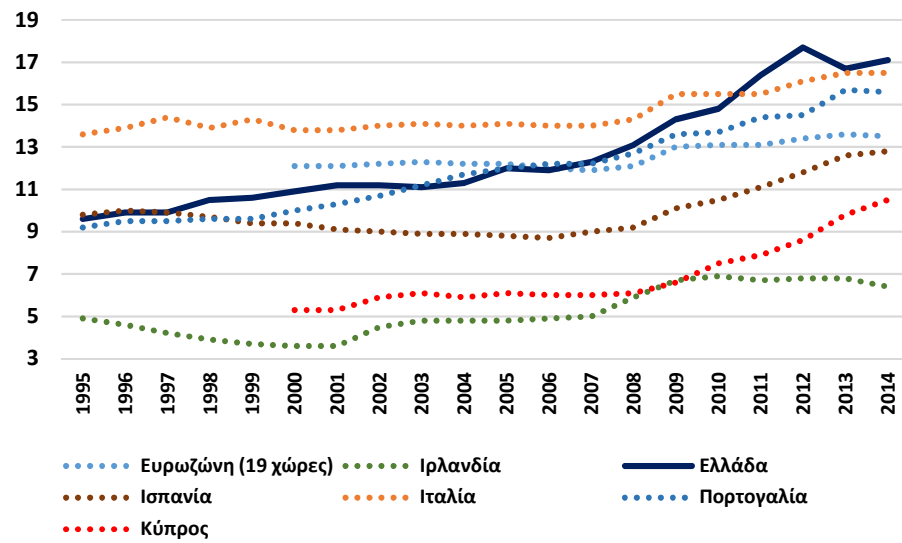
Από την τάση της κατά κεφαλήν σύνταξης σε τιμές 2010 σε χώρες της περιφέρειας της Ευρωζώνης, από το 1995 έως το 2014, προκύπτει συνεχής αύξησή τους στην Ελλάδα έως το 2009, με ρυθμό υψηλότερο από αυτό των περισσότερων εκ των υπολοίπων χωρών (Διάγραμμα 6.4). Παρά τις διαδοχικές περικοπές συντάξεων από το 2010 έως το 2014, η μέση σύνταξη στην Ελλάδα υπερέβαινε τη μέση σύνταξη σε χώρες όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Κύπρος, η Ισπανία, από το 2002 έως και το 2014. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της κατά κεφαλήν σύνταξης στην Ελλάδα την περίοδο 1995-2009 έφθασε το 6%, παραπλήσιος με εκείνο της Ιρλανδίας. Έκτοτε έχουν λάβει χώρα δύο σημαντικές μειώσεις, το 2010 (-4%) και το 2013 (-8%). Με γνώμονα τις συνταξιοδοτικές δαπάνες ως ποσοστό του Α.Ε.Π., μεταξύ των χωρών της περιφέρειας της Ε.Ε., μόνο η Ιταλία παρουσίαζε υψηλότερο ποσοστό από την Ελλάδα, έως το 2010 (Διάγραμμα 6.5). Έκτοτε, οι σχετικές δαπάνες στην Ελλάδα είναι οι μεγαλύτερες μεταξύ των χωρών της περιφέρειας, υπερβαίνοντας το μέσο όρο της Ευρωζώνης.

**Διάγραμμα 6.4: Εξέλιξη στις κατά κεφαλήν συντάξεις σε ευρωπαϊκές χώρες (σταθερές τιμές 2010)**



Πηγή: Eurostat, Pensions, Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

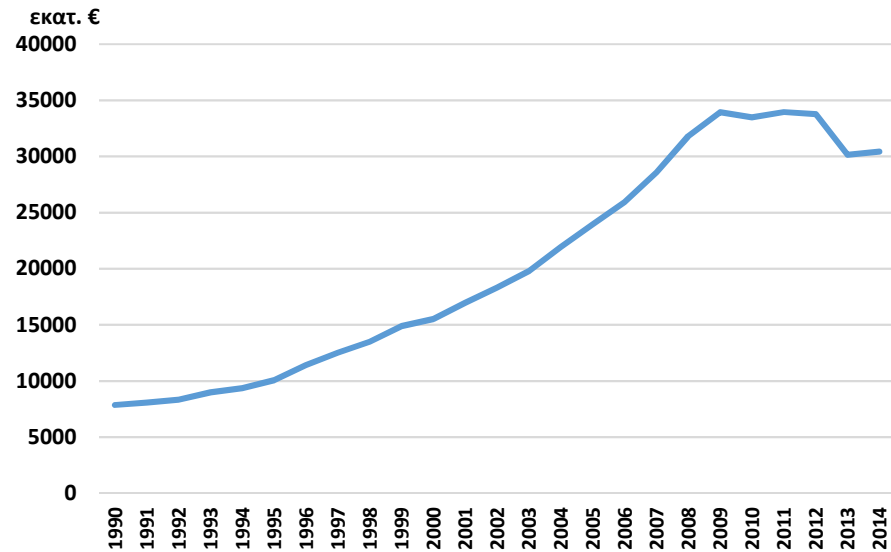
**Διάγραμμα 6.5: Εξέλιξη στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. σε ευρωπαϊκές χώρες**



Πηγή: Eurostat, Pensions, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

Επισημαίνεται ότι οι υψηλές συνταξιοδοτικές δαπάνες ως ποσοστό του Α.Ε.Π. εγχωρίως οφείλονται στην παρατεταμένη, ισχυρή ύφεση στην ελληνική οικονομία, από το 2008, όχι στην αύξηση των συνταξιοδοτικών δαπανών. Οι συνολικές πληρωμές συντάξεων αυξάνονταν έως το 2009 (Διάγραμμα 6.6). Παρέμειναν περίπου στο ίδιο επίπεδο επί μια τετραετία και το 2013 υποχώρησαν, σε επίπεδο στο οποίο διαμορφώθηκαν και το 2014. Από την άλλη πλευρά, καθώς η βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος εξαρτάται από τη δυνατότητά του να χρηματοδοτείται με εισφορές από την οικονομία μιας χώρας, επομένως από το προϊόν της, προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια υψηλή συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. απαιτεί υψηλές εισφορές από τις παραγωγικές μονάδες, επιχειρήσεις και εργαζόμενους. Ακολουθως, κεφάλαια τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την εξέλιξη της οικονομίας, κατευθύνονται στο ασφαλιστικό της σύστημα. Αυτό το γεγονός υποσκάπτει τις αναπτυξιακές προοπτικές μιας χώρας και περαιτέρω, τη δυνατότητα χρηματοδότησης του ασφαλιστικού της συστήματος. Συνεπώς, η συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. δεν πρέπει να είναι επί σειρά ετών υψηλή.

**Διάγραμμα 6.6: Συνολική συνταξιοδοτική δαπάνη στην Ελλάδα**



**Πηγή:** Eurostat, Pensions, **Επεξεργασία:** I.O.B.E.

Εκτός από τα δεδομένα τα οποία μόλις παρατέθηκαν, από τα οποία αναδείχθηκαν πληθυσμιακές τάσεις στην Ελλάδα και δαπάνες του εγχώριου ασφαλιστικού συστήματος οι οποίες δυσχεραίνουν τη βιωσιμότητά του, πληροφόρηση για αυτή προκύπτουν από σχετικούς δείκτες, οι οποίοι υπολογίζονται από επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο ασφαλίσων διεθνώς.

Σύμφωνα με τον Δείκτη Βιωσιμότητας των Συνταξιοδοτικών Συστημάτων ανά τον κόσμο(PSI)<sup>86</sup>, ο οποίος εξετάζει συστηματικά τα στοιχεία των συνταξιοδοτικών συστημάτων και τις εξελίξεις που τα επηρεάζουν προκειμένου να εκτιμηθεί η αναγκαιότητα των κυβερνήσεων να αναλάβουν και να εφαρμόσουν μεταρρυθμίσεις, η Ελλάδα έλαβε για το 2016 πολύ χαμηλή θέση στη σχετική κατάταξη. Συγκεκριμένα, για 54 χώρες αναλύθηκε μια σειρά μεγεθών, προκειμένου να παραχθεί η κατάταξη που αντικατοπτρίζει τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού τους συστήματος. Η Ελλάδα, η Ινδία, η Κίνα και η Ταϊλάνδη παρουσιάζουν τα πιο αδύναμα εθνικά συνταξιοδοτικά συστήματα στον κόσμο, τα οποία επηρεάζονται αρνητικά από το συνδυασμό του υψηλού δημόσιου χρέους, τις χαμηλές ηλικίες συνταξιοδότησης και την υψηλή αναλογία συνταξιούχων προς εργαζόμενους. Η κατάταξη της Ελλάδας σε μία από τις

<sup>86</sup> Allianz International Pension Papers 1/2016, "Pension Sustainability Index".

χαμηλότερες θέσεις σε όρους βιωσιμότητας του ασφαλιστικού της συστήματος το 2016 – όταν στην εκτίμηση του ίδιου δείκτη το 2014 βρισκόταν στην τελευταία θέση – οφείλεται εκτός των παραπάνω παραγόντων και στην γενναιοδωρία του κατά τις προηγούμενες δεκαετίες και τις δεσμεύσεις προς τους ασφαλισμένους, οι οποίες δεν ήταν εφικτό να υλοποιηθούν. Τα ισχυρότερα συνταξιοδοτικά συστήματα στον κόσμο εντοπίζονται, βάσει του ίδιου δείκτη, στη Σουηδία, τη Δανία, τη Νέα Ζηλανδία, την Ολλανδία και την Αυστραλία. Οι χώρες αυτές επωφελούνται από τα ιδιαίτερα ανεπτυγμένα ιδιωτικά χρηματοδοτούμενα συστήματα, τα οποία περιορίζουν τις δημόσιες δαπάνες για το ασφαλιστικό σύστημα.

Σε αντίθεση με την Ελλάδα, η οποία στο πλαίσιο της μεταρρυθμιστικής της πολιτικής στο ασφαλιστικό σύστημα εστιάζει στη συντήρηση του δημόσιου, αναδιανεμητικού χαρακτήρα του και των φορέων μέσω των οποίων υφίσταται, με ενέργειες όπως η αύξηση των εισφορών υγείας (Ν. 4334/2015), των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών από τον Ιούλιο του 2016 και των ελεύθερων επαγγελματιών από 01/01/2017 (Ν. 4387/2016), χώρες όπως η Εσθονία, η Ουγγαρία, η Λετονία, η Λιθουανία, η Πολωνία και η Ρουμανία έχουν διοχετεύσει τις εισφορές των συντάξεων σε ιδιωτικά χρηματοδοτούμενα προγράμματα, δευτερεύοντα σε σχέση με το αναδιανεμητικό (PAYGO) σύστημα, προκειμένου τα ασφαλιστικά τους συστήματα σταδιακά να εξελιχθούν σε συστήματα προκαθορισμένων εισφορών, περιορίζοντας τη δημόσια δαπάνη για συντάξεις.

Τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της βιωσιμότητας των ασφαλιστικών συστημάτων τα οποία παρατέθηκαν επιβεβαιώνουν τις ενδείξεις από τα στατιστικά στοιχεία τα οποία παρατέθηκαν παραπάνω, για ανάγκη περαιτέρω μεταρρύθμισης του εγχώριου ασφαλιστικού συστήματος. Βεβαίως, τα στοιχεία τα οποία παρατέθηκαν δεν καλύπτουν τις πλέον πρόσφατες μεταρρυθμίσεις, οι οποίες έγιναν με το Ν. 4387/2016, οι οποίες περιλάμβαναν τη μεταβολή του τρόπου υπολογισμού των συντάξεων. Ωστόσο αυτές οι αλλαγές, όπως και οι προηγούμενες, δεν εστίασαν στη δημιουργία ενός πυλώνα στο ασφαλιστικό σύστημα με κεφαλαιοποιητικό χαρακτήρα, ο οποίος σταδιακά ενσωματώνεται στα ασφαλιστικά συστήματα των περισσότερων χωρών. Αυτή η δυνατότητα θα επέτρεπε

*Η Ελλάδα, η Ινδία, η Κίνα και η Ταϊλάνδη παρουσιάζουν τα πιο αδύναμα εθνικά συνταξιοδοτικά συστήματα στον κόσμο, λόγω του συνδυασμού υψηλού δημόσιου χρέους, χαμηλών ηλικιών συνταξιοδότησης και υψηλής αναλογίας συνταξιούχων προς εργαζόμενους*



μεταξύ άλλων την εξέταση και αξιοποίηση και άλλων δυνατοτήτων τοποθέτησης των ασφαλιστικών εισφορών, όπως στην κεφαλαιαγορά.

### 6.1.3. Συνταξιοδοτικά συστήματα σε χώρες του Ο.Ο.Σ.Α.

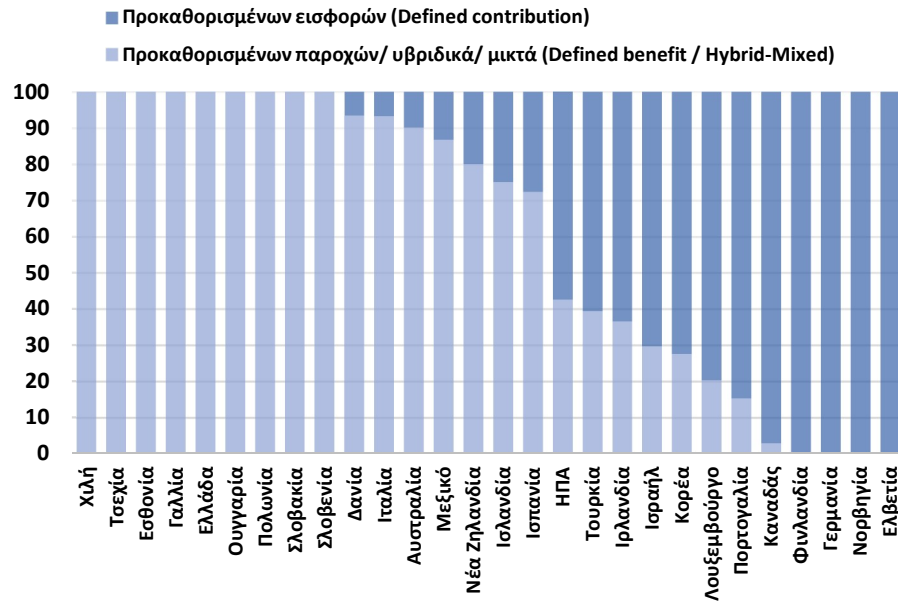
Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται συνοπτικά τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά συνταξιοδοτικών συστημάτων σε διάφορες χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. το 2013.<sup>87,88</sup> Συνολικά σε εννέα χώρες (Χιλή, Τσεχία, Εσθονία, Γαλλία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβενία, Σλοβακία), τα συνταξιοδοτικά συστήματα είναι προκαθορισμένων παροχών ή υβριδικά, περιλαμβάνοντας προκαθορισμένες παροχές και μικτά συστήματα. Αντιθέτως, στην Φινλανδία, την Γερμανία, την Νορβηγία και την Ελβετία, το ακολουθούμενο σύστημα έχει χαρακτήρα αμιγώς προκαθορισμένων εισφορών. Επίσης, στον Καναδά, την Πορτογαλία, το Λουξεμβούργο, την Νότια Κορέα, το Ισραήλ και την Τουρκία, τα συνταξιοδοτικά συστήματα στηρίζονται ως επί το πλείστον στις προκαθορισμένες εισφορές. Σε χώρες όπως η Ισπανία, η Νέα Ζηλανδία, το Μεξικό, η Ιταλία, η Δανία και η Αυστραλία, το μεγαλύτερο τμήμα των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων είναι προκαθορισμένων παροχών (Διάγραμμα 6.7).

---

<sup>87</sup> Australian Centre for Financial Studies (2015), "Melbourne Mercer Global Pension Index".

<sup>88</sup> OECD and G20 indicators (2015), "Pensions at a Glance 2015".

**Διάγραμμα 6.7: Προγράμματα προκαθορισμένων παροχών και εισφορών και υβριδικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, ως ποσοστό του συνόλου των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων σε επιλεγμένες χώρες του Ο.Ο.Σ.Α., 2013**



Πηγή: Ο.Ο.Σ.Α., Global Pension Statistics.

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 6.1) παρατίθεται ανά χώρα του Ο.Ο.Σ.Α. η πληθυσμιακή κάλυψη από ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα, επαγγελματικά και εθελοντικά. Τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα έχουν αποκτήσει μεγαλύτερη σημασία τα τελευταία χρόνια, καθώς οι συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις έχουν περιορίσει τη συμμετοχή του κράτους στον κλάδο σύνταξης του ασφαλιστικού συστήματος. Σε 14 χώρες του Ο.Ο.Σ.Α., οι υποχρεωτικές ή σχεδόν υποχρεωτικές ιδιωτικές συντάξεις κάλυπταν το 2013 περισσότερους από τους μισούς εργαζόμενους, μέσω συμφωνιών από συλλογικές διαπραγματεύσεις. Σε οκτώ χώρες του Ο.Ο.Σ.Α., οι εθελοντικές ιδιωτικές συντάξεις (επαγγελματικές και προσωπικές) καλύπτουν περισσότερο από το 40% του εργατικού δυναμικού. Σε χώρες όπως η Αυστραλία, η Εσθονία, η Φινλανδία, η Ισλανδία, το Ισραήλ, η Ολλανδία, η Ελβετία κ.ά., η ιδιωτική κάλυψη είναι υποχρεωτική ή οπωσδήποτε υποχρεωτική, σε μεγάλο ποσοστό, άνω του 70%. Σημαντικό ρόλο παίζουν και οι επαγγελματικές ιδιωτικές συντάξεις, αλλά και οι εθελοντικές προσωπικές, σε χώρες όπως η Αυστραλία, η Αυστρία, η Τσεχία, ο Καναδάς, η Γερμανία, η Ισλανδία, η Νέα Ζηλανδία, η Σουηδία κ.ά. Στην Ελλάδα, η υποχρεωτική ιδιωτική σύνταξη δεν εφαρμόζεται, ενώ το

ποσοστό της επαγγελματικής κάλυψης είναι εξαιρετικά χαμηλό, μόλις στο 0,2% του εργατικού δυναμικού.<sup>89</sup>

**Πίνακας 6.1: Κάλυψη ιδιωτικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, 2013 (% ποσοστό του εργατικού δυναμικού 15-64 ετών)**

	Υποχρεωτική/ Οιονεί υποχρεωτική	Επαγγελματική	Εθελοντική Προσωπική	Σύνολο
<b>Αυστραλία</b>	68,5	n.a.	19,9	19,9
<b>Αυστρία</b>	n.a.	15,1	18,0	-
<b>Βέλγιο</b>	n.a.	57,3	-	-
<b>Καναδάς</b>	n.a.	25,7	24,7	-
<b>Χιλή</b>	78,9	-	-	-
<b>Τσεχία</b>	n.a.	n.a.	66,2	66,2
<b>Δανία</b>	ATP: 83.3, QMO: 62.3	n.a.	22,4	22,4
<b>Εσθονία</b>	74,3	n.a.	5,1	5,1
<b>Φινλανδία</b>	84,1	9,2	20,9	29,1
<b>Γαλλία</b>	n.a.	20,2	5,3	-
<b>Γερμανία</b>	n.a.	56,4	35,2	71,3
<b>Ελλάδα</b>	n.a.	0,2	-	-
<b>Ουγγαρία</b>	n.a.	-	18,5	-
<b>Ισλανδία</b>	87,9	n.a.	52,2	52,2
<b>Ιρλανδία</b>	n.a.	31,0	12,0	41,3
<b>Ισραήλ</b>	94,2	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Ιταλία</b>	n.a.	7,4	8,9	15,7
<b>Ιαπωνία</b>	-	-	-	-
<b>Κορέα</b>	13,9	n.a.	23,4	23,4
<b>Λουξεμβούργο</b>	n.a.	5,2	-	-
<b>Μεξικό</b>	57,8	1,7	n.a.	1,7
<b>Ολλανδία</b>	88,0	n.a.	28,3	28,3
<b>Νέα Ζηλανδία</b>	n.a.	7,2	72,9	-
<b>Νορβηγία</b>	68,6	-	22,3	-
<b>Πολωνία</b>	60,3	1,4	-	-
<b>Πορτογαλία</b>	n.a.	3,2	4,0	-
<b>Σλοβακία</b>	55,3	n.a.	-	-
<b>Σλοβενία</b>	n.a.	-	-	36,3
<b>Ισπανία</b>	n.a.	3,3	15,7	18,6
<b>Σουηδία</b>	PPS: ~100, QMO: ~90	n.a.	36,0	36,0
<b>Ελβετία</b>	72,6	n.a.	-	-
<b>Τουρκία</b>	1,4	0,5	6,9	-
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	n.a.	30,0	11,1	43,3
<b>Η.Π.Α.</b>	n.a.	41,6	22,0	47,1

<sup>89</sup> Τα συγκεκριμένα στοιχεία του Ο.Ο.Σ.Α. για την κάλυψη των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, δεν παρέχουν πλήρη πληροφόρηση σε πολλές χώρες (κελιά με παύλες). Στην περίπτωση της Ελλάδας, ως προς την εθελοντική προσωπική ιδιωτική σύνταξη, το ποσοστό κάλυψης δεν είναι διαθέσιμο.

**Πηγή:** OECD Global Pension Statistics.

QMO = Οιονεί υποχρεωτική επαγγελματική σύνταξη, PPS = προνομιακό συνταξιοδοτικό σύστημα. "-" = Δεν είναι διαθέσιμο; "n.a." = Μη εφαρμόσιμο.

Τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσω διαφόρων χρηματοδοτικών οχημάτων. Το 2013, για τις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, το 75% των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών περιουσιακών στοιχείων του διακρατούνταν από τα συνταξιοδοτικά ταμεία, το 20% ήταν σε συμβόλαια συνταξιοδοτικών ασφαλίσεων, τα οποία διαχειρίζονται εταιρίες ασφάλισης ζωής και συνταξιοδοτικής ασφάλισης, ένα 4% αποτελούσαν συνταξιοδοτικά προγράμματα που παρέχονται από τράπεζες ή εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων και το 1% ήταν λογιστικά αποθεματικά. Στα συνταξιοδοτικά συστήματα εν γένει, τα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών διαδραματίζουν έναν όλο και σημαντικότερο ρόλο, ακόμη και αν τα προγράμματα προκαθορισμένων παροχών εξακολουθούν να κυριαρχούν στα περιουσιακά στοιχεία των συνταξιοδοτικών ταμείων σε ορισμένες χώρες, κυρίως λόγω της πολυετούς ύπαρξής τους. Ακολουθώντας, παρουσιάζονται επιγραμματικά τα βασικά χαρακτηριστικά των συνταξιοδοτικών συστημάτων επιλεγμένων χωρών.

### **Αυστραλία**

Το συνταξιοδοτικό της σύστημα περιλαμβάνει: 1) τη βασική σύνταξη γήρατος, η οποία εξαρτάται από το εισόδημα στη διάρκεια του εργασιακού βίου, ενώ η σχετική δαπάνη καλύπτεται από έσοδα της γενικής κυβέρνησης, 2) την υποχρεωτική εισφορά των εργοδοτών που καταβάλλεται μέσα από προγράμματα του ιδιωτικού τομέα, κυρίως ανταποδοτικού χαρακτήρα και 3) επιπρόσθετες εθελοντικές εισφορές από εργοδότες, εργαζομένους και αυτοαπασχολούμενους που καταβάλλονται σε ιδιωτικά προγράμματα.

### **Αυστρία**

Το συνταξιοδοτικό της πρόγραμμα αποτελείται από ένα «υβριδικό» σύστημα προκαθορισμένων παροχών με κριτήριο το εισόδημα για τους χαμηλοσυνταξιούχους και από εθελοντικά ιδιωτικά προγράμματα.

### **Καναδάς**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Καναδά περιλαμβάνει μια καθολική, κατ' αποκοπή σύνταξη χορηγούμενη από το κράτος, στην οποία παρέχεται επίσης και μια συμπληρωματική σύνταξη, με βάση το εισόδημα. Επίσης προσφέρεται μια συνδεδεμένη με τις αποδοχές του επαγγελματικού βίου σύνταξη, από εθελοντικά επαγγελματικά προγράμματα, πολλά εκ των οποίων είναι προκαθορισμένων παροχών, καθώς και από εθελοντικά ατομικά αποταμιευτικά προγράμματα.

### **Δανία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημά της αποτελείται από ένα πρόγραμμα βασικής σύνταξης χορηγούμενης από το κράτος, καθώς και από συμπληρωματικές παροχές, βάσει εισοδηματικών κριτηρίων. Επιπλέον, υφίσταται ένας πλήρως ανταποδοτικός-κεφαλαιοποιητικός άξονας προκαθορισμένων εισφορών και υποχρεωτικά επαγγελματικά προγράμματα, από ασφαλιστικές επιχειρήσεις.

### **Φινλανδία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Φινλανδίας περιλαμβάνει μια βασική εθνική σύνταξη, η οποία συνδέεται με το εισόδημα, καθώς και ένα ευρύ φάσμα θεσμοθετημένων συνταξιοδοτικών προγραμμάτων με βάση τις αποδοχές.

### **Γαλλία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γαλλίας αποτελείται από μια συνδεδεμένη με τις αποδοχές ελάχιστη εθνική σύνταξη, από δυο υποχρεωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, ένα για τους εργατοϋπαλλήλους και ένα για τους υπαλλήλους γραφείου, καθώς και από εθελοντικά επαγγελματικά προγράμματα.

### **Γερμανία**

Οι συνιστώσες του συνταξιοδοτικού συστήματος της Γερμανίας είναι οι εξής: 1) ένα αναδιανεμητικό πρόγραμμα, συνδεδεμένο με τις αποδοχές και βασισμένο στον αριθμό των συνταξιοδοτικών πόντων (σαν ένσημα) που έχουν συγκεντρώσει οι εργαζόμενοι κατά τη διάρκεια του επαγγελματικού τους βίου, 2) ένα «δίκτυ ασφαλείας» για τους χαμηλοσυνταξιούχους, το

οποίο χορηγείται με εισοδηματικά κριτήρια και 3) συμπληρωματικά προγράμματα, κοινά για τους περισσότερους βασικούς εργοδότες.

### **Ιρλανδία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημά της αποτελείται από μία κατ' αποκοπή βασική σύνταξη, καθώς και από συντάξεις εξαρτώμενες από το εισόδημα για τους χαμηλοσυνταξιούχους. Υπάρχουν επίσης εθελοντικά επαγγελματικά προγράμματα συνταξιοδότησης, τα οποία ωστόσο έχουν περιορισμένη απήχηση.

### **Ιταλία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιταλίας αποτελείται από ένα πλασματικό ανταποδοτικό σύστημα για τους εργαζομένους και από μία ελάχιστη σύνταξη κοινωνικής πρόνοιας, εξαρτώμενης από το εισόδημα. Επίσης, υπάρχουν συμπληρωματικά εθελοντικά επαγγελματικά προγράμματα, με μικρή όμως απήχηση, η οποία σταδιακά αυξάνεται.

### **Ιαπωνία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιαπωνίας αποτελείται από μια κατ' αποκοπή βασική σύνταξη, μια συνδεδεμένη με τις αποδοχές σύνταξη και από εθελοντικά συμπληρωματικά προγράμματα συνταξιοδότησης.

### **Νότια Κορέα**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της χώρας αποτελείται από μια κατ' αποκοπή βασική σύνταξη και από ένα πρόγραμμα συνδεδεμένο με τις αποδοχές, το οποίο στηρίζεται σε μια φόρμουλα προσδευτικής αύξησης της σύνταξης που εξαρτάται από το ατομικό εισόδημα, όσο και από το μέσο εισόδημα των ασφαλισμένων στο σύνολό τους.

### **Ολλανδία**

Το συγκεκριμένο συνταξιοδοτικό σύστημα παρέχει μια σταθερή κατ' αποκοπή δημόσια σύνταξη και μια οιονεί υποχρεωτική και συνδεδεμένη με τις αποδοχές επαγγελματική σύνταξη, η οποία παρέχεται μέσω κλαδικών συμβάσεων. Οι περισσότεροι εργαζόμενοι υπάγονται σε αυτού του είδους τα επαγγελματικά προγράμματα, τα οποία είναι προκαθορισμένων παροχών, με τον υπολογισμό των συντάξιμων αποδοχών να

πραγματοποιείται βάσει του μέσου όρου των αποδοχών του εργασιακού βίου.

### **Πολωνία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Πολωνίας μεταρρυθμίστηκε το 1999. Το νέο βασικό σύστημα το οποίο εφαρμόζεται στα άτομα που έχουν γεννηθεί από το 1968 και μετά παρέχει μια ελάχιστη δημόσια σύνταξη, ενώ συμπληρώνεται από ένα σύστημα πλασματικών λογαριασμών με βάση τις αποδοχές. Συνεπώς, το πρόγραμμα βρίσκεται σε διαδικασία μετάβασης από αναδιανεμητικό σε κεφαλαιοποιητικό. Υπάρχουν επίσης εθελοντικά προγράμματα χρηματοδοτούμενα από τον εργοδότη καθώς και ατομικά προγράμματα συνταξιοδότησης, αλλά εξαιτίας των περιορισμένων κινήτρων δεν είναι ακόμη ιδιαίτερα δημοφιλή, παρόλο που το νέο βασικό σύστημα παρέχει χαμηλά ποσοστά αναπλήρωσης. Το 2014, η Πολωνική κυβέρνηση ψήφισε νόμο με τον οποίο αποσκοπούσε στον περιορισμό της επέκτασης του δεύτερου πυλώνα συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, μέσα από τη μεταφορά του 51,5% των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών οι οποίες υπάγονται σε αυτόν, σε ομόλογα τα οποία θα χρηματοδοτούσαν το Ινστιτούτο Κοινωνικών Ασφαλίσεων.

### **Σουηδία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Σουηδίας μεταρρυθμίστηκε για τελευταία φορά το 1999. Το τρέχον σύστημα βασίζεται στο εισόδημα και περιλαμβάνει πλασματικούς ατομικούς συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς. Συνεπώς, και αυτό το ασφαλιστικό σύστημα βρίσκεται υπό μετάβαση από αναδιανεμητικό σε κεφαλαιοποιητικό. Συμπεριλαμβάνει και παροχές για τους πιο αδύναμους εισοδηματικά, διατηρώντας τον αναδιανεμητικό του χαρακτήρα, καθώς παρέχει ελάχιστη εγγυημένη σύνταξη.

### **Ελβετία**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ελβετίας αποτελείται από μια δημόσια, συνδεδεμένη με το εισόδημα ελάχιστη σύνταξη, από ένα υποχρεωτικό επαγγελματικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, το ποσοστό εισφορών στο οποίο αυξάνεται ανάλογα με την ηλικία, καθώς και από εθελοντικά προγράμματα τα οποία προσφέρονται από τις ασφαλιστικές εταιρείες και εξουσιοδοτημένα τραπεζικά ιδρύματα.

### **Ηνωμένο Βασίλειο**

Το συγκεκριμένο συνταξιοδοτικό σύστημα αποτελείται από: 1) μια κατ' αποκοπή δημόσια σύνταξη, η οποία συμπληρώνεται από μια πίστωση σύνταξης, ανάλογη με το ύψος του εισοδήματος, 2) μια σύνταξη βάσει αποδοχών, εξαρτώμενη από την αναπροσαρμοσμένη αξία του μέσου μισθού του εργασιακού βίου και 3) από εθελοντικά προγράμματα, τα οποία μπορεί να είναι επαγγελματικά ή προσωπικά. Από το 2016, η κατ' αποκοπή δημόσια σύνταξη και η σύνταξη με βάση το εισόδημα αντικαταστάθηκαν από μια ενιαία χορηγούμενη από το κράτος σύνταξη. Η αυτόματη προσχώρηση σε ιδιωτικά προγράμματα επίσης υλοποιείται σταδιακά, καθιστώντας υποχρεωτικό για τους εργοδότες να εγγράφουν τους εργαζομένους τους αυτομάτως στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, με ποσοστό εισφορών της τάξης του 8% για το 2018, παρέχοντας στους δεύτερους τη δυνατότητα να αποχωρήσουν από το πρόγραμμα εφόσον το επιθυμούν.

### **Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής**

Το συνταξιοδοτικό σύστημα των Η.Π.Α. αποτελείται από την κοινωνική ασφάλιση, η οποία στηρίζεται σε μια προοδευτική φόρμουλα παροχών με βάση τις αποδοχές όλου του εργασιακού βίου, προσαρμοσμένη στην τρέχουσα τιμή δολαρίου, η οποία συμπληρώνεται με παροχές αντιστρόφως ανάλογες των μέσων διαβίωσης του ασφαλισμένου. Ιδιαίτερα διαδεδομένα είναι τα εθελοντικά ιδιωτικά προγράμματα, τα οποία μπορεί να είναι είτε επαγγελματικά, είτε προσωπικά.

Ανακεφαλαιώνοντας, ανάμεσα στα πλέον κοινά χαρακτηριστικά των σύγχρονων συνταξιοδοτικών συστημάτων διεθνώς περιλαμβάνεται η ύπαρξη κλάδου σύνταξης προκαθορισμένων εισφορών, ο οποίος σε πολλές χώρες έχει σε μεγάλο βαθμό αντικαταστήσει τον κλάδο προκαθορισμένων παροχών. Πολλά συστήματα βρίσκονται σε μεταβατική περίοδο, από προκαθορισμένες παροχές σε συστήματα προκαθορισμένων εισφορών, τα οποία είναι ως επί το πλείστον κεφαλαιοποιητικά. Επιπρόσθετα, οι περισσότερες χώρες παρέχουν μία ελάχιστη εγγυημένη σύνταξη, η οποία συνήθως είναι κρατικά χρηματοδοτούμενη, μέσω του αναδιανεμητικού συστήματος. Τέλος, οι συντάξεις συμπληρώνονται, συνήθως σε εθελοντική



βάση, αλλά και σε αρκετές περιπτώσεις με υποχρεωτικό χαρακτήρα, από ιδιωτικά ατομικά ή από επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρατίθενται στοιχεία για τη διάρθρωση των ασφαλιστικών συστημάτων σε διάφορες χώρες από την Παγκόσμια Τράπεζα, με βάση το σύστημα των πυλώνων, όπως αυτό αρχικά διαμορφώθηκε από τον ίδιο οργανισμό και παρουσιάστηκε στην υποενότητα 6.1.1<sup>90</sup>. Συνοπτικά, στον πίνακα 6.3 τα ασφαλιστικά συστήματα χωρών του ΟΟΣΑ κατηγοριοποιούνται με βάση τους εξής πυλώνες:

- 1) Πυλώνας 0: Περιλαμβάνει τις «κοινωνικές συντάξεις» (Πυλώνας 0), στο πλαίσιο του στόχου κοινωνικής πολιτικής να προσφερθεί ένα ελάχιστο εισόδημα στους ηλικιωμένους, ως ένα «δίχτυ προστασίας»
- 2) Πυλώνας 1: Σχετίζεται κυρίως με την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση δημόσιας διαχείρισης και περιλαμβάνει συστήματα προκαθορισμένων παροχών και
- 3) Πυλώνας 2: Αποτελείται ως επί το πλείστον από τα συστήματα προκαθορισμένων εισφορών και τα υποχρεωτικά ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης.

Σε ορισμένες χώρες όπως είναι η Ισλανδία, η Ολλανδία, η Ελβετία, ο Πυλώνας 2 μπορεί να περιλαμβάνει και συνταξιοδοτικά συστήματα προκαθορισμένων παροχών. Στην Ελλάδα, η κάλυψη του συνταξιοδοτικού εισοδήματος από τους παραπάνω πυλώνες φθάνει το 91% στον Πυλώνα 1 και το 5,7% στον Πυλώνα 3 (Πίνακας 6.4), με το πρώτο ποσοστό κάλυψης να είναι ένα από τα υψηλότερα, ενώ το αντίθετο ισχύει για την κάλυψη από τον τρίτο πυλώνα.

---

<sup>90</sup> World Bank (1994) "Averting the Old Age Crisis".

Οι κρατικές ελάχιστες συντάξεις σε πολλές χώρες συμπληρώνονται, συνήθως σε εθελοντική βάση, και σε αρκετές περιπτώσεις υποχρεωτικά, από ιδιωτικά ατομικά ή από επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα

Στον Πίνακα 6.5 αποτυπώνονται αναλυτικότερα τα χαρακτηριστικά συνταξιοδοτικών συστημάτων επιλεγμένων χωρών με βάση τους πυλώνες 1,2 και 3. Δηλαδή ως προς: α) τον πρώτο πυλώνα, της γενικής (universal) κάλυψης, αναδιανεμητικού χαρακτήρα και της δεύτερης βαθμίδας (υποχρεωτική κάλυψη, ασφάλεια), β) τα προγράμματα που προσφέρονται από τον εργοδότη, (οιωνεί) υποχρεωτικά ή εθελοντικά (δεύτερος πυλώνας) και ως γ) τα εθελοντικά προγράμματα, ατομικής επιλογής (τρίτος πυλώνας).

**Πίνακας 6.2: Κατάταξη χωρών του ΟΟΣΑ υψηλού εισοδήματος με βάση το σύστημα πυλώνων.**

Χώρες ΟΟΣΑ υψηλού εισοδήματος	Πυλώνας 0		Πυλώνας 1		Πυλώνας 2	
Αυστραλία	T		-		DC	
Αυστρία	-		DB		-	
Βέλγιο	T	m	DB		-	
Καναδάς	T, B		DB		-	
Δανία	T, B		-		-	
Φινλανδία	-	m	DB		-	
Γαλλία	-	m	DB		-	
Γερμανία	-		DB		-	
Ελλάδα	-	m	DB		-	
Ισλανδία	T, B		-		DB	
Ιρλανδία	B		-		-	
Ισραήλ	U, T		-		DC	
Ιταλία	-		NDC		-	
Ιαπωνία	B		DB		-	
Λουξεμβούργο	B	m	DB		-	
Ολλανδία	B		-		DB	
Νέα Ζηλανδία	U		-		-	
Νορβηγία	B	m	DB		DC	Op
Πορτογαλία	-	m	DB		-	
Ισπανία	-	m	DB		-	
Σουηδία	-	m	NDC		DC	Op
Ελβετία	-	m	DB		DB	
Ηνωμένο Βασίλειο	T, B	m	DB		-	
Ηνωμένες Πολιτείες	T		DB		-	

Πυλώνας 0: Συχνά αποκαλείται «κοινωνικές συντάξεις». Μπορεί να έχει τη μορφή: 1) (T) Στοχοθετημένων προγραμμάτων, τα οποία αποφέρουν οφέλη μόνο σε όσους έχουν τα χαμηλότερα εισοδήματα γήρατος, 2) (B) Βασικής σύνταξης η οποία έγκειται είτε σε ένα κατ'αποκοπή ποσό, είτε εξαρτώμενο από τα έτη εργασίας και 3) (U) Καθολικών κοινωνικών συντάξεων χωρίς εισφορές και χωρίς να συνδέονται με το εισόδημα, για το σύνολο του πληθυσμού άνω μιας συγκεκριμένης ηλικίας συνταξιοδότησης.

Πυλώνας 1: Υποχρεωτικά προγράμματα δημόσιας διαχείρισης. 1) συστήματα καθορισμένων παροχών (DB) 2) Πλασματικά συστήματα προκαθορισμένων εισφορών (NDC), 3) Ταμεία Προνοίας / Δημόσια διαχειριζόμενα συστήματα προκαθορισμένων εισφορών (DB), όπου οι παροχές εξαρτώνται από το ποσό των εισφορών και τις αποδόσεις των επενδύσεων που κερδίζουν.

Πυλώνας 2: Υποχρεωτικά ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης, είτε κεφαλαιοποιητικά (DC) είτε προκαθορισμένων οφειλών (DB).

PO: έχει σταματήσει.

Co: Συμπληρωματικό πρόγραμμα

Op: Προαιρετικό

m (Ελάχιστες Συντάξεις): Η αξία των δικαιωμάτων καθορίζεται μόνο από το συνταξιοδοτικό εισόδημα.

Πηγή: World Bank, pensions data. Επεξεργασία IOBE

**Πίνακας 6.3: Ποσοστό συνταξιοδοτικού εισοδήματος με βάση τους πυλώνες, σε επιλεγμένες χώρες**

Χώρα	% συνταξιοδοτικού εισοδήματος			Διάμεσος πλούτου σε Ατομικά Συνταξιοδοτικά Προγράμματα (σύνολο ατόμων) (PPP*-σε €)
	Πυλώνας 1	Πυλώνας 2	Πυλώνας 3	
Γερμανία	88.1	4.3	5.3	24.281
Σουηδία	76.6	15.1	5.9	14.535
Ολλανδία	58.3	29.4	11.7	
Ισπανία	94.9	0.0	2.5	13.528
Ιταλία	90.9	0.0	6.9	15.880
Γαλλία	75.4	19.8	3.5	16.803
Δανία	72.6	17.4	7.8	10.620
Ελλάδα	90.9	0.0	5.7	1.764

\* μονάδες αγοραστικής δύναμης

Πηγή: World Bank, pensions data. Επεξεργασία IOBE

**Πίνακας 6.4: Αναλυτική περιγραφή 1<sup>ου</sup>, 2<sup>ου</sup> και 3<sup>ου</sup> πυλώνα συνταξιοδοτικού συστήματος σε επιλεγμένες χώρες.**

Χώρα	Πρώτος (δημόσιος) πυλώνας					Δεύτερος (επαγγελματικός) πυλώνας			Τρίτος (ατομικός) πυλώνας	
	Πρώτη βαθμίδα Γενική (universal) κάλυψη, αναδιανεμητικού χαρακτήρα			Δεύτερη βαθμίδα, Υποχρεωτική κάλυψη, ασφάλεια		Προγράμματα που προσφέρονται από τον εργοδότη, (οιονεί) υποχρεωτικά ή εθελοντικά			Εθελοντικά προγράμματα, προσωπικής επιλογής	
	Εξαρτώμενη από τους πόρους	Βασική	Ελάχιστη	Δημόσιου χαρακτήρα	Ιδιωτικού χαρακτήρα	Εισφορές	Τύπος	Χρηματοδότηση/ σύστημα	Τύπος	Χρηματοδότηση/ σύστημα
Αυστρία	✓			DB		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Βέλγιο	✓		✓	DB		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Δανία	✓	✓			DC	Οιονεί υποχρεωτικές	DB and DC	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Γαλλία	✓		✓	DB και points		Οιονεί υποχρεωτικές	DB	Μερικώς κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Γερμανία	✓			Points		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Ελλάδα	✓		✓	DB		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Ιταλία	✓			NDC		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Ολλανδία		✓			DB	Οιονεί υποχρεωτικές	DB	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Ισπανία			✓	DB		Εθελοντικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Σουηδία			✓	NDC	DB and DC	Οιονεί υποχρεωτικές	DB and DC	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό
Ελβετία	✓		✓	DB	DB	Υποχρεωτικές	DB	Μερικώς ή πλήρως κεφαλαιοποιητικό	DC	Πλήρως κεφαλαιοποιητικό

DB: defined benefit (προκαθορισμένων παροχών), DC: defined contribution (προκαθορισμένων εισφορών)

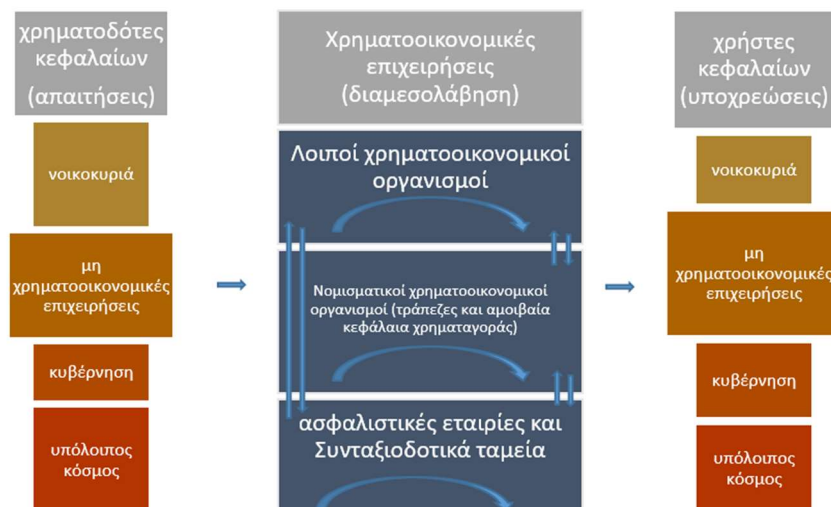
Πηγή: Julia De Blanc. 2011. The third pillar in Europe: institutional factors and individual decisions DEUTSCHE BUNDESBANK Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 09/2011

## 6.2 Αποταμιευτικά προϊόντα στην Ελλάδα και διεθνώς

### 6.2.1. Σύνδεση αποταμιευτικών προϊόντων με επενδύσεις σε κεφαλαιαγορές

Στο διάγραμμα που ακολουθεί (Διάγραμμα 6.8) απεικονίζονται οι βασικές χρηματοροές της οικονομίας. Επί της ουσίας, οι χρηματοδότες, αλλά ταυτόχρονα και οι χρήστες των κεφαλαίων είναι τα νοικοκυριά, οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, το Κράτος και ο υπόλοιπος κόσμος σε μία ανοικτή οικονομία. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, νομισματικοί, όπως οι τράπεζες και τα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά και οι λοιποί μη νομισματικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, καθώς και οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν διαμεσολαβητικό ρόλο μεταξύ των χρηματοδοτών και των χρηστών των κεφαλαίων.

**Διάγραμμα 6.8: Χρηματοδοτικές ροές της οικονομίας**



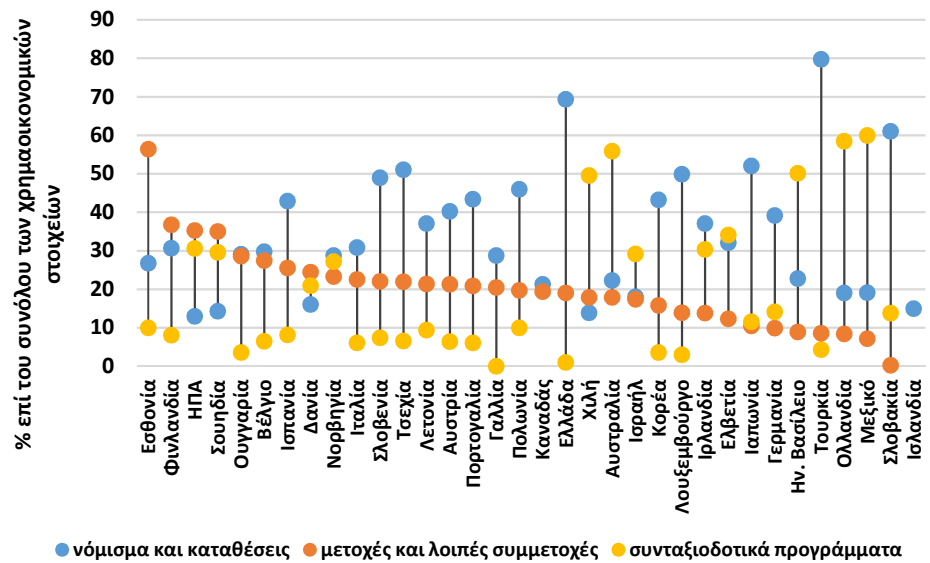
**Πηγή:** Eurostat (2014), "Financial assets and non-financial corporations".

Όπως αναδείχθηκε στην προηγούμενη υποενότητα, τα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ελλάδα υπάγονται κυρίως στον πρώτο πυλώνα και η επενδυτική τους δραστηριότητα είναι περιορισμένη. Τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα εγχωρίως είναι πολύ λίγα. Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα στοιχεία σχετικά με τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα στις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. και η κατάταξη της Ελλάδας ανάμεσα σε αυτές. Σύμφωνα με τη σχετική κατάταξη, η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους ουραγούς στη ζήτηση ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ως

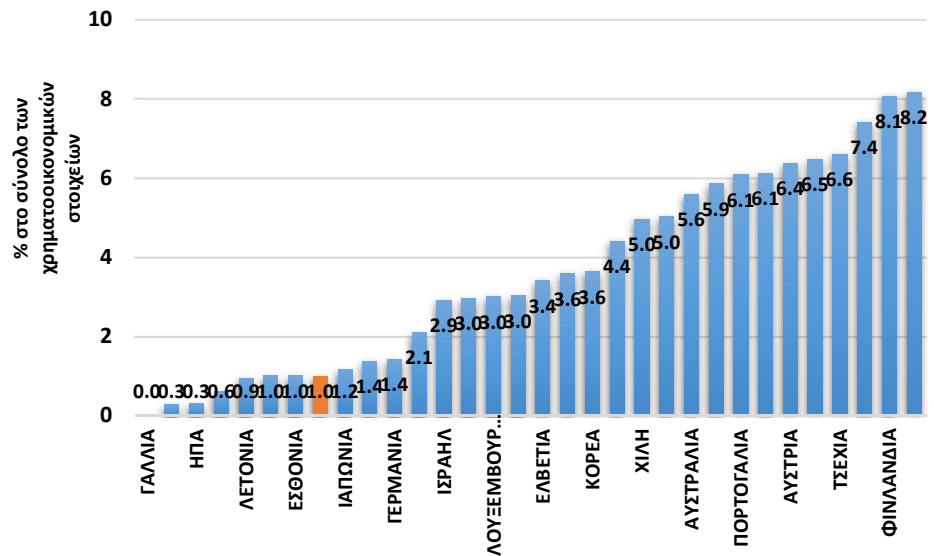
προς το σύνολο των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών στοιχείων, αφού τα επιλέγει μόλις το 1% των αποταμιευτών. Οι Έλληνες προτιμούν τη διακράτηση των χρημάτων τους σε νομίσματα και απλές καταθέσεις, σε ποσοστό της τάξης του 69,4%, το δεύτερο υψηλότερο μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών του Ο.Ο.Σ.Α., μετά την Τουρκία (79,8%). Επιπλέον, ένα μεγάλο ποσοστό από τις χώρες που παρουσιάζουν τα υψηλότερα ποσοστά διακράτησης πλούτου σε νομίσματα και καταθέσεις, τείνουν να έχουν ταυτόχρονα και τα χαμηλότερα ποσοστά σε συνταξιοδοτικά προγράμματα ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων (Διάγραμμα 6.9).

Εκτός από την Ελλάδα και την Τουρκία, σε αυτό το σύνολο χωρών υπάγονται χώρες όπως η Σλοβακία, η Ιαπωνία, η Τσεχία, το Λουξεμβούργο, η Σλοβενία, η Πορτογαλία, κ.ά. Αντιθέτως, υπάρχουν χώρες με πολύ υψηλά ποσοστά συμμετοχής σε ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα όπως οι Η.Π.Α., η Χιλή, η Σουηδία, η Ολλανδία, η Αυστραλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, στις οποίες η διακράτηση χρήματος σε νομίσματα και καταθέσεις είναι πολύ χαμηλότερη. Ωστόσο, υπάρχει και μια ενδιάμεση κατηγορία χωρών, στην συμπεριλαμβάνονται η Νορβηγία, η Ελβετία, η Ιρλανδία, όπου η συμμετοχή στα συνταξιοδοτικά προγράμματα και η διακράτηση χρήματος σε νομίσματα και καταθέσεις επιλέγονται από παραπλήσια ποσοστά του πληθυσμού. Επισημαίνεται ότι στην Ελλάδα, όπου τα ποσοστά συμμετοχής σε συνταξιοδοτικά προγράμματα και καταθέσεις είναι διαμετρικά αντίθετα, η διακράτηση πλούτου με μορφή μετοχών και λοιπών συμμετοχών βρίσκεται στο 19%, ποσοστό το οποίο και αυτό είναι από τα χαμηλότερα στις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α., με το χαμηλότερο να καταγράφεται στην Σλοβακία (0,3%) και στο Μεξικό (7%) και το υψηλότερο στην Εσθονία (56,4%), την Φινλανδία (36,8%) και τις Η.Π.Α. (35,3%)

**Διάγραμμα 6.10: Νομίσματα και καταθέσεις, συνταξιοδοτικά προγράμματα, μετοχές ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χώρες-μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (2015)**

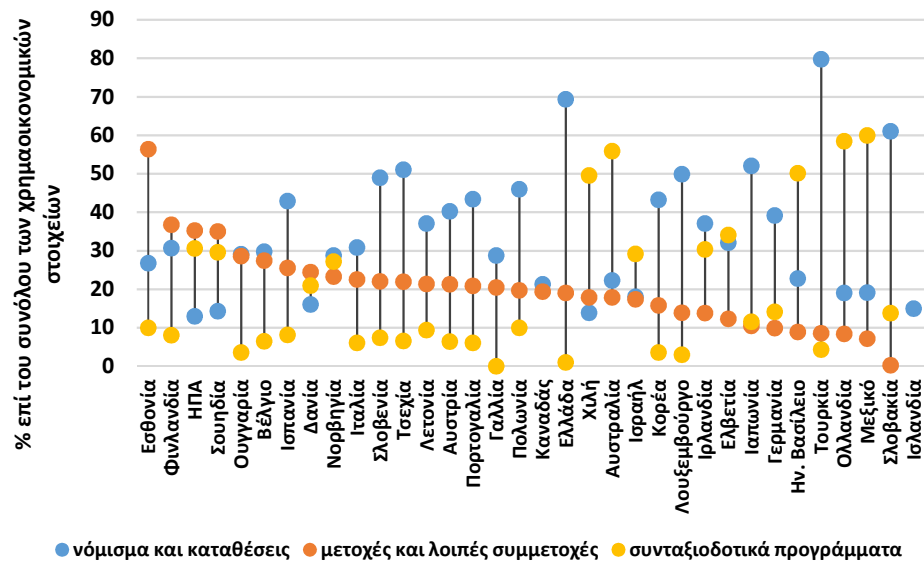


**Διάγραμμα 6.9: Συνταξιοδοτικά προγράμματα ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χώρες-μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (2015)**



Πηγή: Ο.Ο.Σ.Α., Household financial assets, **Επεξεργασία:** Ι.Ο.Β.Ε.

**Διάγραμμα 6.10: Νομίσματα και καταθέσεις, συνταξιοδοτικά προγράμματα, μετοχές ως προς το σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων στις χώρες-μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. (2015)**



Πηγή: Ο.Ο.Σ.Α., Household financial assets, **Επεξεργασία:** I.O.B.E.

Τα ευρωπαϊκά νοικοκυριά εξακολουθούν να επενδύουν μόνο ένα περιορισμένο ποσοστό του χρηματοοικονομικού πλούτου τους απευθείας σε εισηγμένες μετοχές, ομόλογα και επενδυτικά κεφάλαια. Σε 22 από τα 28 κράτη μέλη της Ε.Ε., λιγότερο από το 5% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών διακρατούνται σε ομόλογα ή εισηγμένες μετοχές. Οι μεγαλύτερες επενδύσεις σε εισηγμένες μετοχές καταγράφονται στη Φινλανδία, την Ισπανία και τη Σουηδία και σε ομόλογα στην Ιταλία, την Μάλτα και την Ουγγαρία.

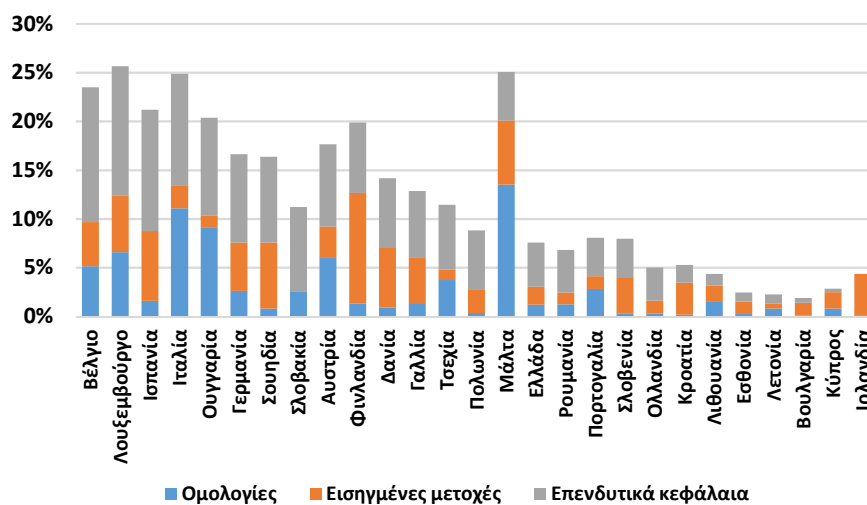
Μια εναλλακτική επιλογή η οποία συνήθως χρησιμοποιείται για άμεσες επενδύσεις στις κεφαλαιαγορές είναι τα επενδυτικά κεφάλαια. Σε πολλές χώρες, τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν ανατεθεί σε επενδυτικά κεφάλαια αντιστοιχούν περίπου στο άθροισμα των περιουσιακών στοιχείων που επενδύονται απευθείας σε εισηγμένες μετοχές και χρεωστικούς τίτλους. Περίπου στα μισά κράτη μέλη της Ε.Ε., τα νοικοκυριά διακρατούν λιγότερο από το 5% των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού τους με τη μορφή επενδυτικών κεφαλαίων (Διάγραμμα 6.11). Από τις χώρες της Ε.Ε., οι επενδύσεις νοικοκυριών σε εισηγμένους τίτλους είναι υψηλότερες στο Βέλγιο, την Ισπανία και την Ουγγαρία, όπου



ξεπερνούν το 10% των συνολικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Σε όλα τα κράτη μέλη εκτός της Γερμανίας, της Ουγγαρίας, της Αυστρίας και της Ρουμανίας, τα νοικοκυριά διακρατούν περισσότερες μη εισηγμένες μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τις εισηγμένες μετοχές, γεγονός που αντικατοπτρίζει εν πολλοίς τη σημασία της οικογενειακής επιχείρησης στο ευρωπαϊκό περιβάλλον.

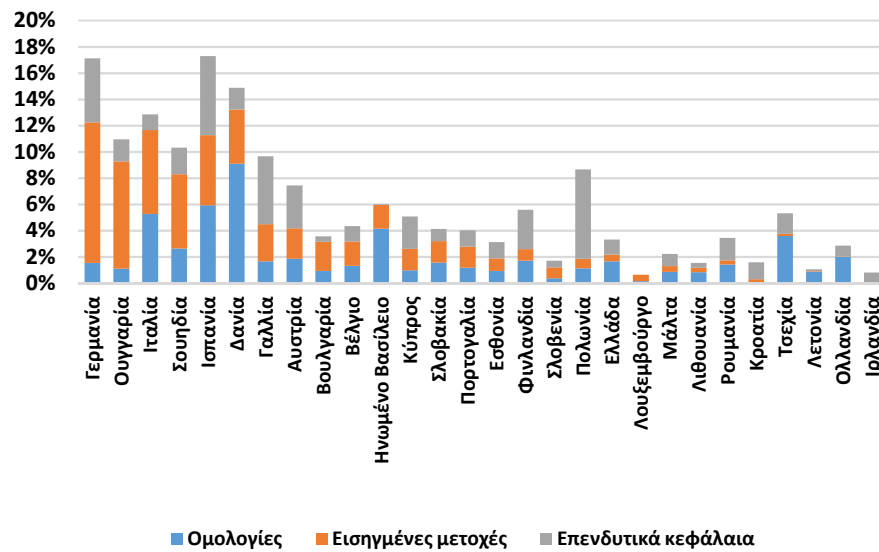
Αντίστοιχα, για τους μη χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, το ποσοστό διακράτησης περιουσιακών στοιχείων σε εισηγμένες μετοχές είναι πολύ χαμηλό στην Ελλάδα, στο οριακό 1% ως προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Παραπλήσιο είναι και το ποσοστό διακράτησης επενδυτικών κεφαλαίων, με το αντίστοιχο ποσοστό για τα ομόλογα να βρίσκεται στο 2% (Διάγραμμα 6.12).

**Διάγραμμα 6.11: Περιουσιακά στοιχεία νοικοκυριών: διακράτηση χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων σαν ποσοστό του συνόλου**



Πηγή: Eurostat (2015), “Financial assets and non-financial corporations”.

**Διάγραμμα 6.12: Περιουσιακά στοιχεία μη χρηματοοικονομικών οργανισμών: διακράτηση χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων σαν ποσοστό του συνόλου**



**Πηγή:** Eurostat (2014), “Financial assets and non-financial corporations”.

Τα εμπορεύσιμα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία φαίνεται να προτιμώνται έναντι των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών προϊόντων ως περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών, ιδίως στα κράτη μέλη με υψηλότερα επίπεδα εισοδήματος (Πίνακας 6.2). Τα νοικοκυριά με υψηλό ποσοστό εμπορεύσιμων χρηματοπιστωτικών τίτλων επί του συνόλου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών τους στοιχείων, δηλαδή τίτλους εισηγμένων μετοχών, ομολόγων και επενδυτικών κεφαλαίων παρουσιάζονται στα κράτη μέλη με υψηλό εισόδημα. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ του μεριδίου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών σε εμπορεύσιμους τίτλους και του επιπέδου του εισοδήματός τους είναι λιγότερο σαφής από ό,τι για άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Το μεγαλύτερο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται σε εμπορεύσιμους χρηματοπιστωτικούς τίτλους σημειώνεται στην Ιταλία, τη Φινλανδία, τη Μάλτα και το Βέλγιο. Στις περιπτώσεις του Βελγίου και της Ιταλίας, αυτό το γεγονός εξηγείται εν μέρει από τη μεγάλη προσφορά κρατικών ομολόγων. Τα διαθέσιμα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial instruments) φαίνεται να αποτελούν ιδιαίτερα ισχυρά υποκατάστατα των τοποθετήσεων σε ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία στα κράτη μέλη της Ε.Ε. με υψηλότερα επίπεδα εισοδήματος. Για παράδειγμα, η Φινλανδία, η Ιταλία,

το Βέλγιο και η Μάλτα συνδυάζουν την υψηλή κατάταξή τους σε προϊόντα της χρηματοπιστωτικής αγοράς με χαμηλή συμμετοχή στα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προϊόντα. Η κατάταξη είναι αντίστροφη για το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ολλανδία, την Ιρλανδία και την Δανία.

Η άνοδος του επιπέδου των εισοδημάτων σε ευρωπαϊκές χώρες των οποίων η οικονομία συγκλίνει στο μέσο όρο της Ε.Ε. μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ζήτηση των νοικοκυριών για προϊόντα μη τραπεζικής αποταμίευσης στο μέλλον. Το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατανομή των αποταμιεύσεών τους σε μη τραπεζικές επιχειρήσεις ενισχύεται καθώς αυξάνεται ο πλούτος τους. Επομένως, τα κράτη μέλη που εξακολουθούν να έχουν χαμηλά εισοδήματα ενδέχεται να παρουσιάσουν αυξανόμενη ζήτηση στο μέλλον για μη τραπεζικά προϊόντα, καθώς η οικονομία τους θα ανακάμπτει. Ο βαθμός στον οποίο τα νοικοκυριά σε αυτές τις χώρες θα μετακινηθούν αποταμιευτικά προς τις ασφαλιστικές εταιρείες και τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα ή προς τα προϊόντα της κεφαλαιαγοράς θα εξαρτηθεί από τους ειδικούς σε κάθε χώρα παράγοντες, ιδίως από τα φορολογικά κίνητρα και το κόστος της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία του Ο.Ο.Σ.Α., το 2015, η Ελλάδα παρουσίασε αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, της τάξης του 3% (Διάγραμμα 6.13). Μεταξύ των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α., όλες όσες είχαν αρνητικό ρυθμό μεταβολής στο πραγματικό τους διαθέσιμο εισόδημα το 2010, παρουσίασαν θετική μεταβολή το 2015, με εξαίρεση την Ελλάδα. Από την άλλη πλευρά, ο συνεχώς αρνητικός ρυθμός μεταβολής στο πραγματικό καθαρό διαθέσιμο εισόδημα των ελληνικών νοικοκυριών την περίοδο 2010-2015 είναι φθίνων (Διάγραμμα 6.14). Η υποχώρησή του στο τελευταίο έτος αυτής της περιόδου ήταν η μικρότερη από την έναρξη της πτώσης του το 2010, με εξαίρεση το 2014, στο οποίο δεν μεταβλήθηκε σε σύγκριση με την προηγούμενη χρονιά. Δεδομένης της στασιμότητας του Α.Ε.Π. το 2016 σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα ετήσια στοιχεία Εθνικών Λογαριασμών της ΕΛ.ΣΤΑΤ. (-0,05%), όπως περίπου συνέβη το 2015 (+0,3%), είναι αρκετά πιθανό ότι η κάμψη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος θα είναι ίδιας ή μικρότερης έκτασης από ότι στο

*Τα κράτη μέλη που εξακολουθούν να έχουν χαμηλά εισοδήματα ενδέχεται να παρουσιάσουν αυξανόμενη ζήτηση στο μέλλον για μη τραπεζικά προϊόντα, καθώς η οικονομία τους θα ανακάμπτει*

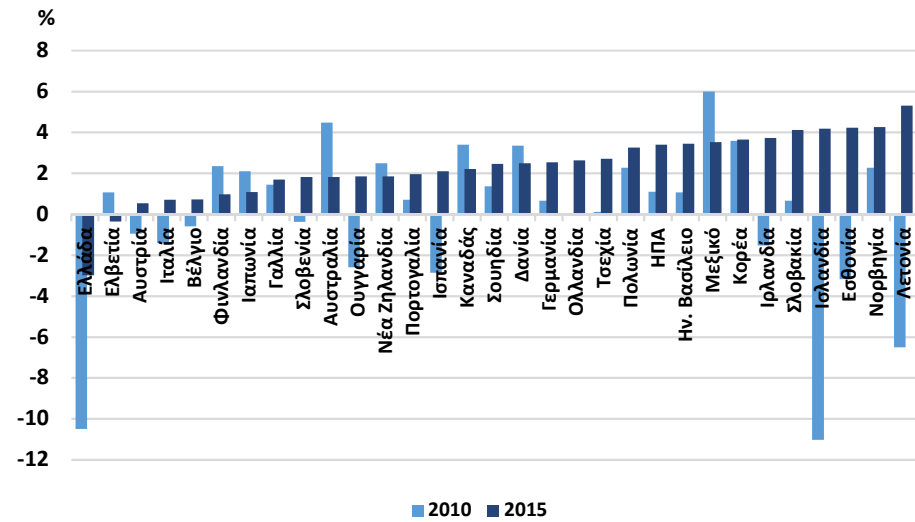
2015.<sup>91</sup> Επιπλέον, εφόσον επαληθευτούν οι προβλέψεις διεθνών οργανισμών για ανάπτυξη το 2017 και το 2018, με ρυθμό αύξησης του Α.Ε.Π. της τάξης του 2,0%-2,5%, δεν αποκλείεται μια άνοδος του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος.<sup>92</sup> Εάν αυτή η εξέλιξη λάβει χώρα και συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια, τότε, λαμβάνοντας υπόψη και τη διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων σε άλλες χώρες της Ε.Ε. ανάλογα με την τάση του εισοδήματος, είναι αρκετά πιθανό να σημειωθεί μια αναδιάρθρωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών στην Ελλάδα, προς μη τραπεζικά, άρα και χρηματιστηριακά, προϊόντα.

---

<sup>91</sup> ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2017), “Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί 2016”, 1<sup>η</sup> εκτίμηση, 08/03/2017.

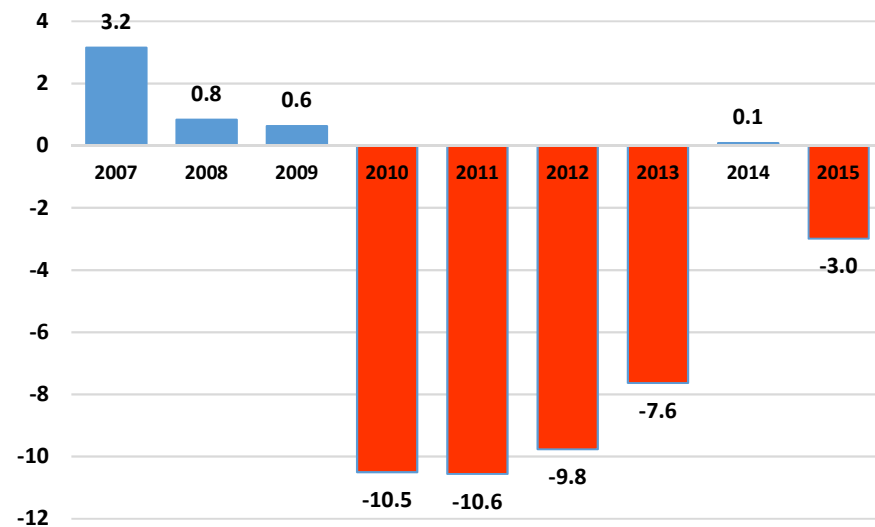
<sup>92</sup> European Commission (2017), “European Economic Forecasts, Spring 2017”, Institutional Paper 53.

**Διάγραμμα 6.13: Ρυθμός μεταβολής πραγματικού καθαρού διαθέσιμου εισοδήματος νοικοκυριών (2015)**



Πηγή: Ο.Ο.Σ.Α., Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

**Διάγραμμα 6.14: Ρυθμός μεταβολής πραγματικού καθαρού διαθέσιμου εισοδήματος ελληνικών νοικοκυριών, 2007-2015**



Πηγή: Ο.Ο.Σ.Α., Επεξεργασία: Ι.Ο.Β.Ε.

Σε ότι αφορά τη διάρθρωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, των Μη Χρηματοοικονομικών Επιχειρήσεων (Μ.Χ.Ε.), οι οποίες σε πολλά κράτη μέλη της Ε.Ε. έχουν σταδιακά από το 2009 εξελιχθεί από δανειολήπτες σε σημαντικές πηγές αποταμίευσης για την οικονομία,<sup>93</sup> το

<sup>93</sup> Ο επιχειρηματικός τομέας αποτελεί πλέον καθαρό δανειστή σε όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε. εκτός του Βελγίου, της Τσεχίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Κροατίας, της Πορτογαλίας και της Σουηδίας. Μια

ποσοστό των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων που διατηρούνται υπό μορφή καταθέσεων είναι συνήθως υψηλότερο σε κράτη μέλη με χαμηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα. Σε σύγκριση με τα νοικοκυριά, οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις διατηρούν χαμηλότερο τμήμα των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού τους με τη μορφή καταθέσεων. Πάρα ταύτα, το συγκεκριμένο ποσοστό υπερβαίνει το 5% του συνολικού ενεργητικού σε όλα τα κράτη μέλη. Επιπλέον, ο ρόλος των καταθέσεων για τις επιχειρήσεις είναι διαφορετικός από ότι για τα νοικοκυριά. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν νομίσματα και τραπεζικές καταθέσεις όχι ως μέσο αποταμίευσης, αλλά για να εξασφαλίσουν τη ρευστότητά τους. Παρόλο που οι τραπεζικές καταθέσεις είναι απαραίτητες για συναλλαγές, το γεγονός ότι αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 40% των συνολικών στοιχείων ενεργητικού των επιχειρήσεων σε ορισμένα κράτη μέλη (Βουλγαρία, Τσεχική Δημοκρατία, Ελλάδα, Κροατία, Λιθουανία, Ρουμανία), υποδηλώνει την έντονη τάση σε αυτές τις χώρες υπέρ της διατήρησης τέτοιου τύπου χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι εταιρείες εν γένει επενδύουν λιγότερο από τα νοικοκυριά σε ασφάλειες, συνταξιοδοτικά προϊόντα, επενδυτικά κεφάλαια και εισηγμένες μετοχές από τα νοικοκυριά, ενώ κατέχουν περισσότερες μη εισηγμένες μετοχές, άλλες μετοχές και άλλα είδη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι μη εισηγμένες μετοχές αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 30% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των Μ.Χ.Ε. στην Γαλλία, την Σουηδία, την Φινλανδία καθώς και στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Τα λοιπά στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν κυρίως δάνεια, εμπορικές πιστώσεις και απαιτήσεις/υποχρεώσεις.

---

καθαρή δανειοδοτική θέση σημαίνει ότι οι Μ.Χ.Ε. σημειώνουν καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, ήτοι τα πλεονάσματά τους τα οποία απορροφώνται από εταιρείες με χρηματοδοτικές ανάγκες οι οποίες διαθέτουν διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ή από άλλους τομείς, όπως π.χ. κυβερνήσεις ή ξένες επιχειρήσεις, ξεπερνούν τον δανεισμό τους.

**Πίνακας 6.5: Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία: νοικοκυριά (N) και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ)**

Χώρα	Μετρητά και καταθέσεις		Ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία		Επενδυτικά κεφάλαια		Ομόλογα		Εισηγμένες μετοχές		Μη εισηγμένες μετοχές		Άλλα ίδια κεφάλαια		Άλλα περιουσιακά στοιχεία	
	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ	N	ΜΧΕ
Βέλγιο	31,2	11,5	23,3	1,0	12,5	1,2	6,5	0,8	4,1	8,5	14,4	23,6	6,8	3,7	1,2	49,7
Βουλγαρία	38,1	43,8	6,9	0,4	0,5	4,5	0,0	1,4	0,9	1,9	18,2	10,7	25,0	2,9	10,4	34,3
Τσεχία	50,9	46,5	13,2	1,4	5,6	1,5	3,9	4,0	1,1	0,1	12,2	11,3	8,4	1,4	4,7	33,9
Δανία	16,4	7,4	50,4	0,9	7,3	5,3	1,6	6,1	6,1	3,1	9,8	23,6	7,7	15,1	0,7	38,5
Γερμανία	39,3	13,5	36,8	1,6	9,5	4,5	3,8	1,6	4,7	10,7	1,3	27,8	3,9	19,5	0,7	20,7
Εσθονία	27,3	27,6	10,9	0,8	0,8	1,2	0,1	2,0	1,0	0,4	55,2	16,7	0,0	3,0	4,7	48,3
Ιρλανδία	36,7	9,7	45,9	0,3	0,0	0,0	0,1	0,5	4,0	0,0	10,1	49,5	-	-	3,2	40,1
<b>Ελλάδα</b>	<b>66,5</b>	<b>64,7</b>	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>20,2</b>	<b>19,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,2</b>	<b>12,8</b>
Ισπανία	43,0	24,6	16,2	2,2	11,4	6,2	1,3	4,5	8,3	5,8	13,9	27,0	3,8	7,2	2,1	22,5
Γαλλία	28,5	18,3	35,6	1,9	6,8	6,3	1,9	2,1	4,0	3,3	8,6	35,6	8,9	3,1	5,7	29,4
Κροατία	57,8	47,7	22,1	3,4	1,7	1,5	0,2	0,0	3,6	0,5	2,4	21,6	9,7	2,3	2,6	22,8
Ιταλία	32,0	27,2	18,5	1,7	8,0	0,9	16,5	5,8	2,1	9,3	10,8	3,3	11,4	32,7	0,7	19,0
Κύπρος	56,0	35,9	7,3	1,1	0,0	0,1	1,4	3,5	1,6	1,0	31,5	21,5	0,0	6,5	2,2	30,5
Λετονία	30,1	38,4	12,2	1,4	1,1	0,2	0,9	2,6	0,2	0,0	-	-	-	-	55,5	57,4
Λιθουανία	36,1	42,5	7,8	0,8	0,9	0,2	3,4	1,4	1,7	0,2	39,1	9,4	0,4	0,0	10,5	45,5
Λουξεμβούργο	54,8	5,9	15,2	0,1	9,6	0,3	5,5	1,0	5,8	0,2	8,5	70,9	0,1	0,0	0,5	21,6
Ουγγαρία	29,4	25,0	9,1	0,6	10,8	2,0	8,5	2,3	1,2	9,3	3,5	18,9	23,6	0,9	13,9	40,9
Μάλτα	49,3	34,0	10,1	0,6	3,1	0,8	15,2	0,7	6,2	0,7	9,6	26,7	0,0	0,0	6,5	36,5
Ολλανδία	22,1	18,4	62,1	2,1	2,9	0,2	0,7	2,2	1,4	0,0	7,7	42,6	0,8	0,4	2,4	34,0
Αυστρία	41,4	18,6	20,8	2,0	8,6	3,4	7,3	2,2	3,3	2,7	0,5	10,0	15,7	36,0	2,4	25,0
Πολωνία	44,0	35,4	26,5	3,1	5,6	4,3	0,3	1,7	2,9	0,8	5,6	2,2	13,0	8,7	2,2	43,9
Πορτογαλία	44,5	21,8	19,6	1,8	3,6	1,7	4,0	1,1	1,6	2,6	7,4	17,7	10,9	1,0	8,5	52,3
Ρουμανία	28,7	54,3	4,2	1,5	3,4	1,2	0,6	0,4	3,8	0,6	21,8	3,0	16,5	0,2	21,0	38,8
Σλοβενία	49,1	27,1	16,8	2,2	3,6	0,6	0,7	0,5	3,9	1,0	3,2	2,2	15,1	13,0	7,7	53,4
Τη Σλοβακία	63,1	20,2	22,2	0,7	6,5	0,1	1,9	5,1	0,0	0,8	0,2	25,7	0,0	5,8	6,1	41,6
Φινλανδία	31,5	16,4	17,1	1,7	9,1	3,0	3,6	2,0	13,1	0,7	18,4	41,7	5,0	1,0	2,2	33,5
Σουηδία	14,0	15,0	39,2	1,0	8,1	1,7	1,0	2,8	7,1	4,5	10,6	40,5	18,9	0,6	1,1	33,9
Ηνωμένο Βασίλειο	23,8	31,5	59,2	0,2	4,2	0,0	0,8	5,4	3,3	1,5	3,4	4,1	2,0	38,7	3,4	18,6

Πηγή: Eurostat (2014), "Financial assets and non-financial corporations".

## 6.2.2. Επενδυτικές επιλογές συνταξιοδοτικών ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών, στην Ελλάδα και διεθνώς

Στην τρέχουσα ενότητα παρατίθενται οι επιλογές των συνταξιοδοτικών ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις τους, ανά χώρα και συγκεντρωτικά. Ο πίνακας 6.7 περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις των ασφαλιστικών εταιρειών και συνταξιοδοτικών ταμείων, στο σύνολο των χωρών της Ευρωζώνης στο τέλος Μαρτίου του τρέχοντος έτους και πριν ένα έτος. Τα στοιχεία έχουν ληφθεί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.<sup>94</sup> Από τα στοιχεία του ενεργητικού στο σύνολο των ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών, ξεχωρίζουν αυτά που είναι τοποθετημένα σε επενδυτικά κεφάλαια (Investment funds) και non-money market funds, ενώ ακολουθούν τα χρεόγραφα και το μετοχικό κεφάλαιο. Οι έντονα ανοδικές τάσεις στα δύο πρώτα μεγέθη είναι και αυτές που διαμορφώνουν την τάση στο σύνολο του ενεργητικού.

**Πίνακας 6.6: Συγκεντρωτικός πίνακας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων των ασφαλιστικών εταιρειών και συνταξιοδοτικών ταμείων**

		31/3/2017	31/3/2016
<b>A00</b>	<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>2,446,270</b>	<b>2,347,785</b>
A1N	Νόμισμα και καταθέσεις - ονομαστική αξία	190,123	195,829
A2N	Δάνεια - ονομαστική αξία	59,759	65,120
A30	Χρεόγραφα	579,876	584,830
A40	Τεχνικά αποθεματικά ασφαλειών και σχετικές απαιτήσεις (Insurance technical reserves and related claims)	23,042	27,600
A50	Μετοχικό κεφάλαιο	315,306	279,944
A60	Investment funds/ μονάδες μεριδίων	1,112,704	992,678
A61	Money market funds/μονάδες μεριδίων	13,724	10,965
A62	Non-money market funds/ μονάδες μεριδίων	1,093,307	981,713
A70	Χρηματοοικονομικά παράγωγα	74,059	116,259
A80	Μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	46,707	42,628
A90	Άλλα περιουσιακά στοιχεία	44,693	42,898

<sup>94</sup> Η βάση δεδομένων της ΕΚΤ δεν διαθέτει στοιχεία για τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις των ασφαλιστικών εταιρειών και συνταξιοδοτικών ταμείων ανά χώρα



L00	Σύνολο υποχρεώσεων	2,446,270	2,347,785
L20	Δάνεια	27,742	27,299
L30	Εκδοθέντα χρεόγραφα	0	0
L40	Τεχνικά αποθεματικά ασφαλειών	2,226,857	2,216,950
L43	Συνταξιοδοτικά δικαιώματα	2,226,248	2,216,362
L43B	Συνταξιοδοτικά δικαιώματα προκαθορισμένων παροχών	1,875,084	1,877,132
L43C	Συνταξιοδοτικά δικαιώματα προκαθορισμένων εισφορών	262,735	249,558
L43H	Συνταξιοδοτικά δικαιώματα - υβριδικά συστήματα	87,877	89,127
L50	Μετοχικό κεφάλαιο	116,730	10,179
L70	Χρηματοοικονομικά παράγωγα	33,641	37,286
L90	Λοιπές υποχρεώσεις	41,299	56,071

Πηγή: ECB. Επεξεργασία IOBE

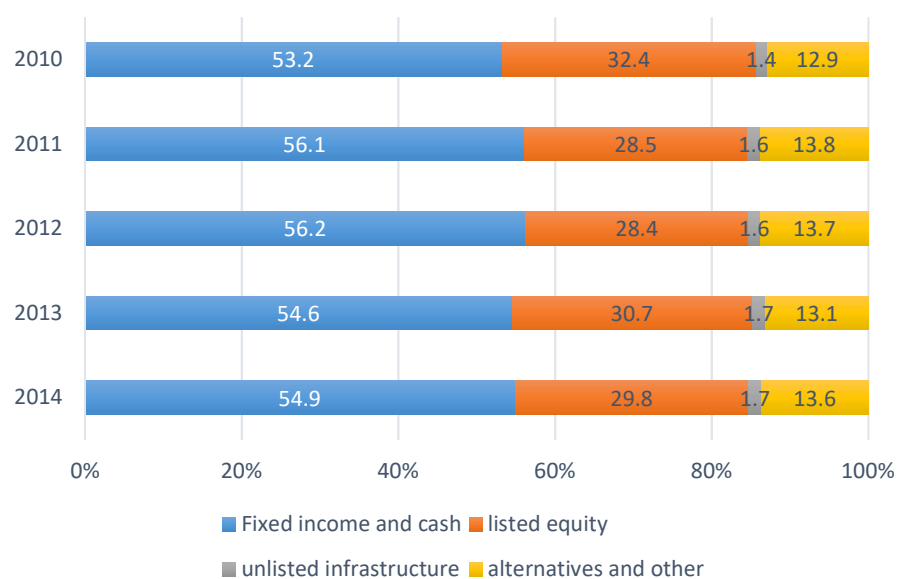
Στα διαγράμματα που ακολουθούν, τα στοιχεία των οποίων έχουν ληφθεί από έρευνα του ΟΟΣΑ, αποτυπώνεται η μέση διαχρονική επενδυτική κατανομή (τοποθετήσεις) επιλεγμένων συνταξιοδοτικών ταμείων (Public Pension Reserve Funds, εφεξής PPRF), ομαδοποιημένων στα μεγάλα ταμεία (Large Pension Funds, εφεξής LPF) και τα δημόσια ταμεία αποθεματικών. Η τάση που καταγράφεται προκύπτει από έρευνα που έγινε σε δείγμα 99 διεθνών LPF και PPRF. Από την έρευνα προκύπτει μια σαφής αύξηση των εναλλακτικών επιλογών μετά το 2011, τόσο μεταξύ των LPF όσο και των PPRF. Ενώ οι τοποθετήσεις σε εναλλακτικές λύσεις έχουν αυξηθεί, οι LPF δεν έχουν στραφεί στις αγορές μετοχών προκειμένου να αυξήσουν τις μέσες αποδόσεις τους, όπως οι PPRF.

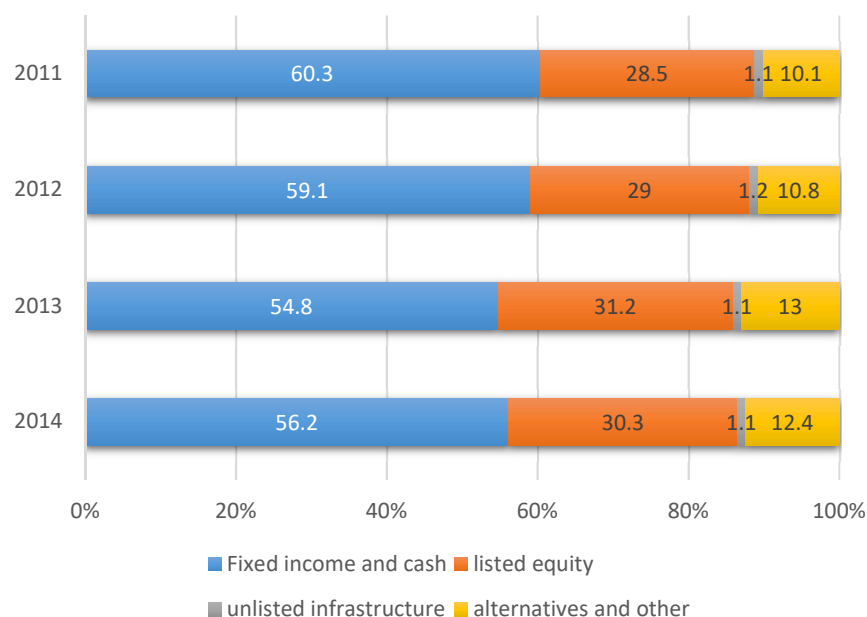
Οι τοποθετήσεις των LPF σε εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές (συμπεριλαμβανομένων και των επιλογών σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις υποδομών) αυξήθηκαν από 14,3% του συνόλου το 2010 σε 15,3% το 2014. Δεδομένου ότι οι αγορές μετοχών έχουν εξελιχθεί κατά το μεγαλύτερο μέρος αυτής της χρονικής περιόδου, φαίνεται ότι κατά μέσο όρο τα ταμεία μειώνουν την έκθεσή τους σε μετοχές, υπέρ των εναλλακτικών επενδύσεων. Οι τοποθετήσεις σταθερού εισοδήματος αυξήθηκαν ελαφρώς κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου για τους LPF.

*Κατά μέσο όρο τα μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία μειώνουν τα τελευταία χρόνια την έκθεσή τους σε μετοχές, υπέρ των εναλλακτικών επενδύσεων*

Η τάση στις εναλλακτικές τοποθετήσεις είναι ακόμα πιο ισχυρή μεταξύ των PPRF. Κατά μέσο όρο, από τα 19 ταμεία που υπέβαλαν στοιχεία κατά την τελευταία τετραετία προέκυψε ότι οι μέσες χορηγήσεις σε εναλλακτικές επενδύσεις (συμπεριλαμβανομένης και των επιλογών σε υποδομές) αυξήθηκαν από 11,2% το 2011 σε 13,5% το 2014. Οι τοποθετήσεις των PPRF σε μετοχές αυξήθηκαν επίσης κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, ενώ η έκθεσή τους σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος μειώθηκε. Κατά μέσο όρο, οι PPRFs είχαν χαμηλότερα χρηματοδοτικά ανοίγματα έναντι τοποθετήσεων με μεγαλύτερο ρίσκο, σε σύγκριση με τους LPF, γεγονός που εξηγεί εν μέρει την ανοδική τάση των τοποθετήσεων σε μετοχές τα τελευταία χρόνια. Σε κάθε περίπτωση, από τα παραπάνω στοιχεία καθίσταται σαφές ότι η αξιοποίηση των πλεονασμάτων των νοικοκυριών από τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις υπερβαίνει την παραδοσιακή αποταμίευση και μετασχηματίζεται πλέον από παθητική τοποθέτηση σε δυναμική διαχείριση μέσω επενδυτικών επιλογών. Με αυτές τις επιλογές δημιουργούνται αποδόσεις τους ασφαλισμένους, ενώ και οι επιχειρήσεις στις οποίες γίνονται οι τοποθετήσεις αποκτούν κεφάλαια τα οποία χρειάζονται.

**Διάγραμμα 6.15: Μέση ιστορική κατανομή ενεργητικού σε επιλεγμένα μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία (LPF) και δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία αποθεματικών (PPRF) 2010-2014, ως % του συνολικού ενεργητικού**





**Πηγή:** Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. REPORT ON PENSION FUNDS' LONG-TERM INVESTMENTS. OECD. 2015. Επεξεργασία IOBE

Στον παρακάτω πίνακα αποτυπώνεται το μέγεθος των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών επενδύσεων ανά χώρα, από το μεγαλύτερο έως το μικρότερο ως ποσοστό του Α.Ε.Π. Περιλαμβάνεται και το απόλυτο επίπεδο (σε εκατ. \$). Η Ελλάδα είναι ουραγός βάσει της κατάταξης των επενδύσεων των ιδιωτικών συντάξεων ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (0,6%), βρισκόμενη στην 6η θέση από το τέλος, ενώ σε απόλυτες τιμές, οι επενδύσεις εγχωρίως φθάνουν τα \$1.236 εκατ. Στις πρώτες θέσεις κατατάσσονται η Δανία (205,9% του Α.Ε.Π.), η Ολλανδία (178,4% του Α.Ε.Π.), η Ισλανδία (157,7%), ο Καναδάς (156,9%) και οι ΗΠΑ (132,9%). Στους πίνακες 6.9-6.11 παρατίθενται διαχρονικά, ανά χώρα για την οποία υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία οι συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, σε εκατ. δολάρια ΗΠΑ για την περίοδο 2005-2015, οι συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, ως% του Α.Ε.Π. για την ίδια περίοδο, καθώς και ο αριθμός συνταξιοδοτικών ταμείων σε επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ.

**Πίνακας 6.7: Μέγεθος ιδιωτικών συνταξιοδοτικών επενδύσεων σε δολάρια ΗΠΑ και ως % του Α.Ε.Π. ανά χώρα. 2015**

<b>Χώρα</b>	<b>Σε εκατ. \$ ΗΠΑ</b>	<b>Ως % του Α.Ε.Π.</b>
DNK	598,574	205.9
NLD	1,317,676	178.4
ISL	26,651	157.7
CAN	2,248,545	156.9
USA	23,854,679	132.9
CHE	793,201	123.0
AUS	1,511,771	122.2
GBR	2,690,204	97.4
ZAF	317,525	96.8
NAM	10,117	83.1
LIE	4,974	78.8
SWE	374,146	76.0
CHL	154,711	69.6
FIN	132,905	58.4
IRL	131,746	56.4
ISR	165,228	56.0
BWA	6,731	47.2
HKG	115,248	37.2
MLT	3,425	35.6
SLV	8,514	33.0
JPN	1,326,799	32.0
KOR	343,315	25.8
PNG	3,549	24.8
JAM	3,292	24.2
HRV	11,291	23.6
NZL	39,873	22.2
URY	10,613	21.4
XKO	1,291	20.7
COL	51,968	20.4
PER	36,386	20.3
TTO	5,062	19.7
BRA	411,790	19.2
CRI	9,017	17.2
MEX	175,939	16.7
EST	3,226	14.5
ESP	168,046	14.3
KEN	7,957	13.5
LSO	308	13.2
DOM	7,369	11.1
LVA	2,917	11.0
PRT	21,288	10.9
BGR	5,248	10.9
SVK	8,750	10.3
MDV	311	9.9
NOR	34,210	9.6
MWI	675	9.6
POL	40,470	8.8
FRA	226,372	8.7
ITA	154,991	8.7
CZE	15,028	8.3
MKD	724	7.4

Χώρα	Σε εκατ. \$ ΗΠΑ	Ως % του Α.Ε.Π.
SVN	2,927	7.0
GUY	220	7.0
DEU	218,473	6.6
THA	24,667	6.6
RUS	65,767	6.0
LTU	2,376	5.9
AUT	25,994	5.8
BEL	25,956	5.8
NGA	26,913	5.6
TUR	37,196	5.5
MUS	482	4.2
HUN	4,819	4.1
ROU	6,254	3.7
GHA	1,231	3.5
ZMB	581	3.3
LUX	1,572	2.8
EGY	5,658	1.8
IDN	14,506	1.7
GIB	42	1.7
CHN	146,746	1.4
PAN	427	0.8
IND	16,253	0.8
SRB	260	0.7
<b>GRC</b>	<b>1,236</b>	<b>0.6</b>
ARM	65	0.6
UKR	174	0.1
MYS	277	0.1
ALB	7	0.1
PAK	146	0.1

Πηγή: Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Πίνακας 6.8: Συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, 2005-2015 (εκ)

Χώρες του ΟΟΣΑ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Αυστραλία	549,125	645,869	977,970	1,058,376	839,275	986,839	1,397,418	1,383,456
Αυστρία	13,833	16,783	19,359	17,460	20,259	20,333	19,103	21,514
Βέλγιο	15,708	17,601	21,775	15,875	19,879	17,783	20,225	22,753
Καναδάς	686,689	786,329	966,116	673,333	879,373	1,047,504	1,072,056	1,199,201
Χιλή	74,508	88,293	111,277	74,313	118,052	148,437	134,962	162,021
Τσεχία	5,019	6,991	9,249	9,909	11,753	12,395	12,413	14,337
Δανία	82,518	94,025	108,167	155,961	138,351	154,612	154,535	161,358
Εσθονία	351	632	1,043	1,023	1,372	1,431	1,467	1,953
Φινλανδία	127,350	156,919	186,957	156,896	191,702	197,832	107,936	119,601
Γαλλία	388	1,002	2,064	2,587	4,322	5,345	6,470	8,840
Γερμανία	112,275	132,659	170,371	165,634	187,938	187,280	192,912	221,112
<b>Ελλάδα</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>95</b>	<b>113</b>
Ουγγαρία	8,724	12,055	16,026	13,662	18,142	19,001	4,406	5,029
Ισλανδία	19,077	20,850	27,196	13,877	14,645	17,132	17,507	18,773
Ιρλανδία	91,937	115,559	127,487	88,399	104,011	100,883	93,549	106,212
Ισραήλ	40,935	47,603	58,100	80,594	94,426	112,071	112,463	129,591
Ιταλία	47,005	58,730	73,812	74,722	90,050	94,617	99,441	115,637
Ιαπωνία	1,315,727	1,285,953	1,291,701	1,580,499	1,547,579	1,730,255	1,814,972	1,674,619
Κορέα	14,835	27,255	29,574	24,290	32,442	40,876	47,822	63,642
Λετονία	61	96	135	147	189	208	209	261
Λουξεμβούργο	378	467	550	542	1,215	1,067	1,076	1,190
Μεξικό	77,203	96,665	103,622	90,799	107,811	134,749	132,381	168,563
Ολλανδία	730,883	884,866	1,137,127	932,779	979,401	1,015,666	1,055,652	1,229,054
Νέα Ζηλανδία	12,532	12,406	14,100	15,384	12,371	19,275	23,929	28,406
Νορβηγία	19,282	23,441	29,655	21,934	30,310	33,135	33,627	39,454
Πολωνία	26,292	40,475	58,048	47,137	63,626	75,238	67,017	88,464
Πορτογαλία	22,393	27,901	32,910	28,226	31,575	26,356	17,127	19,093
Σλοβακία	283	1,743	3,366	4,417	5,713	6,523	7,503	8,994
Σλοβενία	429	647	924	991	1,313	1,450	1,550	1,727
Ισπανία	77,410	97,121	127,306	108,734	122,558	112,225	108,247	114,228

Χώρες του ΟΟΣΑ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Σουηδία	31,183	39,094	41,569	29,821	35,954	47,127	46,714	57,406	53,767	47,036	43,698
Ελβετία	412,865	477,970	537,946	506,274	581,203	661,168	664,571	734,001	807,893	785,906	793,201
Τουρκία	3,233	4,024	8,794	9,309	14,543	16,769	28,284	30,200	35,543	41,119	37,196
Ηνωμένο Βασίλειο	1,713,463	2,195,133	2,266,070	1,412,247	1,820,742	2,018,041	2,232,598	2,529,995	2,810,564	2,784,630	2,690,204
ΗΠΑ	9,711,211	10,587,466	11,185,041	8,691,269	9,975,118	11,041,475	11,021,671	11,926,687	13,712,784	14,240,069	14,249,746

**Πηγή:** Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

**Πίνακας 6.9: Συνολικές επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες του ΟΟΣΑ, ως% του Α.Ε.Π., 2005-2015**

Χώρες του ΟΟΣΑ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Αυστραλία	78.0	87.1	106.1	93.3	82.2	89.3	92.3	91.0	102.0	109.5	118.7
Αυστρία	4.6	4.8	4.7	4.3	4.9	5.2	4.8	5.1	5.7	5.8	6.1
Βέλγιο	4.3	4.1	4.3	3.2	4.0	3.6	4.1	4.5	5.0	5.7	5.8
Καναδάς	56.4	61.4	60.7	49.9	58.7	63.1	61.8	65.5	70.9	76.3	83.4
Χιλή	55.6	57.5	61.0	49.8	62.0	62.6	58.0	60.1	62.2	68.1	69.6
Τσεχία	3.8	4.2	4.4	4.8	5.5	5.9	6.2	6.8	7.3	8.0	8.3
Δανία	32.9	31.6	31.6	45.9	41.9	48.3	48.4	48.5	41.7	48.0	44.9
Εσθονία	2.6	3.5	4.4	4.5	6.7	7.3	6.8	8.2	9.3	11.0	12.8
Φινλανδία	65.7	69.0	68.1	58.2	73.5	79.1	42.4	45.4	48.4	50.7	49.4
Γαλλία	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
Γερμανία	4.1	4.2	4.6	4.6	5.3	5.4	5.5	6.1	6.1	6.7	6.6
Ελλάδα	..	..	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.6	0.6
Ουγγαρία	8.3	9.6	10.8	9.5	13.0	14.7	3.8	3.9	3.9	4.1	4.1
Ισλανδία	113.9	124.9	123.3	108.5	115.1	121.8	126.3	136.4	142.7	146.6	149.6
Ιρλανδία	45.8	47.4	43.9	33.9	42.6	45.4	41.6	46.0	51.0	57.0	54.0
Ισραήλ	29.4	29.2	30.3	39.4	43.6	45.4	45.9	48.3	50.2	54.6	54.5
Ιταλία	2.7	2.9	3.1	3.3	4.0	4.4	4.7	5.4	6.0	6.7	6.9
Ιαπωνία	30.8	30.2	28.7	28.6	30.2	29.2	29.9	30.5	30.9	32.3	32.0
Κορέα	1.6	2.6	2.7	2.8	3.3	3.7	4.1	4.9	6.0	7.3	8.2
Λετονία	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4
Λουξεμβούργο	1.1	1.1	1.0	1.0	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	3.0	2.8
Μεξικό	8.8	10.0	9.9	10.0	11.7	12.6	12.7	14.1	14.7	15.6	15.6
Ολλανδία	113.6	116.0	126.0	104.9	110.1	120.4	126.9	144.4	148.7	159.3	178.4
Νέα Ζηλανδία	11.4	12.4	11.5	10.4	11.6	14.0	15.4	16.3	18.5	19.9	22.2
Νορβηγία	6.6	6.6	6.8	5.9	7.2	7.5	7.2	7.4	8.1	8.8	9.6
Πολωνία	8.7	11.1	11.9	10.9	13.3	15.4	14.6	16.8	18.3	8.8	8.0
Πορτογαλία	12.0	12.7	12.7	11.3	12.5	11.0	7.5	8.6	8.9	10.1	10.1
Σλοβακία	0.5	2.4	3.6	4.6	6.2	7.2	8.2	9.4	9.7	10.5	10.3
Σλοβενία	1.2	1.6	1.8	1.9	2.5	3.0	3.2	3.6	3.9	4.2	4.3
Ισπανία	7.1	7.3	8.0	7.0	7.9	7.8	7.8	8.3	9.0	9.6	9.6



Χώρες του ΟΟΣΑ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Σουηδία	8.5	8.7	8.1	6.9	7.8	9.0	8.8	10.1	9.2	9.3	8.9
Ελβετία	106.9	108.4	105.6	90.1	102.0	102.5	101.1	107.8	113.4	121.0	123.0
Τουρκία	0.7	0.7	1.2	1.5	2.3	2.4	4.1	3.8	4.8	5.5	5.5
Ηνωμένο Βασίλειο	74.8	79.5	76.2	63.8	75.7	82.9	89.2	96.3	98.4	98.2	97.4
ΗΠΑ	74.2	76.4	77.3	59.0	69.2	73.8	71.0	73.8	82.3	82.1	79.4

Πηγή: Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

**Πίνακας 6.10: Αριθμός συνταξιοδοτικών ταμείων σε επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ, 2005-2015**

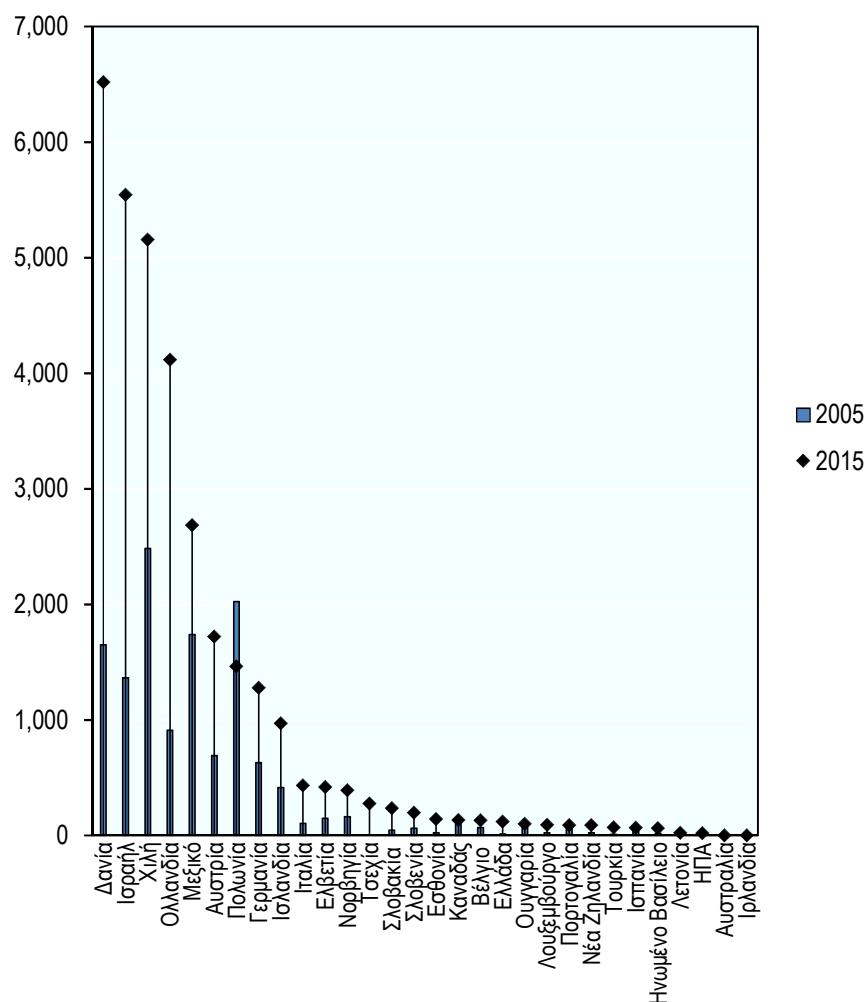
Χώρες ΟΟΣΑ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Αυστραλία	306,553	324,789	363,687	389,813	406,781	417,272	446,983	479,443	506,696	528,990	559,547
Αυστρία	20	21	20	19	19	17	17	17	16	14	13
Βέλγιο	..	258	258	251	232	172	224	217	201	..	196
Καναδάς	4,426	5,036	6,114	7,192	7,531	7,870	8,373	8,875	8,876	8,876	8,876
Χιλή	30	30	30	25	25	30	30	30	30	30	30
Τσεχία	..	..	..	..	..	..	..	..	68	60	55
Δανία	50	47	39	40	39	33	32	29	25	21	20
Εσθονία	15	15	15	19	22	23	23	23	23	20	20
Γερμανία	178	175	178	180	182	183	179	177	178	172	171
Ελλάδα	..	..	3	3	3	8	6	6	11	11	..
Ουγγαρία	90	88	87	86	82	78	70	63	57	51	48
Ισλανδία	46	41	38	37	37	33	33	32	27	27	26
Ιρλανδία	84,146	93,307	99,927	91,775	84,151	76,196	66,763	61,125	62,013	62,087	67,840
Ισραήλ	30	32	32	34	33	32	33	33	32	32	29
Ιταλία	454	433	418	396	371	353	343	332	310	299	283
Λετονία	13	15	16	19	19	21	21	19	19	18	15
Λουξεμβούργο	16	18	17	18	19	19	19	18	18	19	17
Μεξικό	32	42	42	95	80	75	70	52	48	44	55
Ολλανδία	802	769	714	531	484	455	393	385	379	365	320
Νορβηγία	119	122	109	108	105	100	95	85	84	85	87

Πολωνία	..	20	20	19	..	19	19	28	28	26	25
Πορτογαλία	223	227	224	230	236	237	229	228	224	224	217
Σλοβακία	24	39	33	33	33	34	32	39	37	35	37
Σλοβενία	7	7	7	7	7	7	7	7	7	10	9
Ισπανία	1,255	1,340	1,353	1,374	1,420	1,504	1,570	1,681	1,761	1,777	1,688
Ελβετία	2,770	2,667	2,543	2,435	2,351	2,265	2,191	2,073	1,957	1,866	..
Τουρκία	91	96	102	120	128	133	153	173	206	215	223
Ηνωμένο Βασίλειο	91,674	84,389	78,932	63,523	62,304	55,591	52,250	47,680	46,620	45,330	43,690

**Πηγή:** Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 6.5, το μέσο μέγεθος των συνταξιοδοτικών ταμείων σε όρους αναλογίας επενδύσεων προς αριθμό κεφαλαίων έχει αυξηθεί κατακόρυφα το 2015 σε σχέση με το 2005, σε χώρες όπως η Δανία, το Ισραήλ, η Χιλή και η Ολλανδία. Σε αυτές τις χώρες η αναλογία επενδύσεων προς τον αριθμό των ταμείων ήταν εξαιρετικά υψηλή, υποδηλώνοντας είτε μεγάλες επενδύσεις σε σύγκριση με τον αριθμό των ταμείων είτε λίγα ταμεία σε σύγκριση με το ύψος των επενδύσεων. Αναλογικά σημαντική άνοδος έχει σημειωθεί και στην Ελλάδα, ωστόσο το μέσο μέγεθός τους παραμένει μικρό.

**Διάγραμμα 6.16: Μέσο μέγεθος συνταξιοδοτικών ταμείων (αναλογία επενδύσεων προς αριθμό των ταμείων) σε χώρες του ΟΟΣΑ, 2005 και 2015**

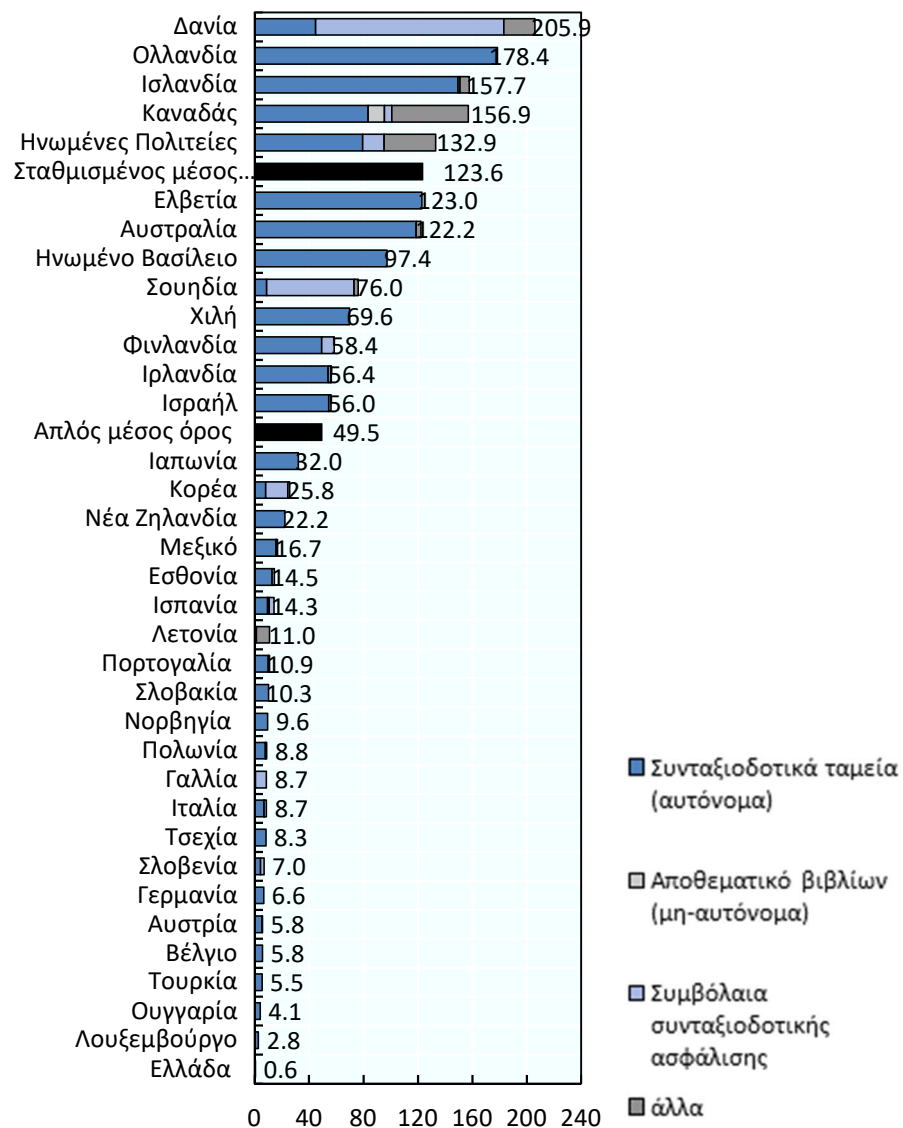


**Πηγή:** Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Στο διάγραμμα που ακολουθεί (6.6) παρουσιάζονται ανά χώρα τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα σε σύγκριση με το μέγεθος της οικονομίας

(ως ποσοστό του Α.Ε.Π.), ανά τύπο χρηματοδοτικού σχήματος για το 2015, ήτοι με βάση τα αυτόνομα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα μη αυτόνομα (book reserve), συμβόλαια συνταξιοδοτικής ασφάλισης και άλλα. Η Ελλάδα είναι ουραγός μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ, με μόλις 0,6%. Από την άλλη πλευρά, οι πολύ χαμηλές τοποθετήσεις συνεπάγονται υψηλές δυνατότητες αύξησής τους στο μέλλον, εφόσον οι ασφαλισμένοι ενημερωθούν ως προς αυτές τις επιλογές αξιοποίησης των εισφορών και των αποταμιεύσεων για μετά την έξοδο από τον εργασιακό βίο.

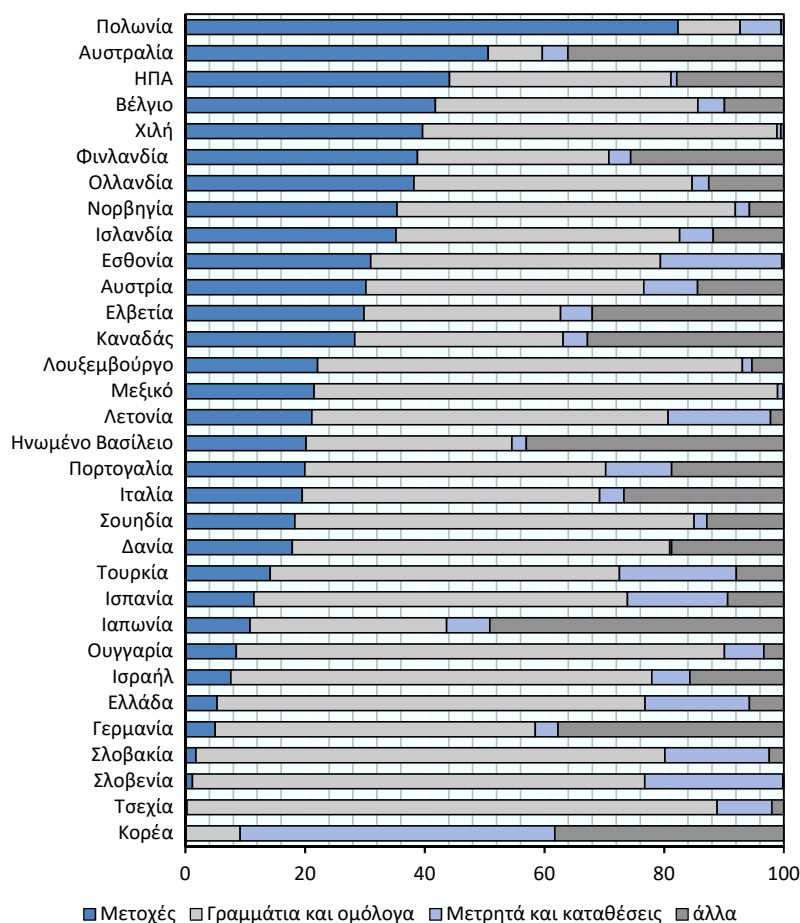
**Διάγραμμα 6.17: Ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα σε σύγκριση με το μέγεθος της οικονομίας, ανά τύπο χρηματοδοτικού σχήματος, στις χώρες του ΟΟΣΑ, ως % του Α.Ε.Π.. 2015**



Πηγή: Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Η κατανομή των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων ως προς επιλεγμένες επενδυτικές κατηγορίες, δηλ. ως προς μετοχές, ομόλογα, μετρητά και καταθέσεις κ.ά., ως ποσοστό της συνολικής επένδυσης των ταμείων για το 2015 αποτυπώνεται στο διάγραμμα 6.7. Οι χώρες με τις υψηλότερες επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε μετοχές είναι η Πολωνία, η Αυστραλία, οι ΗΠΑ, το Βέλγιο, η Χιλή, αλλά και πολλές σκανδιναβικές χώρες. Στην Ελλάδα, το 71,5% των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων κατανέμεται σε ομόλογα και μόλις το 5,3% σε μετοχές, ποσοστά που είναι το έκτο υψηλότερο μεταξύ χωρών του ΟΟΣΑ και το έκτο χαμηλότερο αντίστοιχα. Ένα υψηλό ποσοστό (17,4%) κατευθύνεται σε καταθέσεις και μετρητά, ενώ το υπόλοιπο 5,8% σε λοιπές τοποθετήσεις.

**Διάγραμμα 6.18: Κατανομή επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων για επιλεγμένες κατηγορίες επενδύσεων σε χώρες του ΟΟΣΑ, ως % της συνολικής επένδυσης 2015**

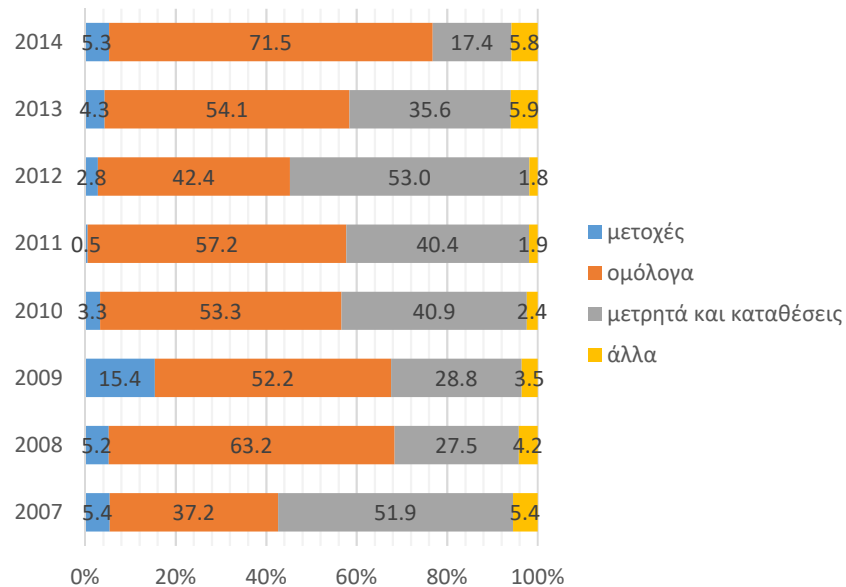


Πηγή: Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

*Η αλλαγή του επενδυτικού μίγματος των συνταξιοδοτικών ταμείων από το 2007 στο 2014 στην Ελλάδα είναι εμφανής ως προς τον διπλασιασμό σχεδόν των τοποθετήσεων σε ομόλογα και την κατακόρυφη μείωση των καταθέσεων και των μετρητών*

Στο διάγραμμα 6.8 αποτυπώνεται αναλυτικότερα η επενδυτική κατανομή των συνταξιοδοτικών ταμείων στην Ελλάδα για τα έτη 2007-2014. Η αλλαγή του επενδυτικού προφίλ των συνταξιοδοτικών ταμείων από το 2007 στο 2014 είναι σημαντική και έγκειται στο σχεδόν διπλασιασμό των τοποθετήσεων σε ομόλογα και την κατακόρυφη μείωση των καταθέσεων και των μετρητών. Συγκεκριμένα, με αρκετές διακυμάνσεις στα έτη που μεσολαβούν, οι συνολικές επενδύσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων σε ομόλογα στη χώρα έχει αυξηθεί στο 71,5% το 2014 (από 37,2% το 2007), ενώ οι καταθέσεις και τα μετρητά έχουν μειωθεί στο 17,4% (από 52% το 2007). Ως προς τη διακράτηση μετοχών, δεν ξεπέρασε το 5,3% των τοποθετήσεων το 2014, δηλαδή στο ίδιο επίπεδο δηλαδή με το 2007, έχοντας όμως παρουσιάσει ξαφνική και έντονη άνοδο το 2009 (15,4%) και μεγάλη πτώση το 2011 (0,5%).

**Διάγραμμα 6.19: Επενδυτικό μίγμα των ελληνικών συνταξιοδοτικών ταμείων. 2007-2014**



**Πηγή:** Pension Markets in Focus, 2016. OECD. Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Ανακεφαλαιώνοντας τα στοιχεία για τις επενδυτικές επιλογές των αποταμιευτών και των ασφαλιστικών ταμείων που παρατέθηκαν, στην Ελλάδα και διεθνώς, προκύπτει ότι αυτές εγχωρίως διαφέρουν σημαντικά από εκείνες στις χώρες του ΟΟΣΑ. Στην Ελλάδα παραμένει και στην περίοδο της οικονομικής προσαρμογής η εστίαση των ασφαλιστικών ταμείων σε ομόλογα, μετρητά και καταθέσεις και κατόπιν, σε πολύ μικρότερο βαθμό,

σε άλλα προϊόντα. Κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ τα ομόλογα επίσης αποτελούν πρώτη επιλογή, όμως έπονται οι μετοχές και ακολουθούν με αρκετά μικρότερο μερίδιο οι λοιπές τοποθετήσεις. Σε επίπεδο Ευρωζώνης, οι επιλογές των ασφαλιστικών ταμείων είναι περισσότερο προσανατολισμένες σε τοποθετήσεις με δυνητικά μεγαλύτερες αποδόσεις, αλλά και υψηλότερο ρίσκο, όπως επενδυτικά κεφάλαια και κεφάλαια εκτός αγοράς χρήματος (non-money market funds), με τα χρεόγραφα να έπονται ως επιλογή. Στην πλευρά των αποταμιευτών, οι τοποθετήσεις στην Ελλάδα επίσης διαφέρουν σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ, καθώς το επίπεδο των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ως ποσοστό του Α.Ε.Π. είναι το χαμηλότερο μεταξύ αυτών. Αυτές οι προτεραιότητες των αποταμιευτών οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στη διάρθρωση του συνταξιοδοτικού συστήματος στην Ελλάδα, η οποία μέσω του κράτους διασφαλίζει πολύ μεγάλο ποσοστό των συντάξιμων αποδοχών από ότι σε άλλες χώρες. Ως εκ τούτου, οι αποταμιευτές δεν αναζητούν υψηλές αποδόσεις από άλλες τοποθετήσεις.

### 6.3 Κίνητρα για μακροπρόθεσμους επενδυτές

Τα επενδυτικά κίνητρα που παρέχονται από το πολιτικό και ρυθμιστικό περιβάλλον, δηλαδή από τους θεσμικούς φορείς και τη νομοθεσία για επενδύσεις, ιδίως για όσες προβλέπεται να έχουν μεγάλη χρονική διάρκεια, μπορούν να αποτελέσουν καταλυτικό παράγοντα για τις προοπτικές των επενδυτικών τοποθετήσεων και κατ' επέκταση για τις αποταμιευτικές δυνατότητες των επιχειρήσεων.

Η **διασυνοριακή ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίων**, η οποία εξετάζεται αναλυτικά στην επόμενη ενότητα, συμβάλλει στη δημιουργία μεγαλύτερων κεφαλαιαγορών. επόμενη ενότητα, συμβάλλει στη δημιουργία μεγαλύτερων κεφαλαιαγορών. Το ενιαίο περιβάλλον δραστηριοποίησης των επενδυτικών οίκων και των χρηματιστηριακών εταιριών στον ευρωπαϊκό χώρο καθιστά εύκολη και απλή την πρόσβασή τους στις διάφορες αγορές, κάτι που αποτελεί προϋπόθεση για την προσέλκυση επενδύσεων. Η **άρση των εθνικών φραγμών κάθε είδους** προσελκύει περισσότερους συμμετέχοντες στην αγορά, ενισχύοντας τη ρευστότητα. Καθώς οι αγορές μεγαλώνουν, οι επενδυτές δαπανούν περισσότερους

πόρους για τη συλλογή πληροφοριών. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερη είναι η αγορά, τόσο περισσότερο μπορούν να κατανεμηθούν οι κίνδυνοι μεταξύ τοποθετήσεων οι οποίες ενσωματώνουν λιγότερο ή περισσότερο ρίσκο. Η δυνατότητα μείωσης ή αντιστάθμισης της έκθεσης σε κινδύνους, ευνοεί και τη διάθεση για ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου. Μια μεγάλη βάση επενδυτών επιτρέπει επίσης την επέκταση των αγορών σε πιο εξειδικευμένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία θα τίθενται σε διαπραγμάτευση από έναν ικανοποιητικό αριθμό από επαγγελματίες traders.

**Η ποιότητα των θεσμών** είναι ένας από τους βασικούς καθοριστικούς παράγοντες για τις διασυνοριακές συναλλαγές κάθε είδους, όχι μόνο για τις επενδύσεις που προσελκύει μια χώρα. **Τα νομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά** μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στον τύπο και το ύψος των κεφαλαίων που επενδύονται. Η Παγκόσμια Τράπεζα, μέσα από τους δείκτες της ετήσιας έρευνας Doing Business, η οποία αξιολογεί και παρακολουθεί τις αλλαγές στα δεδομένα και τις ρυθμίσεις που επηρεάζουν 11 τομείς του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης, αναδεικνύει σημαντικές διαφορές μεταξύ των κρατών μελών της Ε.Ε. σε θεσμικά θέματα, όπως η προστασία των μειοψηφούντων επενδυτών, η επιβολή συμβάσεων, η επίλυση αναξιόχρεης επιχείρησης κ.ά.<sup>95</sup> Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της πλέον πρόσφατης έκθεσης για την Ελλάδα, η χώρα βρίσκεται στη γενική κατάταξη ως προς τη διευκόλυνση του επιχειρείν στην 61<sup>η</sup> θέση, κάτω από το μέσο όρο των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α.<sup>96</sup> Από τις διασυνοριακές συγκρίσεις της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι η ποιότητα των θεσμών είναι καθοριστικός παράγοντας για το εισόδημα μιας οικονομίας, ειδικά εκείνων που προστατεύουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και συμβάλλουν στην επιβολή των συμβάσεων (contract enforcement).

**Η διαθεσιμότητα των πληροφοριών, το κόστος τους, καθώς και τα κόστη συναλλαγών γενικά**, αποτελούν επίσης ισχυρό παράγοντα διαμόρφωσης ενός ευνοϊκού επενδυτικού περιβάλλοντος, ιδίως για την υλοποίηση διασυνοριακών επενδύσεων. Στη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα

---

<sup>95</sup> World Bank (2015), "Protecting minority investors: Going beyond related-party transactions", World Bank Doing Business.

<sup>96</sup> Doing Business (2017), "Equal Opportunity for all".



πληροφοριών στις σύγχρονες οικονομίες μπορεί να συμβάλλει καταλυτικά η αξιοποίηση των ποικίλων ψηφιακών δυνατοτήτων, όπως τα μέσα κοινωνικής δικτύωσης. Πλέον, υπάρχουν πολλαπλά κανάλια για τη διάχυση της πληροφορίας, γεγονός το οποίο μπορεί να διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο τόσο στην καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με τα αποτελέσματα και τους στόχους κάθε επιχείρησης, όσο και στον περιορισμό του κόστους πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις οι οποίες αναζητούν χρηματοδότες. Η διασυνοριακή κατοχή περιουσιακών στοιχείων παρουσιάζει συγκέντρωση από θεσμικούς επενδυτές, των οποίων το αυξανόμενο μερίδιο αγοράς έχει αποδειχθεί ότι συμβάλλει σημαντικά στη διεθνοποίηση των κεφαλαιαγορών. Τα επενδυτικά κεφάλαια χρειάζεται να απασχολούν εξειδικευμένους αναλυτές για να κατανοήσουν τις πολλές σχετικές διαστάσεις μιας ξένης επένδυσης, όπως είναι η εξοικείωση με τον ξένο εκδότη, οι τομείς δραστηριότητάς του, οι λογιστικές πρακτικές που εφαρμόζονται εγχωρίως, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, το δίκαιο περί μη αξιόχρεης επιχείρησης κ.λπ.

**Η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου και της επιβολής της νομοθεσίας, αλλά και η ρυθμιστική σύγκλιση και η διεθνής συνεργασία κατά την ανάπτυξη ρυθμίσεων** έχουν κεντρική σημασία για την προσέλκυση επενδύσεων. Η εμπιστοσύνη στην ποιότητα του νομικού πλαισίου και ειδικότερα στην επιβολή του έχει κριθεί κρίσιμη για την προσέλκυση ξένων χρηματοπιστωτικών επενδύσεων. Ο ρόλος των διεθνών ενώσεων στην ανάπτυξη προτύπων εξ' ονόματος της κοινότητας των ιδιωτών επενδυτών μπορεί να αποτελέσει παράγοντα ζωτικής σημασίας για τις διασυνοριακές επενδύσεις.

Τέλος, ανάμεσα στα πιο ισχυρά επενδυτικά κίνητρα, τόσο για την προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων, όσο και για τους εγχώριους επενδυτές, βρίσκεται ένα **ευνοϊκό για τις επιχειρήσεις και κυρίως σταθερό, φορολογικό περιβάλλον**. Στην περίπτωση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι σημαντικό να προωθηθεί η εναρμόνιση του φορολογικού περιβάλλοντος, προκειμένου να προαχθούν οι διασυνοριακές επενδύσεις. Η ποικιλομορφία των επιβαλλόμενων φόρων αποτελεί πολλές φορές σημαντικό εμπόδιο για τις επιχειρήσεις. Πολλά

*Η διασυνοριακή ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίων, η ποιότητα των θεσμών, η διαθεσιμότητα και το κόστος πληροφοριών, η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου, η διεθνής συνεργασία και το ευνοϊκό και κυρίως σταθερό, φορολογικό περιβάλλον τα πιο ισχυρά επενδυτικά κίνητρα, για εγχώριους και ξένους επενδυτές*

κράτη μέλη απαιτούν από τις εταιρείες που καταβάλλουν έσοδα από μερίσματα, τόκους ή/και λοιπές κινητές αξίες να πληρώνουν στις τοπικές φορολογικές αρχές ένα ποσό που εκπίπτει από την παρακράτηση φόρου. Επίσης, η φορολογική μεταχείριση που εφαρμόζεται σε διαφορετικούς τύπους επενδυτών και επενδυτικά προϊόντα ποικίλλει ευρέως.<sup>97</sup> Οι συντελεστές παρακράτησης φόρου, οι απαλλαγές και οι διαδικασίες αρωγής υπόκεινται σε διαφορετικούς εσωτερικούς κανόνες. Στην Ελλάδα, το φορολογικό καθεστώς γενικά χαρακτηρίζεται από υψηλούς συντελεστές άμεσης φορολόγησης, οι οποίοι δεν συνοδεύονται από αντίστοιχα υψηλά φορολογικά έσοδα, τα οποία σε ετήσια βάση είναι σχετικά σταθερά. Οι φορολογικές παράμετροι εμφανίζουν υψηλή μεταβλητότητα και προξενούν διάφορες στρεβλώσεις, με το συντελεστή εταιρικών κερδών να έχει μεταβληθεί επτά φορές από το 2005 έως το 2015.<sup>98</sup>

## 6.4 Ένωση κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε.

### 6.4.1 Η σημασία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Μέσω της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union ή CMU), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσπαθεί να αυξήσει τα οφέλη που προσφέρουν στις οικονομία οι αγορές κεφαλαίου και οι μη τραπεζικοί χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές. Στο Σχέδιο Δράσης για τη CMU<sup>99</sup>, οι κεφαλαιαγορές και οι χρηματαγορές αντιμετωπίζονται ως συνώνυμα, αν και τα κεφάλαια υπό τη μορφή μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως τα μηχανήματα και ο εξοπλισμός, τα ακίνητα και η στέγαση ή τα δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, δεν καλύπτονται. Επίσης, διάφορες μορφές χρηματαγορών, όπως οι αγορές παραγώγων και οι αγορές συναλλάγματος δεν περιλαμβάνονται στο πεδίο του Σχεδίου Δράσης της Επιτροπής.

Η οικοδόμηση της CMU αποτελεί βασική πρωτοβουλία του προγράμματος εργασίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και συνιστά ένα από τα βασικά

<sup>97</sup> Tax Barriers Business Advisory Group (2013).

<sup>98</sup> PwC (2015), "Worldwide Tax Summaries Corporate Taxes, 2015/16".

<sup>99</sup> European Commission (2015), "Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action plan on building a capital markets union".

στοιχεία για την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, όπως ορίζεται στη σχετική οδηγία των Πέντε Προέδρων.<sup>100</sup> Η CMU προβλέπεται ότι θα εξασφαλίσει μεγαλύτερη διαφοροποίηση στη χρηματοδότηση της οικονομίας και στη μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων, ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Συγκεκριμένα, στο σχετικό δημοσίευμα αναφέρεται ότι: «[Η CMU] θα εξασφαλίζει μεγαλύτερη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης, έτσι ώστε οι επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων των ΜΜΕ, να μπορούν να αξιοποιήσουν τις αγορές κεφαλαίου και την πρόσβαση σε άλλες πηγές μη τραπεζικής χρηματοδότησης, πέραν των τραπεζικών πιστώσεων. Ταυτόχρονα, η εύρυθμη λειτουργία της ΕΚ θα ενισχύσει τον διασυνοριακό επιμερισμό του κινδύνου μέσω της εμβάθυνσης της ολοκλήρωσης των αγορών ομολόγων και μετοχών, η τελευταία εκ των οποίων αποτελεί βασικό εργαλείο απορρόφησης των οικονομικών σοκ. Οι πραγματικά ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές θα παρείχαν επίσης έναν φυσικό ρυθμιστή (buffer) έναντι των συστημικών σοκ στον χρηματοπιστωτικό τομέα και θα ενίσχυαν τον επιμερισμό του κινδύνου στον ιδιωτικό τομέα σε όλες τις χώρες».

Το κίνητρο για την πραγματοποίηση της CMU προέρχεται, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από τις αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.), οι οποίες αποκαλύφθηκαν μέσα από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, εμποδίζουν την οικονομική ανάπτυξη και καθυστερούν την ανάκαμψη. Ενώ υπάρχει μια ποικιλία διαθέσιμων επιλογών χρηματοδότησης της οικονομίας της Ε.Ε., φαίνεται ότι τελικά η χρηματοδότηση βασίζεται υπερβολικά στη διαμεσολάβηση των τραπεζών. Την ίδια στιγμή, τα χρηματοδοτικά μέσα που στηρίζονται στην αγορά, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν πιο εκτεταμένα, τουλάχιστον σε κάποια χώρες της Ε.Ε. Οι υποστηρικτές της CMU κάνουν επομένως την υπόθεση ότι εάν το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ε.Ε. γίνει περισσότερο διαφοροποιημένο και ένα μεγαλύτερο μερίδιο της χρηματοδότησης προέλθει από τις αγορές κεφαλαίου, αυτή η εξέλιξη θα οδηγούσε σε μια ευρύτερη επιλογή χρηματοδοτικών μέσων, προς

---

<sup>100</sup> European Commission (2015b), "Completing Europe's economic and monetary union".

όφελος τόσο των επιχειρήσεων όσο και των επενδυτών. Χρηματοδοτικά μέσα αυτού του τύπου θα έχουν χαμηλότερο κόστος άντλησης κεφαλαίων, ιδίως για τις ΜμΕ, και θα αυξήσουν την ελκυστικότητα της Ευρώπης ως χώρο επενδύσεων. Με αυτόν τον τρόπο, η οικονομία της Ε.Ε. θα μπορούσε να κινηθεί με ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά και να είναι περισσότερο ανθεκτική σε αναταραχές στην οικονομία από ενδεχόμενες οικονομικές κρίσεις. Εν γένει, η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα αναδείξει τους μηχανισμούς της κεφαλαιαγοράς για την επενδυτική στήριξη των ΜμΕ και αυτό θα αποτελέσει κρίσιμο παράγοντα για την ανάπτυξη και της ελληνικής οικονομίας, στην οποία η αναλογία αυτού το μεγέθους των επιχειρήσεων στο σύνολο της επιχειρηματικότητας υπερβαίνει το μέσο όρο στην Ε.Ε.

#### 6.4.2 Ο ταχύτατα αναπτυσσόμενος τραπεζικός τομέας και η περίοδος της κρίσης στην Ε.Ε.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση του δημοσίου χρέους σε χώρες της Ευρωζώνης, είχαν σημαντικές επιπτώσεις στις ανάπτυξή τους. Το Α.Ε.Π. πολλών ανεπτυγμένων χωρών υπέστη σημαντικές απώλειες, ορισμένες εκ των οποίων ακόμα δεν έχουν καλυφθεί πλήρως. Τα προγράμματα στήριξης για τις τράπεζες ενείχαν υψηλό δημοσιονομικό κόστος, ενώ το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε από το προ κρίσης χαμηλό επίπεδο του 7,5% (2007) στο 11,6% (2014) στη ζώνη του ευρώ και από 7,2% σε 10,2% στην Ε.Ε. Σε σύγκριση με το 2007, 6,5 εκατομμύρια άνθρωποι ήταν άνεργοι στην Ε.Ε. το 2014. Επιπλέον, οι ευρωπαϊκές οικονομίες θα υποστούν τις συνέπειες και του μειωμένου ρυθμού αύξησης του δυνητικού Α.Ε.Π.

Το επενδυτικό χάσμα που δημιουργήθηκε στην Ε.Ε. θέτει σε κίνδυνο την επίτευξη της ανταγωνιστικότητας και της βιώσιμης ανάπτυξης. Το επίπεδο των επενδύσεων (ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου) στην Ε.Ε. έχει μειωθεί κατά περίπου 10% (€300 δισεκ. σε τιμές 2010) μετά το 2007 και ως το 2014, ως συνέπεια της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό προς την Ε.Ε. επίσης έχουν μειωθεί σημαντικά, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι ασθενέστερες προοπτικές ανάπτυξης έχουν μετατρέψει την Ε.Ε. σε έναν λιγότερο ελκυστικό τόπο για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Το επενδυτικό κενό

συνιστά απειλή για την επίτευξη των στόχων που θέτει η Στρατηγική Ευρώπη 2020 και πρέπει να κλείσει για την επίτευξη των γενικών ευρωπαϊκών στόχων πολιτικής μιας έξυπνης, βιώσιμης και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξης. Το νέο Επενδυτικό Σχέδιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, συμπεριλαμβανομένου και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων (EFSI)<sup>101,102</sup>, υιοθετήθηκε προκειμένου να προσελκύσει επενδύσεις και να καλύψει το υφιστάμενο κενό. Στο πλαίσιο αυτό, η πολιτική διεθνών επενδύσεων της Ε.Ε. επικεντρώνεται στην παροχή προς τους επενδυτές και τις επενδύσεις της Ε.Ε. πρόσβασης στην αγορά, νομικής ασφάλειας και ενός σταθερού, προβλέψιμου, δίκαιου και ορθά ρυθμιζόμενου οικονομικού περιβάλλοντος εντός του οποίου θα ασκούν τις δραστηριότητές τους.

Η σχετικά μεγάλη εξάρτηση από τις τράπεζες πριν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει αντίκτυπο στην ανάκαμψη. Πλησιάζοντας στην περίοδο της κρίσης, οι πιστώσεις που παρέχονταν υπό τη μορφή τραπεζικών δανείων είχαν ξεπεράσει την αύξηση του Α.Ε.Π. Η χρηματοοικονομική κρίση επέβαλε σημαντικές αναδιαρθρώσεις και απομόχλευση των αναγκών στον τραπεζικό τομέα. Ως εκ τούτου, ο τραπεζικός τομέας της Ε.Ε. έχει γίνει πολύ λιγότερο υποστηρικτικός στην ευρύτερη οικονομική δραστηριότητα σε σχέση με παλαιότερες προσπάθειες ανάκαμψης. Οι παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη ήταν κυρίως οι εξής: (i) ο τραπεζικός δανεισμός πριν από την κρίση συνέβαλε στη συσσώρευση του χρέους μεταξύ των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, μέρος του οποίου έγινε μη βιώσιμο με την οικονομική ύφεση, (ii) η οικονομική ύφεση ήταν εντονότερη της αναμενόμενης και συνοδεύτηκε από χρηματοοικονομικές κρίσεις και κυρίως τραπεζικές κρίσεις και (iii) οι ευρωπαϊκές τράπεζες μείωσαν τις διασυνοριακές τους δραστηριότητες. Η ποιότητα των στοιχείων των τραπεζών διαβρώθηκε, εν μέσω της εξασθένησης της οικονομικής δραστηριότητας, ιδίως στα κράτη μέλη της Ε.Ε. τα οποία βρέθηκαν σε μεγάλο βαθμό εκτεθειμένα σε πιέσεις

---

<sup>101</sup> European Investment Bank (2016), "Investment Plan for Europe. The first year", European Fund for Strategic Investments.

[http://www.eib.org/attachments/thematic/investment\\_plan\\_for\\_europe\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/thematic/investment_plan_for_europe_en.pdf)

<sup>102</sup> <http://www.eib.org/efsi/index.htm>.

από τις αγορές κρατικών ομολόγων. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω παραγόντων, το μερίδιο των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών αυξήθηκε. Στα κράτη μέλη που παρουσίασαν σοβαρά προβλήματα στην χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους τους, η πρόσβαση των τραπεζών σε διασυνοριακή χρηματοδότηση έγινε ιδιαίτερα δύσκολη και το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών αυξήθηκε τόσο σε απόλυτους, όσο και σε σχετικούς όρους. Οι ελλείψεις στην ιδιωτική χρηματοδότηση σε αυτές τις τράπεζες μόνο εν μέρει αντισταθμίστηκαν από την αύξηση των δανείων από το Ευρωσύστημα.

Ο υψηλός βαθμός εξάρτησης από τις τράπεζες σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις, ιδίως οι ΜΜΕ, έχουν δυσκολίες πρόσβασης σε χρηματοδότηση όταν δεν μπορούν να λάβουν πίστωση από τα τραπεζικά ιδρύματα. Για πολλές εξ' αυτών των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα στα πιο ευάλωτα κράτη μέλη, όπως η Ελλάδα, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση έγινε πολύ πιο δύσκολη μετά την εγχώρια δημοσιονομική κρίση. Η περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση λειτουργεί ανασταλτικά στην ενίσχυση των υποδομών των ΜΜΕ, στη διεύρυνση των δραστηριοτήτων και των αγορών τους, στην απασχόλησή τους κ.λπ. Αυτές οι δυσμενείς συνθήκες επηρεάζουν τόσο τις καθιερωμένες στον κλάδο τους μικρομεσαίες επιχειρήσεις, αλλά και τις μικρές επιχειρήσεις που είναι καινοτόμες και ταχέως αναπτυσσόμενες.

Ανακεφαλαιώνοντας, συστημικά, η υψηλότερη εξάρτηση από τραπεζικό δανεισμό κάνει την οικονομία πιο ευάλωτη όταν ο τραπεζικός δανεισμός περιοριστεί, όπως συνέβη κατά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση εγχωρίως. Σε περιόδους οικονομικής ύφεσης που συμπίπτουν με μια χρηματοοικονομική κρίση, οι αγορές κεφαλαίων έχουν την ικανότητα να ενεργούν πιο αποτελεσματικά στην απορρόφηση των κραδασμών από ένα οικονομική αναταραχή (shock). Αυτή η ικανότητα των κεφαλαιαγορών ενισχύεται όταν οι οφειλέτες μπορούν να εναλλάσσουν τις χρηματοδοτικές τους πηγές και όταν η χρηματοδότηση παρέχεται με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι, η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης και το υψηλότερο μερίδιο χρηματοδότησης μέσω μετοχικών κεφαλαίων κάνουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο σταθερό. Τα οφέλη της διαφοροποίησης

*Η Ένωση Κεφαλαιαγορών προβλέπεται ότι θα εξασφαλίσει μεγαλύτερη διαφοροποίηση στη χρηματοδότηση της οικονομίας και μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων, ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις*

ισχύουν εξίσου και για τους επενδυτές, οι οποίοι απολαμβάνουν αυξημένες επενδυτικές ευκαιρίες στις αγορές κεφαλαίων.

### 6.4.3 Κατακερματισμός τραπεζών και επιμερισμός κινδύνου

Στην οικονομική θεωρία συχνά γίνεται η υπόθεση μιας σύνδεσης μεταξύ της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, του επιμερισμού του κινδύνου και της μεγαλύτερης οικονομικής ανάπτυξης, μέσα από ένα κανάλι «βελτίωσης του κινδύνου».<sup>103</sup> Ο οικονομικός κατακερματισμός έχει σημαντική επίδραση στη δυνατότητα καταμερισμού των οικονομικών κινδύνων πέρα από τα σύνορα μιας χώρας. Οι κεφαλαιαγορές και οι τραπεζικές πιστωτικές αγορές έχουν δυνητικά σημαντικό ρόλο στην άμβλυση των επιπτώσεων των οικονομικών αναταραχών (shocks). Παρέχοντας πρόσβαση σε ξένα χρηματοοικονομικά στοιχεία, οι κεφαλαιαγορές παρέχουν σταθερά έσοδα για τους επενδυτές, όταν οι εγχώριες πηγές εισοδήματος δεν επαρκούν. Θεωρητικά, η τραπεζική πιστωτική αγορά παρέχει σταθερή χρηματοδότηση στην οικονομία, ακόμη και όταν η οικονομική δραστηριότητα εξασθενεί και οι πιστωτικοί κίνδυνοι αυξάνονται. Μελέτες σχετικά με τον επιμερισμό των κινδύνων στη ζώνη του ευρώ διαπίστωσαν ότι οι τράπεζες δεν λειτούργησαν με αυτόν τον τρόπο κατά την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση και η συμβολή τους στον επιμερισμό των κινδύνων δεν ήταν αποτελεσματική.<sup>104</sup> Πράγματι, η πιστωτική αγορά αποσόβησε σε μικρό βαθμό τους κινδύνους, διότι η σοβαρότητα και η επιμονή της οικονομικής ύφεσης αποδυνάμωσαν το κατακερματισμένο τραπεζικό σύστημα, με αποτέλεσμα να εκμηδενιστούν τα οφέλη της απορρόφησης των κραδασμών που μπορούν να προκύψουν από τη διαφοροποίηση και να δημιουργηθεί το λεγόμενο «χρηματοδοτικό κενό» (financing gap). Οι λόγοι για τους οποίους το κανάλι της κεφαλαιαγοράς είχε περιορισμένη επίδραση στην απορρόφηση των κραδασμών κατά τη διάρκεια της κρίσης αποδόθηκαν εν μέρει στο περιορισμένο μέγεθος των αγορών κεφαλαίων στην Ε.Ε.

Οι μακροοικονομικές συνέπειες της περιορισμένης κατανομής του κινδύνου ήταν πρόδηλες μέσα από τον περιορισμένο τραπεζικό δανεισμό

*Ενώ υπάρχει ποικιλία διαθέσιμων επιλογών χρηματοδότησης της οικονομίας της Ε.Ε., φαίνεται ότι τελικά η χρηματοδότηση βασίζεται υπερβολικά στη διαμεσολάβηση των τραπεζών*

<sup>103</sup> Obstfeld (1994).

<sup>104</sup> Anderson et.al. (2015).

στα πιο αδύναμα κράτη μέλη μετά την κρίση. Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των κεφαλαιαγορών και των τραπεζικών πιστωτικών αγορών, αυτού του διασυνοριακού επιμερισμού του κινδύνου, δεν ήταν διαθέσιμο την περίοδο που τα κράτη μέλη της Ε.Ε. το χρειαζόντουσαν περισσότερο, οδηγώντας τις επιχειρήσεις για την κάλυψη της κεφαλαιακής τους επάρκειας, στην εξάρτηση από τις εγχώριες τράπεζες που αντιμετώπιζαν προβλήματα χρηματοδότησης. Στα υπόλοιπα κράτη μέλη, η χαμηλή εγχώρια ζήτηση πιστώσεων σε συνδυασμό με την χαλάρωση του διατραπεζικού δανεισμού οδήγησαν σε πλεονάζουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Καθώς οι ΜμΕ εξαρτώνται κυρίως από τη χρηματοδότηση από τις εγχώριες τράπεζες, ο κατακερματισμός των τραπεζικών αγορών επιδείνωσε τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς προς αυτές. Οι διασυνοριακές τράπεζες της Ε.Ε. δεν κατάφεραν να αντισταθμίσουν τη μείωση της προσφοράς πιστώσεων από τις εγχώριες τράπεζες.

#### 6.4.4 Η στόχευση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Η CMU συμπληρώνει τις θεσμικές χρηματοοικονομικές μεταρρυθμίσεις των τελευταίων ετών και την Τραπεζική Ένωση. Ο στόχος της ατζέντας των χρηματοοικονομικών μεταρρυθμίσεων ήταν να ενισχυθεί η ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, προκειμένου να αποκατασταθεί και να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η Τραπεζική Ένωση, εν μέρει ως απάντηση στην κρίση του δημόσιου χρέους, ασχολείται με ζητήματα εποπτείας και εξυγίανσης των τραπεζών, ελέγχοντας τη σχέση μεταξύ των τραπεζών και των πιστωτικών κινδύνων στις συμμετέχουσες χώρες. Με πρωταρχικό στόχο τη μεγιστοποίηση των οφελών από τις κεφαλαιαγορές και τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την πραγματική οικονομία, η CMU παρέχει πρόσθετη αξία σε αυτές τις μεταρρυθμίσεις, μέσα από τρεις επιμέρους στοχεύσεις:



*Οι βασικές στοχεύσεις της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι να διευρύνει τις πηγές χρηματοδότησης στην Ευρώπη προς τη μη τραπεζικές πηγές χρηματοδότησης, να συμβάλει στην εμβάθυνση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και στην προώθηση της ανάπτυξης και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας*

**Να διευρύνει τις πηγές χρηματοδότησης στην Ευρώπη προς τη μη τραπεζικές πηγές χρηματοδότησης**, δίνοντας έναν ισχυρότερο ρόλο στις κεφαλαιαγορές και μειώνοντας το χρηματοδοτικό κενό. Θα προσφέρει στους δανειολήπτες και τους επενδυτές ένα ευρύτερο σύνολο χρηματοδοτικών μέσων για την κάλυψη των αντίστοιχων αναγκών τους.

**Να συμβάλει στην εμβάθυνση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.** Οι εγχώριες κεφαλαιαγορές θα επωφεληθούν από τη διεύρυνση στο πλαίσιο της ενιαίας αγοράς και θα γίνουν πιο ώριμες και ανταγωνιστικές, προς όφελος τόσο των δανειοληπτών και των επενδυτών.

**Να συμβάλει στην προώθηση της ανάπτυξης και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.** Διευκολύνοντας την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε πηγές χρηματοδότησης, ιδίως των ΜΜΕ, η ΕΚ θα στηρίξει την ανάπτυξη της απασχόλησης. Παράλληλα, μέσω της προώθησης εναλλακτικών χρηματοδοτικών καναλιών στην οικονομία, θα βοηθήσει στην αντιμετώπιση των πιθανών κινδύνων που απορρέουν από την υπερβολική εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό και τη διαμεσολάβηση στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Μέσα από τη διαφοροποίηση των κινδύνων, το σύστημα θα είναι πιο σταθερό και θα επιτρέψει στους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς αυξήσουν τη χρηματοδότησή τους προς την οικονομία.

Η CMU προχωράει ένα βήμα παραπάνω σε σχέση με προηγούμενες πρωτοβουλίες για την προώθηση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών: Θέτει ορισμένους κοινούς οικονομικούς στόχους με το **Σχέδιο Δράσης Παροχής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών** (Financial Services Action Plan FSAP), το οποίο οδήγησε στην υιοθέτηση 42 ρυθμιστικών μέτρων, συμπεριλαμβανομένων των 24 νομοθετικών μέτρων, την περίοδο 1999-2004. Το FSAP στόχευε επίσης στη μείωση των εμποδίων στις διασυνοριακές χρηματοοικονομικές επενδύσεις, αυξάνοντας την αποδοτικότητα που θα προέκυπτε μέσω του μεγαλύτερου ανταγωνισμού και των οικονομικών κλίμακας, επιτρέποντας έτσι την καλύτερη διαφοροποίηση των κινδύνων στις ολοκληρωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Η CMU οικοδομεί πάνω σε αυτό το σχέδιο, εστιάζοντας στα εμπόδια στις διασυνοριακές επενδύσεις, την ενίσχυση της συμβολής των

αγορών κεφαλαίου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ε.Ε. και τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο όμως της CMU, ο ρόλος μιας ισχυρότερης εποπτικής σύγκλισης και της ενίσχυσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας είναι περισσότερο επιβεβλημένος σε σύγκριση με το FSAP.

Εν κατακλείδι, τα οφέλη μιας ολοκληρωμένης και εύρυθμης κεφαλαιαγοράς μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

- μεγαλύτερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση,
- περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες,
- διαφοροποίηση των χρηματοδοτικών πηγών,
- κεφαλαιακή διαφοροποίηση,
- πιο αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων,
- καλύτερος επιμερισμός κινδύνων,
- οι πιο ολοκληρωμένες και εύρυθμες κεφαλαιαγορές θέτουν καλύτερα τη βάση για ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων εργασίας.

#### 6.4.5 Προώθηση αποταμιεύσεων των νοικοκυριών μέσα από την CMU και ασφάλεια συναλλαγών

Η επενδυτική βάση κάθε χώρας διακρίνεται στους μικροεπενδυτές, τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τους θεσμικούς επενδυτές. Και οι τρεις έχουν το κοινό χαρακτηριστικό ότι έχουν ισχυρούς δεσμούς με τις τράπεζες. Διαφέρουν ως προς την ικανότητά τους να αντιμετωπίζουν τα κενά των πληροφοριών, δηλ. την ασύμμετρη πληροφόρηση. Η τρέχουσα υποεπένδυση εστιάζει περισσότερο στην πλευρά των νοικοκυριών, από τη σκοπιά της επενδυτικής τους βάσης και των επενδυτικών τους επιλογών και παραθέτει τρόπους διόρθωσης των ασυμμετριών στην πληροφόρηση, την ανάγκη παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών, την χρηματοοικονομική εκπαίδευση, την αντιμετώπιση των φραγμών στις διασυνοριακές επενδύσεις από τα ευρωπαϊκά ταμεία και τη διερεύνηση της ανάπτυξης των προσωπικών συνταξιοδοτικών ταμείων, έτσι ώστε να μπορούν να προωθηθούν οι επενδύσεις των νοικοκυριών στις κεφαλαιαγορές. Σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών, θα πρέπει να αντιμετωπισθούν και να αρθούν εμπόδια, όπως το περιορισμένο μέγεθος

*Τα νοικοκυριά αποδίδουν σημαντικό ρόλο στην ασφάλεια και προβλεψιμότητα στις αποταμιεύσεις τους*

της αγοράς, η πρόσβαση σε διαφανείς και συγκρίσιμες πληροφορίες, οι επενδυτικοί περιορισμοί σε συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και οι απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας σε ορισμένες επενδύσεις.

Αναλυτικά, τα νοικοκυριά αποτελούν διαχρονικά το βασικό προμηθευτή κεφαλαίων στην οικονομία, κυρίως μέσω χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Το σύνολο της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών της Ε.Ε. αγγίζει το 220% του Α.Ε.Π. Ωστόσο, μόνο ένα μικρό μερίδιο εξ' αυτών διακρατείται με τη μορφή χρηματοπιστωτικών τίτλων: οι εισηγμένες μετοχές και τα ομόλογα αντιπροσώπευαν το καθένα στο τέλος 2013 το 4% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών στην Ε.Ε.-28. Οι επενδύσεις σε κεφάλαια αντιστοιχούσαν στο 6% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών. Το μεγαλύτερο τμήμα των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών είναι υπό τη μορφή τραπεζικών καταθέσεων (30%), συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων (20%) και δικαιωμάτων ασφαλιστικές εταιρίες (16%).<sup>105</sup> Κατά την εξέταση των δυνατοτήτων της συνολικής προσφοράς των κεφαλαίων που μπορούν να προσφέρουν τα νοικοκυριά στην οικονομία, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και η ακίνητη περιουσία, καθώς αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό και μη ρευστοποιήσιμο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών. Για τις χώρες της Ε.Ε. για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, τα ακίνητα αποτελούν περίπου το 40% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών.

Η σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων των νοικοκυριών φαίνεται να καθορίζεται κυρίως από οικονομικούς παράγοντες. Το περιορισμένο ενδιαφέρον των νοικοκυριών ως προς τους διαπραγματεύσιμους τίτλους, όπως ομόλογα και μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο, αποδίδεται εν μέρει στα υψηλά κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης σε σχέση με τις

---

<sup>105</sup> European Commission (2015), "Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action plan on building a capital markets union".  
Eurostat (2014), "Financial assets and non-financial corporations".

αναμενόμενες αποδόσεις από άλλους τίτλους.<sup>106</sup> Η καλύτερη νομική προστασία που απολαμβάνουν οι τραπεζικές καταθέσεις σε σχέση με άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους είναι ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τις επενδυτικές επιλογές των νοικοκυριών. Οι μετοχές παρέχουν κάποια προστασία από τον πληθωρισμό, αλλά εκθέτουν τον κάτοχό τους στους οικονομικούς κύκλους, ενώ το αντίστροφο συμβαίνει συνήθως με τα ομόλογα. Ωστόσο, τα περισσότερα νοικοκυριά επενδύουν κυρίως στην αγορά ακινήτων, επιλογή η οποία επίσης προσφέρει προστασία από τον πληθωρισμό, αλλά είναι εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας. Η αποταμίευση με τη μορφή επένδυσης σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους και ιδιαίτερα σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία με ρίσκο, συνήθως πραγματοποιείται από τα πιο εύπορα νοικοκυριά.<sup>107</sup> Συνήθως τα περισσότερα ευκατάστατα οικονομικά νοικοκυριά επενδύουν σε περισσότερο διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων και τα πιο μορφωμένα σε χαρτοφυλάκια υψηλότερου ρίσκου. Το αυξανόμενο μερίδιο των τραπεζικών καταθέσεων κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών στην Ε.Ε. και το γεγονός ότι αυξήθηκε ιδιαίτερα σε ευπαθέστερα κράτη μέλη, αναδεικνύει το ότι τα νοικοκυριά αποδίδουν σημαντικό ρόλο στην ασφάλεια και προβλεψιμότητα στις αποταμιεύσεις τους. Πιθανές απώλειες από επενδύσεις στις κεφαλαιαγορές μπορεί επίσης να έχουν διαρκή επίδραση στις επιλογές χαρτοφυλακίου ενός νοικοκυριού. Η εμπιστοσύνη αποτελεί συστατικό στοιχείο της λειτουργίας των αγορών κεφαλαίου και έχει υποστεί σημαντικό πλήγμα από την οικονομική κρίση, τόσο σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όσο και στην Ελλάδα συγκεκριμένα. Το ρυθμιστικό πλαίσιο προστασίας του καταναλωτή θεωρείται καθοριστικό στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των μικροεπενδυτών »στις κεφαλαιαγορές. Η στρατηγική της Ε.Ε. να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη στις κεφαλαιαγορές εδράζεται στους εξής άξονες: α) διασφάλιση της ορθής εφαρμογής της υφιστάμενης νομοθεσίας χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών περί προστασίας καταναλωτών, (ii) παροχή αμερόληπτης καθοδήγησης των καταναλωτών, (iii) προσφορά κατάλληλων προϊόντων στους ιδιώτες επενδυτές και (iv) διαφάνεια των προσφερόμενων προϊόντων.

---

<sup>106</sup> Vissing & Jorgensen (2002).

<sup>107</sup> Ο.Ο.Σ.Α. (2015).

Παρόλο που η διόρθωση των ασυμμετριών πληροφόρησης μπορεί να μετριάσει εν μέρει τους κινδύνους που απορρέουν από μη ενημερωμένους αποταμιευτές, ορισμένες πτυχές της επενδυτικής συμπεριφοράς εξακολουθούν να αποτελούν εμπόδια για επιτυχείς επενδυτικές αποφάσεις. Τα συμπεριφορικά οικονομικά υποδείγματα έχουν δείξει ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται από τη γνωστική τους ικανότητα και την επάρκεια χρηματοοικονομικών γνώσεων, αλλά και από προκαταλήψεις ή ιδεοληψίες, οι οποίες καθορίζονται από διάφορους συμπεριφορικούς και ψυχολογικούς παράγοντες και συνδέονται στη σχετική βιβλιογραφία με την αναβλητικότητα, την απροθυμία ανάληψης ευθύνης, τη μυωπική συμπεριφορά κ.ά.<sup>108</sup> Στο πλαίσιο αυτό, πολλά νοικοκυριά διατηρούν για πολύ καιρό ένα μη επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ή επωμίζονται ένα υπερβάλλον κόστος διαμεσολάβησης προκειμένου να έχουν καλύτερη πληροφόρηση.

Η χρηματοοικονομική εκπαίδευση και η καλύτερη πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές συμβουλές και καθοδηγήσεις θα μπορούσαν να συμβάλλουν στη μείωση του κόστους πληροφόρησης που αποθαρρύνει τις επενδύσεις των νοικοκυριών σε τίτλους κεφαλαιαγοράς. Από την άλλη πλευρά, τα μέτρα πολιτικής που αποσκοπούν στη βελτίωση των χρηματοοικονομικών γνώσεων δεν είναι πάντα αποτελεσματικά. Διάφορες χώρες ξεκίνησαν προγράμματα χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης, αλλά εξακολουθούν να υπάρχουν περιορισμένα εμπειρικά δεδομένα για να στηρίξουν την αποτελεσματικότητά τους, ιδίως τη σχέση κόστους και αποτελεσματικότητας. Οι ανεξάρτητοι οικονομικοί σύμβουλοι για παράδειγμα, χρησιμοποιούνται ως επί το πλείστον από τα πλουσιότερα νοικοκυριά, τα οποία μπορούν να αντέξουν ένα τέτοιο κόστος. Για πολλά νοικοκυριά, η πληρωμή συμβούλων ή λογιστών για τις φορολογικές τους ρυθμίσεις είναι επιτακτικότερη από τις χρηματοοικονομικές συμβουλές και πολλοί καταναλωτές είναι απρόθυμοι ή δεν έχουν τη δυνατότητα να πληρώσουν για αυτές.

Το κόστος των συναλλαγών αποτελεί επίσης παράγοντα που μπορεί να αποθαρρύνει τη διάδοση της αποταμίευσης των νοικοκυριών σε

---

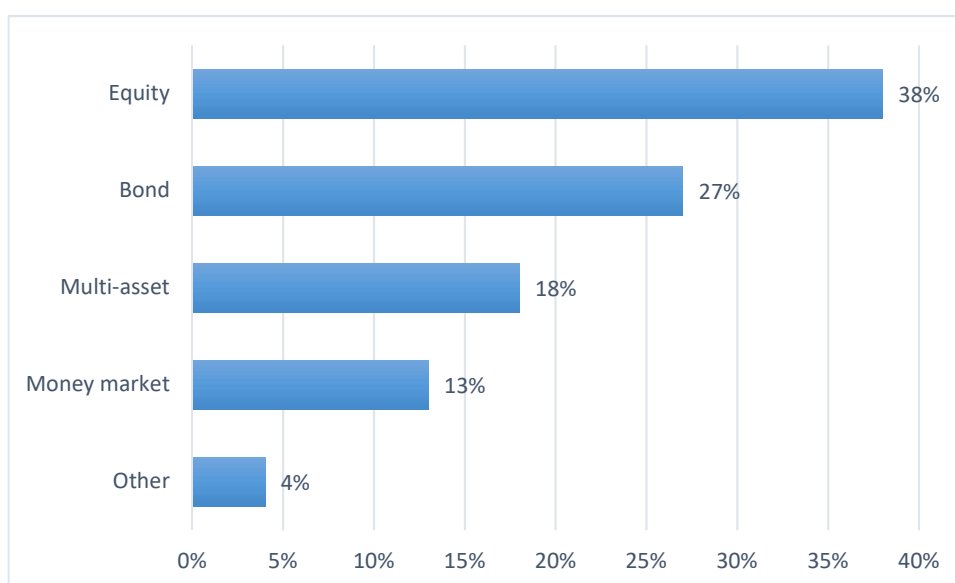
<sup>108</sup> Benartzi & Thaler (2007).

επενδυτικά κεφάλαια, των οποίων η ανάπτυξη διασυνοριακά εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες. Για τα νοικοκυριά, οι επενδύσεις σε κεφάλαια, όπως για παράδειγμα μέσω των *Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες* (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.), προσφέρουν πολλά πλεονεκτήματα, ιδίως ως προς τα οφέλη διαφοροποίησης, το περιορισμένο κόστος πληροφόρησης και τη στοχευμένη έκθεση στον κίνδυνο. Οι ανάγκες πληροφόρησης των νοικοκυριών στο πλαίσιο των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. καθορίζονται και καλύπτονται από τους εναρμονισμένους κανόνες της Ε.Ε., ενώ μέσω του Εγγράφου Βασικών Πληροφοριών (Key Information Document-KID), παρέχονται προσιτές πληροφορίες στους επενδυτές ως προς τους κανόνες διαφοροποίησης, τον κατάλογο των αποδεκτών επενδυτικών στοιχείων, τη δυνατότητα βραχυπρόθεσμης εξαργύρωσης της επένδυσης κ.λπ. Τα επενδυτικά κεφάλαια επενδύουν συνήθως σε ομόλογα και μετοχές, ενώ τα τελευταία χρόνια έχουν επενδύσει σημαντικά στα εταιρικά ομόλογα, συμβάλλοντας έτσι στη μείωση της τραπεζικής εξάρτησης των μεγαλύτερων επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, έχουν καθοριστικό ρόλο στην προώθηση του διασυνοριακού καταμερισμού του κινδύνου.

Η συμμετοχή των ιδιωτικών νοικοκυριών στους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. είναι σχετικά χαμηλή στην Ευρώπη, ενώ το κόστος συναλλαγών, το οποίο περιλαμβάνει τέλη και επιβαρύνσεις για την απόκτηση ή κατοχή μεριδίων ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών. Τα κόστη αυτά τείνουν να είναι χαμηλότερα στα κράτη μέλη στα οποία οι αγορές κεφαλαίων έχουν μεγαλύτερο ρόλο στη χρηματοδότηση της οικονομίας, όπως για παράδειγμα το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ολλανδία και η Σουηδία. Ο κατακερματισμός της αγοράς και το μικρό μέγεθος των ταμείων, επιφέρουν αναλογικά υψηλότερο κόστος στη λειτουργία των επενδυτικών κεφαλαίων και αποτρέπουν την αγορά κεφαλαίων της Ε.Ε. να δημιουργήσει οικονομίες κλίμακας στον ίδιο βαθμό όπως και οι αντίστοιχες αγορές των Η.Π.Α. Παράγοντες όπως οι διαφορετικές ανά χώρα απαιτήσεις εμπορίας και δημοσιοποίησης για τους Ο.Σ.Ε.Κ.Α., η αποκλίνουσα φορολογική διαχείριση, τα τέλη που πρέπει να καταβληθούν για τις διασυνοριακές κοινοποιήσεις κ.ά. περιορίζουν την αφομοίωση των διασυνοριακών κεφαλαίων στην Ευρώπη. Ως αποτέλεσμα, η Ευρώπη έχει μια πληθώρα κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων των ομολόγων, μετοχών, αγορών

χρήματος, μικτών και εξειδικευμένων κεφαλαίων, τα οποία διανέμονται από πολλούς διαφορετικούς παρόχους, οι οποίοι συχνά πωλούν και τα δικά τους κεφάλαια. Στο τέλος του 2014, υπήρχαν 36.148 Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ε.Ε., τέσσερις φορές περισσότερα από τον αριθμό των αμερικανικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο, το μέσο Ευρωπαϊκό Ταμείο μιας Ο.Σ.Ε.Κ.Α. αποτιμάται σε €200 εκατ., δηλαδή το 1/7 του μεγέθους των τυπικών αμοιβαίων κεφαλαίων των Η.Π.Α., το οποίο κατέχει κατά μέσο όρο €1,6 δισεκ. σε περιουσιακά στοιχεία.

#### Διάγραμμα 6.20. Καθαρά περιουσιακά στοιχεία ανά τύπο ΟΣΕΚΑ



Πηγή: EFAMA, monthly fact sheet, May 2017

Οι κεφαλαιαγορές δεν έχουν ακόμα καταφέρει να προσφέρουν μια ευρεία επιλογή των προϊόντων προς τα νοικοκυριά, λόγω του κατακερματισμού τους. Συγκρίσεις μεταξύ χωρών δείχνουν ότι οι χώρες με έναν ευμεγέθη τομέα αποταμιευτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων τείνουν επίσης να έχουν βαθύτερες κεφαλαιαγορές, όπως για παράδειγμα, στις Η.Π.Α., την Ολλανδία και το ηνωμένο Βασίλειο.<sup>109</sup> Για πολλά νοικοκυριά, η επένδυση στη στέγαση και την ασφάλιση ζωής είναι σημαντικό μέσο για να αποταμιεύσουν μακροπρόθεσμα, ενώ τα προσωπικά συνταξιοδοτικά προϊόντα χρησιμοποιούνται ελάχιστα. Για παράδειγμα, η αγορά προϊόντων προσωπικής σύνταξης είναι πολύ περιορισμένη στην Ελλάδα, αλλά και σε

<sup>109</sup> Meng & Pfau (2010).

άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως η Πολωνία, η Ρουμανία και η Ουγγαρία. Επιπλέον, στις χώρες τις οποίες κατά κάποιο τρόπο αναπτύσσονται τα προσωπικά συνταξιοδοτικά προϊόντα, αυτό γίνεται σε κάθε περίπτωση σε διαφορετική έκταση: η διάδοση και έκταση των προσωπικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων είναι σημαντικά υψηλότερη στη Δανία για παράδειγμα σε σχέση με την Ισπανία και την Γαλλία. Δεδομένης της γήρανσης του ευρωπαϊκού πληθυσμού και της αυξανόμενης ανάγκης για τους πολίτες να αποταμιεύουν προκειμένου να είναι σε θέση να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο στην τρίτη ηλικία, θα μπορούσε να υπάρξει ζήτηση για τα προϊόντα αυτά. Ωστόσο, η αγορά αυτή δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί επαρκώς. Τα προσωπικά συνταξιοδοτικά προϊόντα συνήθως λειτουργούν σε εθελοντική βάση και συνδέονται με σαφείς και ιδιαίτερα δεσμευτικές για τον κάτοχό τους συμβάσεις κατά τη διάρκεια αρκετών δεκαετιών, η ανάπτυξη εμπιστοσύνης και ευελιξίας είναι ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας. Η διαχείρισή τους και η νομοθετική τους ρύθμιση πραγματοποιείται από κάθε κράτος ξεχωριστά και έχει οδηγήσει σε διασυννοριακό κατακερματισμό της αγοράς: τα προσωπικά συνταξιοδοτικά προϊόντα υπόκεινται είτε σε διάφορους κανόνες σε επίπεδο Ε.Ε. ή σε καμία νομοθεσία της Ε.Ε. Από την πλευρά των παρόχων προσωπικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων η κατάτμηση αυτή δεν βοηθά στην αξιοποίηση των οικονομικών κλίμακας και τη διαφοροποίηση του κινδύνου, μειώνοντας έτσι τις διαθέσιμες επιλογές των αποταμιευτών και αυξάνοντας τα κόστη.

Τα νοικοκυριά θα μπορούσαν να επωφεληθούν από περισσότερες επιλογές στις προσωπικές συντάξεις μέσα από την ατομική εξοικονόμηση πόρων για την συνταξιοδότησή τους, αυξάνοντας έτσι και τις επενδυτικές ροές προς τις αγορές κεφαλαίων. Ενώ θα δημιουργηθούν αποδόσεις για τα νοικοκυριά, ταυτόχρονα θα καταστεί δυνατή η συγκέντρωση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις για τις επενδύσεις τους. Μια αναπτυσσόμενη αγορά προσωπικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων θα στηρίξει την ποικιλομορφία των συμμετεχόντων στις αγορές κεφαλαίου, ιδίως με δεδομένη την τάση των συνταξιοδοτικών ταμείων να διαθέτουν κεφάλαια για ένα φάσμα επενδυτικών στρατηγικών και θα αξιοποιήσει τις οικονομίες κλίμακας που θα προκύψουν από την ενιαία αγορά, τονώνοντας τον

*Τα νοικοκυριά θα μπορούσαν να επωφεληθούν από περισσότερες επιλογές στις προσωπικές συντάξεις μέσα από την ατομική εξοικονόμηση πόρων, αυξάνοντας έτσι και τις επενδυτικές ροές προς τις αγορές κεφαλαίων*



ανταγωνισμό και μειώνοντας τα κόστη. Στο πλαίσιο αυτό, σύμφωνα με την εντολή που δόθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων διεξάγει διαβούλευση για να διερευνήσει περαιτέρω τις δυνατότητες και τα πιθανά χαρακτηριστικά ενός τυποποιημένου προσωπικού συνταξιοδοτικού προϊόντος που θα παρέχεται στο πλαίσιο της Ε.Ε.

Ως προς την ασφάλεια συναλλαγών, την προστασία των επενδυτών και τη συναφή ισχύουσα νομοθεσία στην Ελλάδα, παρατίθενται στο Πλαίσιο 6.1 αποσπάσματα από τις σχετικές ισχύουσες νομικές διατάξεις στην Ελλάδα για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) και τις Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), οι οποίες περιλαμβάνονται στο Ν. 4099/2012. Εν γένει, η νομική προστασία που παρέχεται στους επενδυτές εδράζεται πρωτίστως την πλήρη και λεπτομερή ενημέρωση και πληροφόρηση τους για τις επενδυτικές κινήσεις του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., καθώς και για τους κινδύνους που μπορεί να συνδέονται με τις αποδόσεις των επενδύσεων. Οι πληροφορίες παρέχονται στους επενδυτές μέσα από το ενημερωτικό δελτίο και τις περιοδικές εκθέσεις που εκδίδει ο κάθε Ο.Σ.Ε.Κ.Α., μία εξαμηνιαία και μία ετήσια. Σημαντικό γεγονός για την προστασία των επενδυτών είναι ότι οι βασικές πληροφορίες προς αυτούς παρέχονται δωρεάν, ενώ τα πρόσωπα που καταρτίζουν, εγκρίνουν ή διαθέτουν τις βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές έχουν αστική ευθύνη για το περιεχόμενο των βασικών πληροφοριών ή της μετάφρασής τους, για το εάν οι πληροφορίες είναι παραπλανητικές, ανακριβείς ή ανακόλουθες με τα αντίστοιχα τμήματα του ενημερωτικού δελτίου.

Επισημαίνεται ότι το νομικό πλαίσιο για τη δραστηριότητα των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. είναι εναρμονισμένο με την κοινοτική νομοθεσία, καθώς αποτελεί ενσωμάτωση της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ, η οποία έχει σαν στόχο το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους οργανισμούς αυτού του είδους. Συνεπώς, πρέπει να τηρείται εγχωρίως το κοινοτικό πρότυπο για την προστασία των επενδυτών, γεγονός που διασφαλίζει τους εγχώριους επενδυτές και επιδρά ελκυστικά στους ξένους.

Εκτός από θέματα προστασίας των επενδυτών, μέσω του Ν. 4099/2012 παρέχεται δυνατότητα στις Α.Ε.Δ.Α.Κ. να συστήνουν και να διαχειρίζονται Ο.Σ.Ε.Κ.Α. και σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε., καθώς και η δυνατότητα σε αλλοδαπές Α.Ε.Δ.Α.Κ. να συστήνουν Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ελλάδα. Το επενδυτικό πλαίσιο που διαμορφώθηκε με το Ν. 4099/2012, ολοκληρώνεται με τρεις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Φ.Ε.Κ. 12/τεύχος Β'/10-01-2013), με τις οποίες ρυθμίζονται τα εξής θέματα:

- 1) Οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των Α.Ε.Δ.Α.Κ., κανονισμός συμπεριφοράς, διαχείριση κινδύνων, περιεχόμενο της σύμβασης μεταξύ θεματοφύλακα και εταιρείας διαχείρισης.
- 2) Συγκωνεύσεις Ο.Σ.Ε.Κ.Α. – Δομή κύριου και τροφοδοτικού Ο.Σ.Ε.Κ.Α. – Κοινοποίηση της διάθεσης μεριδίων Ο.Σ.Ε.Κ.Α σε άλλο κράτος μέλος.
- 3) Περιεχόμενο ενημερωτικού δελτίου, ετήσιας και εξαμηνιαίας έκθεσης Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

**Πλαίσιο 6.1: Ασφάλεια συναλλαγών: Ο.Σ.Ε.Κ.Α. και προστασία επενδυτών (αποσπάσματα από τη σχετική νομοθεσία – Ν. 4099/2012)**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις για τους Ο.Σ.Ε.Κ.Α., εντός των υποχρεώσεών τους για την ενημέρωση και προστασία των επενδυτών περιλαμβάνεται η δημοσιοποίηση ενημερωτικού δελτίου και περιοδικών εκθέσεων, βάσει του άρθρου 75 του Ν. 4099/2012. Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει τα απαραίτητα στοιχεία που επιτρέπουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για την προτεινόμενη επένδυση και ειδικότερα για τους σχετικούς με την επένδυση κινδύνους. Το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει, ανεξαρτήτως των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύεται το ενεργητικό ενός Ο.Σ.Ε.Κ.Α., σαφή και κατανοητή επεξήγηση των επενδυτικών κινδύνων του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., ενώ ταυτόχρονα προσδιορίζει τις κατηγορίες των στοιχείων του ενεργητικού του. Αναφέρει, επίσης, κατά πόσο ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. δύναται να διενεργεί πράξεις σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα. Σε τέτοια περίπτωση, αναφέρει ρητώς αν οι πράξεις αυτές μπορούν να διενεργούνται με σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνων ή/και την επίτευξη του επενδυτικού σκοπού του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., καθώς και τις ενδεχόμενες επιπτώσεις της χρήσης παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων στη συνολική έκθεση κινδύνου. Αν ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. επενδύει κυρίως σε άλλες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού πλην των

κινητών αξιών και των μέσων χρηματαγοράς, ή αν ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. αναπαράγει δείκτη μετοχών ή ομολογιών, συμπεριλαμβάνει στο ενημερωτικό δελτίο του και, ανάλογα με την περίπτωση, στις διαφημιστικές ανακοινώσεις του, ρητή αναφορά η οποία εφιστά την προσοχή στην επενδυτική του πολιτική. Όταν η καθαρή αξία του ενεργητικού ενός Ο.Σ.Ε.Κ.Α. είναι πιθανό να εμφανίσει υψηλή μεταβλητότητα, λόγω της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ή των εφαρμοζόμενων τεχνικών διαχείρισης, το ενημερωτικό δελτίο του και, ανάλογα με την περίπτωση, οι διαφημιστικές ανακοινώσεις του, περιέχουν ρητή αναφορά η οποία επισύρει την προσοχή στο ενδεχόμενο αυτό. Ο κανονισμός ή τα καταστατικά έγγραφα του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του ενημερωτικού του δελτίου, στο οποίο και προσαρτώνται. Τα εν λόγω έγγραφα δεν απαιτείται να προσαρτώνται στο ενημερωτικό δελτίο, όταν ο επενδυτής ενημερώνεται ότι μπορεί να ζητήσει είτε να του αποσταλούν τα έγγραφα αυτά, είτε να του γνωστοποιηθεί το σημείο πρόσβασης σε αυτά, σε κάθε κράτος-μέλος στο οποίο διατίθενται τα μερίδια. Τα ουσιώδη στοιχεία του ενημερωτικού δελτίου επικαιροποιούνται χωρίς καθυστέρηση μετά από κάθε μεταβολή τους. Το ενημερωτικό δελτίο διατίθεται με σταθερό μέσο ή μέσω διαδικτύου και παρέχεται στους επενδυτές δωρεάν σε έντυπη μορφή, κατόπιν αιτήματός τους.<sup>110</sup>

Η ετήσια έκθεση υποβάλλεται για κάθε διαχειριστική χρήση και η εξαμηνιαία έκθεση καλύπτει τους πρώτους έξι μήνες κάθε διαχειριστικής χρήσης. Η ετήσια έκθεση τίθεται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού εντός τεσσάρων μηνών από τη λήξη κάθε χρήσης και η εξαμηνιαία έκθεση εντός δύο μηνών από τη λήξη του εξαμήνου. Η ετήσια έκθεση περιέχει ισολογισμό ή κατάσταση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, αναλυτικό λογαριασμό των εσόδων και των δαπανών της χρήσης, έκθεση για τις δραστηριότητες της χρήσης κ.ά., καθώς και κάθε σημαντική πληροφορία που επιτρέπει στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για την εξέλιξη των δραστηριοτήτων και των αποτελεσμάτων ενός Ο.Σ.Ε.Κ.Α.<sup>111</sup>

---

<sup>110</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 76.

<sup>111</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 77.

Ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το ενημερωτικό του δελτίο και οποιεσδήποτε τροποποιήσεις του, καθώς και την ετήσια και εξαμηνιαία έκθεσή του. Ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. διαθέτει τα έγγραφα αυτά και στις Αρμόδιες Αρχές του κράτους-μέλους καταγωγής της εταιρείας διαχείρισής του, εφόσον η τελευταία έχει λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο κράτος-μέλος, κατόπιν αιτήματος των Αρμοδίων Αρχών. Ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που έχει λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο κράτος-μέλος και έχει ορίσει ως εταιρεία διαχείρισης του Α.Ε.Δ.Α.Κ. του παρόντος νόμου υποβάλλει τα ανωτέρω έγγραφα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατόπιν αιτήματός της. Το περιεχόμενο της ετήσιας και της εξαμηνιαίας έκθεσης του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. εξειδικεύεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.<sup>112</sup>

Ως προς τις διαφημίσεις και ανακοινώσεις του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. προς τους επενδυτές, θα πρέπει να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές. Επιπλέον, οι διαφημιστικές ανακοινώσεις πρέπει να γίνονται αντιληπτές ως διαφημίσεις. Ειδικότερα, η ανακοίνωση διαφημιστικού περιεχομένου με πρόσκληση για αγορά μεριδίων Ο.Σ.Ε.Κ.Α., η οποία περιέχει συγκεκριμένες πληροφορίες σχετικά με έναν Ο.Σ.Ε.Κ.Α., δεν περιέχει στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση ή υποβαθμίζουν το περιεχόμενο των πληροφοριών οι οποίες περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο και στις βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές. Εξαιρουμένου του εντύπου των βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές, κάθε άλλο ενημερωτικό ή διαφημιστικό έντυπο του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. πρέπει να περιέχει δήλωση με κεφαλαία γράμματα στο κάτω μέρος της πρώτης και της τελευταίας σελίδας πολυσέλιδου εντύπου ότι «Οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές». Η παραπάνω δήλωση αναφέρεται και σε κάθε ανακοίνωση του Ο.Σ.Ε.Κ.Α.<sup>113</sup>

Σε ότι αφορά τις βασικές πληροφορίες προς του επενδυτές, αυτές περιλαμβάνουν ενδεδειγμένες πληροφορίες για τα βασικά χαρακτηριστικά του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., ούτως ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους του προσφερόμενου επενδυτικού προϊόντος και, ως εκ τούτου, να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις έχοντας πλήρη γνώση.

<sup>112</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 78.

<sup>113</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 79.

Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές παρέχουν πληροφορίες για τα ακόλουθα ουσιώδη στοιχεία του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που αφορούν: α) την επωνυμία του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., β) σύντομη περιγραφή του επενδυτικού σκοπού και της επενδυτικής πολιτικής του, γ) παρουσίαση των προηγούμενων αποδόσεων ή, όπου απαιτείται, σεναρίων απόδοσης, δ) τα έξοδα, τις προμήθειες και τις σχετικές επιβαρύνσεις και ε) τη σχέση κινδύνου και απόδοσης της επένδυσης, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποίηση σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στο συγκεκριμένο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Τα ανωτέρω στοιχεία πρέπει να είναι κατανοητά στους επενδυτές χωρίς παραπομπές σε άλλα έγγραφα. Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές αναφέρουν σαφώς τον τόπο και τρόπο πρόσβασης σε περαιτέρω πληροφορίες για την προτεινόμενη επένδυση, συμπεριλαμβανομένων μεταξύ άλλων, του τόπου και τρόπου πρόσβασης στο ενημερωτικό δελτίο και στην ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση του Ο.Σ.Ε.Κ.Α., από που μπορούν να ληφθούν δωρεάν, κατόπιν αιτήματος, καθώς και της γλώσσας στην οποία είναι διαθέσιμες στους επενδυτές οι πληροφορίες αυτές. Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές διατυπώνονται συνοπτικά και σε μη τεχνική γλώσσα. Έχουν ενιαία μορφή και τρόπο παρουσίασης, που επιτρέπει τις συγκρίσεις και παρουσιάζονται με τρόπο κατανοητό στους ιδιώτες επενδυτές. Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές παρέχονται μεταφρασμένες, χωρίς παραλλαγές ή προσθήκες, σε όλα τα κράτη-μέλη όπου έχει γνωστοποιηθεί η πρόθεση του Ο.Σ.Ε.Κ.Α. να διαθέσει μερίδιά του.<sup>114</sup>

Τέλος, σχετικά την αστική ευθύνη για την παροχή των βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές, προβλέπεται ότι οι βασικές πληροφορίες προς αυτούς παρέχονται πριν από την υποβολή της αίτησης για την απόκτηση μεριδίων Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές και το περιεχόμενό τους είναι συνεπές με τα αντίστοιχα τμήματα του ενημερωτικού δελτίου. Επιπλέον, τα πρόσωπα που καταρτίζουν, εγκρίνουν ή διαθέτουν τις βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές υπέχουν αστική ευθύνη για το περιεχόμενο των βασικών πληροφοριών ή της μετάφρασής τους, μόνο εάν οι εν λόγω πληροφορίες

---

<sup>114</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 80.

είναι παραπλανητικές, ανακριβείς ή ανακόλουθες με τα αντίστοιχα τμήματα του ενημερωτικού δελτίου. Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές περιέχουν σαφή προειδοποίηση επ' αυτού.<sup>115</sup>

Μια εταιρεία διαχείρισης, για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο που διαχειρίζεται, ή μια Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (Α.Ε.Ε.Μ.Κ.), για κάθε επενδυτικό της τμήμα, οι οποίες διαθέτουν μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στους επενδυτές, είτε απευθείας, είτε μέσω άλλου νομικού προσώπου που ενεργεί για λογαριασμό τους και υπό την πλήρη ευθύνη τους, πρέπει να εξασφαλίζουν ότι παρέχονται στους επενδυτές οι βασικές πληροφορίες για τις επενδύσεις εγκαίρως πριν από την υποβολή της αίτησης για την απόκτηση μεριδίων των εν λόγω Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Στην περίπτωση που διατίθενται μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α., στους επενδυτές μέσω άλλων νομικών προσώπων που δεν ενεργούν υπό την πλήρη ευθύνη της εταιρείας διαχείρισης ή, κατά περίπτωση, μιας Α.Ε.Ε.Μ.Κ., την υποχρέωση παροχής στους επενδυτές των βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές φέρουν τα εν λόγω νομικά πρόσωπα. Η εταιρεία διαχείρισης, για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο που διαχειρίζεται, και η Α.Ε.Ε.Μ.Κ., για κάθε επενδυτικό της τμήμα, παρέχουν, ύστερα από σχετικό αίτημα, τις βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές στα πρόσωπα που δημιουργούν επενδυτικά προϊόντα και σε άλλα πρόσωπα, τα οποία είτε διαθέτουν, είτε συμβουλεύουν τους επενδυτές σχετικά με την απόκτηση μεριδίων των εν λόγω Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ή σχετικά με την απόκτηση επενδυτικών προϊόντων που επενδύουν σε αυτούς τους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές παρέχονται δωρεάν.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 81.

<sup>116</sup> Ν. 4099/2012, Άρθρο 82.

## Βιβλιογραφία

1. Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, <http://ggka.citron.gr/intro.html>
2. ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2017), «Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί 2016», 1<sup>η</sup> εκτίμηση, 08/03/2017.
3. Νόμος 3029/2002, Παράγραφος 3, Εδάφιο 4.
4. Νόμος 4099/2012, Άρθρα 76-82.
5. Νόμος 4387/2016, Κεφάλαιο Ε΄.
6. Σπράος, Γ. και Τήνιος, Π. (1998), «Διανεμητικά και Κεφαλαιοποιητικά Συστήματα Συντάξεων: Εντυπώσεις και ουσία», *Οικονομικό και Στατιστικό Δελτίο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος*, Τεύχος 10, Ιούλιος 1998.
7. Allianz (2016), “Pension sustainability index”, *International Pension Papers*, 1/2016.
8. Australian Centre for Financial Studies (2015), “Melbourne mercer global pension index”, October 2015.
9. Benartzi, S., and Thaler, R. (2007). “Heuristics and biases in retirement savings behavior”, *Journal of Economic Perspectives*, 21 (3), pp. 81-104.
10. European Commission (2015), “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on building a capital markets union”, COM (2015), 468 final.
11. European Commission (2015b), “Completing Europe's economic and monetary union”.
12. European Commission (2017), “European Economic Forecasts-Spring 2017”, *Institutional Paper 53*.
13. Eurostat (2014), “Financial assets and non-financial corporations”.
14. Holzmann, R. and Hintz, R. (2005), “Old-age income support in the 21<sup>st</sup> century. An international perspective on pension systems and reform”, *World Bank report*.
15. Meng, C., and Pfau, W.D. (2010), “The role of pension funds in capital market development”, National Graduate Institute for Policy Studies, *GRIPS Discussion Paper 10-17*.

16. Obstfeld, M. (1994). "Risk-taking, global diversification, and growth", *American Economic Review*, 84 (5), pp. 1310-1329.
17. OECD and G20 indicators (2015), "Pensions at a glance 2015", OECD Publishing, Paris.
18. OECD (2015b), "Financing SMEs and entrepreneurs. An OECD scoreboard", OECD Publishing, Paris.
19. PwC (2015), "Worldwide Tax Summaries-Corporate Taxes 2015/16".
20. Tax Barriers Business Advisory Group (2013), "Workable solutions for efficient and simplified fiscal compliance procedures related to post-trading within the EU".
21. Vissing-Jorgensen, A. (2002), "Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: Non-financial income and participation cost structures", *NBER Working paper No 8884*.
22. World Bank (1994), "Averting the Old Age Crisis: Policies to protect the old and promote growth", World Bank policy research report.
23. World Bank (2015), "Doing Business Economy Profile 2016: Greece", World Bank.
24. World Bank (2015), "Protecting minority investors: Going beyond related-party transactions", World Bank Doing Business".
- 25.
26. European Investment Bank (2016), "Investment Plan for Europe. The first year", European Fund for Strategic Investments.  
[http://www.eib.org/attachments/thematic/investment\\_plan\\_for\\_europe\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/thematic/investment_plan_for_europe_en.pdf)
27. <http://www.eib.org/efsi/>
28. <http://www.hcmc.gr/el/oseka3>
29. Investment Plan for Europe. The first year. European Fund for Strategic Investments:  
[http://www.eib.org/attachments/thematic/investment\\_plan\\_for\\_europe\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/thematic/investment_plan_for_europe_en.pdf)
30. <http://www.eib.org/efsi/index.htm>



## 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

---

Λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους και τις προϋποθέσεις για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας και την αλλαγή του αναπτυξιακού της προτύπου, όπως επίσης τις ανάγκες του ασφαλιστικού συστήματος και τις μεταρρυθμίσεις που χρειάζεται, βασικός στόχος της παρούσας μελέτης είναι να αναδειχθούν οι δυνατότητες και λύσεις που προσφέρει η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά για την άντληση πόρων για αυτούς τους σκοπούς. Ο ρόλος των επενδυτικών προϊόντων τα οποία παρουσιάζονται στη μελέτη είναι διττός: αποτελούν μέσα συγκέντρωσης των κεφαλαίων που χρειάζονται οι επιχειρήσεις και τα ασφαλιστικά ταμεία, αλλά και τοποθετήσεις για τα φυσικά πρόσωπα και τις επιχειρήσεις, με πιθανότητα υψηλότερης απόδοσης από ότι οι συνήθεις μορφές επένδυσής τους, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις.

Σκοπός του αρχικού κεφαλαίου της μελέτης του Ι.Ο.Β.Ε. είναι η παρουσίαση της εξέλιξης βασικών μεγεθών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στην περίοδο 2000-2016, καθώς και η ερμηνεία των τάσεων τους. Σκοπός της ανάλυσης είναι η ανίχνευση ενδεχόμενων συσχετίσεων των τάσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών με την περίοδο ταχείας ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 2000-2007, τις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς και της εγχώριας κρίσης εξυπηρέτησης χρέους, προκειμένου να αναδειχθεί η επίδραση των οικονομικών κύκλων στην εγχώρια κεφαλαιαγορά. Παράλληλα, εξετάστηκαν οι τάσεις στο ίδιο χρονικό διάστημα σε χρηματιστηριακές αγορές χωρών οι οικονομίες των οποίων, παρομοίως με την Ελλάδα, επηρεάστηκαν έντονα από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και εφάρμοσαν προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία. Όμως η ανάλυση εστίασε και σε «ώριμες» χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης (Ελβετία, Γερμανία, Αυστρία).

**Σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα διαμόρφωσαν την τάση του Γενικού Δείκτη και των δεικτών του Χ.Α. το 2000-2016, με εξαίρεση το διάστημα 2000 – α' τρίμ. 2003**

Σε ότι αφορά την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η εξέλιξη της τάσης του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ.Τ.) από την αρχή του 2000 και έως την περίοδο του 2017 επηρεάστηκε σε σημαντικό βαθμό από σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα τα οποία έλαβαν χώρα σε αυτή την περίοδο. Μοναδική περίοδος στην οποία η τάση του Γ.Δ.Τ. δεν ερμηνεύεται από τέτοια γεγονότα είναι η περίοδος υποχώρησης του από την αρχή του 2000 έως τον Απρίλιο του 2003, στη διάρκεια της οποίας πραγματοποιήθηκε «διόρθωση» της έντονης, πρωτοφανούς ανόδου του ελληνικού χρηματιστηρίου στην περίοδο 1997-1999. Αυτή η εξέλιξη μάλλον οφείλεται και στη βελτίωση των όρων δανεισμού των επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα κατόπιν της εισόδου της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε., η οποία περιορίσε την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι περισσότεροι από τους δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όπως ο FTSE/X.A. Large Cap, ο FTSE/X.A. Mid Cap, ο FTSE/X.A. Δείκτης Αγοράς κ.λπ., παρουσιάζουν παραπλήσια τάση και διακύμανση με το Γ.Δ.Τ., καθώς επηρεάζονται από μετοχές ομάδων επιχειρήσεων, μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, η βαρύτητα των οποίων είναι υψηλή στη διαμόρφωση του επιπέδου του Γ.Δ.Τ. Η εξέλιξη της τάσης του δείκτη FTSE/X.A. Διεθνούς Δραστηριοποίησης Plus διαφοροποιείται ελαφρώς από εκείνες του Γ.Δ.Τ. και των υπόλοιπων δεικτών που προαναφέρθηκαν, καθώς αρχικά ακολουθεί παράλληλη πορεία με το Γ.Δ.Τ., ωστόσο η κάμψη του στην περίοδο Ιούλιος 2014-Φεβρουάριος 2016 ήταν ηπιότερη από αυτή του Γ.Δ.Τ., μάλλον εξαιτίας της σημαντικής διεύρυνσης των εξαγωγών αγαθών το 2014 και το 2015.

Σχετικά με την πορεία της αξίας συναλλαγών της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και την κατανομή αυτής ανά κατηγορία επενδυτών (ξένοι, εγχώριοι, ιδιώτες και θεσμικοί), ενδιαφέρον εμφανίζει κυρίως η εξέλιξη της διάστασης ανάμεσα στις αγορές και πωλήσεις που λαμβάνουν χώρα, όχι τόσο το συνολικό τους ύψος. Από τα διαθέσιμα δεδομένα για την περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάρτιος 2017 προκύπτει ότι το μοναδικό σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα στο οποίο οι αγορές υπερέβησαν τις πωλήσεις, είναι αυτό του Μαρτίου 2013-Σεπτεμβρίου 2014. Αυτό το γεγονός μάλλον

αντανακλά ορισμένες θετικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα στη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου, όπως η πρώτη ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος, οι εξαγορές-συγχωνεύσεις τραπεζών το 2013, η επίτευξη μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος στο ίδιο έτος, η πρόσκαιρη ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας το 2014 κ.λπ.

Από τα στοιχεία για τη συνολική κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου προέκυψε ότι η διακύμανσή της σε σημαντικό βαθμό οφείλεται σε πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις, όπως και της αξίας των συναλλαγών. Προσεγγίζοντας την κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου σε κλαδικό επίπεδο, κατά μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο πάνω από το 60% αυτής προερχόταν από τέσσερις κλάδους, δηλαδή τον Τραπεζικό κλάδο, τον κλάδο Τροφίμων-Ποτών, τον κλάδο Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών-Αναψυχής και τον κλάδο Τηλεπικοινωνιών, με το μέσο μερίδιο του πρώτου στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών να φθάνει το 33%. Στους υπόλοιπους κλάδους, η πορεία της κεφαλαιοποίησης εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό κυρίως από την εξέλιξη της κεφαλαιοποίησης μεμονωμένων εταιρειών που υπάγονται σε αυτούς (π.χ. Coca-Cola και Vivartia στον κλάδο Τροφίμων-Ποτών, Ο.Π.Α.Π. και Intralot στον κλάδο Τυχερών Παιγνίων-Ταξιδιών-Αναψυχής και Ο.Τ.Ε. στις Τηλεπικοινωνίες).

Στην περίοδο Ιανουάριος 2007-Μάϊος 2013, το ήμισυ της κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου προερχόταν από εγχώριους επενδυτές και το άλλο μισό από ξένους. Όμως, από το Μάϊο του 2013 μέχρι και τον Αύγουστο του 2013 περιορίστηκε σημαντικά το ποσοστό των ξένων επενδυτών. Αυτή η εξέλιξη ενδεχομένως να συναρτάται με την επιβολή τον Μάρτιο του ίδιου έτους για πρώτη φορά περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και τραπεζικής αργίας σε χώρα της Ευρωζώνης, την Κύπρο. Η ανησυχία στους επενδυτές ανά τον κόσμο από αυτές τις εξελίξεις για τυχόν εκδήλωσή τους και σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης οι οποίες ήδη βρίσκονταν σε πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως η Ελλάδα, τους οδήγησε σε αποχώρηση από τις κεφαλαιαγορές τους. Ωστόσο, από τον Ιούνιο του 2013 και μέχρι το Φεβρουάριο του 2015 σταδιακά ανέκαμψε το ποσοστό των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Ελληνικού

*Μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από το 2007 στο οποίο οι αγορές υπερέβησαν τις πωλήσεις, η περίοδος Μαρτίου 2013-Σεπτεμβρίου 2014*

*Η τάση της συνολικής κεφαλαιοποίησης επίσης διαμορφώθηκε ως επί το πλείστον από πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις*

Χρηματιστηρίου, πιθανόν λόγω της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης τους από τα ίδια γεγονότα τα οποία προηγουμένως αναφέρθηκε ότι επηρέασαν την αξία συναλλαγών στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και τη διαφαινόμενη τότε πιθανή επιτυχή ολοκλήρωση του δεύτερου Προγράμματος τον Φεβρουάριο του 2015. Τα πολιτικοοικονομικά γεγονότα που έλαβαν χώρα από τον Μάρτιο του ίδιου έτους και καθ' όλο το πρώτο εξάμηνο του 2015, έπληξαν την εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, με αποτέλεσμα το ποσοστό συμμετοχής τους στη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. να περιοριστεί αρκετά. Κατόπιν, με τη σταδιακή σταθεροποίηση της πολιτικοοικονομικής κατάστασης, το ποσοστό συμμετοχής τους ανερχόταν στην περίοδο Νοέμβριος 2015-Μάρτιος 2017, ωστόσο σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο του μέσου όρου της περιόδου Ιανουάριος 2007-Οκτώβριος 2015, περίπου στο 40% αυτού. Αν και ανερχόμενος, ο βαθμός συμμετοχής των ξένων επενδυτών τον τελευταίο ενάμισι χρόνο αναδεικνύει την επιφυλακτικότητά τους σχετικά με τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Σε ότι αφορά τη διάρθρωση της κεφαλαιοποίησης που διακρατείται από τους εγχώριους επενδυτές, προέκυψε ότι τα υψηλότερα μερίδιά της διακρατούνται από εγχώριους ιδιώτες επενδυτές (20,6% κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουάριος 2005-Μάρτιος 2017) και το δημόσιο τομέα (12,2% κατά μέσο όρο την ίδια περίοδο). Μικρότερα, ίδια μερίδια κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές (7,3% κατά μέσο όρο) και λοιποί μη θεσμικοί επενδυτές (7,6% κατά μέσο όρο). Μετά τον Οκτώβριο του 2015 τα μερίδια των εγχώριων ιδιωτών επενδυτών και του δημόσιου τομέα υποχώρησαν, με αυτό του δημόσιου τομέα να παρουσιάζει κατακόρυφη πτώση. Η συγκεκριμένη εξέλιξη μάλλον οφείλεται στην τρίτη ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος τον Νοέμβριο εκείνου του έτους, η οποία είχε σαν αποτέλεσμα τη σημαντική συρρίκνωση των ποσοστών του Ελληνικού Δημοσίου – μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας – στο μετοχικό κεφάλαιο των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών.

*Λίγες εκδόσεις και χαμηλή αξία νέων αξιογράφων και ομολόγων την περίοδο 2000-2016, λόγω διευκόλυνσης του τραπεζικού δανεισμού*

Το γεγονός ότι ο αριθμός και η αξία των εκδόσεων αξιογράφων και ομολόγων φθίνουν την περίοδο 2000-2016, μάλλον οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο ότι η σταδιακή απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος από το τέλος της δεκαετίας του 1980, αλλά κυρίως η είσοδος της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση το 1998 και στην Ευρωζώνη το 2001, σταδιακά κατέστησαν το δανεισμό των επιχειρήσεων από τις τράπεζες πολύ ευκολότερο και φθηνότερο από ότι στο παρελθόν.

Από την ανάλυση των δεδομένων για τα ξένα χρηματιστήρια προέκυψε, ότι η κεφαλαιοποίηση των «ώριμων» αγορών, όπως της γερμανικής, της ισπανικής και της ελβετικής, είναι πολύ υψηλότερη από την αντίστοιχη του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, γεγονός αναμενόμενο εξαιτίας του μεγαλύτερου μεγέθους των οικονομιών τους από την ελληνική. Όμως, η έντονη πτώση της κεφαλαιοποίησης της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία έτη, είχε σαν αποτέλεσμα αυτή να διαμορφωθεί σε επίπεδο χαμηλότερο και από αγορές χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης οι οποίες εφάρμοσαν προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως η Ιρλανδία.

Σε ότι αφορά το επίπεδο του κύκλου εργασιών από τη διαπραγμάτευση εγχώριων και ξένων μετοχών μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών, σε οργανωμένες και ειδικές-εναλλακτικές αγορές συνολικά, το γερμανικό χρηματιστήριο έρχεται πρώτο και έπονται το ισπανικό και το ελβετικό. Ο κύκλος εργασιών από τη διαπραγμάτευση εγχώριων μετοχών σε αυτές τις αγορές είναι πολύ υψηλότερος του κύκλου εργασιών ο οποίος προέρχεται από ξένες μετοχές.

Επισημαίνεται ότι ο κύκλος εργασιών ο οποίος προέρχεται από τις ειδικές-εναλλακτικές αγορές είναι πολύ χαμηλότερος σε σχέση με αυτόν από τις οργανωμένες αγορές. Αυτό το γεγονός αναδεικνύει τη μικρή διείσδυση των εναλλακτικών αγορών ακόμα και στις ευρωπαϊκές αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Από την άλλη πλευρά, συνεπάγεται ότι υφίστανται δυνατότητες ανάπτυξης τους στο μέλλον, αξιοποιώντας τα χρηματοδοτικά μέσα που παρέχουν, τα οποία παρουσιάζονται στο πέμπτο κεφάλαιο της μελέτης και μπορούν να συνδράμουν κυρίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις

στην εύρεση της ρευστότητας και των επενδυτικών κεφαλαίων που χρειάζονται.

Από την εξέταση της διακύμανσης των δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της συνολικής εμπορευσιμότητας των μετοχών που είναι διαπραγματεύσιμες σε αυτό, της εξέλιξης και της διάρθρωσης της κεφαλαιοποίησής του, καθώς και από τα υπόλοιπα ποσοτικά μεγέθη που αφορούν στην εγχώρια κεφαλαιαγορά προκύπτει, όπως αναμενόταν σε κάποιο βαθμό, ότι η τάση τους επηρεάζεται από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα, εγχώρια και διεθνή, αρνητικά αλλά και θετικά. Αυτό το γεγονός συνεπάγεται ότι σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, δημοσιονομικής προσαρμογής, διεθνών χρηματιστηριακών κρίσεων κ.λπ., η πλέον πιθανή εξέλιξη στην κεφαλαιαγορά εγχωρίως είναι ότι θα συντονιστεί με αυτές τις τάσεις. Από την άλλη πλευρά, εάν η ελληνική οικονομία εισέλθει σε τροχιά ανάκαμψης, η χρηματιστηριακή αγορά θα την ακολουθήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα, π.χ. όπως έγινε στην περίοδο του δεύτερου εξαμήνου του 2013 και του αρχικού εξαμήνου του 2014. Η σημασία της θετικής συσχέτισης μεταξύ της τάσης της κεφαλαιαγοράς και των πολιτικοοικονομικών εξελίξεων πιθανόν να είναι κρίσιμη στην αρχή μιας περιόδου ανάκαμψης, προκειμένου αυτή να εδραιωθεί, μέσω και των δυνατοτήτων που παρέχει το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Στην αρχή του τρίτου κεφαλαίου (ενότητα 3.1) καταρχάς αναλύονται οι βασικές συνιστώσες του αναπτυξιακού προτύπου στην Ελλάδα στην περίοδο 1994-2007. Κατόπιν αναζητούνται αυτές στις οποίες θα πρέπει να βασίζεται ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο, με έμφαση στο ρόλο των επενδύσεων. Από την ανάλυση προκύπτει ότι χωρίς την ώθηση από τις εξαγωγές και τις επενδύσεις, το Α.Ε.Π. θα είχε αυξηθεί στην περίοδο 1994-2007 με πολύ χαμηλότερη ταχύτητα. Σημαντικό τμήμα της τότε αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης αφορούσε σε ζήτηση για εισαγωγές, επιδεινώνοντας το εξωτερικό ισοζύγιο και μετριάζοντας το ρυθμό μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας. Η εξέταση της διάρθρωσης των επενδύσεων ανέδειξε ότι αυτές αφορούσαν κυρίως σε κατασκευές κατοικιών και σε μεταφορικό εξοπλισμό. Το μερίδιο των επενδύσεων σε μεταλλικά προϊόντα-μηχανήματα, οι οποίες κατεξοχήν αφορούν σε

*Σε περιόδους εγχώριας ύφεσης, χρηματιστηριακών κρίσεων κ.λπ., πλέον πιθανή εξέλιξη για την ελληνική κεφαλαιαγορά ο συντονισμός με τέτοιες τάσεις. Επομένως και σε ενδεχόμενη οικονομική ανάκαμψη*

*Χωρίς την ώθηση από τις εξαγωγές και τις επενδύσεις, το Α.Ε.Π. θα είχε αυξηθεί πολύ λιγότερο στην περίοδο 1994 - 2007*

επενδύσεις στον τομέα της βιομηχανίας, ενισχύθηκε σε μικρό βαθμό, ενώ αυτό των κατασκευών εκτός κατοικιών παρουσίασε τη μεγαλύτερη υποχώρηση, με αποτέλεσμα στο τέλος της περιόδου ανάπτυξης να είναι το μικρότερο μεταξύ των βασικών κατηγοριών κεφαλαίου.

Στην περίοδο 2008-2013 που ακολούθησε, η συνεχής, ισχυρή ύφεση στην ελληνική οικονομία, προήλθε κυρίως από την κατακόρυφη πτώση των επενδύσεων. Με μέσο ετήσιο ρυθμό πτώσης του Α.Ε.Π. 5,0% σε αυτά τα έτη, η οφειλόμενη στη συρρίκνωση της επενδυτικής δραστηριότητας ύφεση ήταν της τάξης του 3,2%. Η έντονη, πρωτοφανής κάμψη της επενδυτικής δραστηριότητας από το 2008, σχετίζεται με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία εξελίχθηκε σε πιστωτική συρρίκνωση μετά την απώλεια πρόσβασης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου από την άνοιξη του 2010. Η επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών εξαιτίας της παρατεταμένης περιόδου δημοσιονομικής προσαρμογής, αποτελεί επίσης μια σημαντική αιτία της αναιμικής πλέον επενδυτικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για το Α.Ε.Π. της ελληνικής οικονομίας και τις συνιστώσες του στην τριετία 2017 - 2019 (υποενότητα 3.1.2), αυτό θα αυξηθεί με ρυθμό τουλάχιστον 1% το τρέχον έτος και υψηλότερο του 2% την επόμενη χρονιά, ενώ το Δ.Ν.Τ. προβλέπει συνέχιση της ανάπτυξης το 2019, με ρυθμό 1,9%. Η προβλεπόμενη διεύρυνση του εγχώριου προϊόντος θα προέλθει πρωτίστως από άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης. Όμως, η ώθηση στο Α.Ε.Π. από την κατανάλωση των νοικοκυριών θα μετριαστεί από την αναμενόμενη ενίσχυση της ζήτησης για εισαγόμενα προϊόντα, κυρίως εξαιτίας της ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η αρνητική επίδραση των περισσότερων εισαγωγών αποτυπώνεται στην τάση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο εκτιμάται ότι είτε θα βελτιωθεί οριακά, είτε θα παρουσιάσει μικρή επιδείνωση. Καθώς δεν αναμένεται οι αποκαλούμενες «καθαρές εξαγωγές» να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, η μοναδική συνιστώσα εκτός της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία μπορεί να συμβάλλει στην επίτευξη των

προβλεπόμενων ρυθμών ανάπτυξης είναι οι επενδύσεις. Άλλωστε, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών συμπίπτουν ως προς το ότι η διεύρυνση των επενδύσεων στη συγκεκριμένη τριετία θα είναι η μεγαλύτερη μεταξύ των συνιστωσών του Α.Ε.Π.

Συνεπώς, για την ανάκτηση της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας, απαιτείται η σταθερή, ισχυρή αναθέρμανση των επενδύσεων. Ωστόσο, αυτή δεν μπορεί να λάβει χώρα με τον ίδιο τρόπο όπως στην περίοδο 1994-2007, δηλαδή να προέλθει από τις ίδιες κατηγορίες σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου. Το απόθεμα σε κατοικίες είχε αυξηθεί ιδιαίτερα στην περίοδο πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση, όπως και σε μεταφορικά μέσα. Για αυτόν το λόγο, τα μερίδιά τους στις επενδύσεις υποχώρησαν έντονα μεταξύ 2008-2013. Ακολούθως, είναι απαραίτητο να γίνουν εκτιμήσεις για τις εξελίξεις και τους παράγοντες οι οποίοι θα επηρεάσουν τις επενδύσεις το τρέχον και τα επόμενα έτη, αλλά και να εξεταστεί η συσχέτισή τους με τις προτεραιότητες ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου. Στην ενότητα 3.1.3 παρουσιάζονται οι κλάδοι με τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης στα προσεχή έτη και οι επενδυτικές τους προτεραιότητες. Σε αυτούς περιλαμβάνονται εξωστρεφείς κλάδοι της Μεταποίησης, ο τομέας του Τουρισμού, το οικοσύστημα δραστηριοτήτων στις Μεταφορές και την Αποθήκευση και η Ενέργεια. Αυτοί οι κλάδοι έχουν σημαντική εξαγωγική δραστηριότητα και μπορούν να συμβάλλουν στην αλλαγή του τρόπου ανάπτυξης της Ελλάδας. Επίσης, οι παραχωρήσεις και οι αποκρατικοποιήσεις αναμένεται να έχουν καταλυτικό ρόλο στην υλοποίηση επενδύσεων και σε άλλες δραστηριότητες τα προσεχή έτη.

Επιπλέον, οι επενδύσεις σε δημόσια έργα, σε κτίρια και ευρύτερα σε εγκαταστάσεις παραγωγής, σε μεταλλικά προϊόντα και μηχανήματα, είναι πολύ περισσότερο προσανατολισμένες στην υποβοήθηση και ενίσχυση της παραγωγής και της παραγωγικότητας μιας οικονομίας, σε σύγκριση με την κατασκευή κατοικιών και την απόκτηση μεταφορικών μέσων.

Δεδομένων, πρώτον, της σημασίας της ύπαρξης κεφαλαίων για την υλοποίηση επενδύσεων, δεύτερον, της πιστωτικής συρρίκνωσης από τον τραπεζικό τομέα προς τις επιχειρήσεις από το 2010, η οποία αναλύεται ως προς τις επιμέρους τάσεις της στην ενότητα 3.2 της μελέτης, είναι

*Απαραίτητη η ανάκαμψη των επενδύσεων για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, με διαφορετικό περιεχόμενο σε σχέση με το παρελθόν*

*Απαραίτητη η αξιοποίηση όλων των χρηματοδοτικών μέσων για τη σταθερή τόνωση των επενδύσεων και τη μετάβαση σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο*



απαραίτητη η αξιοποίηση όλων των πιθανών πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων για τη σταθερή τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας και τη μετάβαση σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο. Σε αυτές συγκαταλέγονται τα χρηματοδοτικά εργαλεία μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το γεγονός ότι διαχρονικά η ελληνική οικονομία βασίζεται στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις περισσότερο από ότι οι υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με την αναλογία των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων στο σύνολο των επιχειρήσεων στην Ελλάδα να μην μεταβάλλεται την περίοδο 2008-2015, παραμένοντας υψηλότερα του 99%, αναδεικνύει τον κομβικό ρόλο που θα διαδραματίσουν οι ΜμΕ τουλάχιστον κατά τη μετάβαση σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο. Αυτή η διαδικασία εκτιμάται θα ξεκινήσει από τη φάση της ολοκλήρωσης της δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία θα αποκαταστήσει σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της Ελλάδας και των προοπτικών της οικονομίας της, ενισχύοντας την ελκυστικότητά της στους επενδυτές. Επομένως, τα χρηματοδοτικά μέσα τα οποία θα είναι διαθέσιμα για τις επιχειρήσεις, αλλά και οι πολιτικές οι οποίες θα εφαρμοστούν για τη διευκόλυνσή τους, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις ανάγκες, τον τρόπο οργάνωσής κ.λπ. των ΜμΕ. Προκειμένου να επιτευχθεί η εξέλιξη πολλών εκ των υφιστάμενων ΜμΕ σε επιχειρήσεις οι οποίες θα δραστηριοποιούνται επιτυχώς και στο εξωτερικό, θα πρέπει οι σχετικές με αυτές πολιτικές και τα χρηματοδοτικά εργαλεία να προσαρμοστούν στις συνθήκες τις οποίες δημιουργεί η διεθνοποίηση μιας επιχείρησης, όπως π.χ. η προβολή της εκτός συνόρων, η ένταξη σε διεθνείς αλυσίδες αξίας, η εύρεση προμηθευτών στο εξωτερικό. Αναγνωρίζοντας τον κομβικό ρόλο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο για την ελληνική οικονομία, το πέμπτο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης εστιάζει στις δυνατότητες χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων και γενικά των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, μέσω επενδυτικών σχημάτων.

Πάντως, από τη διερεύνηση της διεθνούς βιβλιογραφίας στην ενότητα 3.4 για τη σχέση χρηματιστηριακών αγορών και οικονομικής ανάπτυξης, προέκυψε ότι αυτή δεν είναι δεδομένη σε όλες τις περιπτώσεις, ούτε είναι σαφές το με ποιο τρόπο ασκείται. Παρά την ύπαρξη στατιστικά σημαντικών

*Κομβικός ο ρόλος των ΜμΕ και για τη μετάβαση σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο. Επομένως, τα διαθέσιμα χρηματοδοτικά μέσα για τις επιχειρήσεις, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις ανάγκες και τον τρόπο οργάνωσης των ΜμΕ, με έμφαση στα χαρακτηριστικά τους που σχετίζονται με τη διεθνοποίησή τους.*

*Η σχέση των αγορών με την οικονομική μεγέθυνση εξαρτάται από ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες, με διαφορετική επίδραση κατά περίπτωση*

αποτελεσμάτων, η μονόδρομη ή αμφίδρομη σχέση των αγορών με την οικονομική μεγέθυνση φαίνεται ότι εξαρτάται από πληθώρα ποιοτικών και ποσοτικών παραγόντων, των οποίων η επίδραση διαφέρει κατά περίπτωση.

Η κατάσταση ρευστότητας των επιχειρήσεων στην τρέχουσα περίοδο, υπό τις συνθήκες στο τραπεζικό σύστημα που μόλις περιγράφηκαν και η τάση της στα προσεχή έτη, επιχειρείται να προσεγγιστεί εμπειρικά στην ενότητα 3.3 της μελέτης, σε επίπεδο κλάδων της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, διερευνώνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της μόχλευσης. Από τα στοιχεία για την εξέλιξη των υποχρεώσεων και τα κέρδη των επιχειρήσεων, εισηγμένων και μη, τα οποία παρουσιάζονται στην υποενότητα 3.3.1, προκύπτει ότι το επίπεδο των πρώτων παρέμενε υψηλό μέχρι τουλάχιστον το 2015, εξαιτίας της διεύρυνσης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων από το 2012. Το πολύ χαμηλότερο επίπεδο EBITDA στα πρόσφατα έτη καθιστά αρκετά δυσκολότερη την κάλυψη των συσσωρευμένων υποχρεώσεων. Επομένως, η ανάγκη απομόχλευσης των επιχειρήσεων είναι έντονη.

Η ανάγκη απομόχλευσης προκύπτει και από τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων της τάσης της μόχλευσης στους κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Το επίπεδό της προσεγγίστηκε από την αναλογία των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, στην πλειονότητα των κλάδων, συγκεκριμένα στους 18 από τους 24, εκτιμήθηκε μία άνοδος της μεσοπρόθεσμα, έως το 2020. Σε πέντε κλάδους με ανοδική τάση, αυτή προήλθε κυρίως από μια αλματώδη αύξηση του δείκτη μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων στο τελευταίο ή στα τελευταία δυο έτη της εξεταζόμενης περιόδου. Σε επτά κλάδους η αυξητική τάση της μόχλευσης οφείλεται στην άνοδό της μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων, είτε διαχρονικά, είτε στα πλέον πρόσφατα έτη.

Οι λόγοι που οδήγησαν στην αύξηση της μόχλευσης μη εισηγμένων επιχειρήσεων, αλλά και εισηγμένων επιχειρήσεων σε συγκεκριμένους κλάδους, προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου είναι δύσκολο να εντοπιστούν, καθώς πρέπει να εξεταστεί η εξέλιξη της μόχλευσης σε όλες τις επιχειρήσεις οι οποίες υπάγονται σε αυτούς. Από τα συνολικά κλαδικά στοιχεία προκύπτει μία απότομη, μεγάλη μείωση των ιδίων κεφαλαίων στη διετία 2015-2016 στους κλάδους στους οποίους την ανοδική τάση

καθόρισαν μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Μειώνονται και οι υποχρεώσεις τους, ωστόσο η ποσοστιαία μείωση των ιδίων κεφαλαίων είναι πολύ υψηλότερη εκείνης των υποχρεώσεων. Αυτές οι ταυτόχρονες εξελίξεις είχαν σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί κατακόρυφα ο δείκτης μόχλευσης.

Την παρατηρούμενη αρνητική εξέλιξη της ρευστότητας ορισμένων κλάδων το 2015 και 2016 ενδεχομένως προκάλεσαν οι επιπτώσεις των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων οι οποίοι επιβλήθηκαν στο τέλος του Ιουνίου του 2015 και συνεχίζονται έκτοτε, καθώς και τη απώλειας πρόσβασης των τραπεζών εγχωρίως στο βασικό μηχανισμό παροχής ρευστότητας της ΕΚΤ από τον Φεβρουάριο του 2015 έως και τον Μάιο του 2016. Αυτές οι εξελίξεις περιόρισαν σημαντικά την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε ρευστότητα. Η ενίσχυση της μόχλευσης ενδεχομένως να οφείλεται σε αύξηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων λόγω της αδυναμίας τους να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους, με συνέπεια την αύξηση των τόκων πληρωτέων. Η οξυμένη πιστωτική στενότητα από το τραπεζικό σύστημα στη διάρκεια της περιόδου δημοσιονομικής προσαρμογής, ιδίως στη διετία 2015-2016, με αρνητικές επενέργειες στην τάση της μόχλευσης των επιχειρήσεων σε πολλούς κλάδους, αναδεικνύει την ανάγκη εύρεσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Κατά την αναζήτησή τους πρέπει να διερευνηθούν και οι χρηματοδοτικές επιλογές μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ωστόσο, προκειμένου η νέα χρηματοδότηση να μην επιδεινώσει τη μόχλευση, συμβάλλοντας παράλληλα στις αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει να αξιοποιηθεί κυρίως σε επενδύσεις, οι οποίες θα ενισχύσουν την παραγωγική δυναμικότητα των επιχειρήσεων.

Σε ότι αφορά τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων για την ανάδειξη των προσδιοριστικών παραγόντων της μόχλευσης, ήταν στατιστικά σημαντικά μόλις σε τέσσερις κλάδους. Κύρια αιτία ήταν η έλλειψη χρονονολογικών σειρών για βασικές μεταβλητές της διάρθρωσης κάθε κλάδου, η οποία δεν επέτρεψε την εκτίμηση οικονομετρικών υποδειγμάτων για τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης, με θεωρητικό υπόβαθρο. Ακολούθως, εφαρμόστηκε μια εναλλακτική διαδικασία για τον εντοπισμό των προσδιοριστικών παραγόντων της ρευστότητας ανά κλάδο, στο πλαίσιο της οποίας εξετάστηκε η από κοινού επίδραση σε ένα δείκτη ρευστότητας

*Η οξυμένη πιστωτική στενότητα από τις τράπεζες κατά τη δημοσιονομική προσαρμογή αύξησε τη μόχλευση, αναδεικνύοντας τη σημασία εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης*

(κυκλοφορούν ενεργητικό προς σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων) ορισμένων ερμηνευτικών μεταβλητών, κυρίως χρηματοοικονομικών μεγεθών. Επομένως, οι εκτιμήσεις παρέχουν μόνο ορισμένες ενδείξεις για τις επιδράσεις που ασκούν κάποιες μεταβλητές στη ρευστότητα, οι οποίες χρήζουν περαιτέρω εμπειρικής διερεύνησης.

Από τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων φαίνεται ότι οι πωλήσεις ενισχύουν τη ρευστότητα και περιορίζουν τη μόχλευση, καθώς επίδρασαν αυξητικά στους τρεις από τους τέσσερις κλάδους με στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Οι μακροχρόνιες τραπεζικές υποχρεώσεις έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στη ρευστότητα και των τεσσάρων κλάδων, όμως το μέγεθός της είναι μικρό σε όλες τις περιπτώσεις, οπότε κρίνεται ότι δεν επηρεάζουν σημαντικά τη ρευστότητα. Η οικονομική μεγέθυνση βρέθηκε ότι επιδρά θετικά στη ρευστότητα τριών εκ των τεσσάρων κλάδων. Το πρόσημο του πληθωρισμού ποικίλει ανάλογα με τον κλάδο, επομένως δεν υπάρχουν ενδείξεις για την επίδραση που ασκεί. Το μακροχρόνιο επιτόκιο δανεισμού προέκυψε ότι επιδρά θετικά στη ρευστότητα δύο εκ των τεσσάρων κλάδων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν τρόποι άντλησης ρευστότητας αντί του τραπεζικού δανεισμού τους οποίους μπορούν αξιοποιήσουν οι επιχειρήσεις, δεδομένης της πιστωτικής στενότητας εγχωρίως. Αυτοί είναι διαθέσιμοι μέσω των αγορών κεφαλαίων. Ορισμένοι βασίζονται σε πιο «παραδοσιακές» διαδικασίες, όπως π.χ. μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ενώ παρουσιάζονται και οι πλέον σύγχρονες, όπως η Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι προοπτικές αξιοποίησης της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα αναδεικνύονται από τη χαμηλή αναλογία της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιρειών προς το Α.Ε.Π. το 2016, σε σύγκριση με το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (27,3% έναντι 52,6%).

Τα χαρακτηριστικά των χρηματιστηριακών αγορών που ενισχύουν την ελκυστικότητά τους, για επιχειρήσεις και επενδυτές, είναι η δυνατότητα πρόσβασης των επιχειρήσεων σε κεφάλαια, ο αποταμιευτικός ή επενδυτικός ρόλος τους για τα νοικοκυριά, η συνεχής διαμόρφωση και προβολή της αξίας μιας επιχείρησης και οι λοιπές, θετικές επενέργειες του listing. Παρά αυτές τις θετικές επιδράσεις, υπάρχουν και επιχειρήσεις οι

*Πλέον ενισχυτικός παράγοντας της ρευστότητας οι μακροχρόνιες τραπεζικές υποχρεώσεις. Έπεται σε διασπορά θετικής επίδρασης η οικονομική μεγέθυνση (3 κλάδοι).*

οποίες αποσύρονται από το χρηματιστήριο (delisting). Τέτοιες ενέργειες οφείλονται σε επενδυτικές αποφάσεις, στη χαμηλή χρηματιστηριακή απόδοση μιας επιχείρησης, αλλά στις υποχρεώσεις συμμόρφωσης στο κανονιστικό πλαίσιο της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αναλυτικά, στα χρηματοδοτικά εργαλεία μέσω των χρηματιστηριακών αγορών τα οποία παρουσιάστηκαν περιλαμβάνονται η τιτλοποίηση απαιτήσεων, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η έκδοση ομολογιών, η έκδοση δικαιωμάτων προαίρεσης. Αυτά τα χρηματοδοτικά εργαλεία είναι αξιοποιήσιμα από μεγάλες επιχειρήσεις. Υπάρχουν όμως και χρηματοδοτικά εργαλεία τα οποία είναι εφικτό να αξιοποιηθούν από επιχειρήσεις κάθε μεγέθους, όπως οι αγορές ομολόγων λιανικής για μικρομεσαίες επιχειρήσεις (BondM στην Γερμανία, η ExtraMOTPRO στην Ιταλία, Oslo Bors στην Νορβηγία), τα επενδυτικά κεφάλαια (listed funds), οι τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (warrants). Επειδή τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια τοποθετούνται σε ετερογενείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, δημιουργούνται οφέλη σε σχέση με τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εισηγμένης εταιρίας, τα οποία οφείλονται στη δυνατότητα αξιολόγησης των προοπτικών των εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών και τη διαφοροποίηση του κινδύνου λόγω του πλήθους των τοποθετήσεων. Η έκδοση μετοχών σε συνδυασμό με warrants θεωρείται κίνητρο προσέλκυσης επενδυτών, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι υψηλότερος, όπως στις start-up εταιρίες και τις μικρότερες επιχειρήσεις, επειδή οι εταιρίες δεσμεύονται σε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε προκαθορισμένη περίοδο, στην τιμή της εξάσκησης του warrant.

Η Εναλλακτική Αγορά (EN.A.), διεθνώς αλλά και μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αποτελεί άλλον ένα μηχανισμό άντλησης χρηματοδότησης ο οποίος απευθύνεται αποκλειστικά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ορισμένα χαρακτηριστικά της EN.A. που διευκολύνουν την πρόσβαση σε αυτή είναι τα κριτήρια εισόδου, τα οποία μπορούν να ικανοποιήσουν αρκετές από τις ΜμΕ.

Παρά τις αρκετές εναλλακτικές επιλογές άντλησης κεφαλαίων οι οποίες υπάρχουν, ο χρηματοδοτικός ρόλος των κεφαλαιαγορών στην Ελλάδα αλλά

*Τα μέσα άντλησης ρευστότητας  
αντί του τραπεζικού δανεισμού  
περιλαμβάνουν «παραδοσιακές»  
(αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) και  
σύγχρονες διαδικασίες  
(επενδυτικά κεφάλαια, warrants,  
Εναλλακτική Αγορά)*

και στην Ευρώπη, δεν έχει αναπτυχθεί, ιδίως σε σύγκριση με τις Η.Π.Α. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σύμφωνα με έγγραφο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2015, εάν οι αγορές επενδυτικών κεφαλαίων της Ε.Ε. είχαν τον ίδιο βαθμό ανάπτυξης με εκείνο των Η.Π.Α., τα διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων κεφάλαια στην εξαετία 2009-2014 θα ήταν €90 δισεκ. περισσότερα. Οι δυσκολίες άντλησης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων με την έκδοση μετοχών ή χρεογράφων, συνδέονται με θέματα όπως το κόστος συναλλαγής, οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά και ζητήματα που απορρέουν από το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των κεφαλαιαγορών. Από την πλευρά των επενδυτών, σημαντικός ανασχετικός παράγοντας ως προς την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν θεωρείται ο περιορισμένος όγκος πληροφοριών για τις επιχειρήσεις, π.χ. ως προς τα οικονομικά αποτελέσματα, την πιστοληπτική τους ικανότητα, που δεν επιτρέπει τον εντοπισμό και την αξιολόγηση ελκυστικών επιχειρήσεων ή έργων τους.

Βασική αιτία για τη χαμηλή απήχηση των εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στις επιχειρήσεις αποτελεί η ελλιπής πληροφόρησή τους σχετικά με αυτά ή ακόμα και η άγνοια ύπαρξής τους. Ιδιαίτερα χαμηλή είναι η πληροφόρηση των επιχειρήσεων για τις δυνατότητες χρηματοδότησης αξιοποιώντας ηλεκτρονικά μέσα, όπως οι πλατφόρμες ηλεκτρονικής έκδοσης ομολόγων, ο πληθοπορισμός (crowdfunding). Κύριο πλεονέκτημά τους έναντι των περισσότερο συμβατικών διαδικασιών χρηματοδότησης, ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, είναι το χαμηλό κόστος πρόσβασης, αφού δεν χρειάζεται η παρέμβαση εξειδικευμένων οργανισμών, όπως επενδυτικών οίκων. Παραδείγματα τέτοιων διαδικασιών-αγορών είναι τα Eurex Bonds και Euronext Bondmatch. Οι ηλεκτρονικές αγορές είναι εφικτό να λειτουργούν στο πλαίσιο υφιστάμενων, «παραδοσιακών» αγορών κεφαλαίου (π.χ. χρηματιστήριο Euronext), ή να μην συνδέονται με αυτές (π.χ. πλατφόρμες crowdfunding).

*Οι δυσκολίες άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με εναλλακτικά μέσα, συνδέονται με εμπόδια όπως το κόστος συναλλαγής, οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά και ζητήματα που απορρέουν από το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των κεφαλαιαγορών*

*Βασική αιτία για τη χαμηλή απήχηση των εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στις επιχειρήσεις αποτελεί η ελλιπής πληροφόρηση σχετικά με αυτά*

*Στην καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών για τις επιχειρήσεις θα μπορούσε να συμβάλει η αξιοποίηση των Τεχνολογιών Πληροφορικής και Επικοινωνιών*

Η αξιοποίηση των Τεχνολογιών Πληροφορικής και Επικοινωνιών (Τ.Π.Ε.) θα μπορούσε να συμβάλει και στην παροχή περισσότερης και καλύτερης πληροφόρησης στους επενδυτές για τα αποτελέσματα, τους στόχους και τις προοπτικές των επιχειρήσεων. Σημαντικές δυνατότητες παρέχουν τα ηλεκτρονικά μέσα κοινωνικής δικτύωσης και ευρύτερα επικοινωνίας, που περιορίζουν αισθητά το κόστος επικοινωνίας με το επενδυτικό κοινό διεθνώς. Προκειμένου να αναδειχθούν και να αξιοποιηθούν οι ευκαιρίες των διαθέσιμων στο Χρηματιστήριο Αθηνών χρηματοδοτικών μέσων, απαιτείται η ενημέρωση των επιχειρήσεων, από στελέχη της διοίκησης της κεφαλαιαγοράς, σε συνεργασία με συνδέσμους και συνομοσπονδίες επιχειρήσεων ανά τη χώρα. Επίσης, το Χρηματιστήριο Αθηνών μπορεί να πραγματοποιεί τακτικές εκδηλώσεις τις οποίες οργανώνει το ίδιο, στις οποίες να παρουσιάζει τα χρηματοδοτικά εργαλεία σε ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις.

Το πέμπτο κεφάλαιο της μελέτης εστιάζει στις απαραίτητες συνθήκες για την προσέλκυση και υλοποίηση επενδύσεων από μικρομεσαίες επιχειρήσεις, με έμφαση στην κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Οι προϋποθέσεις για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών από τις ΜμΕ προέρχονται από πρόσφατα κείμενα θέσεων πανευρωπαϊκών επιχειρηματικών συνδέσμων, κείμενα της Ε.Ε. και έρευνες σε επιχειρήσεις. Κατόπιν, παρουσιάζονται εναλλακτικοί της τραπεζικής πίστωσης τρόποι χρηματοδότησης των ΜμΕ οι οποίοι είναι διαθέσιμοι ή θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν στην Ελλάδα, ενισχύοντας τις προοπτικές τους.

Πριν τις απαραίτητες εξελίξεις στο ρυθμιστικό πεδίο, παρουσιάζονται οι τάσεις στη μη τραπεζική χρηματοδότηση των νεοσύστατων επιχειρήσεων και των ΜμΕ, μέσω νέων χρηματοδοτικών σχημάτων τα οποία έχουν αναπτυχθεί διεθνώς, όπως τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια (private equity), οι επενδυτικοί άγγελοι (“business angels”), η μικροχρηματοδότηση (“microfinance”), οι ψηφιακές πλατφόρμες (digital platforms). Τα αντλούμενα κεφάλαια μπορούν να έχουν ποικίλες μορφές, όπως κεφάλαια ανάπτυξης (growth capital), κεφάλαια εξαγοράς (buyout), κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου (venture capitals). Βάσει των πλέον πρόσφατων στοιχείων, το 2016, η συνολική συγκέντρωση ιδιωτικών μετοχικών

*Ταχύτατα ανερχόμενη η σημασία της μη τραπεζικής χρηματοδότησης για την εύρεση κεφαλαίων για νεοσύστατες επιχειρήσεις και ΜμΕ (π.χ. business angels, microfinance)*

κεφαλαίων στην Ε.Ε.28 έφτασε τα €73,8 δισεκ., σημειώνοντας αύξηση 38% σε σύγκριση με το 2015 και ταυτόχρονα επιτυγχάνοντας το υψηλότερο επίπεδο από το 2008. Ως προς τις πηγές των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν, τα συνταξιοδοτικά ταμεία είχαν τη μεγαλύτερη συνεισφορά με 34%, ακολουθούμενα από επενδυτικά κεφάλαια (funds of funds), με 18%, ασφαλιστικές εταιρείες (12%), κρατικά επενδυτικά ταμεία (10%) family offices και ιδιώτες επενδυτές (9%). Η μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων προήλθε από κεφάλαια εξαγοράς, φθάνοντας τα €56,3 δισεκ., ενώ ακολούθησαν τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, με €6,4 δισεκ., επίπεδο που ήταν το υψηλότερο από το 2007 και τα κεφάλαια ανάπτυξης, με €3,9 δισεκ. Σχετικά με τη διάρθρωση των τοποθετήσεων των ιδιωτικών επιχειρηματικών κεφαλαίων σε ευρωπαϊκές εταιρείες, το συνολικό ποσό που επενδύθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρείες το 2016 ήταν αμετάβλητο σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, στα €52,5 δισεκ. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τοποθετήθηκε σε εξαγορές (64%), ενώ μόλις 17% των κεφαλαίων κατευθύνθηκε σε κεφάλαια ανάπτυξης.

Το 2013 χρηματοδοτήθηκαν πάνω από 62 χιλ. επενδυτικά έργα μέσω crowdfunding, από 93 πλατφόρμες, με κεφάλαια συνολικής αξίας άνω των €711 εκατ. Το 2014, από 185 πλατφόρμες crowdfunding αντλήθηκαν περίπου €1,6 δισεκ., για 128 χιλ. επενδυτικά έργα. Τα περισσότερα επενδυτικά έργα αντλούν μέσω crowdfunding κεφάλαια με τη μορφή του δανείου, ενώ ο δεύτερος πιο δημοφιλής τύπος χρηματοδότησης είναι η ανταμοιβή. Σχετικά με τις επενδύσεις από επενδυτικούς αγγέλους (business angels, εφεξής BA), η συνολική ευρωπαϊκή επενδυτική αγορά αρχικού σταδίου εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε το 2016 σε €8,6 δισεκ., με τους business angels να συνεισφέρουν €6,1 δισεκ., ακολουθούμενοι από τα επιχειρηματικά κεφάλαια (VCs) με €2,1 δισεκ.

Σε ότι αφορά τις απαραίτητες ενέργειες για την προσέλκυση επενδύσεων σε ΜμΕ της Ε.Ε., πλέον σημαντικές προέκυψε ότι είναι η παροχή κινήτρων, κυρίως φορολογικών, η άρση ορισμένων περιοριστικών κανονισμών, οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, καθώς και η σύγκλιση των επιμέρους εθνικών κανονιστικών πλαισίων προς ένα ενιαίο, πανευρωπαϊκό πλαίσιο.

*Τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια αποτελούν το πλέον αναπτυγμένο από τα νέα χρηματοδοτικά σχήματα. Πολύ μικρότερη η άντληση κεφαλαίων μέσω crowdfunding και business angels.*



Πολιτικές όπως η κοινή ενοποιημένη φορολογική βάση εταιρειών της Ε.Ε., μπορούν να συμβάλλουν σε σημαντικό βαθμό στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, στην προώθηση των επενδύσεων και της απασχόλησης. Κάτω από μια κοινή ενοποιημένη βάση φορολογίας εταιρειών της Ε.Ε. (Common Consolidated Corporate Tax Base, CCCTB), στο πλαίσιο της ενιαίας αγοράς, οι διασυνοριακές εταιρίες εντός Ε.Ε. μπορούν να επεκταθούν ευκολότερα και φθηνότερα σε άλλα κράτη της Ε.Ε. και να προβούν σε επενδύσεις σε αυτά.

Η άρση περιοριστικών κανονισμών αναφορικά με τις εμπορικές συναλλαγές και τη διασυνοριακή κίνηση και τοποθέτηση κεφαλαίων, επίσης αποτελεί σημαντικό κίνητρο για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων από ΜμΕ. Επιπλέον, δεδομένου ότι το νομικό πλαίσιο επενδύσεων (αδειοδοτήσεις, κόστη διαχείρισης, εμπορικοί κανόνες) διαφέρει μεταξύ των κρατών-μελών της Ε.Ε., δημιουργώντας ανισότητες σε επίπεδο ανταγωνιστικότητας, χρειάζονται επανεξέταση και αναθεώρηση των σχετικών εθνικών κανονισμών. Ενδεικτικά ως προς τις ενέργειες που χρειάζονται για τον εναρμονισμό των νομοθετικών πλαισίων για επενδύσεις σε κεφάλαια, η οδηγία για τους «Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων» (2011/61/Ε.Ε.) παρέχει σε αυτούς τη δυνατότητα να εμπορεύονται τα κεφάλαιά τους σε διαφορετικά κράτη-μέλη της Ε.Ε. Μια απλούστευση και εναρμόνιση του φορολογικού συστήματος στην Ε.Ε. για επενδυτές ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων, εγχώριους και ξένους, θα επιδράσει καταλυτικά στη μετακίνηση κεφαλαίων μεταξύ χωρών και στη διαθεσιμότητα επενδυτικών κεφαλαίων για ΜμΕ. Επομένως, το ενιαίο περιβάλλον δραστηριοποίησης των επενδυτικών οίκων και των χρηματιστηριακών εταιριών στον ευρωπαϊκό χώρο θα καταστήσει εύκολη και απλή την πρόσβασή τους στις διάφορες αγορές.

Σε ότι αφορά τα αποτελέσματα έρευνας στις ΜμΕ μιας συγκεκριμένης χώρας σχετικά τις απαιτούμενες πολιτικές για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων, από τη μελέτη του Swiss Finance Council (SFC) προέκυψε ότι οι ελβετικές ΜμΕ χρησιμοποιούν σε περιορισμένο βαθμό τις κεφαλαιαγορές για την άντληση κεφαλαίων. Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια εκτός του τραπεζικού δανεισμού, εγχώρια και διεθνή, είναι η

*Η εναρμόνιση του φορολογικού συστήματος στην Ε.Ε. για επενδυτές ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων, θα επιδράσει καταλυτικά στη μετακίνηση κεφαλαίων για ΜμΕ*

σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησής τους. Εξαιτίας της σημασίας τους, η επιχειρηματική κοινότητα της Ελβετίας θεωρεί ως πλέον αποτρεπτικό παράγοντα των επενδύσεων στην Ευρώπη, κυρίως από επενδυτές εκτός Ε.Ε., την υπερβολική γραφειοκρατία για τη διασυνοριακή μεταφορά κεφαλαίων. Ακολούθως, προκρίνει την απλοποίηση και επιτάχυνση των σχετικών διαδικασιών, ακόμα και εκείνων που αφορούν στις χρηματοδοτήσεις στην εσωτερική αγορά της Ε.Ε. Παρά την προτεραιότητα η οποία αποδίδεται στην απλούστευση του ρυθμιστικού πλαισίου της Ε.Ε. για τη μεταφορά κεφαλαίων, περίπου το ένα πέμπτο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, θεωρούν ότι η Ενιαία Αγορά Κεφαλαίων στην Ευρώπη (Capital Markets Union ή CMU) είναι προς την σωστή κατεύθυνση και συμβάλλει στην τόνωση των επενδύσεων, ποσοστό που κρίνεται χαμηλό. Άλλοι καθοριστικοί για την ενίσχυση των επενδύσεων παράγοντες οι οποίοι επισημάνθηκαν στην έρευνα είναι το απλούστερο φορολογικό σύστημα και οι χαμηλότεροι φορολογικοί συντελεστές, οι διαρθρωτικές αλλαγές με στόχο τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την ενίσχυση του ανταγωνισμού. Η προώθηση σε κάθε χώρα των μεταρρυθμίσεων τις οποίες έχουν ανάγκη οι ΜμΕ μπορεί να επιτευχθεί στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης της Ε.Ε. «Small Business Act».

Ενδεχομένως όμως το ρυθμιστικό πλαίσιο της Ε.Ε. να είναι περιοριστικό σε ορισμένες περιπτώσεις, για λόγους όπως η προστασία των επενδυτών. Για παράδειγμα, η κοινοτική οδηγία Φερεγγυότητα II (Solvency II), η οποία τέθηκε σε ισχύ από την 1/1/2016 και διέπει τις ασφαλιστικές εταιρείες, εκτείνεται και στις επενδυτικές επιχειρήσεις, επηρεάζοντας σε σημαντικό βαθμό τη διαμόρφωση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου. Προκειμένου να ενισχύσει την προστασία των ασφαλισμένων, η συγκεκριμένη οδηγία θέτει ένα ευρύτατο πλέγμα ποιοτικών και ποσοτικών απαιτήσεων, οι οποίες αποβλέπουν στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και τη θωράκισή τους έναντι κάθε είδους κινδύνων στους οποίους αυτές εκτίθενται. Από την άλλη πλευρά, το νέο θεσμικό πλαίσιο για τη ρύθμιση της λειτουργίας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων επιφέρει και περιορισμούς στις επενδύσεις και την κεφαλαιακή διάρθρωσή τους. Οι προδιαγραφές οι οποίες έχουν τεθεί στη διαμόρφωση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου, περιορίζουν τόσο τους

τίτλους στους οποίους μπορούν να επενδύσουν, όσο και τα χαρακτηριστικά αυτών (απόδοση, περίοδος ωρίμανσης, κίνδυνος).

Κομβική θέση στους στόχους και τις προτάσεις θέσεων πανευρωπαϊκών επιχειρηματικών συνδέσμων και τα αποτελέσματα της έρευνας του SFC επέχει η χρηματοδότηση των ΜμΕ με «εργαλεία» εκτός της τραπεζικής πίστωσης. Στην Ελλάδα η άντληση χρηματοδότησης για τις ΜμΕ έχει δυσχερανθεί ιδιαίτερα κατόπιν της κρίσης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους το 2010, όπως προέκυψε και τα σχετικά στοιχεία στο τρίτο κεφάλαιο. Παρότι ορισμένα χρηματοδοτικά μέσα που αφορούν και τις επιχειρήσεις αυτού του μεγέθους ή είναι προσανατολισμένα σε αυτές είναι διαθέσιμα στην Ελλάδα, η εξάπλωσή τους είναι περιορισμένη. Συνεπώς υφίστανται προοπτικές ανάπτυξής τους. Στα υφιστάμενα και σε όσα μπορούν να αναπτυχθούν στο μέλλον χρηματοδοτικά εργαλεία εγχωρίως περιλαμβάνονται τα εξής:

Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΕΝ.Α.): Η ΕΝ.Α. είναι ένας Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Απευθύνεται κυρίως σε αναπτυσσόμενες εταιρίες, με καινοτόμες ιδέες στην ανάπτυξη, παραγωγή ή στη διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών τους, καθώς και σε εταιρίες που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο της επιχειρηματικής τους ανάπτυξης, οι οποίες αναζητούν μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης προκειμένου να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια. Επειδή τα κριτήρια ένταξης και παραμονής στην ΕΝ.Α. μπορούν να ικανοποιηθούν από πολύ περισσότερες επιχειρήσεις σε σύγκριση με εκείνα της κύριας αγοράς του Χ.Α., αυτή θεωρείται ως «μη οργανωμένη αγορά». Η ΕΝ.Α. αποτελεί μέλος της Παγκόσμιας Ομοσπονδίας Αγορών (World Federation of Exchanges, WFE). Σκοπός της WFE, μεταξύ άλλων, είναι η αναζήτηση τόσο στις αναδυόμενες όσο και στις ανεπτυγμένες αγορές, τρόπων ενίσχυσης της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση.

Εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια: Χρηματοδοτικό εργαλείο για τις ΜμΕ, η χρήση του οποίου εξαπλώνεται στις κεφαλαιαγορές της Ευρώπης. Τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια είναι ταμεία τα οποία επενδύουν σε ιδιωτικά κεφάλαια μη εισηγμένων επιχειρήσεων (listed private equities). Αξιοποιούν οικονομίες κλίμακας προκειμένου καθεμία από τις μικρού ή

*Ενδεικτικά χρηματοδοτικά «εργαλεία» εκτός τραπεζών για τις ΜμΕ στην Ελλάδα, η Εναλλακτική Αγορά του Χ.Α. και τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια.*

μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν να ξεπεράσει τα εμπόδια πρόσβασης στις χρηματιστηριακές αγορές που συνήθως αντιμετωπίζουν επιχειρήσεις αυτού του μεγέθους. Στην πλευρά των ΜμΕ στις οποίες τοποθετούνται τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια, γίνεται ευκολότερη η άντληση των κεφαλαίων τα οποία χρειάζονται και κατά συνέπεια η υλοποίηση επενδύσεων. Οι κατηγορίες εισηγμένων επενδυτικών κεφαλαίων είναι οι εξής: (i) Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, (ii) Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών, (iii) Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών και (iv) Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας. Οι παραπάνω τύποι επενδυτικών κεφαλαίων μπορούν να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση και στο Χ.Α. Ωστόσο, την τρέχουσα περίοδο δεν υφίστανται επενδυτικά κεφάλαια κάποιας εξ' αυτών των κατηγοριών στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Επιπλέον, ορισμένες εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών και ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου οι οποίες είχαν λειτουργήσει στο παρελθόν έχουν αναστείλει τη διαπραγμάτευσή τους.

*Αναδυόμενες μορφές χρηματοδότησης και διοίκησης για τις ΜμΕ η επενδυτική τραπεζική, οι υπηρεσίες διαμεσολάβησης, η συμβουλευτική επιχειρήσεων, η εταιρική διακυβέρνηση.*

Νέες μορφές χρηματοδότησης και διοίκησης για την ενδυνάμωση και την ανάπτυξη εργασιών και επενδύσεων των ΜμΕ αποτελούν οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, όπως η επενδυτική τραπεζική, οι υπηρεσίες διαμεσολάβησης, και οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και διαχείρισης των κεφαλαίων, όπως η συμβουλευτική επιχειρήσεων, η εταιρική διακυβέρνηση. Τα συγκεκριμένα χρηματοδοτικά μέσα και πρακτικές συμβάλλουν στην καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης καθώς και στην εύρεση νέων πηγών χρηματοδότησης. Η επενδυτική τραπεζική εστιάζει στη δημιουργία κεφαλαίου για επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και άλλους φορείς, ενώ οι εταιρίες επενδυτικής διαμεσολάβησης παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οι οποίες αφορούν αποκλειστικά στη λήψη και στη διαβίβαση εντολών επί κινητών αξιών καθώς και στην παροχή επενδυτικών συμβουλών που αφορούν σε κινητές αξίες. Οι σύμβουλοι επιχειρήσεων (business mentors) βοηθούν τους ιδιοκτήτες μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων να διαχειριστούν αποτελεσματικότερα τα κεφάλαιά τους, ενώ η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) είναι ένα σύνολο κανόνων που εφαρμόζονται σε

ανώνυμες εταιρείες και καθορίζουν τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, σε σχέση με τους μετόχους της εταιρείας. Η διείσδυση και αυτών των μορφών χρηματοδότησης και διοίκησης είναι περιορισμένη στην Ελλάδα.

Τα παραπάνω χρηματοδοτικά «εργαλεία» δείχνουν ότι υφίστανται ευκαιρίες άντλησης κεφαλαίων για τις ΜμΕ στην τρέχουσα περίοδο και στα προσεχή έτη, κατά τα οποία η δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από το τραπεζικό σύστημα θα είναι περιορισμένη. Πολλά από τα χρηματοδοτικά μέσα που αναφέρθηκαν είναι διαθέσιμα μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Εάν είχαν αξιοποιηθεί από τις επιχειρήσεις νωρίτερα κατά την περίοδο δημοσιονομικής προσαρμογής, θα είχαν μετριάσει τις επιπτώσεις της πιστωτικής στενότητας στις επενδύσεις και τη λειτουργία τους. Από την άλλη πλευρά, υφίστανται προοπτικές ουσιαστικής ενίσχυσης της ρευστότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο μεσοπρόθεσμα, στα επόμενα 2 έως 4 έτη, εφόσον οι παραπάνω εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης χρησιμοποιηθούν εφεξής, τονώνοντας την επενδυτική δραστηριότητα και συμβάλλοντας στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.

Το τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης εστιάζει στο ρόλο τον οποίο μπορεί να διαδραματίσει στο μέλλον η εγχώρια κεφαλαιαγορά στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Σε αυτό το πλαίσιο, πραγματοποιείται καταρχάς χαρτογράφηση των ασφαλιστικών συστημάτων και των μεταβολών οι οποίες έχουν επέλθει τα τελευταία χρόνια στα χαρακτηριστικά τους. Τα υφιστάμενα συνταξιοδοτικά συστήματα διεθνώς, είτε πρόκειται για συστήματα κοινωνικής ασφάλισης τα οποία τα διαχειρίζονται οι κυβερνήσεις ή προγράμματα που παρέχονται από τον ιδιωτικό τομέα, αντιμετωπίζουν υψηλές προκλήσεις, ενδεχομένως τις μεγαλύτερες διαχρονικά. Κάθε χώρα έχει συγκεκριμένες ελλείψεις και προβλήματα στο συνταξιοδοτικό της σύστημα, αλλά και διαφορετικά θετικά στοιχεία. Η κυρίαρχη μεταρρυθμιστική τάση τα τελευταία έτη στα ασφαλιστικά συστήματα είναι η μετάβαση προς ένα σύστημα με κεφαλαιοποιητικό προσανατολισμό, το οποίο θεωρείται ότι έχει μεγαλύτερη βιωσιμότητα και ενισχύει την εμπιστοσύνη των

*Κυρίαρχη μεταρρυθμιστική τάση στα ασφαλιστικά συστήματα η μετάβαση σε σύστημα με κεφαλαιοποιητικό προσανατολισμό, ωστόσο η προσαρμογή διαφέρει μεταξύ χωρών*

ασφαλισμένων. Δεδομένων των διαφορών μεταξύ των χωρών, η προσαρμογή του συστήματος θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να λαμβάνει υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας.

Οι περισσότερες από τις ακολουθούμενες τα τελευταία χρόνια πρακτικές και πολιτικές για το συνταξιοδοτικό σύστημα, παρά τις διαφορές που παρουσιάζουν μεταξύ τους, επιδιώκουν τη μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στην κατεύθυνση της προσθήκης ενός κεφαλαιοποιητικού σκέλους στον κλάδο σύνταξης. Οι χώρες που έχουν μεταβεί σε κεφαλαιοποιητικά συστήματα, είχαν ως στόχο την ελαχιστοποίηση των παραγόντων που απειλούν μακροπρόθεσμα τη βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος, αλλά και τη διατήρηση ή ενίσχυση του εισοδήματος των συνταξιούχων, άρα και του επιπέδου διαβίωσής τους, χωρίς να επωμίζονται τα βάρη οι σημερινοί εργαζόμενοι. Η κεφαλαιοποίηση των εισφορών, μερική ή ολική, στο πλαίσιο ενός συνταξιοδοτικού συστήματος, δίνει τη δυνατότητα στο σύστημα να αποκτήσει μεγαλύτερη επάρκεια πόρων και παροχών και καλύτερες προοπτικές βιωσιμότητας.

Εκτός όμως από τα προτερήματά του, το κεφαλαιοποιητικό σύστημα εμφανίζει και ορισμένα προβλήματα και ελλείψεις. Ένα από τα σημαντικότερα εξ' αυτών αποτελεί το γεγονός ότι δεν περιλαμβάνει κάποιο μηχανισμό που να επιτρέπει την ομαλή μετάβαση σε αυτό από τα αναδιανεμητικά συστήματα συνταξιοδότησης. Επομένως, είτε η σημερινή γενιά συνταξιούχων, είτε οι σημερινοί εργαζόμενοι και μελλοντικοί συνταξιούχοι, είναι πιθανό να μην καλυφθούν επαρκώς αν η μετάβαση δεν γίνει ομαλά και δίκαια.

Για την αντιμετώπιση αυτής της έλλειψης έχουν σχεδιαστεί τα συστήματα των Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Notional Defined Contribution Systems), των οποίων η υιοθέτηση σταδιακά εξαπλώνεται. Σε αυτά, οι εισφορές που καταβάλλονται από κάθε ασφαλισμένο δεν τηρούνται στον ατομικό λογαριασμό του, αλλά διατίθενται για την κάλυψη τρεχουσών αναγκών των ασφαλιστικών φορέων, όπως σε ένα αναδιανεμητικό ασφαλιστικό σύστημα. Όμως, δημιουργείται για κάθε ασφαλισμένο ένας νοητός λογαριασμός, ο οποίος πιστώνεται λογιστικά, όχι πραγματικά, με το

**Βασικό πρόβλημα των κεφαλαιοποιητικών ασφαλιστικών συστημάτων το ότι δεν περιλαμβάνουν μεταβατικό μηχανισμό**

**Με το συνταξιοδοτικό σύστημα των Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών επιδιώκεται η αντιμετώπιση της έλλειψης μεταβατικού μηχανισμού από τα ανταποδοτικά συστήματα στα κεφαλαιοποιητικά.**

ύψος των εισφορών, όποτε αυτές καταβάλλονται. Συνεπώς, στο αρχικό στάδιο εφαρμογής του συστήματος των Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Π.Κ.Ε.), η λειτουργία τους είναι αναδιανεμητική και σταδιακά εξελίσσεται σε κεφαλαιοποιητική, με τη μείωση των ασφαλισμένων για τους οποίους δεν είχε πραγματοποιηθεί αποταμίευση των εισφορών τους.

Επισημαίνεται ότι η καθιέρωση του ανταποδοτικού σκέλους σε έναν ή περισσότερους πυλώνες του ασφαλιστικού συστήματος δεν συνεπάγεται την εξάλειψη του αναδιανεμητικού του ρόλου. Η θέσπιση και εγγύηση από το κράτος μιας ελάχιστης εγγυημένης σύνταξης μέσω του Πυλώνα 0, διατηρεί τον αναδιανεμητικό χαρακτήρα του ασφαλιστικού συστήματος. Σχεδόν όλες οι χώρες στις οποίες εφαρμόζεται κάποιο σύστημα Π.Κ.Ε. έχουν θεσπίσει ανάλογα μέτρα διατήρησης ενός ελάχιστου εγγυημένου συνταξιοδοτικού εισοδήματος.

Βασική επιδίωξη κάθε συστήματος συνταξιοδότησης, είτε πρόκειται για αναδιανεμητικό είτε για κεφαλαιοποιητικό, πρέπει να αποτελεί η διασφάλιση της δυνατότητας καταβολής του συνταξιοδοτικού εισοδήματος και της επάρκειάς του. Η διαδικασία και οι λεπτομέρειες σχεδιασμού ενός κεφαλαιοποιητικού συστήματος συνταξιοδότησης από τον ιδιωτικό τομέα, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση των παραπάνω δυνατοτήτων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, έχουν προσδιοριστεί συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ενός ιδιωτικού αποταμιευτικού συστήματος, τα οποία θα πρέπει να καθορίζονται κατά το σχεδιασμό του, όπως το ύψος του ποσοστού αποταμίευσης και οι διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές, τα φορολογικά κίνητρα για τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, η δυνατότητα του ιδιωτικού τομέα να παρέχει συντάξεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, που σχετίζεται κυρίως με την κατάλληλη διαχείριση των κεφαλαίων και τη θεσμική εποπτεία και προστασία των συμμετεχόντων από κινδύνους, τα λειτουργικά κόστη διαχείρισης κ.ά.

Κατόπιν, η ανάλυση εστιάζει στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του συνταξιοδοτικού συστήματος εγχωρίως. Στην Ελλάδα, το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί τον κύριο άξονα του συστήματος συνταξιοδότησης, καθώς και του συστήματος κοινωνικής προστασίας ευρύτερα. Το εγχώριο συνταξιοδοτικό σύστημα τυπικά αποτελείται από τους τρεις πυλώνες οι οποίοι ορίστηκαν από την Παγκόσμια Τράπεζα το 1994, αλλά επί της ουσίας στηρίζεται στον πρώτο πυλώνα, δηλαδή σε ένα αναδιανεμητικό σύστημα με περιορισμένη επενδυτική δραστηριότητα. Στον δεύτερο πυλώνα υπάγονται τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα μέσω της επιχείρησης στην οποία εργάζεται ο απασχολούμενος, τα οποία θεσμοθετήθηκαν εγχωρίως το 2002, ενώ ο τρίτος πυλώνας ασφάλισης αφορά στα εθελοντικά κεφαλαιοποιητικά προγράμματα ιδιωτικής ασφαλιστικής κάλυψης και είναι προαιρετικός. Επί της ουσίας, ο τρίτος πυλώνας ταυτίζεται με την ιδιωτική, ατομική συνταξιοδοτική ασφάλιση, μέσω αποταμιευτικών προγραμμάτων. Τα ιδιωτικά, προσωπικά συνταξιοδοτικά προγράμματα εγχωρίως είναι πολύ λίγα. Η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους ουραγούς μεταξύ των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α. στη ζήτηση ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ως προς το σύνολο των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών στοιχείων, αφού τα επιλέγει μόλις το 1% των αποταμιευτών. Συνεπώς, τα νοικοκυριά εγχωρίως προσδοκούν την κάλυψη των δαπανών συνταξιοδότησης από το κρατικό αναδιανεμητικό σύστημα.

Αλλά και από τα στοιχεία για τις επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών ταμείων, προκύπτει ότι αυτές εγχωρίως διαφέρουν σημαντικά από εκείνες στις χώρες του ΟΟΣΑ. Στην Ελλάδα παραμένει και στην περίοδο της οικονομικής προσαρμογής η εστίαση των ασφαλιστικών ταμείων σε ομόλογα, μετρητά και καταθέσεις και κατόπιν, σε πολύ μικρότερο βαθμό, σε άλλα προϊόντα. Κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ τα ομόλογα επίσης αποτελούν πρώτη επιλογή, όμως έπονται οι μετοχές και ακολουθούν με αρκετά μικρότερο μερίδιο οι λοιπές τοποθετήσεις. Στην Ευρωζώνη, οι επιλογές είναι περισσότερο προσανατολισμένες σε τοποθετήσεις με δυνητικά μεγαλύτερες αποδόσεις, αλλά και υψηλότερο ρίσκο, όπως επενδυτικά κεφάλαια και κεφάλαια εκτός αγοράς χρήματος (non-money market funds), με τα χρεόγραφα να έπονται ως επιλογή.

*Το εγχώριο συνταξιοδοτικό σύστημα τυπικά αποτελείται από τους τρεις πυλώνες οι οποίοι ορίστηκαν από την Παγκόσμια Τράπεζα το 1994, αλλά επί της ουσίας στηρίζεται στον πρώτο πυλώνα.*



Η προσδοκία κάλυψης από το δημόσιο συνταξιοδοτικό σύστημα αποτυπώνεται και στο ότι από τις χώρες της περιφέρειας της Ε.Ε. οι οποίες εφάρμοσαν ή εφαρμόζουν πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, μόνο η Ιταλία έχει ξεπεράσει την Ελλάδα σε όρους συνταξιοδοτικής δαπάνης ως ποσοστό του Α.Ε.Π., έως το 2010, με την Ελλάδα να σημειώνει από το επόμενο έτος σταθερά το υψηλότερο ποσοστό συνταξιοδοτικής δαπάνης μεταξύ αυτών των χωρών. Οι υψηλές συνταξιοδοτικές δαπάνες ως ποσοστό του Α.Ε.Π. εγχωρίως οφείλονται στην παρατεταμένη, ισχυρή ύφεση στην ελληνική οικονομία από το 2008, όχι στην αύξηση των συνταξιοδοτικών δαπανών. Από την άλλη πλευρά, καθώς η βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος εξαρτάται από τη δυνατότητά του να χρηματοδοτείται με εισφορές από την οικονομία μιας χώρας, επομένως από το προϊόν της, προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια υψηλή συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. απαιτεί υψηλές εισφορές από τις παραγωγικές μονάδες, επιχειρήσεις και εργαζόμενους. Ακολούθως, κεφάλαια τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την εξέλιξη της οικονομίας, κατευθύνονται στο ασφαλιστικό της σύστημα. Αυτό το γεγονός υποσκάπτει τις αναπτυξιακές προοπτικές μιας χώρας και περαιτέρω, τη δυνατότητα χρηματοδότησης του ασφαλιστικού της συστήματος. Συνεπώς, η συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του Α.Ε.Π. δεν πρέπει να είναι επί σειρά ετών υψηλή.

Οι επιπτώσεις του προσανατολισμού του συνταξιοδοτικού συστήματος στην Ελλάδα στο δημόσιο, αναδιανεμητικό πυλώνα, αναδεικνύονται και από το Δείκτη Βιωσιμότητας των Συνταξιοδοτικών Συστημάτων που εκτιμά η ασφαλιστική εταιρεία Allianz. Ο συγκεκριμένος δείκτης εξετάζει τα στοιχεία των συνταξιοδοτικών συστημάτων και τις εξελίξεις που τα επηρεάζουν προκειμένου να εκτιμηθεί η αναγκαιότητα των κυβερνήσεων να λάβουν πρωτοβουλίες και να εφαρμόσουν μεταρρυθμίσεις. Η Ελλάδα, η Ινδία, η Κίνα και η Ταϊλάνδη παρουσίασαν το 2016 τα πιο αδύναμα εθνικά συνταξιοδοτικά συστήματα μεταξύ 54 χωρών. Τα ισχυρότερα συνταξιοδοτικά συστήματα στον κόσμο εντοπίζονται, βάσει του ίδιου δείκτη, στη Σουηδία, τη Δανία, τη Νέα Ζηλανδία, την Ολλανδία και την Αυστραλία. Οι χώρες αυτές επωφελούνται από τα ιδιαίτερα ανεπτυγμένα ιδιωτικά χρηματοδοτούμενα συστήματα, τα οποία περιορίζουν τις

*Το εγχώριο ασφαλιστικό σύστημα στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε αναδιανεμητικό μηχανισμό. Στους ουραγούς η Ελλάδα στη ζήτηση ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Και οι επιλογές των ασφαλιστικών ταμείων διαφέρουν από τις προτιμώμενες στις χώρες του ΟΟΣΑ, εστιάζοντας περισσότερο σε ομόλογα και καταθέσεις*

*Οι πρόσφατες νομοθετικές παρεμβάσεις στο ασφαλιστικό σύστημα εστιάζουν στη συντήρηση του δημόσιου, αναδιανεμητικού χαρακτήρα του*

δημόσιες δαπάνες για το ασφαλιστικό σύστημα. Στην Ελλάδα, η μεταρρυθμιστική πολιτική στο ασφαλιστικό σύστημα εστιάζει στη συντήρηση του δημόσιου, αναδιανεμητικού χαρακτήρα του και των φορέων μέσω των οποίων υφίσταται, με ενέργειες όπως η αύξηση των εισφορών υγείας (Ν. 4334/2015), των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών από τον Ιούλιο του 2016 και των ελεύθερων επαγγελματιών από 01/01/2017 (Ν. 4387/2016). Δεν περιλαμβανόταν στις μεταρρυθμιστικές προτεραιότητες η δημιουργία ενός πυλώνα στο ασφαλιστικό σύστημα με κεφαλαιοποιητικό χαρακτήρα.

Σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατανομή των αποταμιεύσεών τους σε μη τραπεζικές επιχειρήσεις ενισχύεται όσο αυξάνεται ο πλούτος τους, σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat. Επομένως, τα κράτη μέλη που εξακολουθούν να έχουν χαμηλά εισοδήματα ενδέχεται να παρουσιάσουν στο μέλλον υψηλότερη ζήτηση για μη τραπεζικά προϊόντα, καθώς η οικονομία τους θα ανακάμπτει. Ο βαθμός στον οποίο τα νοικοκυριά σε αυτές τις χώρες θα μετακινηθούν αποταμιευτικά προς τις ασφαλιστικές εταιρείες και τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα ή προς τα προϊόντα της κεφαλαιαγοράς θα εξαρτηθεί από ειδικούς σε κάθε χώρα παράγοντες, ιδίως από τα φορολογικά κίνητρα και το κόστος της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Στην Ελλάδα, μετά την έντονη υποχώρηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών στην περίοδο 2010-2015, ο κύκλος της πτώσης του φαίνεται πως μάλλον ολοκληρώθηκε. Ως εκ τούτου, σε μια φάση ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας τα επόμενα έτη, είναι αρκετά πιθανό να σημειωθεί μια αναδιάρθρωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών στην Ελλάδα, προς μη τραπεζικά προϊόντα, ενδεχομένως και χρηματιστηριακά.

Σε ότι αφορά τις προϋποθέσεις για την προσέλκυση επενδυτών, εγχώριων, αλλά ιδίως ξένων και μακροπρόθεσμων, απαιτείται μια σειρά από εξελίξεις, όπως είναι η διασυνοριακή ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίων και η άρση των εθνικών φραγμών κάθε είδους στην Ε.Ε., μέσω της σχετικής πρωτοβουλίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Ένωση Κεφαλαιαγορών ή Capital Markets Union ή CMU). Η ποιότητα των θεσμών είναι ένας από τους βασικούς καθοριστικούς παράγοντες για διασυνοριακές συναλλαγές κάθε

*Κράτη μέλη της Ε.Ε. με χαμηλά εισοδήματα ενδέχεται να παρουσιάσουν όταν θα ανακάμψει η οικονομία τους υψηλότερη ζήτηση για μη τραπεζικά προϊόντα*

*Προϋποθέσεις για την προσέλκυση επενδυτών στην Ε.Ε. η διασυνοριακή ενοποίηση της αγοράς κεφαλαίων, η διαθεσιμότητα πληροφοριών, η επιβολή της νομοθεσίας*

είδους μιας χώρας, όχι μόνο για τις επενδύσεις που προσελκύει. Τα νομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στον τύπο και το ύψος των κεφαλαίων που επενδύονται. Η διαθεσιμότητα των πληροφοριών, το κόστος τους, καθώς και τα κόστη συναλλαγών γενικά, αποτελούν επίσης ισχυρό παράγοντα διαμόρφωσης ενός ευνοϊκού επενδυτικού περιβάλλοντος, ιδίως για την υλοποίηση διασυνοριακών επενδύσεων. Η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου και της επιβολής της νομοθεσίας, αλλά και η ρυθμιστική σύγκλιση και η διεθνής συνεργασία κατά την ανάπτυξη ρυθμίσεων, καθώς και ένα ευνοϊκό για τις επιχειρήσεις και κυρίως σταθερό, φορολογικό περιβάλλον, βρίσκονται ανάμεσα στα πιο ισχυρά επενδυτικά κίνητρα, τόσο για την προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων, όσο και για τους εγχώριους επενδυτές.

Πέρα από τη διαμόρφωση ενός ευνοϊκού επενδυτικού περιβάλλοντος, μέσα από τη δράση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ένωση Κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε., θα διευρυνθούν και οι πηγές χρηματοδότησης για νοικοκυριά και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ενώ υπάρχει μια ποικιλία διαθέσιμων επιλογών χρηματοδότησης από τις αγορές της Ε.Ε., αυτή εξακολουθεί να προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από το τραπεζικό σύστημα. Συνεπώς, τα χρηματοδοτικά μέσα που διατίθενται από τις αγορές κεφαλαίου θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν περισσότερο εκτεταμένα, τουλάχιστον σε ορισμένες χώρες της Ε.Ε., όπως η Ελλάδα. Εάν το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ε.Ε. διαφοροποιηθεί περισσότερο και ένα μεγαλύτερο μερίδιο της χρηματοδότησης προέλθει από τις αγορές κεφαλαίου, αυτή η εξέλιξη θα έχει ως αποτέλεσμα μια ευρύτερη επιλογή χρηματοδοτικών μέσων, προς όφελος τόσο των επιχειρήσεων όσο και των επενδυτών. Χρηματοδοτικά μέσα αυτού του τύπου θα έχουν χαμηλότερο κόστος άντλησης κεφαλαίων, ιδίως για τις ΜμΕ, και θα αυξήσουν την ελκυστικότητα της Ευρώπης ως χώρου επενδύσεων. Επιπλέον, θα δημιουργηθεί πλούτος για όσους συμμετείχαν στη δημιουργία του, πλέον υπό την ιδιότητα του επενδυτή, του ομολογιούχου.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών προσφέρει δυνατότητες αξιοποίησης των αποταμιεύσεων και στα νοικοκυριά, καθώς διευρύνει τις επενδυτικές τους επιλογές. Τα νοικοκυριά θα μπορούσαν να επωφεληθούν και από τις

περισσότερες επιλογές σε προσωπικά προγράμματα συντάξεων, στα οποία συγκαταλέγονται ορισμένα που επενδύουν στις αγορές κεφαλαίων, αυξάνοντας έτσι τις αποταμιευτικές ροές προς αυτές. Ενώ θα δημιουργηθούν αποδόσεις για τα νοικοκυριά, ταυτόχρονα θα καταστεί δυνατή η συγκέντρωση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις για τις επενδύσεις τους. Μια αναπτυσσόμενη αγορά προσωπικών προγραμμάτων θα στηρίξει την ποικιλομορφία των παρεχόμενων προϊόντων στις αγορές κεφαλαίου, καθώς οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις συνεχώς θα αυξάνουν τη διαθεσιμότητα των επενδυτικών τους προϊόντων, τα οποία θα καλύπτουν ένα αυξανόμενο φάσμα επενδυτικών στρατηγικών. Επιπλέον θα καταστεί εφικτή η αξιοποίηση των οικονομικών κλίμακας που θα προκύψουν από την ενιαία αγορά στην Ε.Ε., τονώνοντας τον ανταγωνισμό και μειώνοντας τα κόστη. Αυτές οι εξελίξεις στην αποταμίευση των νοικοκυριών στην Ελλάδα πιθανότατα ευνοούνται από την προοπτική σταδιακής ανάκαμψης της οικονομίας τα επόμενα χρόνια, εξέλιξη η οποία πανευρωπαϊκά έχει παρατηρηθεί ότι οδηγεί σε τοποθετήσεις σε προϊόντα μη τραπεζικής αποταμίευσης.

Από την άλλη πλευρά, χρειάζεται κατανόηση και στάθμιση των προσδοκώμενων αποδόσεων με τα αναλαμβανόμενα ρίσκα. Πρέπει να αποτελεί στόχο η δημιουργία αποδόσεων επί μακρόν, όχι βραχυπρόθεσμων υψηλών κερδών. Το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο εγχωρίως για την προστασία των επενδυτών (Ν. 4099/2012), το οποίο ικανοποιεί τις ισχύουσες προδιαγραφές σε επίπεδο Ε.Ε., ενισχύοντας την ασφάλεια των επενδύσεων σε προϊόντα τα οποία βασίζονται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.