



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«Η λειτουργία των ομολόγων ως χρηματοπιστωτικού εργαλείου»

Γεώργιος Αμπατζίδης

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ

ΜΑΪΟΣ 2020

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΟΡΙΣΜΟΣ, ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΤΥΠΟΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	6
1.1 Ορισμός του ομολόγου	6
1.2 Χαρακτηριστικά των ομολόγων	11
1.3 Τύποι των ομολόγων	12
1.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ομολόγων	16
1.5 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην αγορά ομολόγων	21
1.6 Αποτίμηση ομολόγων	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΝΕΟΙ ΤΥΠΟΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ	36
3.1 Πράσινα ομόλογα	36
3.2 Ομόλογα κοινωνικού αντικτύπου	58
3.3 Κοινοτικά ομόλογα	67
3.4 Ομόλογα υποδομών / έργων	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	84
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	88

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι χρηματοοικονομικές αγορές σε όλο τον κόσμο ανταλλάσσουν καθημερινά χρηματοοικονομικά μέσα (χρεόγραφα) αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων. Αυτός ο εξαιρετικά ρευστός μηχανισμός βρίσκεται στον πυρήνα των οικονομιών της ελεύθερης αγοράς, καθώς εκείνες που απαιτούν κεφάλαια για να αναλάβουν νέες πρωτοβουλίες, να επεκτείνουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και να συμμετέχουν στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών, καλούνται να ταιριάζουν με εκείνες που έχουν διαθέσιμο κεφάλαιο και ενδιαφέρονται να μεγιστοποιήσουν την οικονομική τους απόδοση. Ο όρος 'χρεόγραφο' είναι ένας γενικός όρος που ισχύει για ένα ευρύ φάσμα τύπων χρηματοοικονομικών μέσων. Το χρεόγραφο έχει μια ευρεία νομική έννοια και ουσιαστικά αναφέρεται σε ένα έγγραφο που αποδεικνύει το ενδιαφέρον για το κεφάλαιο, τα περιουσιακά στοιχεία, τα ακίνητα, τα κέρδη, τα κέρδη ή τα δικαιώματα μιας εταιρείας. Υπάρχουν πολλοί μεμονωμένοι τύποι χρεογράφων που διανέμονται και διαπραγματεύονται στις αγορές. Υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες χρεογράφων: μετοχές και ομόλογα (Capacity Build Consulting, 2013; World Bank, 2015).

Υπάρχει μία συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο χρεογράφων. Η χρηματοδότηση μέσω ομολόγων και η χρηματοδότηση μέσω μετοχών είναι και οι δύο μορφές άμεσης χρηματοδότησης και αποτελούν τις κύριες πηγές κεφαλαίου για τις εταιρείες. Έχουν τον ίδιο εκδότη και επομένως επηρεάζονται από τα ίδια βασικά στοιχεία μιας εταιρείας. Έτσι, η απόδοση μιας εταιρείας στην αγορά ομολόγων και στο χρηματιστήριο σχετίζεται. Επίσης, έχει διαπιστωθεί ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται σημαντικά από ανακοινώσεις που μειώνουν τη βαθμολογία των ομολόγων. Επομένως, διάφοροι δείκτες της αγοράς ομολόγων έχουν αμοιβαίο αντίκτυπο ο ένας στον άλλο, ενώ υπάρχουν επίσης συσχετίσεις μεταξύ των αγορών. Η αγορά ομολόγων δεν μπορεί να είναι ανεξάρτητη από το χρηματιστήριο, και συνεπώς η συμπεριφορά των επενδυτών τόσο στην αγορά ομολόγων όσο και στο χρηματιστήριο σχετίζεται.

Συνολικά, η έκδοση ομολόγων από εταιρείες θα επηρεάσει την τιμή των μετοχών τους (Zhou & Cui, 2019).

Οι μετοχές αντιπροσωπεύουν ένα ποσοστό ιδιοκτησίας ή ιδίων κεφαλαίων στα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δίνοντας στον μέτοχο αναλογικό μερίδιο συμμετοχής και συχνά το δικαίωμα ψήφου για τις αποφάσεις της εταιρείας με τον αριθμό ψήφων ίσο με τον αριθμό των μετοχών που κατέχονται. Οι μέτοχοι κατατάσσονται πίσω από άλλους πιστωτές στην εταιρεία και έχουν αξίωση μόνο για την αξία της εταιρείας μετά την πληρωμή όλων των άλλων χρεών. Το όφελος από την ιδιοκτησία μετοχών είναι ότι εάν η εταιρεία είναι εξαιρετικά κερδοφόρα, η αυξανόμενη καθαρή αξία ανήκει στους μετόχους και η αξία κάθε μετοχής αυξάνεται αναλογικά (Capacity Build Consulting, 2013; World Bank, 2015).

Τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν το χρέος του εκδότη προς τον κάτοχο του ομολόγου. Δεν υπάρχει στοιχείο ιδιοκτησίας ή δικαιώματα ψήφου / λήψης αποφάσεων που συνδέονται με ένα ομόλογο. Ο εκδότης ομολόγων οφείλει στους κατόχους ομολόγων ένα χρέος και είναι υποχρεωμένος να τους πληρώσει τόκους ή / και να αποπληρώσει το κύριο ποσό σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Το επιτόκιο ενός ομολόγου καθορίζεται κατά τη δημιουργία του ομολόγου και ορίζεται για τη διάρκεια του ομολόγου. Με αυτόν τον τρόπο, η οικονομική απόδοση στον κάτοχο του ομολόγου είναι γνωστή εκ των προτέρων και ο κάτοχος του ομολόγου δικαιούται να λάβει τον τόκο προτού οποιοσδήποτε από τους μετόχους μπορεί να υποβάλει αξίωση για τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας (Capacity Build Consulting, 2013; World Bank, 2015).

Στην παρούσα εργασία έμφαση θα δοθεί στα ομόλογα, ως χρηματοπιστωτικό εργαλείο. Υπάρχουν διάφοροι τύποι ομολόγων ανάλογα με τον εκδότη, το είδος του επιτοκίου, το κουπόνι και το είδος των πληρωμών (World Bank, 2015). Εκτός από αυτούς τους παραδοσιακούς τύπους ομολόγων, η βιώσιμη ανάπτυξη και τα κοινοτικά προβλήματα, σε συνδυασμό με τους περιορισμένους πόρους, έχουν οδηγήσει στην ανάπτυξη νέων τύπων

ομολόγων: τα πράσινα ομόλογα (OECD, 2017; UNEP Inquiry, 2017; Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva) και τα ομόλογα με κοινωνικό αντίκτυπο (Princeton University, 2014; Social Finance, 2015). Στη βάση αυτή, η παρούσα εργασία στοχεύει στο να παράσχει μία όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένη εικόνα σχετικά με την αγορά των ομολόγων, συμπεριλαμβάνοντας και τους νέους εναλλακτικούς τύπους ομολόγων.

Η εργασία συνολικά αποτελείται από πέντε κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο παρέχει γενικές πληροφορίες για τα ομόλογα και πιο συγκεκριμένα τον ορισμό αυτού του χρεογράφου, τα χαρακτηριστικά και τους τύπους του, όπως επίσης και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της χρήσης ομολόγων. Το δεύτερο κεφάλαιο ασχολείται με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου ομολόγων, παρουσιάζοντας τις κυριότερες στρατηγικές διαχείρισης, κυρίως την ενεργητική και την παθητική. Το επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζει νέους και σημαντικούς τύπους ομολόγων: τα πράσινα ομόλογα και τα ομόλογα με κοινωνικό αντίκτυπο, ενώ γίνεται και μία αναφορά στα κοινοτικά ομόλογα και τα ομόλογα υποδομών. Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα ευρήματα προηγούμενων μελετών όσον αφορά στους διάφορους τύπους ομολόγων. Το τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζει τα κυριότερα συμπεράσματα της έρευνας και καταθέτει προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΟΡΙΣΜΟΣ, ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΤΥΠΟΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

1.1 Ορισμός του ομολόγου

Η ύπαρξη ζήτησης και προσφοράς χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων χαρακτηρίζει κάθε οικονομία ανεξάρτητα από το βαθμό ανάπτυξης της, επειδή μπορούν να οδηγήσουν στους απαραίτητους πόρους για την ανάπτυξη της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών. Σε αυτό το περίπλοκο σύστημα εξειδικευμένων αγορών, ένας ιδιαίτερα σημαντικός ρόλος διαδραματίζεται από τη χρηματοπιστωτική αγορά. Η χρηματοοικονομική αγορά είναι η μακροπρόθεσμη κεφαλαιαγορά, η αγορά τίτλων που εκδίδονται και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης που χρησιμεύουν ως υποστήριξη για την ανταλλαγή κεφαλαίων (Duran et al., 2015). Η παγκόσμια χρηματοοικονομική αγορά αναπτύσσεται για την ανταλλαγή κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων των αγορών συναλλάγματος και χρήματος. Η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων διεθνώς αποτελεί σημαντική προϋπόθεση για την ορθή λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας. Στη χρηματοοικονομική αγορά υπάρχει μια σχέση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης για χρηματοοικονομικό κεφάλαιο, που λειτουργεί στο διεθνή χώρο ως εγκαταστάσεις αγοράς και πληρωμής, πίστωσης, επενδυτικών πόρων (Luchian, 2013).

Οι εταιρείες αντλούν κεφάλαια εκδίδοντας τίτλους. Οι οργανισμοί τοποθετούν το κεφάλαιό τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, που είναι ο τόπος συνάντησης της προσφοράς διαθέσιμων κεφαλαίων για επενδύσεις με την ανάγκη μακροπρόθεσμων κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονται από τομείς της οικονομίας και του κράτους. Η χρηματοπιστωτική αγορά είναι η αγορά που ειδικεύεται στην πραγματοποίηση συναλλαγών με χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που λήγουν μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα (Field & Filanosky, 2009; Duran et al., 2015).

Σε αυτό το πλαίσιο, οι οντότητες που αναζητούν χρηματοδότηση έχουν δύο βασικές επιλογές για τη συγκέντρωση κεφαλαίων: μετοχές και ομόλογα. Τα ομόλογα είναι μια μορφή χρέους, ενώ τα αποθέματα είναι μια μορφή ιδιοκτησίας. Οι επενδυτές σε ομόλογα γίνονται πιστωτές της εκδότριας οντότητας και μόλις αγοραστούν από τον εκδότη (μέσω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που ενεργούν ως έμποροι), τα ομόλογα μπορούν να συνεχίσουν να διαπραγματεύονται στην αγορά κινητών αξιών. Οι επενδυτές σε μετοχές, από την άλλη πλευρά, αγοράζουν ένα μέρος της εκδότριας εταιρείας. Επομένως, οι αποδόσεις της επένδυσής τους κυμαίνονται σύμφωνα με τα μερίσματα που καταβάλλονται και την αξία της εκδότριας εταιρείας. Οι μετοχές διαπραγματεύονται επίσης στην αγορά κινητών αξιών. Οι οντότητες που εκδίδουν ομόλογα πρέπει να αποκαλύπτουν οικονομικές πληροφορίες σε ρυθμιστικές αρχές, οργανισμούς αξιολόγησης και επενδυτές. Οι εκδότες ομολόγων διορίζουν επενδυτικές τράπεζες ως «αναδόχους» για να τους βοηθήσουν να ανταποκριθούν σε αυτές τις απαιτήσεις, βασιζόμενοι στην εμπειρία τους σχετικά με τις αγορές ομολόγων, τους κυβερνητικούς κανονισμούς και άλλους συναφείς παράγοντες (World Bank, 2015).

Το ομόλογο είναι ένα μέσο χρηματοοικονομικού χρέους που εκδίδεται σε επενδυτές για μια προκαθορισμένη διάρκεια χρόνου και επιτοκίου. Οι επενδυτές στην αγορά ομολόγων λαμβάνουν συνήθως ένα σταθερό επιτόκιο (κουπόνι) για τη διάρκεια του δανείου τους και επιστρέφουν την αρχική τους επένδυση (κεφάλαιο) μετά τη λήξη τους. Επειδή τα ομόλογα πληρώνουν συνήθως έναν σταθερό τόκο κατά την περίοδο λήξης, συχνά αναφέρονται ως τίτλοι σταθερού εισοδήματος. Αυτό γενικά δημιουργεί μια πιο προβλέψιμη, λιγότερο επικίνδυνη επένδυση από άλλες επενδυτικές επιλογές. Αυτή η υψηλότερη προβλεψιμότητα των ταμειακών ροών καθιστά τα ομόλογα μια καλή αντιστάθμιση για πιο επικίνδυνα και πιο ασταθή στοιχεία σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο (World Bank, 2015).

Στην απλούστερη μορφή του, ένα ομόλογο είναι ένας τύπος χρέους όπου τα χρήματα δανείζονται από άλλο μέρος με καθορισμένους όρους αποπληρωμής

με καθορισμένη απόδοση της επένδυσης συνήθως με τη μορφή τακτικών πληρωμών τόκων. Ένα ομόλογο δεν παρέχει κανένα είδος ιδιοκτησίας ή δικαιώματα λήψης αποφάσεων στον επενδυτή. Τα ομόλογα είναι ελκυστικά για τους επενδυτές που αναζητούν μεγαλύτερη βεβαιότητα των προκαθορισμένων οικονομικών αποδόσεων και επιθυμούν να αποφύγουν τους κύκλους ανοδικής αύξησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων τους. Ένα ομόλογο μπορεί να είναι διασφαλισμένο ή μη και αυτό θα επηρεάσει την εκτίμηση των επενδυτών σχετικά με τον κίνδυνο της επένδυσης και επομένως θα επηρεάσει το επιτόκιο που θα απαιτήσουν οι επενδυτές (Capacity Build Consulting, 2013).

Τα τελευταία χρόνια πολλοί συγγραφείς προσπάθησαν να συλλάβουν την ουσία της έννοιας των ομολόγων. Μια σύνθεση των ορισμών των ομολόγων και των προσεγγίσεων που σχετίζονται με το ερευνητικό πλαίσιο, παρουσιάζεται συνοπτικά στον Πίνακα 1. Οι παρουσιαζόμενοι ορισμοί και οι σχετικές έννοιες παρέχουν ένα χρήσιμο πλαίσιο για την κατανόηση του ρόλου των ομολόγων με το πέρασμα των δεκαετιών.

Πίνακας 1. Ορισμοί για το χρεόγραφο ‘ομόλογο’

Συγγραφέας (έτος)	Ορισμός
Ioan Popa (1993)	Τα ομόλογα είναι χρεόγραφα αξίας ενός ποσού εισπρακτέου στον κάτοχο από τον εκδότη που μπορεί να είναι το κράτος, ένας δημόσιος οργανισμός ή μια εταιρεία. Δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα να εισπράξει έναν τόκο και να εξαργυρωθεί κατά τη λήξη του από τον εκδότη, ανακτώντας έτσι το επενδυτικό κεφάλαιο σε αντάλλαγμα για προχωρημένα ομόλογα.

Carmen Cordureanu και Flavia Branea (1996)	Το ομόλογο είναι ένα διαπραγματεύσιμο επενδυτικό μέσο που δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα επί μακροπρόθεσμου χρέους του εκδότη. Αυτά τα χρεόγραφα διατίθενται στην κεφαλαιαγορά, συνήθως μέσω εταιρειών χρηματοοικονομικών επενδύσεων.
John Dalton (1999)	Τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν ένα δάνειο που δίνεται από τον κάτοχο προς τον εκδότη ομολόγων. Συνήθως ο κάτοχος ομολόγων λαμβάνει πληρωμές τόκων, κανένα μέρισμα, κανένα δικαίωμα ψήφου και την υπόσχεση ότι το οφειλόμενο ποσό του δανείου θα επιστραφεί. Ένα ομόλογο είναι μια εγγύηση σταθερού εισοδήματος, μια εγγύηση ανώτερου επιτοκίου και πλήρους καταβολής των τόκων πριν από την καταβολή μερισμάτων προς τους κατόχους μετοχών των ίδιων εταιρειών.
Anca Fodi, Liana Constantinescu και Nicolae Postavaru (1999)	Τα ομόλογα είναι χρεωστικοί τίτλοι εκδότη. Ο εκδότης μπορεί να είναι κρατικός φορέας ή εταιρεία. Αυτά τα χρεόγραφα έχουν δικαίωμα είσπραξης τόκων κατά τη λήξη τους. Ο επενδυτής αποκτά και αναπτύσσει κεφάλαιο.
Carmen Cordureanu και Flavia Branea (2001)	Το ομόλογο είναι μια διαπραγματεύσιμη οικονομική ασφάλεια που δίνει στον κάτοχο την αξίωση επί ενός

	μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρεογράφου του εκδότη.
Virginia Maracine, Emil Scarlat και Laura Calancia (2002)	Το ομόλογο είναι ένας σταθερός πιστωτικός τίτλος που χρησιμεύει ως μακροπρόθεσμη κινητοποίηση κεφαλαίου για την επίτευξη των στόχων του κράτους ή των ατόμων με δικαίωμα έκδοσης ομολόγων. Αυτός ο τίτλος είναι ένα δάνειο που φέρει τόκους που καταβάλλονται περιοδικά μέσω τίτλων που απαιτούν χρηματικό όφελος σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή.
Adrian Nitu (2002)	Τα ομόλογα αποτελούν μέρος των μακροπρόθεσμων χρεωστικών τίτλων σε πρωτογενή ή δευτερογενή αγορά, δηλαδή σε οργανωμένες αγορές.
Aurora Murgea (2004)	Τα ομόλογα είναι χρεωστικοί τίτλοι που εκδίδονται από αιτούντες για μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια, οι οποίοι δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα να λάβει ένα σταθερό εισόδημα με τη μορφή τόκων. Επίσης, ο εκδότης έχει το δικαίωμα να επιστρέψει το δανεισμένο ποσό εντός της προθεσμίας, χωρίς να συμμετάσχει με οποιονδήποτε τρόπο στη διεξαγωγή επιχειρηματικής δραστηριότητας.
Victor Stoica και Adriana Gruia (2006)	Το ομόλογο είναι ένα χρηματοοικονομικό μέσο που δίνει στον κάτοχο μια

	<p>διαπραγματεύσιμη επένδυση σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος του εκδότη. Ο ιδιοκτήτης υποχρεούται να αποπληρωθεί το ποσό που δάνεισε με μορφή εσόδων από τόκους στη λήξη και αποπληρωμή του δανεισμένου κεφαλαίου.</p>
Vasile Duran (2006)	<p>Το ομόλογο είναι η εγγύηση τόκων που εκδίδεται από τον εκδότη με την οποία συμφωνεί να πληρώσει στον ιδιοκτήτη κατά καιρούς ένα χρηματικό ποσό που ονομάζεται κουπόνι καθώς και για την αποπληρωμή της πλήρους ή της υπολειπόμενης λήξης.</p>

Πηγή: Duran et al., 2015, σελ. 48

1.2 Χαρακτηριστικά των ομολόγων

Οι βασικές παράμετροι που χαρακτηρίζουν τα ομόλογα είναι οι κάτωθι (Halicki, 2012; Ranhosz, 2017):

- Ονομαστική αξία - το ποσό στο οποίο ο εκδότης καταβάλλει τόκους και το οποίο πρέπει να εξοφληθεί κατά την ημερομηνία λήξης του ομολόγου (δηλαδή, κατά την ημερομηνία εξαγοράς).
- Τιμή του ομολόγου - η τιμή στην οποία ο εκδότης πωλεί ομόλογα σε επενδυτές.
- Ημερομηνία εξαγοράς - η ημερομηνία κατά την οποία ο ομολογιούχος λαμβάνει από τον εκδότη ποσό ίσο με την ονομαστική αξία.
- Λήξη του ομολόγου - η ημερομηνία κατά την οποία ο εκδότης πρέπει να πληρώσει ένα ποσό ίσο με την ονομαστική αξία. Η ημερομηνία λήξης μπορεί

να ποικίλει από έτος σε δεκάδες χρόνια. Ωστόσο, η περίοδος έως τη λήξη είναι ο αριθμός των ετών κατά τις οποίες ο εκδότης πρέπει να εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις των ομολόγων.

- Τόκος (ή το επιτόκιο κουπονιού) - το επιτόκιο που καθορίζει το ποσό των τόκων που καταβάλλονται στον κάτοχο του ομολόγου. Ουσιαστικά είναι το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του ποσοστού της ονομαστικής αξίας που ο εκδότης πρέπει να πληρώσει στους επενδυτές.
- Ημερομηνίες πληρωμής τόκων - η συχνότητα με την οποία καταβάλλεται ο τόκος, π.χ. μία φορά ετησίως, μία φορά ανά εξάμηνο, μία φορά ανά τρίμηνο.
- Τιμή έκδοσης - η τιμή στην οποία τα ομόλογα πωλούνται στον πρώτο κάτοχό τους κατά τη στιγμή της έκδοσης.

1.3 Τύποι των ομολόγων

Οι εκδότες ομολόγων μπορούν να λάβουν τη μορφή ιδιωτικών εταιρειών, υπερεθνικών ιδρυμάτων (όπως πολυμερείς τράπεζες) ή δημόσιων φορέων (δημοτικοί, πολιτειακοί / περιφερειακοί ή ομοσπονδιακοί / εθνικοί φορείς). Στη βάση του εκδότη, διακρίνονται οι εξής τύποι ομολόγων (World Bank, 2015):

Κυβερνητικά ομόλογα: Ένα ομόλογο που εκδίδεται από δημόσιο κυβερνητικό φορέα, όπως πόλη ή πολιτεία, για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων του αναφέρεται συνήθως ως δημοτικό ομόλογο. Για παράδειγμα, τον Δεκέμβριο του 2014, το Bay Area Toll Authority στη βόρεια Καλιφόρνια εξέδωσε ομόλογα ύψους 811,4 εκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Στα ομόλογα έχουν εκχωρηθεί βαθμολογία "AA / Stable" από πιστωτικό γραφείο, Standard & Poor's. Τα έσοδα των ομολόγων θα χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση και την αναχρηματοδότηση της κατασκευής, της βελτίωσης και του εξοπλισμού των γεφυρών και των δρόμων στο San Francisco Bay Area.

Εταιρικά ομόλογα: Ένα ομόλογο που εκδίδεται από μια εταιρεία αναφέρεται ως εταιρικό ομόλογο. Τα εταιρικά ομόλογα μπορούν να σχεδιαστούν είτε για θεσμικούς επενδυτές (ασφαλιστικές εταιρείες, τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια

κινδύνου και παρόμοια χρηματοπιστωτικά μέσα / ιδρύματα) είτε για ιδιώτες επενδυτές. Για παράδειγμα, στα τέλη του 2014, ο κατασκευαστής συσκευών καρδιακού ρυθμού Medtronic Inc. εξέδωσε εταιρικό ομόλογο ύψους 17 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ για να χρηματοδοτήσει την απόκτηση ενός χειρουργικού κατασκευαστή εργαλείων.

Ομόλογα Πολυμερών Αναπτυξιακών Τραπεζών (Multilateral Development Bank Bonds): Άλλοι τύποι εκδοτών περιλαμβάνουν πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης (MDBs) και άλλους υπερεθνικούς ή διεθνείς οργανισμούς. Για παράδειγμα, η Παγκόσμια Τράπεζα, μια MDB που εξέδωσε το πρώτο της ομόλογο το 1947, εξέδωσε πρόσφατα μια συναλλαγή 4 δισεκατομμυρίων δολαρίων για δέκα έτη, συγκεντρώνοντας κεφάλαια από διαφορετικούς τύπους επενδυτών σε όλο τον κόσμο.

Το οικονομικό σκεπτικό των χρεογράφων και της κεφαλαιαγοράς είναι για τους οργανισμούς να εγείρουν κεφάλαιο με χαμηλό κόστος, και για τους επενδυτές να επενδύουν σε πιο επικερδή και χαμηλού ρίσκου χρεόγραφα. Η αβεβαιότητα και οι κίνδυνοι για το μελλοντικό εισόδημα έχουν οδηγήσει σε μια ευρεία ποικιλία ομολόγων με διαφορετικά χαρακτηριστικά, τα οποία τείνουν να μειώσουν όσο το δυνατόν περισσότερους κινδύνους. Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου, το κουπόνι, καθώς και το είδος των πληρωμών διακρίνονται οι εξής τύποι ομολόγων (Halicki, 2012; Duran et al., 2015; Ranzos, 2017):

1. Ομόλογα σταθερού επιτοκίου (Fixed rate bonds): Τέτοια χρεόγραφα φέρουν σταθερό επιτόκιο κουπονιού, το οποίο αυξάνεται με επιπρόσθετο τόκο με βάση τα οικονομικά αποτελέσματα και την πρώτη ελάχιστη αποπληρωμή. Για αυτόν τον τύπο ομολόγων το πλεονέκτημα του εκδότη ομολόγων είναι ότι η αμοιβή που καταβάλλεται δεν αυξάνεται παρά μόνο στο βαθμό που επιτρέπει οικονομικά αποτελέσματα.

2. Ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (Floating rate bonds): Αυτός ο τύπος μειώνει την άνοδο του κινδύνου για τους κατόχους και τους εκδότες ομολόγων επειδή οι τόκοι αλλάζουν με βάση τη γενική διακύμανση του επιτοκίου. Το

ποσό του κουπονιού προσαρμόζεται με βάση τις αλλαγές στην αγορά χρήματος. Όταν τα επιτόκια αυξάνονται, οι πληρωμές τόκων (κουπόνι) αλλάζουν (αυξάνονται) ανάλογα, ενώ όταν το επιτόκιο μειώνεται, μειώνεται και το επιτόκιο.

3. Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα ή ομόλογα με μεταβλητά έσοδα (Indexed bonds): Αυτά τα ομόλογα επιτρέπουν στους συνδρομητές να αμυνθούν από τις επιπτώσεις της αύξησης των τιμών διατηρώντας την αγοραστική δύναμη των ομολόγων, καθώς προβλέπει ότι το ποσό και μερικές φορές το ασφάλιστρο τόκων και εξαγοράς θα ποικίλλει ανάλογα με τον δείκτη νομίσματος και ένα ανώτατο όριο. Ο εκδότης αναλαμβάνει να ενημερώσει την αξία των ομολόγων και μερικές φορές τον τόκο χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο που έχει συμφωνηθεί με τον επενδυτή. Κατά συνέπεια, ο εκδότης αναλαμβάνει τον κίνδυνο της αποζημίωσης για αύξηση των τιμών που βαρύνει την εταιρεία, δηλαδή τους μετόχους.

4. Μετατρέψιμα ομόλογα (Convertible bonds): Τα μετατρέψιμα ομόλογα δίνουν στον κάτοχο την ευκαιρία να επιλέξει μεταξύ του διαμέλλοντος μόνο δικαιώματος αξίωσης έναντι του εκδότη ή να αλλάξει τη θέση του δανειστή με τον ιδιοκτήτη. Αυτός ο μετασχηματισμός μπορεί να είναι χρονικά περιορισμένος, καθώς η δυνατότητα αλλαγής των ομολόγων σε μετοχές μπορεί να ασκηθεί μόνο κατά τη διάρκεια μιας προκαθορισμένης περιόδου.

5. Αποπληρωμή ομολόγων (Bonds repayment): Η πρώτη έκδοση πιστοποιεί στον κάτοχο το δικαίωμα να λάβει στη λήξη ποσό ίσο με την ονομαστική αξία (το οποίο είναι μεγαλύτερο από την τιμή αγοράς). Η διαφορά είναι το ασφάλιστρο.

6. Ομόλογα μηδενικών επιτοκίων (Zero coupon bonds): Ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες και δήμους, ξεκινώντας από τις αρχές της δεκαετίας του '80. Οι επενδυτές δεν λαμβάνουν τόκους με τη μορφή περιοδικών πληρωμών, αλλά αντίθετα πωλούνται με έκπτωση, στις περισσότερες

περιπτώσεις, στην ονομαστική αξία, δηλαδή σε χαμηλότερη τιμή από αυτήν. Αυτά τα χρεόγραφα εξαργυρώνονται στην ονομαστική τους αξία κατά τη λήξη.

7. Ομόλογα ρυθμιζόμενου επιτοκίου (Adjustable - rate bonds): Το επιτόκιο του κουπονιού ενημερώνεται τακτικά σε επιτόκιο αναφοράς συν ένα spread.

8. Μερικώς αποπληρωμένα ομόλογα (Partly paid bonds): τα ομόλογα αποπληρώνονται σε δόσεις. Μέρος της πληρωμής πραγματοποιείται κατά τη λήψη των χρεογράφων, ενώ το υπόλοιπο ποσό καταβάλλεται αργότερα. Ο επενδυτής μπορεί να σταματήσει να πληρώνει το υπόλοιπο των ομολόγων, αλλά σε τέτοιες περιπτώσεις θα χάσει την προκαταβολή.

9. Ομόλογα με εγγύηση (Bonds with warrants): μια μέθοδος χρηματοδότησης όπου η εταιρεία επιβαρύνεται με το κόστος χρηματοδότησης με τη μορφή κουπονιού επιτοκίου, ενώ το υπόλοιπο κόστος με τη μορφή εντάλματος βαρύνει τους ιδιοκτήτες (όπως στην περίπτωση δανείου με το δικαίωμα συμμετοχής στο κεφάλαιο)

Σύμφωνα με τον Ranosz (2017), υπάρχουν ορισμένα ακόμα κριτήρια βάσει των οποίων κατηγοριοποιούνται τα ομόλογα:

1. Χρονική περίοδος εξαγοράς: οι περίοδοι εξαγοράς περιλαμβάνουν τρία χρονικά διαστήματα: έως ένα έτος (βραχυπρόθεσμα ομόλογα), από 1 έως 5 έτη (μεσοπρόθεσμα ομόλογα) και περισσότερο από 5 χρόνια (μακροχρόνια ομόλογα). Παρ' όλα αυτά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η παρουσίαση είναι μάλλον συμβολική, καθώς η περίοδος επένδυσης είναι ένα μεμονωμένο κριτήριο που αποφασίζεται από κάθε επενδυτή ανεξάρτητα

2. Τρόπος έκδοσης: δημόσια ή ιδιωτική έκδοση ομολόγων. Ιδιωτική έκδοση σημαίνει μια πρόταση για απόκτηση ομολόγων που αποστέλλεται σε έναν ορισμένο (και μικρό) αριθμό ατόμων. Αυτό σημαίνει ότι η επιλογή ιδιωτικής έκδοσης αποκλείει τη δυνατότητα διαφήμισης στα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Η δημόσια έκδοση προβλέπει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων μάρκετινγκ, αλλά καθιστά επίσης απαραίτητη την προετοιμασία ενημερωτικού δελτίου (ή

μνημονίου) και την παρουσίασή του στην Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας

3. Είδος μάρκετινγκ - τα εκδοθέντα ομόλογα μπορούν να διατίθενται στην οργανωμένη αγορά και εκτός αυτής

4. Επίπεδο επενδυτικού κινδύνου: το επίπεδο κινδύνου καθορίζεται από τους οίκους αξιολόγησης. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι βαθμολογίες είναι παρόμοιες. Η βαθμολογία κινδύνου μετράται σε κλίμακα από το A στο D, όπου το A σημαίνει ένα ομόλογο με τον χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο και το D με τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο. Τα ομόλογα με τριπλά και διπλά As είναι μέγιστα ασφαλή, ενώ εκείνα με μονό A και τριπλά B είναι αρκετά ασφαλή για να ληφθούν υπόψη για επενδυτικούς σκοπούς. Τα συγκεκριμένα ονομάζονται ομόλογα με βαθμολογία επένδυσης. Τέτοια ομόλογα μπορούν να αγοραστούν από τράπεζες και άλλους θεσμικούς επενδυτές. Τα ομόλογα με διπλά Bs και χαμηλότερες βαθμολογίες, που ονομάζονται junk bond, είναι πολύ κερδοσκοπικά και δείχνουν αυξημένη πιθανότητα αθέτησης.

1.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ομολόγων

Τα πλεονεκτήματα που αναγνωρίζονται γενικά για τα ομόλογα έχουν ως εξής (Investment Industry Association of Canada, 2008):

A) Προβλεψιμότητα εισοδήματος: Εάν ο στόχος είναι η διατήρηση ενός συγκεκριμένου, σταθερού επιπέδου εσόδων από το χαρτοφυλάκιο, τα ομόλογα μπορούν να παρέχουν μια σειρά προβλέψιμων ταμειακών ροών με ελάχιστο κίνδυνο για το επενδυμένο κεφάλαιο.

B) Ασφάλεια: Ανάλογα με την ποιότητά τους, τα ομόλογα μπορούν να προσφέρουν υψηλό βαθμό βεβαιότητας ότι ο τόκος και η κύρια αποπληρωμή θα ληφθούν πλήρως εάν το ομόλογο διατηρηθεί έως τη λήξη. Η ποιότητα του ομολόγου - και το επίπεδο ασφάλειας που συνοδεύει - αντικατοπτρίζεται στην πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη.

Γ) Διαφοροποίηση: Διαφοροποίηση σημαίνει ότι υπάρχει ένας συνδυασμός διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα, η προσθήκη τίτλων σταθερού εισοδήματος όπως ομολόγων σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών βοηθά στην επίτευξη μεγαλύτερης διαφοροποίησης. Αυτός είναι ένας τρόπος να μειωθεί ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου - ο κίνδυνος που ενυπάρχει στις συνδυασμένες επενδύσεις - ενώ αυξάνει ενδεχομένως τις αποδόσεις με την πάροδο του χρόνου, καθώς ακόμη και αν μειωθεί η αξία, εξακολουθεί να υπάρχει μια ευκαιρία για αύξηση σε μία ή περισσότερες από τις άλλες κατηγορίες.

Δ) Επιλογή: Ένα ευρύ φάσμα εκδοτών ομολόγων με ποικιλία ποσοστών κουπονιών και ημερομηνιών λήξης είναι διαθέσιμο. Αυτό επιτρέπει να αποκτηθούν ομόλογα με τις ταμειακές ροές που ταιριάζουν με τις εισοδηματικές ανάγκες του εκάστοτε ατόμου, συμπληρώνοντας ταυτόχρονα τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια του.

Εκτός των παραπάνω οφελών, όμως, τα ομόλογα ενέχουν και συγκεκριμένους κινδύνους, οι οποίοι έχουν ως εξής (Investment Industry Association of Canada, 2008):

A) Πιστωτικός κίνδυνος: αναφέρεται στον κίνδυνο αθέτησης. Ένας εκδότης χρέους λέγεται ότι είναι σε αθέτηση όταν δεν είναι σε θέση να εξοφλήσει τους τόκους όπως έχει προγραμματιστεί. Τα εταιρικά ομόλογα εκτίθενται περισσότερο σε κίνδυνο αθέτησης από τα κυβερνητικά, επειδή οι εταιρείες δεν μπορούν να αυξήσουν τους φόρους όταν υπάρχει έλλειμμα μετρητών ή να επωφεληθούν από άλλες επιλογές που διατίθενται στις κυβερνήσεις. Οι επενδυτές μπορούν να εκτιμήσουν την πιθανότητα αθέτησης των χρεογράφων, παρακολουθώντας την αξιολόγησή τους. Οι αξιολογήσεις είναι διαθέσιμες μέσω οίκων αξιολόγησης.

B) Κίνδυνος τιμής: Εάν πωληθούν τα ομόλογα πριν από τη λήξη τους, η τιμή ή η αγοραία αξία τους μπορεί να είναι χαμηλότερη από την τιμή αγοράς τους. Η τιμή κυμαίνεται καθ' όλη τη διάρκεια ζωής ενός ομολόγου και μπορεί να είναι

μεγαλύτερη ή μικρότερη από την ονομαστική ή κύρια αξία του. Εάν αγοραστεί ένα ομόλογο κάτω του ορίου, μπορεί ο κάτοχος να αναμένει να πραγματοποιήσει κέρδος κεφαλαίου όταν λήξει το ομόλογο. Ομοίως, εάν αγοραστεί το ομόλογο με ασφάλιστρο, θα υπάρχει απώλεια κεφαλαίου κατά τη λήξη. Η τιμή ενός ομολόγου είναι συνάρτηση του επιτοκίου του κουπονιού του ομολόγου σε σύγκριση με το τρέχον επίπεδο επιτοκίου, τον εναπομένον όρο έως τη λήξη, τον πιστωτικό ή τον προεπιλεγμένο κίνδυνο και τυχόν ειδικά χαρακτηριστικά που μπορεί να έχει. Πιο αναλυτικά:

- Επιτόκιο κουπονιού έναντι διακυμάνσεων επιτοκίου: Οι διακυμάνσεις στα επιτόκια έχουν συνήθως τη μεγαλύτερη επίδραση στην τιμή των ομολόγων - τα επιτόκια μπορεί να επηρεαστούν από πολλούς παράγοντες, συμπεριλαμβανομένης της αλλαγής στα ποσοστά πληθωρισμού. Σε γενικές γραμμές, οι τιμές των ομολόγων κινούνται αντίστροφα στα επιτόκια επειδή το επιτόκιο του κουπονιού συνήθως παραμένει σταθερό έως τη λήξη. Εάν τα τρέχοντα επιτόκια είναι υψηλότερα από το επιτόκιο του κουπονιού, το ομόλογο είναι λιγότερο ελκυστικό για τους επενδυτές, καθώς οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για μια σειρά χαμηλότερων πληρωμών κουπονιών. Οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται όταν το επιτόκιο του κουπονιού είναι υψηλότερο από τα τρέχοντα επίπεδα επιτοκίου. Για έναν επενδυτή που διατηρεί ομόλογα έως τη λήξη, οι διακυμάνσεις των τιμών μπορεί να φαίνονται ως μη σχετικές. Δεν αντιδρούν όλες οι τιμές των ομολογίων με τον ίδιο τρόπο στις μεταβολές των επιτοκίων. Συνήθως, όσο χαμηλότερο είναι το επιτόκιο του κουπονιού, τόσο πιο ευαίσθητη είναι η τιμή του ομολόγου σε τυχόν αλλαγές στα επιτόκια. Ωστόσο, οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν από αυτές τις διακυμάνσεις για να βελτιώσουν τη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου τους. Για παράδειγμα, μια βραχυπρόθεσμη μείωση των επιτοκίων μπορεί να είναι μια ευκαιρία να πωληθούν ομόλογα με

κέρδος και να μεταφερθούν κεφάλαια σε επενδύσεις χωρίς τόκο με αναμενόμενες υψηλότερες αποδόσεις.

- Χρόνος έως τη λήξη: Καθώς τα ομόλογα πλησιάζουν τη λήξη, η αγοραία αξία τους πλησιάζει την ονομαστική τους αξία. Σε γενικές γραμμές, όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος έως τη λήξη και όσο χαμηλότερο είναι το ποσοστό του κουπονιού, τόσο πιο ευαίσθητο είναι ένα ομόλογο σε τυχόν αλλαγές στο επιτόκιο. Όταν τα επιτόκια αυξάνονται, τα ομόλογα με μακρινές ημερομηνίες λήξης και τα χαμηλά επιτόκια κουπονιών βιώνουν τη μεγαλύτερη πτώση της τιμής.
- Κίνδυνος: Αλλαγές στην πιστοληπτική ικανότητα κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου μπορεί να επηρεάζουν την τιμή του ομολόγου. Για παράδειγμα, εάν η πιστοληπτική ικανότητα του χρέους με την ονομασία «AAA» - το χαμηλότερο επίπεδο αθέτησης κινδύνου - αλλάξει λόγω των μεγάλων ζημιών της εκδότριας εταιρείας που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την ικανότητα της εταιρείας να εξοφλήσει τόκους ή κεφάλαια, η τιμή του ομολόγου θα μειωθεί ακόμη και αν δεν υπάρχει αλλαγή στα επιτόκια.
- Ειδικά χαρακτηριστικά: Πολλά ομόλογα έχουν ειδικά χαρακτηριστικά που μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην τιμή, τον κίνδυνο και τις αποδόσεις τους. Μπορούν να κληθούν (εξοφληθούν) νωρίς ή μπορούν να μετατραπούν, για παράδειγμα, σε μετοχές της εκδότριας εταιρείας. Τα ομόλογα μπορούν επίσης να παραταθούν (η αποπληρωμή αναβάλλεται σε μεταγενέστερη ημερομηνία) ή μπορεί να ισχύουν άλλες ειδικές προβλέψεις.
- Ζήτηση και προσφορά: Η διαθεσιμότητα των ομολόγων και η ζήτηση για αυτά επηρεάζουν επίσης την τιμή των ομολόγων. Καθώς η ζήτηση αυξάνεται, οι τιμές αυξάνονται, όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν οι ίδιοι. Όταν η ζήτηση μειώνεται ή αυξάνεται η προσφορά, οι τιμές και η απόδοση έως τη λήξη επίσης μειώνονται.

Ο Halicki (2012) διακρίνει τους κινδύνους που σχετίζονται με τα ομόλογα στις εξής κατηγορίες:

1. Κίνδυνος επιτοκίου - εμφανίζεται όταν η αλλαγή στα επιτόκια απαιτείται από την αγορά. Η αύξηση συνοδεύεται από πτώση των τιμών των ομολόγων και πτώση των τιμών.

2. Κίνδυνος πρόωρης επαναγοράς - αναφέρεται σε ομόλογα με πρόσθετες επιλογές. Συνεπώς, στην περίπτωση χρεωστικών μέσων δεν μπορεί να προβλεφθεί η ταμειακή ροή που δημιουργείται από αυτά, και έτσι το ποσοστό απόδοσης που επιτυγχάνεται από τέτοια μέσα μπορεί να είναι πολύ χαμηλότερο από εκείνο που επιτυγχάνεται με τα ομόλογα κουπονιών.

3. Κίνδυνος καμπύλης απόδοσης - οφείλεται στο σχήμα της καμπύλης και στις μεταβολές στα επιτόκια που επηρεάζουν την τιμή και την επανεπένδυση των πληρωμών κουπονιών. Αυτό σημαίνει ότι η αλλαγή στο σχήμα αυτής της καμπύλης και η μετατόπισή της ενδέχεται να αλλάξουν την αξία του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από ομόλογα.

4. Κίνδυνος επανεπένδυσης - σχετίζεται με αλλαγές στα επιτόκια, οι οποίες χρησιμοποιούνται για επανεπένδυση πληρωμών με κουπόνια ομολόγων. Έτσι, αν μειωθούν τα επιτόκια, το ποσό που λαμβάνεται από τους επενδυτικούς τόκους στα ομόλογα μειώνεται.

5. Πιστωτικός κίνδυνος - είναι ο κίνδυνος ο εκδότης να μην τηρήσει τις προθεσμίες κατά την πληρωμή των κουπονιών και της ονομαστικής αξίας.

6. Κίνδυνος ρευστότητας - καθορίζει την αποτελεσματικότητα εντός της οποίας μπορούν να πωληθούν χρεωστικά μέσα, με ελάχιστη απώλεια αξίας σε σχέση με την τιμή της αγοράς. Η αύξηση της ρευστότητας αντικατοπτρίζεται στις υψηλότερες εκτιμήσεις της αγοράς. Αυτό με τη σειρά του επηρεάζει τους ρυθμούς αύξησης της απόδοσης της επένδυσης. Επομένως, θα πρέπει να επιλεγούν τα ομόλογα εκείνων των οντοτήτων τα οποία είναι εισηγμένα σε διάφορες αγορές ομολόγων.

7. Κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας - ισχύει για τη συναλλαγματική ισοτιμία με την οποία οι ταμειακές ροές ανταλλάσσονται σε ξένα νομίσματα των ομολόγων που κατέχονται.

8. Κίνδυνος μεταβλητότητας - είναι ο κίνδυνος οι αλλαγές στα επιτόκια που απαιτούνται από την αγορά να επηρεάσουν αρνητικά τα ομόλογα.

9. Κίνδυνος πληθωρισμού - προκύπτει από μια κατάσταση όπου ο πληθωρισμός συμβάλλει στη μείωση της πραγματικής αξίας των ταμειακών ροών που δημιουργούνται από το ομόλογο.

10. Κίνδυνος συμβάντος - είναι το αποτέλεσμα ανεπιθύμητων ενεργειών που επηρεάζουν τον εκδότη. Προκαλεί την αβεβαιότητα στις πληρωμές του κουπονιού και την ονομαστική του αξία.

11. Κρατικός κίνδυνος - είναι ο κίνδυνος ο εκδότης να μην θέλει να πληρώσει τις πληρωμές σε μετρητά στους κατόχους χρεών από το εξωτερικό.

1.5 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην αγορά ομολόγων

Κατά την κρίση των κινδύνων διαφόρων επενδυτικών ευκαιριών, συμπεριλαμβανομένης της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών ομολόγων, οι επενδυτές χρησιμοποιούν τη δική τους δέουσα επιμέλεια όπως και άλλες πηγές (World Bank, 2015).

Ένας μηχανισμός που χρησιμοποιείται για την επικύρωση του επιπέδου χρηματοοικονομικού κινδύνου που σχετίζεται με την έκδοση ομολόγων είναι η αξιολόγηση ομολόγων τρίτων. Υπάρχουν αρκετοί οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όπως η Standard & Poor's, η Moody's ή η Dominion Bond Rating Service (DBRS) που μπορούν να παρέχουν αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου για την οντότητα που εκδίδει ομόλογο. Η βαθμολογία επιλέγεται από μια κλίμακα αξιολογήσεων οπουδήποτε από "εξαιρετικά ισχυρή" σε "εξαιρετικά ευάλωτη σε μη πληρωμές". Η διαδικασία απόκτησης της βαθμολογίας, ωστόσο, είναι πολύ δαπανηρή τόσο για την επίτευξη όσο

και για τη συντήρησή της κάθε χρόνο. Αυτές οι εξωτερικές αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται γενικά για ζητήματα δημόσιας αγοράς όπου οι αγορές επενδυτών απέχουν πολύ από τον εκδότη. Δεν απαιτείται αξιολόγηση αλλά μπορεί να είναι χρήσιμη όταν απευθύνεται σε ευρύ κοινό επενδυτών (Capacity Build Consulting, 2013).

1.6 Αποτίμηση ομολόγων

Για να προσδιοριστεί η αξία ενός ομολόγου σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, πρέπει να είναι γνωστά τα εξής στοιχεία: ο αριθμός των περιόδων που απομένουν μέχρι τη λήξη, η ονομαστική αξία, το κουπόνι και το επιτόκιο της αγοράς για ομόλογα με παρόμοια χαρακτηριστικά. Αυτό το επιτόκιο που απαιτείται στην αγορά ενός ομολόγου ονομάζεται απόδοση του ομολόγου έως τη λήξη (YTM). Αυτό το επιτόκιο καλείται μερικές φορές η απόδοση του ομολόγου για σύντομο χρονικό διάστημα. Με βάση αυτές τις πληροφορίες, καθίσταται δυνατός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών ως εκτίμηση της τρέχουσας αγοραίας αξίας του ομολόγου.

Για την αποτίμηση ενός ομολόγου με κουπόνι που λήγει σε n έτη και έχει ονομαστική αξία έως M , το οποίο καταβάλλει κουπόνια σταθερής αξίας στους κατόχους του κάθε έτος ίσο με το ποσό C (όπου $C=cM$ με c να συμβολίζει το επιτόκιο του κουπονιού), η τιμή του (B) υπολογίζεται με βάση τον τύπο της παρούσας αξίας της ράντας ως κάτωθι:

$$B(n) = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^{n-1}} + \frac{C+M}{(1+r)^n}. \quad (1)$$

$$B(n) = C \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right] + \frac{M}{(1+r)^n}, \quad (2)$$

Στην περίπτωση ενός ομολόγου με μηδενικό κουπόνι (όπου $C=0$), η τιμή του ομολόγου δίνεται από τον τύπο:

$$B(n) = \frac{M}{(1+r)^n}. \quad (3)$$

Πηγή:

https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/DEOS163/ch_8_09_oct.pdf

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου είναι μια πολύπλοκη προσέγγιση της απόφασης επένδυσης, η οποία επιτρέπει σε έναν επενδυτή να ταξινομήσει, να εκτιμήσει και να ελέγξει τον τύπο, το μέγεθος και τον κίνδυνο και το εκτιμώμενο κέρδος. Ένα βασικό στοιχείο της θεωρίας χαρτοφυλακίου είναι ότι ποσοτικοποιεί τη σχέση μεταξύ κινδύνου και ανταμοιβής και την υπόθεση ότι οι επενδυτές πρέπει να αποζημιωθούν για τους κινδύνους που αναλαμβάνουν. Η θεωρία χαρτοφυλακίου ξεκινά από την παραδοσιακή ανάλυση κινητών αξιών, εστιάζοντας στον προσδιορισμό του αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου. Η θεωρία χαρτοφυλακίου προτάθηκε από τον Markowitz (1952). Κατά τον καθορισμό της θεωρίας του παρέχει επίσης την έννοια του βέλτιστου χαρτοφυλακίου: χαρτοφυλάκιο που προσφέρει μέγιστη απόδοση για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή τον ελάχιστο κίνδυνο για ένα δεδομένο επίπεδο κέρδους.

Το χαρτοφυλάκιο είναι μια συλλογή κινητών αξιών που διατίθεται σε ένα άτομο ή εταιρεία, που αποτελείται από μετοχές, ομόλογα ή άλλους τίτλους που αγοράστηκαν στην πρωτογενή ή στη δευτερογενή αγορά, προκειμένου να επιτευχθεί μελλοντική κερδοφορία. Πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των μεμονωμένων επενδύσεων, που αντιπροσωπεύουν τις επενδύσεις σε διάφορους τίτλους μεμονωμένα, και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, που αποτελούνται από όλους τους διαθέσιμους τίτλους. Ο όρος «χαρτοφυλάκιο» αναφέρεται σε όλους τους διαφορετικούς τύπους χρηματοοικονομικών τίτλων που εκδίδονται από μια εταιρεία, καθώς και σε όλα τα χρεόγραφα που ανήκουν σε έναν επενδυτή (Campbell & Viceira, 2002).

Σύμφωνα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου, ένας λογικός επενδυτής θα επιλέξει τα βέλτιστα ομόλογα για το χαρτοφυλάκιο του (Markowitz, 1952). Το χαρτοφυλάκιο ομολόγων είναι το εργαλείο με το οποίο ο επενδυτής θα παρέχει ένα ορισμένο επίπεδο κερδοφορίας με ελάχιστο κίνδυνο. Στη βάση

αυτή, το χαρτοφυλάκιο ομολόγων έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά (Duran et al., 2015):

α) Δύο βασικά στοιχεία ενός χαρτοφυλακίου είναι το αναμενόμενο μέσο εισόδημα και ο κίνδυνος.

β) Οι ορθολογικοί επενδυτές θα τοποθετήσουν κεφάλαια σε αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια, τα οποία είτε μεγιστοποιούν το κέρδος για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, είτε ελαχιστοποιούν το επίπεδο κινδύνου για ένα δεδομένο ποσοστό κέρδους.

γ) Υπάρχει η δυνατότητα εντοπισμού αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων αναλύοντας πληροφορίες σχετικά με κάθε εισόδημα χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, τη διακύμανση εισοδήματος και τη σχέση μεταξύ του εισοδήματος ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου και άλλων τίτλων εισοδήματος που διατίθενται στη χρηματοπιστωτική αγορά.

Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν δύο βασικές επενδυτικές στρατηγικές μεταξύ των οποίων μπορεί να επιλέξει ένας επενδυτής: ενεργητική και παθητική διαχείριση χαρτοφυλακίου (Jones, 2006; Boyd & Mercer, 2010; Cox, 2017). Μερικά άτομα επιλέγουν να επενδύσουν το κεφάλαιό τους σε ενεργά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ άλλα άτομα επενδύουν σε παθητικά διαχειριζόμενα κεφάλαια δεικτών. Αυτές οι στρατηγικές διαφέρουν ριζικά από την άποψη της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Η ενεργή διαχείριση συμβαίνει συνήθως όταν ένα άτομο δίνει τον έλεγχο του κεφαλαίου του σε κάποιον, όπως ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου ή ένας χρηματοοικονομικός σύμβουλος, ο οποίος χρεώνει μια αμοιβή για την επένδυση του κεφαλαίου και τη διαχείριση των επενδύσεων. Εγγενώς, οι επενδυτές που χρησιμοποιούν μια τέτοια στρατηγική θα πρέπει να βλέπουν τις αγορές ως αναποτελεσματικές, καθώς πληρώνουν αμοιβή για τους διαχειριστές να βρουν άλφα ή υπερβολική απόδοση σε σύγκριση με την αναμενόμενη απόδοση στην αγορά κινητών αξιών με ίσο κίνδυνο. Τα άτομα που επενδύουν παθητικά σε κεφάλαια δεικτών έχουν διαφορετική άποψη για την αποτελεσματικότητα της

αγοράς. Θεωρούν τις αγορές ως αποτελεσματικές και επομένως δεν πιστεύουν ότι υπάρχει υπερβολική απόδοση. Εξαιτίας αυτού, επενδύουν σε κεφάλαια δεικτών που αντικατοπτρίζουν συγκεκριμένους δείκτες αγοράς (π.χ. S&P 500 ή Russell 1000). Ως αποτέλεσμα, η απόδοση τους ισούται με την απόδοση του δείκτη αγοράς και το προφίλ κινδύνου τους μιμείται εκείνο της αγοράς δείκτη (Cox, 2017).

Η ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου ομολόγων συνεπάγεται συχνά τακτικές μεταβολές στις κατανομές μεταξύ διαφορετικών τομέων ομολόγων ή μεταξύ θετικών και αρνητικών θέσεων στη διάρκεια και πιστωτικά περιθώρια. Κατά την ανάληψη ενεργών στρατηγικών, οι διαχειριστές παρακινούνται από την πεποίθηση ότι είναι σε θέση να δημιουργήσουν υπερβολικές αποδόσεις με προσαρμοσμένο τον κίνδυνο, συγχρονίζοντας σωστά τις αλλαγές στο επίπεδο των αποδόσεων, την κλίση / καμπυλότητα της καμπύλης απόδοσης ή τα πιστωτικά περιθώρια που δεν αναμένονται γενικά από η αγορά (Boyd & Mercer, 2010).

Η παθητική στρατηγική αποφέρει υψηλότερη απόδοση εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές, καθώς οι παθητικές επενδύσεις προσφέρουν την ευκαιρία να επενδύσουν τα άτομα με ελάχιστο κόστος και να λάβουν την απόδοση του δείκτη αγοράς χωρίς να αντιμετωπίσουν τις σημαντικές χρεώσεις και έξοδα που σχετίζονται με ενεργά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια. Σε αυτό το σενάριο, τα ενεργά διαχειριζόμενα κεφάλαια θα έχουν την ίδια μέση απόδοση με τα κεφάλαια δεικτών, αλλά η καθαρή απόδοση των τελών θα ήταν σημαντικά χαμηλότερη για τα ενεργά διαχειριζόμενα κεφάλαια. Εάν οι αγορές είναι αναποτελεσματικές, από την άλλη πλευρά, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου έχουν την ευκαιρία να παραδώσουν το άλφα εκμεταλλευόμενοι εσφαλμένες τιμές και εκμεταλλευόμενοι τις ευκαιρίες arbitrage (Cox, 2017).

Η γενική συναίνεση που υπάρχει στη βάση προηγούμενων μελετών, βάσει της ανασκόπησης του Cox (2017) είναι ότι η χρήση μιας ενεργού στρατηγικής διαχείρισης δεν παρέχει ανώτερη απόδοση σε σύγκριση με την παθητική επένδυση. Μια προηγούμενη μελέτη των Eugene Fama και Kenneth French

έδειξε ότι πολύ λίγοι διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι σε θέση να παράγουν με συνέπεια μεγαλύτερη καθαρή απόδοση από εκείνη των δεικτών αναφοράς τους: η απόδοση στους επενδυτές είναι σημαντικά χαμηλότερη από την απόδοση της αγοράς λόγω αμοιβών και εξόδων. Σε μία άλλη μελέτη του Kenneth French καταδείχθηκε ότι οι ενεργοί επενδυτές λαμβάνουν λιγότερη απόδοση επένδυσης από τους παθητικούς επενδυτές στη βάση της θεωρίας που ονομάζεται «υπόθεση χωρίς δίχτυ μεταφοράς» (no net-of-transfer assumption). Αυτή η υπόθεση δηλώνει ότι οι παθητικοί επενδυτές λαμβάνουν αποδόσεις ίσες με εκείνες του δείκτη αγοράς και συνεπώς δεν λαμβάνουν άλφα. Επιπλέον, δηλώνει ότι οποιοδήποτε κέρδος από ενεργές επενδύσεις για έναν επενδυτή πρέπει να έχει ως αποτέλεσμα την ίδια απώλεια για άλλους επενδυτές. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι οι ενεργοί επενδυτές «παίζουν» ένα παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος και το συνολικό χαρτοφυλάκιο όλων των ενεργών επενδυτών πρέπει επίσης να έχει άλφα ίσο με μηδέν πριν από τα τέλη και τα έξοδα. Στην περίπτωση αυτή λαμβάνουν καθαρά τις αποδόσεις τελών που ισούνται με την απόδοση της αγοράς μείον τα τέλη και τα έξοδα.

Η αναπαραγωγή όλων των παραγόντων κινδύνου ονομάζεται παθητική στρατηγική, ενώ η παρέκκλιση από έναν ή περισσότερους από τους παράγοντες κινδύνου ονομάζεται ενεργή στρατηγική (Jones, 2006). Αυτό σημαίνει ότι, ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να είναι παθητικός σε σχέση με ορισμένους παράγοντες κινδύνου και ενεργός σε σχέση με άλλους - υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός συνδυασμών δεδομένων των διαφόρων παραγόντων κινδύνου. Οι παθητικές στρατηγικές δεν απαιτούν πρόβλεψη μελλοντικών αλλαγών στην αγορά - τόσο το χαρτοφυλάκιο όσο και το σημείο αναφοράς (benchmarking) ανταποκρίνονται ταυτόχρονα στις αλλαγές της αγοράς. Οι ενεργές στρατηγικές βασίζονται σε μια πρόβλεψη, επειδή το χαρτοφυλάκιο και το σημείο αναφοράς θα ανταποκρίνονται διαφορετικά στις αλλαγές της αγοράς. Σε μια ενεργή στρατηγική, ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου πρέπει να αποφασίσει σε ποια κατεύθυνση και κατά πόσο η αξία του παράγοντα κινδύνου του χαρτοφυλακίου θα αποκλίνει από την τιμή του παράγοντα κινδύνου του δείκτη αναφοράς βάσει των

αναμενόμενων αλλαγών στην αγορά. Κατά συνέπεια, δεδομένων πολλαπλών παραγόντων κινδύνου, υπάρχει μια καθαρή παθητική στρατηγική και υπάρχουν πολλές υβριδικές στρατηγικές που είναι παθητικές σε ορισμένους παράγοντες κινδύνου και είναι ενεργές σε άλλους. Ο πιο κάτω πίνακας συνοψίζει την παθητική στρατηγική και μερικές από τις κοινές ενεργές στρατηγικές. Οι ενεργές στρατηγικές σχετίζονται με διάφορους παράγοντες κινδύνου σταθερού εισοδήματος. Ένας ενεργός διαχειριστής σταθερού εισοδήματος θα μπορούσε να είναι ενεργός σε σχέση με οποιοδήποτε σύνολο από αυτούς τους παράγοντες κινδύνου ή όλους αυτούς (Jones, 2006).

Πίνακας 2. Ενεργητική και παθητική διαχείριση χαρτοφυλακίου

Στρατηγική	Περιγραφή	Σχόλια
Ευρετηρίαση (Indexation) - παθητική στρατηγική	Αναπαραγωγή όλων των παραγόντων κινδύνου στο "δείκτη" ή το σημείο αναφοράς (benchmark).	Ο μόνος σίγουρος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό είναι να αγοραστούν όλοι οι τίτλοι του δείκτη σε ποσά ίσο με το βάρος τους στον δείκτη. Αν και αυτό μπορεί εύκολα να γίνει στο χρηματιστήριο (π.χ. για τον δείκτη S&P 500 αγοράζοντας και τις 500 μετοχές στα κατάλληλα ποσά), είναι δύσκολο στην αγορά σταθερού εισοδήματος (π.χ. ο δείκτης Lehman Aggregate Bond βασίζεται σε περίπου 6.000 ομόλογα και πολλά από αυτά αρκετά ρευστά).
Χρονοδιάγραμμα αγοράς (Market Timing) - ενεργητική στρατηγική	Απόκλιση από τη διάρκεια του δείκτη αναφοράς.	Εάν τα χαρτοφυλάκια έχουν μεγαλύτερη διάρκεια από ότι το σημείο αναφοράς: • Υπερβαίνει τις

		τιμές αναφοράς κατά τη διάρκεια των συγκεντρώσεων της αγοράς • Υπερβαίνει τις επιδόσεις κατά τις μεταβολές της αγοράς.
Αλλαγές σε καμπύλες απόδοσης (Yield Curve Trades) - ενεργητική στρατηγική	Αναπαραγωγή της διάρκειας του δείκτη αναφοράς, αλλά διαφοροποιείται η έκθεση καμπυλότητας και καμπύλης απόδοσης μεταβάλλοντας τη σύνθεση των διαστημάτων βασικού ρυθμού.	Θα πρέπει να εξεταστεί η περίπτωση της απότομης αύξησης της καμπύλης απόδοσης.
Αλλαγές στη μεταβλητότητα (Volatility Trades) - ενεργητική στρατηγική	Παρέκκλιση από την προαιρετικότητα των σημείων αναφοράς.	Η μεταβλητότητα αυξάνει τα διαθέσιμα οφέλη από μακροπρόθεσμες επιλογές.
Κατανομή περιουσιακών στοιχείων / συναλλαγές τομέων (Asset Allocation/Sector Trades) - ενεργητική στρατηγική	Απόκλιση από τον μακροοικονομικό τομέα, τους συντελεστές στάθμισης ασφαλείας ή τον δείκτη ασφαλείας.	Αποκλίσεις που βασίζονται σε προαιρετικά προσαρμοσμένα spread (OAS) τομέων, υποτομέων και τίτλων σε σχέση με τους ιστορικούς μέσους όρους και τη θεμελιώδη προβολή. Η επέκταση της διασποράς προκαλεί απώλειες και αντίστροφα.
Κατανομή πιστωτικού κινδύνου (Credit Risk	Απόκλιση από τη μέση πιστοληπτική ικανότητα των μακροτομέων ή των	Τα πιστωτικά spreads διευρύνονται συνήθως όταν η οικονομική ανάπτυξη είναι αργή ή αρνητική. Η

Allocations) - ενεργητική στρατηγική	μικρο-τομέων και των σύνθετων αυτών.	διεύρυνση πιστωτικών spread ωφελεί την υψηλότερη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας και αντίστροφα. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί η διάρκεια του spread ως βάση για αποκλίσεις.
Διαπραγμάτευση (Trading) - ενεργητική στρατηγική	Βραχυπρόθεσμες αλλαγές σε συγκεκριμένους τίτλους με βάση βραχυπρόθεσμες αποκλίσεις τιμών.	Συχνά οι βραχυπρόθεσμες τεχνικές, συμπεριλαμβανομένων των βραχυπρόθεσμων παραγόντων προσφοράς / ζήτησης, προκαλούν προσωρινές αποκλίσεις τιμών.

Πηγή: Jones, 2006, σελ. 6

Ο Halicki (2012) διακρίνει τις στρατηγικές διαχείρισης σε : ενεργητική, παθητική, διαρθρωμένη και μεικτή. Επίσης, διακρίνει και μεταξύ άλλων τύπων ενεργητικής διαχείρισης από ότι ο Jones (2006). Αμέσως παρακάτω παρατίθενται αυτοί οι τέσσερις τύποι στρατηγικής βάσει της ανάλυσης του Halicki (2012).

Ενεργητικές στρατηγικές: Βασίζονται στο γεγονός ότι ο επενδυτής έχει το μέγιστο ποσοστό απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από ομόλογα σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Αυτό σημαίνει ότι ο στόχος είναι η μεγιστοποίηση του ποσοστού απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου σε ομόλογα, με συγκεκριμένο κίνδυνο τον οποίο μπορεί να αναλάβει ο επενδυτής. Ο πρώτος τύπος ενεργών στρατηγικών είναι η στρατηγική προσδοκίας επιτοκίου. Η αξία (και συνεπώς και η τιμή) των ομολόγων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το επίπεδο των επιτοκίων. Επομένως, εάν ένας επενδυτής είναι σε θέση να προβλέψει με ακρίβεια το επίπεδο των

επιτοκίων, μπορεί γρήγορα να ανταποκριθεί αλλάζοντας την ευαισθησία του χαρτοφυλακίου σε αλλαγές αυτών των επιτοκίων. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να γνωρίζει το επίπεδο ευαισθησίας του χαρτοφυλακίου (και των ομολόγων) στις αλλαγές των επιτοκίων. Αυτή η ευαισθησία εκφράζεται με τη λεγόμενη "διάρκεια". Ένας επενδυτής που χρησιμοποιεί αυτήν τη στρατηγική θα πρέπει να μειώσει τη διάρκεια του χαρτοφυλακίου, εάν είναι βέβαιο ότι τα επιτόκια θα αυξηθούν στο εγγύς μέλλον. Εάν αναμένει μείωση του επιτοκίου τότε θα πρέπει να παρατείνει τη διάρκεια. Η δομή της στρατηγικής φαίνεται να είναι αποτελεσματική στη θεωρία, αλλά στην πράξη είναι εξαιρετικά δύσκολη λόγω της αναγκαιότητας της πρόβλεψης. Ο δεύτερος τύπος ενεργών στρατηγικών είναι η «στρατηγική καμπύλης απόδοσης». Ο επενδυτής που χρησιμοποιεί αυτή τη στρατηγική δημιουργεί ένα χαρτοφυλάκιο ομολόγων με τέτοιο τρόπο ώστε να λαμβάνει το μέγιστο ποσοστό απόδοσης στην περίπτωση που προβλέπει αλλαγές στην κλίση της καμπύλης απόδοσης ή αντιστάθμιση. Η στρατηγική καμπύλης απόδοσης απαιτεί ακριβείς προβλέψεις. Εάν οι εκτιμήσεις αποδειχθούν λανθασμένες, τότε ο επενδυτής ενδέχεται να υποστεί ζημιές. Διακρίνονται τύποι στρατηγικής καμπύλης απόδοσης, οι οποίες έχουν ως εξής: α) στρατηγική bullet - η οποία περιλαμβάνει την κατασκευή χαρτοφυλακίου με τέτοιο τρόπο ώστε ο όρος έως τη λήξη του ομολόγου στο χαρτοφυλάκιο να επικεντρώνεται σε ένα σημείο της καμπύλης απόδοσης, β) στρατηγική barbell - στην οποία το χαρτοφυλάκιο ομολόγων πρέπει να είναι έτσι ώστε οι όροι τους έως τη λήξη να επικεντρώνονται σε δύο ακραίες λήξεις, γ) στρατηγική κλίμακας (ladder) - με την οποία τα ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να αξιοποιούνται σε συγκεκριμένες περιόδους και ίσες αξίες. Υποτίθεται ότι ο επενδυτής θα λάβει ίσες (ή σχεδόν ίσες) πληρωμές σε καθορισμένες περιόδους. Το τρίτο είδος ενεργών στρατηγικών είναι η "στρατηγική κατανομής εντός και μεταξύ τομέων". Είναι η πιο απαιτητική των ενεργών στρατηγικών όσον αφορά τον απαιτούμενο χρόνο που πρέπει να πληρώσει ο επενδυτής. Αυτό προκύπτει κυρίως από το γεγονός ότι σε αυτήν την περίπτωση ο διαχειριστής θα πρέπει να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο ομολόγων που ανήκουν σε διαφορετικούς τομείς της αγοράς προκειμένου να επιτύχει υψηλό ποσοστό απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο, το οποίο θα έχει ως

αποτέλεσμα τις αναμενόμενες αλλαγές της κατανομής των ποσοστών απόδοσης σε ομόλογα, τα οποία επιλέγονται κατάλληλα. Η τελευταία ενεργή στρατηγική, η οποία έχει ονομαστεί «στρατηγική επιλογής ατομικής ασφάλειας», βασίζεται στο γεγονός ότι ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου επιλέγει υποτιμημένα ομόλογα και, συνεπώς, έχει ένα ελκυστικό ποσοστό απόδοσης, αλλά χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο. Επιπλέον, ένας επενδυτής που χρησιμοποιεί τη στρατηγική αυτή μπορεί να αποκτήσει χρεωστικούς τίτλους με υψηλή απόδοση και υψηλό πιστωτικό κίνδυνο.

Παθητικές στρατηγικές: Οι παθητικές στρατηγικές είναι αρκετά διαφορετικές από τις ενεργητικές που περιγράφηκαν προηγουμένως. Απαιτούν πολύ λιγότερα δεδομένα προβλέψεων των επενδυτών, γεγονός που αυξάνει τη χρησιμότητά τους, ενώ παράλληλα έχουν και χαμηλότερο κίνδυνο. Ο πιο κοινός τύπος παθητικής στρατηγικής είναι η "στρατηγική ευρετηρίασης", η οποία αναφέρθηκε και παραπάνω. Σκοπός του είναι ο λεγόμενος δείκτης αγοράς ομολόγων αναπαραγωγής. Σε αυτήν την περίπτωση, η απόφαση επιλογής ενός δείκτη αγοράς ομολόγων, ο οποίος θα αναπαραχθεί, προέρχεται από τις προτιμήσεις του επενδυτή. Το τεράστιο πλεονέκτημα αυτής της στρατηγικής σε σύγκριση με τις ενεργές στρατηγικές είναι: χαμηλότερο κόστος διαχείρισης και υψηλότερα ποσοστά απόδοσης. Ωστόσο χρειάζονται περισσότερες έρευνες ώστε να διευκρινιστούν αυτά τα πλεονεκτήματα σε διαφορετικές αγορές ομολόγων.

Διαρθρωμένες στρατηγικές: στον τομέα των στρατηγικών διαχείρισης χρεογράφων ένας επενδυτής μπορεί να επιλέξει μια διαφορετική στρατηγική, η οποία επιτρέπει τον προηγούμενο υποτιθέμενο ρυθμό απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο ομολόγων, ανεξάρτητα από τη μεταβολή της αξίας του δείκτη, στον οποίο διατηρούνται χρεωστικά μέσα. Η «κλασική στρατηγική ανοσοποίησης», όπως αναφέρεται, είναι μια τυπική στρατηγική δομημένου χαρτοφυλακίου. Παρουσιάστηκε για πρώτη φορά το 1952 από τον Redington και περιλαμβάνει την κατασκευή του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από χρεωστικούς τίτλους που παρέχουν έσοδα που καθορίζονται εγκαίρως,

ανεξάρτητα από την αστάθεια των επιτοκίων. Οι τόκοι που λαμβάνονται κατά την κατοχή τέτοιων μέσων μπορούν να επανεπενδυθούν με διάφορους τρόπους, αλλά θεωρητικά, τα επιτόκια χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της αξίας των ομολόγων. Ο επενδυτής μπορεί επίσης να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια από πληρωμές κουπονιών για να δαπανήσει για την τρέχουσα κατανάλωση. Η στρατηγική ανοσοποίησης χρησιμοποιείται στις εξής δύο περιπτώσεις: α) όταν οι χαμηλότερες τιμές των χρηματοοικονομικών μέσων που προκαλούνται από την αύξηση των επιτοκίων αντισταθμίστηκαν πλήρως από την αύξηση του εισοδήματος που προέκυψε από την επανεπένδυση προηγούμενων εσόδων από χαρτοφυλάκιο; β) όταν η μείωση επανεπένδυσης που προκλήθηκε από την προηγούμενη μείωση των επιτοκίων αντισταθμίστηκε πλήρως από την αύξηση των τιμών των χρεωστικών μέσων.

Μεικτές στρατηγικές: Οι μικτές στρατηγικές περιλαμβάνουν την ταυτόχρονη χρήση στοιχείων ενεργών και παθητικών στρατηγικών. Αυτό επιτρέπει την επιλογή περιουσιακών στοιχείων, για παράδειγμα, χρησιμοποιώντας την παθητική στρατηγική, αλλά την ανακατασκευή του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιώντας την ενεργή στρατηγική. Το χαρτοφυλάκιο εντός των μικτών στρατηγικών μπορεί να κατασκευαστεί για να ανταποκρίνεται στις αρχές της ανοσοποίησης, αλλά στην περίπτωση των μη παράλληλων μετατοπίσεων της καμπύλης απόδοσης χρησιμοποιείται η ενεργή στρατηγική. Αυτό θα επιτύχει υψηλά ποσοστά απόδοσης και μείωση κινδύνου.

Η αναγκαιότητα να συμπεριληφθούν χρεόγραφα σε μια διαφοροποιημένη δομή χαρτοφυλακίου απαιτεί τη γνώση του πώς μπορούν να αξιολογηθούν τα ομόλογα από την άποψη αυτή. Η αξιολόγηση αυτών των εργαλείων περιλαμβάνει τη θεωρητική αξία των πραγματικών εκτιμήσεων τους για το επιτόκιο της αγοράς ομολόγων για τη λήψη απόφασης αγοράς ή πώλησης αυτών των μέσων. Επομένως, η προσέγγιση αποτίμησης χρηματοοικονομικών μέσων εστιάζεται στον καθορισμό των επιτοκίων των ομολόγων (Duran et al., 2015). Στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου ομολόγων προβλέπεται η μεταβλητότητα των ομολόγων και συνεπώς οι ακριβείς

εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε σχέση με την εξέλιξη του επιτοκίου της αγοράς ομολόγων. Η μεταβλητότητα των ομολόγων μπορεί να μετρηθεί σε σχέση με την ωριμότητα και το ποσοστό του κουπονιού. Οι σύγχρονες μέθοδοι διαχείρισης χαρτοφυλακίων βασίζονται ουσιαστικά στο χαρτοφυλάκιο ομολόγων. Η εσωτερική ανάλυση της απόδοσης και του κινδύνου μπορεί να επεκταθεί σε όλες τις επενδύσεις σε μετοχές. Η διαδικασία διαχείρισης των υποχρεώσεων βασίζεται στην εκτίμηση των ταμειακών ροών που δημιουργούν. Εδώ υπεισέρχεται μια άλλη συνιστώσα της διαδικασίας διαχείρισης του ποσοστού απόδοσης των ομολόγων, καθώς οι ροές δημιουργούνται με την πάροδο του χρόνου και ενέχουν κάποιο βαθμό κινδύνου. Οι διακυμάνσεις στα επιτόκια οδηγούν σε σημαντικό ποσοστό μεταβλητότητας ενός ομολόγου. Ο κίνδυνος εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του ομολόγου το μέγεθος του οποίου δεν είναι ανάλογο με την αυξανόμενη λειτουργία του τίτλου λήξης. Αυτό υπονοεί ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου ισούται με το κατάλληλο χαρτοφυλάκιο μέσου κινδύνου ζωής. Ο κίνδυνος ενός ομολόγου προκύπτει από το γεγονός ότι η αξία του κυμαίνεται ανάλογα με το επιτόκιο που ισχύει για μέσα με την ίδια λήξη. Ο κίνδυνος ενός ομολόγου μπορεί να προέρχεται από τον κίνδυνο πτώχευσης του εκδότη. Εάν ο εκδότης εκπροσωπείται από το κράτος, αυτός ο κίνδυνος είναι αμελητέος. Από την άλλη πλευρά, ακόμη και αν δεν υπάρχει κίνδυνος πτώχευσης, το σταθερό επιτόκιο των ομολόγων είναι επικίνδυνο για έναν επενδυτή (Duran et al., 2015).

Είναι χαρακτηριστική η μελέτη των Lin et al. (2014), οι οποίοι εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της διαφάνειας των πληροφοριών μιας εταιρείας, του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου και της απόδοσης των μετατρέψιμων ομολόγων της. Εξετάζονται επίσης οι επιπτώσεις του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου μιας εταιρείας στην μεταβλητότητα της αξίας των ιδίων κεφαλαίων και στον πιστωτικό κίνδυνο. Τα ευρήματα δείχνουν ότι όταν μια εταιρεία αποκαλύπτει σημαντικό αριθμό πληροφοριών, είναι πιθανό να έχει υψηλότερο ιδιοσυγκρασιακό κίνδυνο και χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, χωρίς επιπτώσεις στις αποδόσεις μετατρέψιμων ομολόγων. Η αστάθεια των

αποδόσεων των μετοχών σχετίζεται θετικά με τις αποδόσεις σε μετατρέψιμα ομόλογα και διαπιστώνεται ότι οι διαφοροποιημένες στρατηγικές και οι αποδόσεις στα ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας συμβάλλουν στη βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητάς της και ότι μια καλύτερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας προκαλεί αύξηση των αποδόσεων σε μετατρέψιμα ομόλογα και ιδιοσυγκρασιακό κίνδυνο, υποδεικνύοντας ότι οι αξιολογήσεις της αξίας των μετατρέψιμων ομολόγων πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις καθαρές ομολογίες και τις τιμές των μετοχών (προαιρετικά). Μετά την εξαίρεση των τιμών μετατροπής και την εκτίμηση του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου σε ημερήσιες, εβδομαδιαίες και μηνιαίες βάσεις, η μελέτη των Lin et al. (2014) υποδηλώνει ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων σε μετατρέψιμα ομόλογα και της διαφάνειας των πληροφοριών κατά την εκτίμηση του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου σε μηνιαία βάση και ότι υπάρχει επίσης μια θετική σχέση μεταξύ αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου και αποδόσεων σε ομόλογα, στη βάση μιας διαφοροποιημένης στρατηγικής.

Συνοψίζοντας, η διαδικασία διαχείρισης των ομολόγων περιλαμβάνει τρία στάδια (Duran et al., 2015): α) Ανάλυση οικονομικών εναλλακτικών λύσεων και αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο στόχος είναι να αποφασιστεί πώς κατανέμονται οι οικονομικοί πόροι μεταξύ της μεταφοράς διαφόρων τύπων χρηματοπιστωτικών μέσων, β) Τομεακή ανάλυση εναλλακτικών λύσεων. Με βάση την ανάλυση της οικονομίας και της αγοράς θα πρέπει να προσδιοριστεί ποιοι οικονομικοί τομείς και προοπτικές ανάπτυξης θα υποχωρήσουν, γ) Ανάλυση μεμονωμένων ομολόγων για να προσδιοριστεί ποιοι οργανισμοί μέσα σε μια βιομηχανία είναι πιο προσιτοί και υποτιμημένοι από την αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΝΕΟΙ ΤΥΠΟΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

3.1 Πράσινα ομόλογα

Η έκθεση του Ευρωπαϊκού Οργανισμού Περιβάλλοντος το 2017 αξιολογεί τις οικονομικές απώλειες που προκλήθηκαν από την κλιματική αλλαγή στην Ευρώπη σε περίπου 400 δισεκατομμύρια ευρώ κατά την περίοδο 1980-2013. Σε μέση ετήσια βάση, οι οικονομικές απώλειες ανέρχονται σε περίπου 13,7 δισεκατομμύρια ευρώ από το 2000, οι οικονομικές απώλειες για την ΕΕ θα μπορούσαν να είναι περίπου 190 δισεκατομμύρια ευρώ ετησίως, η καθαρή απώλεια ευημερίας θα μπορούσε να φθάσει το 1,8% του τρέχοντος ΑΕΠ έως τα τέλη του αιώνα. Το ετήσιο κόστος των ζημιών που προκλήθηκαν από τις πλημμύρες των ποταμών αναμένεται να είναι 20 δισεκατομμύρια ευρώ έως το 2020 και 46 δισεκατομμύρια ευρώ έως το 2050. Η αυξανόμενη ανησυχία για την κλιματική αλλαγή εντείνει την ανάγκη χρηματοδότησης πολιτικών και μέτρων για την προσαρμογή και τον μετριασμό των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής το συντομότερο δυνατό. Η προσαρμογή και ο μετριασμός είναι συστατικά της κοινωνικής, οικονομικής και περιβαλλοντικής βιωσιμότητας. Ο μετριασμός των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής σημαίνει μείωση των εκπομπών αερίων θερμοκηπίου από όλους τους τομείς της οικονομίας και από την καθημερινή μας ζωή. Για το σκοπό αυτό, εφαρμόζονται διάφορα μέτρα ενεργειακής απόδοσης για τη μετάβαση σε καύσιμα χαμηλών εκπομπών άνθρακα κ.λπ. (Aleksandrova-Zlatanska και Kalcheva, 2019)

Το 2017 είναι το έτος της βιώσιμης χρηματοδότησης, καθώς η σημασία των τριών πυλώνων της βιώσιμης ανάπτυξης (οικονομικός, κοινωνικός, περιβαλλοντικός) αναγνωρίστηκε ως βασικό χαρακτηριστικό της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα (UNEP Inquiry, 2017). Αυτό δεν σημαίνει ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα ευθυγραμμίζεται πλήρως με τις επιταγές της αντιμετώπισης της κλιματικής αλλαγής ή της επίτευξης βιώσιμης ανάπτυξης.

Σημαίνει, όμως, ότι η βιωσιμότητα αναγνωρίζεται πλέον ως βασικός δείκτης απόδοσης σε όλα τα επίπεδα, από τη διαχείριση μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων μέσω χρηματοοικονομικών χαρτοφυλακίων και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έως τη διακυβέρνηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του. Μέχρι σήμερα, η προσοχή έχει επικεντρωθεί στην περιβαλλοντική διάσταση, αυτό που μπορεί να ονομαστεί πράσινη χρηματοδότηση. Η πράσινη χρηματοδότηση ορίζεται ως χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που παρέχουν περιβαλλοντικά οφέλη στο πλαίσιο της περιβαλλοντικά βιώσιμης ανάπτυξης, όπως η δράση για την κλιματική αλλαγή. Η ανταπόκριση στη διαρθρωτική πρόκληση της αειφόρου ανάπτυξης απαιτεί τη συστηματική ενσωμάτωση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών παραγόντων για την επίτευξη μακροπρόθεσμης ευημερίας, δηλαδή της βιώσιμης χρηματοδότησης. Η βιώσιμη χρηματοδότηση ορίζεται ως χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που ευθυγραμμίζονται με τους στόχους αειφόρου ανάπτυξης, συμπεριλαμβανομένης της εφαρμογής της συμφωνίας του Παρισιού για την αλλαγή του κλίματος (UNEP Inquiry, 2017). Τέσσερα βασικά σημεία αυτής της αλλαγής το 2017 είναι τα εξής (UNEP Inquiry, 2017):

1. Χρηματοοικονομική σημασία: Τα επενδυτικά ιδρύματα με περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση άνω των 70 τρισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ δεσμεύονται πλέον να εφαρμόσουν τις αρχές για υπεύθυνη επένδυση, οι οποίες απαιτούν την ενσωμάτωση των τριών πυλώνων της βιωσιμότητας στην κατανομή κεφαλαίου, τη συμμετοχή των μετόχων καθώς και τον διάλογο πολιτικής. Η ουσία αυτών των παραγόντων υπογραμμίστηκε από τους Financial Times, οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν εντεινόμενες ενδείξεις ότι τα κεφάλαια που τηρούν τα πρότυπα περιβάλλοντος, κοινωνικής και διακυβέρνησης τείνουν να ξεπερνούν εκείνα που δεν έχουν σημαντικό περιθώριο.

2. Αύξηση κεφαλαίου: Τα πράσινα ομόλογα είναι μια από τις πιο ορατές εκφράσεις της συνεχιζόμενης ανακατανομής του κεφαλαίου. Τον Νοέμβριο του 2017, η παγκόσμια έκδοση πράσινων ομολόγων έσπασε ένα νέο ρεκόρ 100

δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ - από 81 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ το 2016. Η Κίνα, η Γαλλία και οι ΗΠΑ ήταν οι κορυφαίες χώρες έκδοσης των πράσινων ομολόγων. Οι αγορές μετοχών μεταμορφώνονται επίσης ως απάντηση στην πρόκληση της βιωσιμότητας: η πρωτοβουλία για τα βιώσιμα χρηματιστήρια έχει πλέον 66 χρηματιστήρια ως μέλη, αντιπροσωπεύοντας περισσότερα από το 77% της εισηγμένης κεφαλαιοποίησης της αγοράς μετοχών, που ξεπερνά τα 55 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ.

Εθνική Πολιτική Δράση: Μέχρι τον Οκτώβριο του 2017, σχεδόν 300 χρηματοοικονομικές πολιτικές και ρυθμιστικά μέτρα που στοχεύουν τη βιωσιμότητα έχουν τεθεί σε εφαρμογή σε περισσότερες από 60 χώρες. Η αύξηση των νέων μέτρων έχει κατά μέσο όρο περίπου 20% σε ετήσια βάση από το 2010, με αύξηση σχεδόν 30% από τον Ιούλιο του 2016. Ακολουθώντας το προβάδισμα χωρών όπως η Κίνα και το Μαρόκο ένας αυξανόμενος αριθμός κυβερνήσεων ξεκίνησε να αναπτύσσει εθνικούς οδικούς χάρτες για την πράσινη και βιώσιμη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης της Ιταλίας και της Σιγκαπούρης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση ξεκίνησε επίσης ομάδα εμπειρογνομώνων για υψηλού επιπέδου βιώσιμη χρηματοδότηση για την αειφορία στην οικονομική αρχιτεκτονική της.

4. Διεθνής χρηματοοικονομική συνεργασία: Το 2017, η ομάδα G20 συνέχισε να διερευνά τις επιπτώσεις της πράσινης χρηματοδότησης υπό την Προεδρία της Γερμανίας, εστιάζοντας στον κίνδυνο και τα νέα δεδομένα. Η ομάδα G7 διερεύνησε επίσης τη βιώσιμη χρηματοδότηση για πρώτη φορά υπό την προεδρία της Ιταλίας, εστιάζοντας στη χρηματοδότηση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (MME) καθώς και χρηματοπιστωτικών κέντρων. Επιπλέον, το TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας παρουσίασε τις τελικές του συστάσεις για συνεπή αναφορά από επιχειρήσεις και χρηματοοικονομικά κέντρα. Το TCFD είναι μία από τις σαφέστερες εκφράσεις των παραγόντων αειφορίας που γίνονται μέρος των διεθνών κανόνων της αγοράς. Η επόμενη πρόκληση είναι αυτή της εφαρμογής.

Παγκοσμίως υπάρχουν περισσότερα από 100 διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα και πολλά περισσότερα κέντρα που εξυπηρετούν τοπικές και εθνικές οικονομίες. Τα χρηματοπιστωτικά κέντρα μπορούν να περιγραφούν ως τοποθεσίες με έντονη συγκέντρωση μιας ευρείας ποικιλίας χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων και συναλλαγών. Δημιουργούν μια ισχυρή επίδραση συγκεντρώνοντας μια σειρά αλληλοσυνδεόμενων χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων - τραπεζικές, κεφαλαιαγορές, επενδύσεις, ασφάλισεις, επαγγελματικές υπηρεσίες. Για το λόγο αυτό, πολλές κυβερνήσεις έχουν ιδρύσει ειδικές υπηρεσίες για την προώθηση αποκλειστικών διεθνών κέντρων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αυτό το αποτέλεσμα ομαδοποίησης σε χρηματοπιστωτικά κέντρα μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για την προώθηση πιο συστηματικής δράσης για την αύξηση της βιώσιμης χρηματοδότησης. Τα χρηματοοικονομικά κέντρα είναι τα σημεία σύνδεσης όπου η ζήτηση και η προσφορά χρηματοδότησης συνενώνονται. Είναι οι τοποθεσίες όπου η επέκταση των πράσινων και βιώσιμων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών θα πρέπει να πραγματοποιηθεί σε 10 αλληλοσυνδεόμενες διαστάσεις (Σχήμα 1). Τα χρηματοοικονομικά κέντρα προσφέρουν επίσης μια κρίσιμη χωρική διάσταση στην προώθηση της βιώσιμης χρηματοδότησης. Δέκα χρόνια μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η αναγνώριση της ανάγκης του χρηματοπιστωτικού συστήματος να εξυπηρετεί την πραγματική οικονομία είναι σαφέστερη από ποτέ. Το κλειδί για αυτό είναι η δημιουργία ισχυρών δεσμών μεταξύ των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών κέντρων όπου συγκεντρώνεται η προσφορά κεφαλαίου και της οικονομικής ενδοχώρας όπου βρίσκεται η ζήτηση για βιώσιμη χρηματοδότηση. Αυτό σημαίνει ανάπτυξη νέων μορφών χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, όπως έχει κάνει η Κίνα με τις «πράσινες χρηματοδοτικές ζώνες» της (UNEP Inquiry, 2017).

Σχήμα 1. Χρηματοπιστωτικά κέντρα στη βάση των δέκα διαστάσεων της βιώσιμης χρηματοδότησης



Πηγή: UNEP Inquiry, 2017

Αυτά τα χρηματοοικονομικά κέντρα συγκεντρώνουν την εμπειρία των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών κέντρων με πράσινα ομόλογα και παρέχουν πληροφορίες για το πώς μπορούν να αξιοποιηθούν τα πράσινα ομόλογα ως βασικός πυλώνας βιώσιμων χρηματοοικονομικών κέντρων. Τα χρηματοοικονομικά κέντρα είναι πόλεις με έντονη συγκέντρωση χρηματοοικονομικής δραστηριότητας και συχνά όπου αναπτύσσεται η χρηματοοικονομική ρύθμιση και ο δημόσιος διάλογος για τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Από την COP21 στο Παρίσι, αρκετά μεγάλα

χρηματοοικονομικά κέντρα έχουν ξεκινήσει πράσινες ή βιώσιμες χρηματοδοτικές πρωτοβουλίες που αντικατοπτρίζουν μια αυξανόμενη δυναμική προς τη βιώσιμη χρηματοδότηση, στην πολιτική, την αγορά και τις οικονομικές ανάγκες. Αξιοποιώντας τη δύναμη του τόπου, όπου συναντώνται η ζήτηση και η προσφορά, τα χρηματοπιστωτικά κέντρα έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν τις πράσινες και βιώσιμες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε όλες τις κεφαλαιαγορές, τις τραπεζικές, τις fintech, τις ασφαλίσειες και τις επενδύσεις (UNEP, 2017). Στο πλαίσιο αυτό και στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας Climate Bonds Initiative, δημιουργήθηκε το Financial Centers for Sustainability (FC4S) Europe. Το δίκτυο FC4S είναι μια πλατφόρμα για τις αρχές χρηματοοικονομικών κέντρων για ανταλλαγή εμπειριών και ανάπτυξη πρακτικών συνεργασιών για τη δημιουργία ισχυρών πράσινων και βιώσιμων χρηματοπιστωτικών αγορών. Το FC4S Europe εργάζεται για να υποστηρίξει τις πανευρωπαϊκές πράσινες και βιώσιμες χρηματοδοτικές προσπάθειες, συμπεριλαμβανομένου του σχεδίου δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη χρηματοδότηση της αειφόρου ανάπτυξης (FC4S, 2018). Το οικοσύστημα του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού κέντρου αποτελείται από τα εξής μέρη (FC4S, 2018):

- Εκδότες: χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρείες, κεντρικές και τοπικές κυβερνήσεις, κρατικές οντότητες
- Επενδυτές: συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (εμπορικές και κεντρικές τράπεζες), ιδιώτες επενδυτές. Αυτά περιλαμβάνουν γενικούς επενδυτές ομολόγων ή αποκλειστικά 'πράσινους επενδυτές'
- Χρηματιστήρια: Στην Ευρώπη, το Λονδίνο, το Μιλάνο, τη Στοκχόλμη, το Λουξεμβούργο, τη Φρανκφούρτη και το Όσλο υπάρχει μια αποκλειστική λίστα / τμήμα πράσινων ομολόγων
- Κοινωνία των πολιτών: Οι ΜΚΟ για το περιβάλλον και τη χρηματοδότηση του κλίματος μπορούν να επηρεάσουν τους

παράγοντες της αγοράς προς τη δημιουργία ενός πιο βιώσιμου μέλλοντος

- Διαπιστευτές: Μια ανεξάρτητη αναθεώρηση των πράσινων διαπιστευτηρίων του ομολόγου είναι κοινή πρακτική στην ευρωπαϊκή αγορά. Οι διαπιστευτές περιλαμβάνουν εταιρείες και συμβούλους με λογιστική και περιβαλλοντική εμπειρογνώμοσύνη
- Υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής: Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ένα σχέδιο δράσης 10 σημείων για τη βιώσιμη χρηματοδότηση που περιλαμβάνει μια ταξινόμηση για βιώσιμες δραστηριότητες, ένα πρότυπο πράσινου ομολόγου της ΕΕ και κανόνες γνωστοποίησης σχετικά με τις βιώσιμες επενδύσεις
- Ρυθμιστές: Μπορεί να αναπτυχθεί κανονισμός για τα πράσινα ομόλογα για να αποσαφηνιστούν οι ορισμοί. Η αποκάλυψη πληροφοριών και η διαχείριση κινδύνων που σχετίζονται με το κλίμα μπορούν επίσης να προωθηθούν από τις ρυθμιστικές αρχές. Η νομισματική πολιτική, συμπεριλαμβανομένων των πλαισίων προληπτικής εποπτείας και ασφάλειας, μπορεί επίσης να σχεδιαστεί για την υποστήριξη επενδύσεων χαμηλών εκπομπών άνθρακα

Μία από τις πιο εμφανείς εξελίξεις στη βιώσιμη χρηματοδότηση που έχουν συμβεί τα τελευταία χρόνια είναι η ανάδυση και η ταχεία ανάπτυξη των "πράσινων ομολόγων", που συνιστούν ομόλογα με έσοδα αφιερωμένα σε επενδύσεις με περιβαλλοντικά οφέλη, από τον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής, τη βελτίωση της ποιότητας του αέρα και του νερού, τη βιοποικιλότητα ή την παράκτια διατήρηση. Παράλληλα, εξελίχθηκαν οι βασικοί ορισμοί και τα πρότυπα για τα πράσινα ομόλογα, ανοίγοντας νέο έδαφος για την ανάπτυξη άλλων τύπων πράσινων χρηματοοικονομικών μέσων. Η ιστορία ανάπτυξης των πράσινων ομολόγων υπογραμμίζει την ανάγκη συμμετοχής νέων συμμετεχόντων στην αγορά και φορέων, όπως εμπειρογνώμονες αειφορίας, οργανώσεις της κοινωνίας των πολιτών και μεμονωμένοι καταναλωτές (FC4S,

2018). Σύμφωνα με έκθεση της Παγκόσμιας Επιτροπής για την Οικονομία και το Κλίμα, χρηματοοικονομικές καινοτομίες, συμπεριλαμβανομένων των πράσινων ομολόγων, των μέσων και των προϊόντων επιμερισμού του κινδύνου, τα οποία ευθυγραμμίζουν το προφίλ κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων χαμηλών εκπομπών άνθρακα με τις ανάγκες των επενδυτών, μπορούν να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησης, ενδεχομένως έως και 20% για την ηλεκτρική ενέργεια χαμηλών εκπομπών άνθρακα (Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019).

Τα πράσινα ομόλογα είναι ένας τύπος κλιματικών ομολόγων. Αποτελούν μέσο χρέους για τη χρηματοδότηση πράσινων έργων που αποσκοπούν στη δημιουργία περιβαλλοντικών οφελών από τον μετριασμό των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής. Τα πράσινα ομόλογα θεωρούνται ένα καινοτόμο εργαλείο που επιτρέπει νέες ευκαιρίες για τη συγκέντρωση ιδιωτικών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση πράσινων έργων. Οι επενδυτές και οι πολιτικοί κατανοούν τη σημασία τους για την εκπλήρωση της δέσμευσής τους με τη Συμφωνία του Παρισιού του 2015 και για τις επιχειρήσεις να εφαρμόζουν μοντέλα φιλικά προς το περιβάλλον. Τα πράσινα ομόλογα θεωρούνται από τις επιχειρήσεις και τις τοπικές αρχές ως ευκαιρία να επιτύχουν μια καλή απόδοση των επενδύσεων σε έργα προστασίας του περιβάλλοντος και να αντιμετωπίσουν την κλιματική αλλαγή (Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019). Δεν υπάρχει ένας καθολικός ορισμός των πράσινων ομολόγων, αλλά λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους χρηματοδότησης, το πράσινο ομόλογο ορίζεται ως χρηματοοικονομικό μέσο σταθερού εισοδήματος, ένα χρηματοδοτικό μέσο για την άντληση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση πράσινων έργων και αναφέρονται σε ομόλογα των οποίων τα έσοδα χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση έργων φιλικών προς το περιβάλλον (OECD, 2017). Τα πράσινα ομόλογα μπορούν να εκδοθούν με τη μορφή διαφορετικών τύπων εκδόσεων ομολόγων. Ο Πίνακας 1 δείχνει τις εκδόσεις πράσινου ομολόγου και ένα σύντομο χαρακτηριστικό για κάθε τύπο.

Πίνακας 3. Τύποι πράσινων ομολόγων

Τύπος	Σκοπός χρηματοδότησης	Ασφάλεια πρόσθετης εγγύησης	Παράδειγμα
General obligation bond	Πράσινα projects	Η πλήρης βάση εισοδήματος του εκδότη χρησιμοποιείται για εξασφάλιση. Χρησιμοποιείται η προεπιλεγμένη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας.	Η πόλη του Γιοχάνεσμπουργκ εξέδωσε 143 εκατομμύρια γενικά ομόλογα τον Ιούνιο του 2014. Η έκδοση ισχύει για 10 χρόνια και χρησιμοποιεί την τυπική πιστοληπτική αξιολόγηση BBB της πόλης.
Revenue obligation bonds	Πράσινα projects	Οι ροές εσόδων του εκδότη, όπως έσοδα από φόρους και τέλη, χρησιμοποιούνται για την πληρωμή του κόστους έκδοσης.	Το Κρατικό Πανεπιστήμιο της Αριζόνα εξέδωσε πράσινα ομόλογα για 182,6 εκατομμύρια δολ. ΗΠΑ τον Απρίλιο του 2015. Η έκδοση διασφαλίζεται από τα έσοδα του πανεπιστημίου, συμπεριλαμβανομένων των εσόδων από τα έξοδα εκπαίδευσης.
Project bonds	Συγκεκριμένα πράσινα projects	Περιουσιακά στοιχεία δημιουργηθέντα από το project και τα έσοδά του.	Δεν υπάρχει επί του παρόντος.
Securitized Bonds	Πρωτεύοντα ή δευτερεύοντα	Σύνολο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.	Η κεντρική κυβέρνηση της Χαβάης εκδίδει ομόλογα

	πράσινα projects		<p>ύψους 150 εκατομμυρίων δολαρίων το Νοέμβριο του 2014. Η εγγύηση για την έκδοση είναι χρεώσεις από τη λειτουργία πράσινων υποδομών, συμπεριλαμβανομένων χρεώσεων από λογαριασμούς ηλεκτρικού ρεύματος.</p>
--	------------------	--	--

Πηγή: Aleksandrova-Zlatanska και Kalcheva, 2019, σελ. 62

Ουσιαστικά, ένα πράσινο ομόλογο είναι μια εγγύηση χρέους που εκδίδεται για την άντληση κεφαλαίων ειδικά για την υποστήριξη κλιματολογικών ή περιβαλλοντικών σχεδίων. Αυτή η συγκεκριμένη χρήση των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν - για τη στήριξη της χρηματοδότησης συγκεκριμένων έργων - διακρίνει τα πράσινα ομόλογα από τα κανονικά ομόλογα. Έτσι, εκτός από την αξιολόγηση των τυπικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών (όπως ωρίμανση, κουπόνι, τιμή και πιστωτική ποιότητα του εκδότη), οι επενδυτές αξιολογούν επίσης τον ειδικό περιβαλλοντικό σκοπό των έργων που τα ομόλογα προτίθενται να υποστηρίξουν. Τα πράσινα ομόλογα επιτρέπουν στους εκδότες να προσεγγίσουν διαφορετικούς επενδυτές και να προωθήσουν τα περιβαλλοντικά τους διαπιστευτήρια. Για παράδειγμα, η Παγκόσμια Τράπεζα (IBRD) σχεδίασε το πράσινο ομόλογο ως μέρος του συνολικού προγράμματος ομολόγων της για να εξυπηρετήσει βιώσιμους και υπεύθυνους επενδυτές και να προωθήσει την υποστήριξή της σε έργα αλλαγής του κλίματος στις δανείζουσες χώρες μέλη της. Ως πολυμερής αναπτυξιακός συνεταιρισμός, η IBRD προσφέρει την ίδια τιμολόγηση στον δανεισμό της σε όλες τις χώρες μέλη της σε επιτόκια δανεισμού που αντικατοπτρίζουν το συνολικό μέσο κόστος χρηματοδότησής του συν ένα ποσοστό αποκλίσεων. Επειδή τα πράσινα ομόλογα IBRD αποτελούν μέρος

του γενικού προγράμματος χρηματοδότησης, τα επιτόκια δανεισμού για έργα που περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα πράσινων ομολόγων της IBRD τυγχάνουν της ίδιας μεταχείρισης με όλα τα άλλα δάνεια IBRD. Στην περίπτωση της IFC (International Finance Corporation), τα πράσινα ομόλογα στοχεύουν στις επενδύσεις ανανεώσιμης ενέργειας και στις επενδύσεις ενεργειακής απόδοσης (World Bank, 2015).

Χρησιμοποιώντας τη διαδικασία της Παγκόσμιας Τράπεζας (IBRD) ως παράδειγμα, τα βήματα που ακολουθούν οι περισσότεροι εκδότες πράσινων ομολόγων εντάσσονται γενικά σε τέσσερις κατηγορίες (World Bank, 2015):

α) Προσδιορισμός των κριτηρίων επιλογής έργου. Ο εκδότης καθορίζει το είδος των πράσινων έργων που επιδιώκει να υποστηρίξει με πράσινα ομόλογα. Για την Παγκόσμια Τράπεζα, τέτοια επιλέξιμα έργα πρέπει να υποστηρίζουν τη μετάβαση σε ανάπτυξη χαμηλών εκπομπών άνθρακα και ανθεκτική στο κλίμα ανάπτυξη. Τα κριτήρια επιλογής συχνά αναθεωρούνται και αξιολογούνται από εξωτερικό εξειδικευμένο μέρος για να παρέχουν στους επενδυτές τη διαβεβαίωση ότι πληρούν γενικά αποδεκτούς τεχνικούς ορισμούς. Για παράδειγμα, τα κριτήρια πράσινου ομολόγου της Παγκόσμιας Τράπεζας καθορίστηκαν σε συνεννόηση με τους αρχικούς επενδυτές και υποβλήθηκαν σε ανεξάρτητη ανασκόπηση από το Κέντρο Διεθνούς Έρευνας για το Κλίμα και το Περιβάλλον στο Πανεπιστήμιο του Όσλο (CICERO). Το CICERO συμφώνησε ότι, σε συνδυασμό με τη δομή διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας, τα κριτήρια επιλεξιμότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας παρείχαν μια υγιή βάση για την επιλογή έργων φιλικών προς το κλίμα.

β) Καθιέρωση διαδικασίας επιλογής έργου. Όλα τα έργα της Παγκόσμιας Τράπεζας -συμπεριλαμβανομένων των έργων που υποστηρίζονται από τους πράσινα ομόλογα - υποβάλλονται σε αυστηρή διαδικασία επανεξέτασης και έγκρισης, η οποία περιλαμβάνει έγκαιρη εξέταση, εντοπισμό και διαχείριση πιθανών περιβαλλοντικών ή / και κοινωνικών επιπτώσεων και λήψη έγκρισης από το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας. Στη συνέχεια, οι ειδικοί στο περιβάλλον εξετάζουν τα εγκεκριμένα έργα για να προσδιορίσουν εκείνα που

πληρούν τα κριτήρια επιλεξιμότητας των πράσινων ομολόγων της Παγκόσμιας Τράπεζας.

γ) Κατανομή εσόδων. Ο εκδότης αποκαλύπτει πώς θα διαχωρίσει τα έσοδα από πράσινα ομόλογα και θα κάνει περιοδικές κατανομές σε επιλέξιμες επενδύσεις. Η Παγκόσμια Τράπεζα πιστώνει τα πράσινα ομόλογα που προχωρούν σε έναν ειδικό λογαριασμό και επενδύει τα κεφάλαια σύμφωνα με τη συντηρητική πολιτική ρευστότητάς της έως ότου χρησιμοποιηθούν για την υποστήριξη επιλέξιμων έργων πράσινων ομολόγων. Τα κεφάλαια κατανέμονται περιοδικά σε ποσό ίσο με τις εκταμιεύσεις επιλέξιμων έργων.

δ) Παρακολούθηση και αναφορά. Ο εκδότης παρακολουθεί την εφαρμογή των πράσινων έργων και παρέχει εκθέσεις σχετικά με τη χρήση των εσόδων και τις αναμενόμενες επιπτώσεις στην περιβαλλοντική βιωσιμότητα. Περιλήψεις και βασικοί δείκτες αντικτύπου για έργα που είναι επιλέξιμα για πράσινα ομόλογα παρέχονται στον ιστότοπο Green Bond της Παγκόσμιας Τράπεζας με συνδέσμους προς σχετικά έγγραφα και πιο λεπτομερείς πληροφορίες έργου.

Οι αρχές του χρηματοοικονομικού κέντρου, με τις διαφορετικές λειτουργίες ανάπτυξης της αγοράς, μπορούν να προωθήσουν την ανάπτυξη των αγορών πράσινων ομολόγων μέσω των εξής τρόπων (FC4S, 2018):

α) Υποστήριξη της ανάπτυξης καθοδήγησης για πράσινα χρηματοοικονομικά μέσα: Ανάλογα με τη θεσμική δομή των αρχών του χρηματοπιστωτικού κέντρου, αυτά μπορούν να έχουν τη μορφή κανονισμών, κατευθυντήριων γραμμών ή απαιτήσεων καταχώρισης.

β) Ανάπτυξη νέας υποδομής αγοράς: Οι αρχές των χρηματοοικονομικών κέντρων μπορούν να συνεργαστούν με βασικές πλατφόρμες για να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη συγκεκριμένων τμημάτων, δεικτών ή άλλων πλατφορμών. Αρκετά χρηματιστήρια στην Ευρώπη δημιούργησαν τμήματα πράσινων ομολόγων, με ελάχιστες απαιτήσεις σχετικά με την αποκάλυψη για την προώθηση της τυποποίησης. Σε επίπεδο ΕΕ συζητείται επί του παρόντος κανονισμός για τα σημεία αναφοράς χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του

άνθρακα, συμπεριλαμβανομένων των σημείων αναφοράς ευθυγραμμισμένων με τη συνθήκη του Παρισιού.

γ) Εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών σχετικά με την αποκάλυψη βιώσιμων επενδύσεων και την έκθεση σε κλιματικούς κινδύνους: Οι αρχές του χρηματοοικονομικού κέντρου μπορούν να συνεργαστούν με ρυθμιστικές αρχές και εποπτικές αρχές για να ενθαρρύνουν τη δράση για την ενίσχυση της πειθαρχίας της αγοράς σχετικά με την πράσινη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης της απαίτησης από εταιρείες, επενδυτές και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκαλύπτουν έκθεση σε βιώσιμες επενδύσεις και οι κίνδυνοι για το κλίμα. Η διαφάνεια και οι πρακτικές της αγοράς σχετικά με την αποκάλυψη των πράσινων ομολόγων μπορούν να βοηθήσουν στη δημιουργία απαιτήσεων αναφοράς σχετικά με βιώσιμες επενδύσεις.

Από την άλλη πλευρά, η ανάπτυξη μιας εγχώριας αγοράς πράσινων ομολόγων μπορεί να στηρίξει τα χρηματοοικονομικά κέντρα να επιτύχουν τον στόχο τους προς μια πλήρως βιώσιμη ανάπτυξη, καθώς μπορούν να βοηθήσουν στα εξής (FC4S, 2018):

α) Ευαισθητοποίηση σχετικά με τις πράσινες επενδύσεις: τα πράσινα ομόλογα έχουν αποδείξει στους συμμετέχοντες στον χρηματοπιστωτικό τομέα - επενδυτές, εκδότες, τράπεζες αναδοχής και οργανισμούς αξιολόγησης - ότι η πράσινη και βιώσιμη χρηματοδότηση είναι ένας τομέας ανάπτυξης και ευκαιρίας.

β) Δημιουργία ενός εργαλείου για τη διευκόλυνση της δέσμευσης των επενδυτών-εκδοτών: οι εκδότες αναφέρουν ότι τα πράσινα ομόλογα έχουν διευρύνει τη βάση των επενδυτών τους και έχουν εμβαθύνει τα επίπεδα εμπλοκής τους με τους επενδυτές στο χώρο σταθερού εισοδήματος.

γ) Ανάπτυξη μιας κοινής κατανόησης του τι συνιστά πράσινες επενδύσεις: Καθώς είναι κοινή πρακτική για τους εκδότες πράσινων ομολόγων να αποκαλύπτουν τη χρήση προϊόντων σε επενδυτές, ορισμοί και πρότυπα

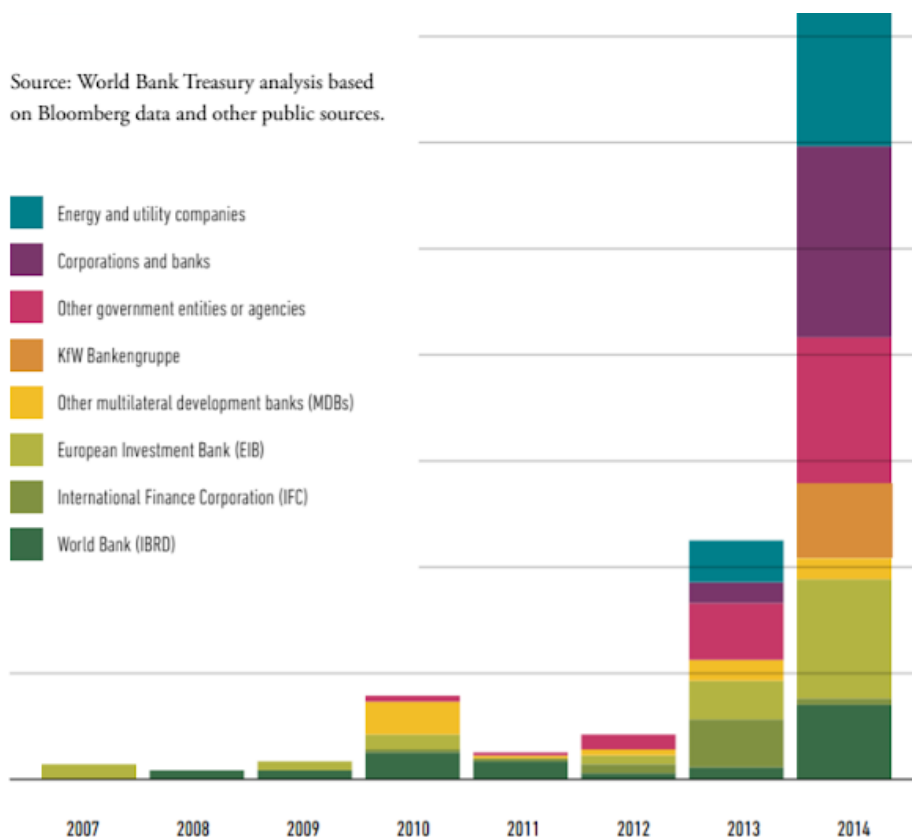
αναπτύσσονται σε πολλές δικαιοδοσίες για να συμβάλουν στην εναρμόνιση των κριτηρίων επιλεξιμότητας των περιουσιακών στοιχείων που ευθυγραμμίζονται με το κλίμα. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε τη θέσπιση ρυθμιστικών πλαισίων για τη διευκόλυνση των βιώσιμων επενδύσεων και έχει συγκροτήσει μια Ομάδα Τεχνικών Εμπειρογνομώνων για την παροχή συμβουλών για το πώς θα μπορούσαν να αναπτυχθούν τέτοια πλαίσια. Σαφείς κατευθυντήριες γραμμές μπορούν επίσης να υποστηρίξουν ξένους εκδότες που επιθυμούν να αυξήσουν πράσινα ομόλογα στο εξωτερικό.

δ) Υποστήριξη της δημόσιας πολιτικής για βιώσιμη χρηματοδότηση: τα πράσινα ομόλογα παρέχουν ένα εργαλείο για τον επαναπροσανατολισμό των ροών κεφαλαίου μέσω της υπάρχουσας υποδομής της αγοράς. Ο δημόσιος τομέας έχει διαδραματίσει καταλυτικό ρόλο στην αγορά πράσινων ομολόγων και τα πράσινα ομόλογα έχουν συμβάλει στη μετακίνηση της συνομιλίας για την πράσινη χρηματοδότηση σε συνομιλίες του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένης της Ομάδας Μελέτης Πράσινων Χρηματοοικονομικών G20, της διαδικασίας TCFD του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας και του Network for Greening the Financial System.

Η EIB εξέδωσε το πρώτο ομόλογο εστιασμένο στο κλίμα με τη μορφή ενός δομημένου προϊόντος το 2007. Το 2008, η Παγκόσμια Τράπεζα εξέδωσε το πρώτο ομόλογο με τίτλο «πράσινο» για τους κύριους επενδυτές με σταθερό κουπόνι. Μέχρι το 2010, συνενώθηκαν για πρώτη φορά από άλλους MDB όπως το IFC και από δημόσιους φορείς (κυβερνήσεις, οργανισμούς και δήμους) με την έκδοση συνολικών ομολόγων αξίας 4 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Αυτό το σύνολο σχεδόν τριπλασιάστηκε το 2013, καθώς οι εταιρείες, οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και άλλοι οργανισμοί εισήλθαν στην αγορά και αρκετοί εκδότες αύξησαν δραστικά το μέγεθος της έκδοσης. Αυτή η τάση συνεχίστηκε το 2014, όταν ο όγκος της αγοράς πράσινων ομολόγων ανήλθε σε πάνω από 37 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, πάνω από τα μισά από τα οποία εκδόθηκαν από εταιρείες όπως η Toyota και δημόσιοι φορείς

όπως το κράτος της Μασαχουσέτης. Μέχρι τα μέσα Ιουλίου 2015 οι εκδόσεις πράσινων ομολόγων έχουν φτάσει περίπου τα 23 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (World Bank, 2015).

Σχήμα 2. Έκδοση πράσινων ομολόγων ανά τύπο εκδότη, 2007-2014

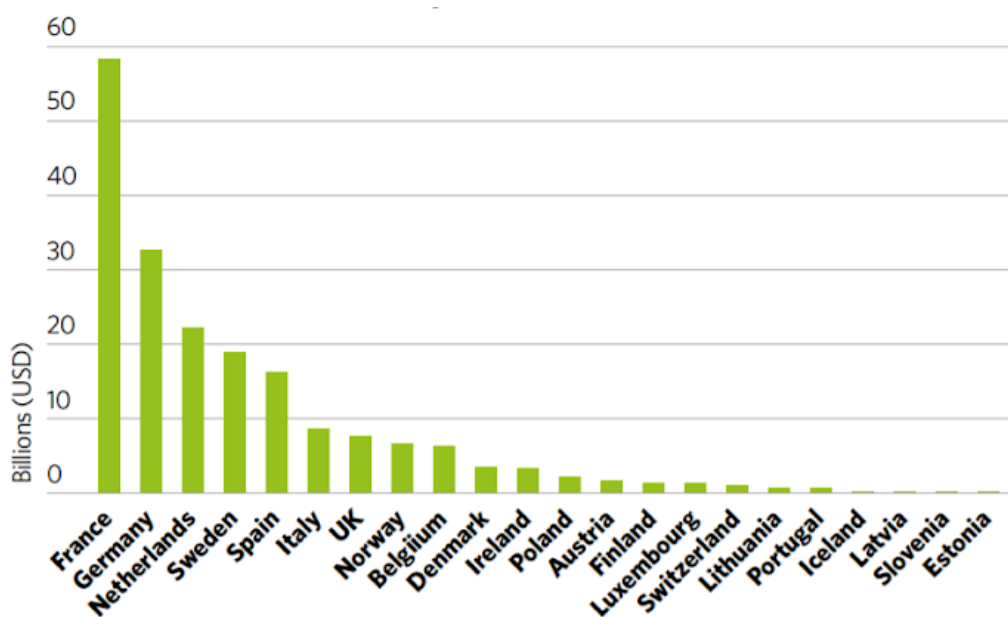


Πηγή: World Bank, 2015, σελ. 34

Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι αγορές πράσινων ομολόγων αναπτύσσονται εκθετικά από το 2012 και έως το 2018 έχουν εκδοθεί περίπου 500 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Η ετήσια έκδοση των εισηγμένων πράσινων ομολόγων έφτασε τα 167,3 δισ. USD το 2018, με στόχο το 2019 να είναι 300 δισ. USD. Ως περιοχή, η Ευρώπη φιλοξενεί τη μεγαλύτερη αγορά πράσινων ομολόγων, με εκδομένα πράσινα ομόλογα αξίας 184,2 δισ. USD (Σχήμα 2). Η Ευρώπη έχει επίσης πρωτοπορήσει σε διάφορα τμήματα της αγοράς πράσινων ομολόγων: το πρώτο πράσινο ομόλογο εκδόθηκε το 2007 από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και χαρακτηρίστηκε ως ομόλογο

ευαισθητοποίησης για το κλίμα. Το 2012, η περιοχή Île-de-France εξέδωσε τον πρώτο δημοτικό πράσινο ομόλογο. Το 2013 η σουηδική εταιρεία ακινήτων Vasakronan εξέδωσε το πρώτο εταιρικό πράσινο ομόλογο.

Σχήμα 3. Έκδοση πράσινων ομολόγων στην Ευρώπη



Πηγή: FC4S, 2018

Η κύρια διαφορά μεταξύ τυπικών εκδόσεων ομολόγων και πράσινων εκδόσεων είναι η δέσμευση ότι τα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση και την αναχρηματοδότηση πράσινων έργων, περιουσιακών στοιχείων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Τα πράσινα ομόλογα μπορούν να εκδοθούν τόσο από δημόσιους όσο και από ιδιωτικούς φορείς. Όπως με τα τυπικά ομόλογα, οι εκδόσεις πράσινων ομολόγων αντιπροσωπεύουν δανεισμένα κεφάλαια για μια περίοδο και οι επενδυτές / πιστωτές λαμβάνουν κουπόνι με σταθερό ή μεταβλητό ποσοστό απόδοσης. Τα πράσινα ομόλογα μπορούν να δομηθούν ως τίτλοι που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία, που συνδέονται με ορισμένα έργα πράσινων υποδομών, αλλά επί του παρόντος εκδίδονται συνήθως για την άντληση κεφαλαίων που διατίθενται σε ένα χαρτοφυλάκιο πράσινων έργων. Υπάρχει, ωστόσο, μια μεγάλη διαφορά μεταξύ των τρεχουσών επενδυτικών ροών και

των κεφαλαιακών αναγκών. Τα πράσινα ομόλογα είναι ένα από τα πολλά χρηματοοικονομικά μέσα που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση αυτών των βιώσιμων μεταβάσεων. Τα πράσινα ομόλογα είναι ιδιαίτερα κατάλληλα για έργα με μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες, υψηλό κόστος κεφαλαίου και εγγυημένες ροές εσόδων, όπως υποδομές ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ωστόσο, τα πράσινα ομόλογα θα μπορούσαν να παράσχουν κεφάλαια για άλλα επείγοντα περιβαλλοντικά έργα, που σχετίζονται, για παράδειγμα, με τη βιώσιμη διαχείριση των υδάτων, τις μεταφορές χαμηλών εκπομπών άνθρακα ή τη διατήρηση των οικοσυστημάτων. Αυτός ο τύπος ομολόγων θα μπορούσε να παρέχει το σημαντικό κεφάλαιο που απαιτείται για αυτές τις περιβαλλοντικές μεταβάσεις, υπό την προϋπόθεση ότι η αγορά είναι πιο περιεκτική και αναπτυσσόμενη (Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019).

Για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι μελετητές πίστευαν ότι οι επενδύσεις στη διατήρηση του περιβάλλοντος σπάνια παρείχαν οικονομικά οφέλη στις επιχειρήσεις. Ωστόσο, με την ανάπτυξη της οικονομίας, ολοένα και περισσότεροι ερευνητές έχουν εκφράσει αμφιβολίες για αυτό το συμπέρασμα. Για παράδειγμα, μελέτες έχουν διαπιστώσει ότι σε ορισμένες περιπτώσεις οι εταιρικές επενδύσεις και οι χρηματοδοτικές αποφάσεις μπορούν να επιτύχουν οφέλη για το περιβάλλον και για τις εταιρείες. Επιπλέον, οι μελετητές πιστεύουν τώρα ότι τα εταιρικά πράσινα χαρακτηριστικά και η ανταγωνιστικότητα μπορούν να συνυπάρχουν. Ως εκ τούτου, ορισμένοι μελετητές έχουν πραγματοποιήσει ποσοτικές μελέτες που επιβεβαιώνουν ότι οι «πράσινες» πρακτικές μπορούν σίγουρα να αποφέρουν κέρδη στις εταιρείες (Zhou & Cui, 2019).

Πιο συγκεκριμένα, τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται από τα πρώτα πράσινα ομόλογα θα μπορούσαν να έχουν συγκεντρωθεί με τακτικά ομόλογα. Τα πράσινα ομόλογα, ωστόσο, επιτρέπουν στους εκδότες να προσεγγίσουν νέους επενδυτές, καθιστώντας τους εκδότες λιγότερο εξαρτημένους από συγκεκριμένες αγορές. Τα πράσινα ομόλογα συμβάλλουν επίσης στην

ευαισθητοποίηση σχετικά με τα περιβαλλοντικά προγράμματα των εκδοτών. Δεδομένου ότι τα περισσότερα πράσινα ομόλογα στην αγορά σήμερα έχουν παρόμοια χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά με τα κανονικά ομόλογα από τον ίδιο εκδότη (δηλαδή, υποστηρίζονται από την πλήρη πίστωση του εκδότη), θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι προσφέρουν περιορισμένο όφελος στους εκδότες. Ωστόσο, η προσέγγιση διαφορετικών ομάδων επενδυτών είναι πολύτιμη για την επέκταση των πηγών χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, τα πράσινα ομόλογα έχουν προσελκύσει επενδυτές από το αναπτυσσόμενο τμήμα που επικεντρώνεται σε βιώσιμες και υπεύθυνες επενδύσεις (SRI) και επενδυτές που ενσωματώνουν κριτήρια ESG (περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνηση) στο πλαίσιο της επενδυτικής τους ανάλυσης (World Bank, 2015).

Εκτός από την προσέγγιση διαφορετικών τύπων επενδυτών, τα πράσινα ομόλογα έχουν αποδειχθεί αποτελεσματικό εργαλείο για την ευαισθητοποίηση και τον ανοιχτό διάλογο με επενδυτές σχετικά με έργα που συμβάλλουν στην αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και άλλων περιβαλλοντικών προκλήσεων. Για παράδειγμα, οι εκδότες σε πολιτειακές και τοπικές κυβερνήσεις χρησιμοποιούν πράσινα ομόλογα ως εργαλείο για να φτάσουν σε εκλογικές περιφέρειες που βρίσκονται κοντά στα πράσινα έργα που σκοπεύουν να υποστηρίξουν. Η ευκαιρία επένδυσης σε ένα πρόγραμμα που βελτιώνει την κοινότητα κάποιου αυξάνει την αίσθηση σύνδεσης και κοινωνικής ευθύνης (World Bank, 2015).

Επιπρόσθετα, η εμφάνιση πράσινων ομολόγων έχει οφέλη όσον αφορά στη χρηματοδότηση έργων σε αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές. Στην Ασία, τη Λατινική Αμερική και την Αφρική, η καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής έχει ιδιαίτερα σημαντικές χρηματοδοτικές απαιτήσεις. Η Σύμβαση-Πλαίσιο των Ηνωμένων Εθνών για την Κλιματική Αλλαγή (UNFCCC) προβλέπει ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες θα χρειαστούν επενδύσεις μεταξύ 28 και 67 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ ετησίως έως το 2030. Τα πράσινα ομόλογα είναι επιπλέον εξαιρετικά εργαλεία για την

προώθηση της αειφόρου ανάπτυξης στους παράγοντες της αγοράς. Όσον αφορά τους εκδότες στις αναπτυσσόμενες χώρες, η επιθυμία έκδοσης πράσινων ομολόγων μπορεί να οδηγήσει τα ιδρύματα να εντείνουν τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές πολιτικές τους. Από την πλευρά των επενδυτών, η έκδοση πράσινου ομολόγου για τη χρηματοδότηση υποδομών σε μια αναδυόμενη αγορά είναι ένας από τους καλύτερους τρόπους εκπαίδευσης των θεσμικών επενδυτών σε ώριμες αγορές σχετικά με τις ιδιαιτερότητες αυτών των έργων. Μακροπρόθεσμα, τα πράσινα ομόλογα μπορούν να βοηθήσουν στην ενίσχυση των ροών ιδιωτικών κεφαλαίων που προέρχονται από ώριμες αγορές και χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση πράσινων έργων σε αναπτυσσόμενες χώρες (Claquin, 2017).

Συνολικά, επομένως, τα πράσινα ομόλογα χαρακτηρίζονται από πολλά οφέλη τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους εκδότες. Αρχικά, τα πράσινα ομόλογα παρέχουν μια επιπλέον πηγή χρηματοδότησης των επενδύσεων. Λαμβάνοντας υπόψη την αυξανόμενη ανάγκη για πράσινα έργα, τα ομόλογα είναι ένα κατάλληλο χρηματοδοτικό μέσο. Στο πλαίσιο των τεράστιων επενδυτικών αναγκών, οι παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης του χρέους δεν θα είναι αρκετές. Υπάρχει ανάγκη εισαγωγής νέων πηγών χρηματοδότησης που μπορούν να χρησιμοποιήσουν μια ευρύτερη επενδυτική βάση, συμπεριλαμβανομένων θεσμικών επενδυτών όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες και κρατικά επενδυτικά ταμεία. Η ανάπτυξη της υποδομής ως κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων θα απαιτήσει έναν αγωγό βιώσιμων έργων υποδομής και καλύτερη κατανόηση των προφίλ κινδύνου / απόδοσης. Η επίτευξη αυτού θα επιτρέψει την επέκταση των οχημάτων χρηματοδότησης χρέους, όπως οι πράσινοι δεσμοί που συνδέονται με έργα βιώσιμης υποδομής. Για παράδειγμα, τα πράσινα ομόλογα που υποστηρίζονται από μια σειρά βιώσιμων έργων υποδομής διαφοροποιούν τον κίνδυνο και μπορούν να προσαρμοστούν για να καλύψουν τις ανάγκες των θεσμικών επενδυτών. Αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη ανάπτυξης κατάλληλων χρηματοδοτικών μέσων για θεσμικούς επενδυτές, ιδίως χρεωστικούς τίτλους όπως ομόλογα. Τέτοια μέσα θα πρέπει επίσης να έχουν την ίδια διάρκεια με

την υποκείμενη υποδομή για την αποφυγή κινδύνου επανεπένδυσης (Bhattacharya et al., 2016; Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019).

Επιπρόσθετα, σε σύγκριση με τα δάνεια που παρέχουν οι τράπεζες, η διάρκεια των πράσινων ομολόγων μπορεί να διαρκέσει πολύ περισσότερο, φτάνοντας σε περισσότερα από 20 χρόνια σε ορισμένα μέρη. Στη συνέχεια, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, τα πράσινα ομόλογα μπορεί να έχουν μια πιο ελκυστική τιμή από τα τυπικά ομόλογα. Σε περίπτωση αυξημένου ενδιαφέροντος των επενδυτών και λόγω της στοχευμένης δαπάνης των κεφαλαίων, το μέσο κουπόνι που επιτυγχάνεται μπορεί να είναι ελκυστικό για τους υποψήφιους δανειστές. Η αγορά πράσινων ομολόγων προσελκύει επενδυτές αφοσιωμένους στην προστασία του περιβάλλοντος. Για τους επενδυτές, η χρηματοδότηση σε πράσινα ομόλογα, λόγω της στοχευμένης δαπάνης των κεφαλαίων, δημιουργεί μια βιώσιμη θετική φήμη και οι επενδυτές συχνά αναλαμβάνουν ηγετικές θέσεις στις κεφαλαιαγορές. Αυτός ο τύπος επένδυσης θεωρείται ως απόδειξη μιας βιώσιμης επενδυτικής στρατηγικής. Σε ορισμένες χώρες, οι επενδυτές σε πράσινα ομόλογα επωφελοούνται από φορολογικές μειώσεις. Η χρηματοδότηση και η έκδοση πράσινων ομολόγων επιτρέπει τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τόσο του εκδότη όσο και των επενδυτών. Τέλος, χάρη στα πράσινα ομόλογα, οι τοπικές αρχές δημιουργούν και διατηρούν μια βιώσιμη και πράσινη υποδομή σύμφωνα με την κλιματική αλλαγή (Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019).

Ωστόσο, θα πρέπει να αναφερθούν και ορισμένα μειονεκτήματα των πράσινων ομολόγων. Ένα από τα κύρια μειονεκτήματα των πράσινων ομολόγων θεωρείται ότι είναι το πρόβλημα με τη λεγόμενη επισήμανση (προσδιορίζοντας εάν το ομόλογο είναι πραγματικά πράσινο ή όχι). Η πρακτική δείχνει ότι οι εκδόσεις ομολόγων περιλαμβάνουν εκείνες που είναι πράσινες, αλλά δεν ανακοινώνονται ως πράσινες, και αυτοπροσδιορίζονται πράσινες εκδόσεις, για τις οποίες είναι δύσκολο να εκτιμηθεί εάν περιέχουν σίγουρα ένα πράσινο στοιχείο. Το κόστος συναλλαγής για την απόκτηση

πιστοποιητικού πράσινης ετικέτας, για τη μελέτη της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, ο αντίκτυπος της επένδυσης αποδεικνύεται εμπόδιο για τους εκδότες (μικροί και μεσαίοι δήμοι, καθώς και για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις από εντατικές εκπομπές άνθρακα). Ένα άλλο μειονέκτημα για την ανάπτυξη της αγοράς είναι η έλλειψη ενιαίων προτύπων. Πρόσθετα εμπόδια στην ανάπτυξη της αγοράς είναι η έλλειψη τραπεζικών πράσινων έργων. Ο δημόσιος τομέας πρέπει να αναπτύξει ένα σύνολο δημόσιων επενδυτικών σχεδίων που δημιουργούν μελλοντικά έσοδα και αυτά προς όφελος της κοινωνίας. Τέλος, το πρόβλημα της χρήσης εκδόσεων πράσινων ομολόγων μπορεί να είναι η χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα των δήμων. Ο τρόπος επίτευξης καλής πιστοληπτικής ικανότητας περνά μέσω καλής χρηματοοικονομικής διαχείρισης, συμπεριλαμβανομένης της εφαρμογής πλήρως λειτουργικών πρακτικών προϋπολογισμού, λογιστικής, αναφοράς και ελέγχου. Θα πρέπει επίσης να υπάρχουν προϋποθέσεις για έναν καλό προγραμματισμό μελλοντικών εσόδων όχι μόνο από ίδιες πηγές αλλά και από μεταφορές που λαμβάνονται από την κεντρική κυβέρνηση (Andersson & Kalcheva, 2018; Aleksandrova-Zlatanska & Kalcheva, 2019).

Επιπλέον, έως το 2015 μόνο λίγα έργα διατήρησης γης έχουν χρηματοδοτηθεί από πράσινα ομόλογα, δεδομένου ότι μπορούν να χρηματοδοτηθούν από κανονικά ομόλογα. Οι επενδυτές δεν επιθυμούν να πληρώσουν ένα ασφάλιστρο για την ετικέτα των πράσινων ομολόγων και υπάρχουν ενδείξεις ότι ορισμένα πράσινα ομόλογα θεωρούνται πιο επικίνδυνα από ορισμένους επενδυτές (du Pont et al., 2015). Τα επόμενα χρόνια θα αποδειχθούν κρίσιμα για τον προσδιορισμό του κατά πόσον τα πράσινα ομόλογα θα γίνουν ένα σημαντικό νέο εργαλείο για τους οργανισμούς διατήρησης της γης. Στο πλαίσιο αυτό προσδιορίζονται δύο βασικοί τρόποι με τους οποίους τα πράσινα ομόλογα μπορούν να εξελιχθούν σε έναν πιο ισχυρό μηχανισμό χρηματοδότησης για βιώσιμη χρήση και διατήρηση της γης (du Pont et al., 2015): α) Συμφωνίες συνεργασίας για το πώς η διατήρηση της γης δημιουργεί αποδόσεις: Για τη δομή ενός πράσινου ομολόγων γύρω από τη διατήρηση της γης, οι εκδότες και οι επενδυτές πρέπει να συμφωνήσουν για το πώς η

διατήρηση της γης δημιουργεί οικονομικές αποδόσεις, β) Εκδόσεις πράσινων ομολόγων που σχετίζονται με τη διαχείριση των υδάτων: Οι πράσινοι δεσμοί που συνδέουν τη βιώσιμη χρήση γης και τη διατήρηση με τη διαχείριση γλυκών υδάτων και καταιγίδων μπορεί να είναι ιδιαίτερα ελκυστικοί για τους επενδυτές, δεδομένου ότι υπάρχει κάποια συμφωνία σχετικά με την αξία του νερού σε διάφορες αγορές. Η έκδοση σε επίπεδο κράτους σε αυτόν τον τομέα μπορεί να είναι πιο ελκυστική, δεδομένου ότι πολλά κράτη έχουν ισχυρές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και ικανότητα χρηματοδότησης μικρότερων έργων.

Εν κατακλείδι, η παγκόσμια έκδοση πράσινων ομολόγων σημείωσε τεράστια ανάπτυξη τη δεκαετία του 2010 και ιδίως από το 2013 και εξής. Ωστόσο, ο βαθμός ανάπτυξης της αγοράς πράσινων ομολόγων και το πρότυπο αναγνώρισης των πράσινων ομολόγων ποικίλλουν ανάμεσα στις χώρες. Όσον αφορά στη χρήση και τη διαχείριση των πράσινων ομολόγων, ο έλεγχος και η αξιολόγηση των έργων και η αναφορά και η αποκάλυψη πληροφοριών αναπτύσσονται και βελτιώνονται σταδιακά. Επομένως, δεν είναι εύκολο να δημιουργηθεί μια συστηματική και πλήρη βάση δεδομένων των διαθέσιμων πράσινων ομολόγων. Η σύντομη χρονική περίοδος, η διαφορά δείγματος και η ανάπτυξη βάσης δεδομένων φέρουν προβλήματα στην έρευνα σχετικά με τα πράσινα ομόλογα. Επίσης, πρόβλημα αποτελεί και το γεγονός ότι δεν υπάρχει ενιαίος ορισμός των πράσινων ομολόγων στη διεθνή κοινότητα (Zhou & Cui, 2019). Επομένως, χρειάζεται περισσότερη έρευνα σε αυτά τα πεδία.

3.2 Ομόλογα κοινωνικού αντικτύπου

Ένα σημαντικό εμπόδιο στην ανάπτυξη των ΜΚΟ έγκειται στη φύση της χρηματοδότησης για τον κοινωνικό τομέα. Παραδοσιακά, μη κερδοσκοπικά προγράμματα και κοινωνικές υπηρεσίες υποστηρίζονται από την κυβέρνηση και τη φιλανθρωπία. Ενώ και οι δύο είναι βασικές ροές χρηματοδότησης, δεν μπόρεσαν να καλύψουν τις ανάγκες των ΜΚΟ. Τα περιορισμένα κεφάλαια κατανέμονται σε ένα κατακερματισμένο μη κερδοσκοπικό τοπίο. Οι δεσμεύσεις τείνουν να είναι περιορισμένης διάρκειας και πολύ μικρές για να επιτευχθεί

κλίμακα. Επιπλέον, η στόχευση χρηματοδότησης στα πιο αποτελεσματικά προγράμματα έχει αποδειχθεί πρόκληση, καθώς ο κοινωνικός τομέας στερείται επαρκούς μέτρησης των αποτελεσμάτων των συμμετεχόντων. Ως αποτέλεσμα, οι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί ξοδεύουν σημαντικό χρονικό διάστημα συγκεντρώνοντας βραχυπρόθεσμα χρήματα και περιορίζονται στην ικανότητά τους να αναπτύσσουν μακροπρόθεσμες στρατηγικές. Παράλληλα, οι κυβερνήσεις σε όλα τα επίπεδα αντιμετωπίζουν μεγάλα ελλείμματα που αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τις παρατεταμένες επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αλλά και μακροπρόθεσμα διαρθρωτικά κενά (με τις δαπάνες να αυξάνονται ταχύτερα από τα έσοδα). Ως αποτέλεσμα, οι κυβερνήσεις παγιδεύονται σε έναν φαύλο κύκλο: Περιορισμένοι πόροι για προγράμματα πρόληψης που οδηγεί σε μεγαλύτερη ζήτηση για υπηρεσίες δικτύου ασφαλείας, ακολουθούμενα από περαιτέρω μειώσεις στα προγράμματα πρόληψης παρέμβασης. Η συμβολή αυτών των παραγόντων - η ανάγκη για μη κερδοσκοπικό αναπτυξιακό κεφάλαιο, η συρρίκνωση των κρατικών προϋπολογισμών και η αύξηση των επενδυτικών επιπτώσεων - οδήγησε στην ανάπτυξη ενός καινοτόμου χρηματοοικονομικού μέσου: του ομολόγου κοινωνικού αντικτύπου (Social Finance, 2015).

Τα ομόλογα κοινωνικού αντίκτυπου (SIBs) είναι ένα νέο χρηματοδοτικό μέσο που οι κυβερνήσεις και οι ΜΚΟ μπορούν να χρησιμοποιήσουν για τη χρηματοδότηση κοινωνικών έργων. Τα SIB έχουν τη δυνατότητα να ενισχύσουν τα κίνητρα και να υποστηρίξουν την καινοτομία στον δημόσιο τομέα (Kohli et al., 2012). Το SIB είναι ένας συγκεκριμένος τύπος μηχανισμού χρηματοδότησης κοινωνικών επιπτώσεων που επιτρέπει στις κυβερνήσεις να αντλούν κεφάλαια από τον ιδιωτικό τομέα για να παρέχουν στους παραγωγούς υπηρεσιών κεφάλαιο για να ολοκληρώσουν ένα έργο για την επίτευξη προκαθορισμένων αποτελεσμάτων. Αυτός ο καινοτόμος μηχανισμός επιτρέπει την ευελιξία των κυβερνήσεων να επηρεάζουν συγκεκριμένα κοινωνικά ζητήματα, διασφαλίζει ότι τα χρήματα των φορολογουμένων θα δαπανηθούν μόνο εάν επιτευχθούν τα αποτελέσματα, διασφαλίζει τη σταθερότητα των παρόχων υπηρεσιών που λαμβάνουν μακροπρόθεσμη

χρηματοδότηση, παρέχει την ευκαιρία δημιουργίας οικονομικών και κοινωνικών αποδόσεων (Social Finance, 2014; Princeton University, 2014).

Τα SIB ξεκίνησαν για πρώτη φορά το 2010 μέσω ενός προγράμματος του Ηνωμένου Βασιλείου που ονομάζεται Social Finance UK. Το πρόγραμμα του Ηνωμένου Βασιλείου προσπάθησε να μειώσει το ποσοστό υποτροπής στη φυλακή Peterborough στο Cambridgeshire (Social Finance, 2015). Μετά το πρόγραμμα του Ηνωμένου Βασιλείου τα SIB εμφανίστηκαν το 2012 στην Αμερική. Η Νέα Υόρκη ξεκίνησε το πρώτο SIB μέσω ενός ερευνητικού οργανισμού εκπαίδευσης και κοινωνικής πολιτικής που ονομάζεται Manpower Demonstration Research Corporation (MDRC) (Rudd et al., 2013). Η σύμβαση NYC SIB επικεντρώθηκε στην παροχή μεγάλης κλίμακας αποκατάστασης κρατουμένων στο Rikers Island Jail μέσω μιας συνεργασίας δημόσιων και ιδιωτικών. Μέσω της Πρωτοβουλίας Young Men, η Goldman Sachs παρείχε περισσότερα από 9,6 εκατομμύρια δολάρια για να διασφαλίσει ότι οι κρατούμενοι ηλικίας 16 έως 18 ετών έλαβαν ποιοτική εκπαίδευση, κατάρτιση και συμβουλευτική. Το New York City SIB παρέχει υπηρεσίες για περισσότερους από 1.400 εφήβους και έχει εμπνεύσει τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής της πόλης σε όλες τις ΗΠΑ ώστε να ακολουθήσουν SIBs. Πολλές άλλες πολιτείες, όπως η Μασαχουσέτη, το Μίσιγκαν και η Ιντιάνα, έχουν επίσης ξεκινήσει να διερευνούν τα SIB μέσω της θέσπισης νομοθεσίας και, σε ορισμένες περιπτώσεις, ξεκινώντας προγράμματα SIB (Shah & Costa, 2013). Μαζί με μια σειρά τμημάτων σε επίπεδο υπουργικού συμβουλίου, ο Λευκός Οίκος ξεκίνησε μία ομοσπονδιακή δραστηριότητα για την υποστήριξη συμβάσεων SIB και έχει διαθέσει χρήματα σε κράτη για τα προγράμματα SIB. Επιπρόσθετα, το εργαστήριο τεχνικής βοήθειας του Harvard Kennedy School Social Impact Bond χρηματοδότησε υποτρόφους πλήρους απασχόλησης για την ανάπτυξη πρωτοβουλιών SIB σε διάφορες πολιτείες (Shah & Costa, 2013).

Ένα SIB ξεκινά όταν μια κυβερνητική υπηρεσία εντοπίζει ένα κοινωνικό πρόβλημα που θέλει να αντιμετωπίσει. Στη συνέχεια, ο οργανισμός συνάπτει

συμβάσεις με έναν οργανισμό για να χρησιμεύσει ως διαμεσολαβητής και να διαχειριστεί το πρόγραμμα. Ο διαμεσολαβητής συγκεντρώνει κεφάλαια από επενδυτές και χρησιμοποιεί αυτά τα κεφάλαια για να υποστηρίξει παρόχους υπηρεσιών που έχουν σχέδιο να αντιμετωπίσουν το στοχευμένο πρόβλημα του οργανισμού. Μετά από μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο, ένας ανεξάρτητος αξιολογητής θα αξιολογήσει την πρόοδο των παρόχων υπηρεσιών προς τον στόχο. Στη συνέχεια, η κυβέρνηση θα αποζημιώσει τους επενδυτές με βάση έναν τύπο που καθορίζεται από την αρχική συμφωνία. Εάν το πρόγραμμα είναι επιτυχές, οι επενδυτές θα αποζημιωθούν για την επένδυσή τους. Εάν δεν είναι, θα έχουν χρηματικές απώλειες, που ενδεχομένως να αφορούν ολόκληρη την επένδυσή τους, ανάλογα με τους όρους της συμφωνίας. Οι συμφωνίες παρέχουν μερικές φορές εγγυήσεις στους επενδυτές για την ελαχιστοποίηση της έκθεσής τους σε κίνδυνο (Kohli et al., 2012).

Αυτός ο μηχανισμός διαφέρει μοναδικά από άλλα εργαλεία κοινωνικής χρηματοδότησης για πέντε λόγους. Πρώτον, τα SIB επιτρέπουν μια τεράστια δεξαμενή επενδυτικών κεφαλαίων για τη στήριξη παρόχων υπηρεσιών που συχνά δεν χρηματοδοτούνται. Δεύτερον, οι πάροχοι υπηρεσιών με αποδεδειγμένα ιστορικά στοιχεία έχουν αρχικό κεφάλαιο. Τρίτον, οι τομείς που σπάνια συνεργάζονται μεταξύ τους μπορούν να το επιτύχουν μέσα από το μοντέλο SIB. Τέταρτον, το επίκεντρο είναι η προληπτική και όχι η επανορθωτική δράση, η οποία αντιμετωπίζει τη ρίζα ενός συγκεκριμένου προβλήματος. Τέλος, υπάρχει άμεση χρηματοδότηση στα πιο αποτελεσματικά προγράμματα εκείνη τη στιγμή. Τα SIBs προκαλούν αναταραχή στον χώρο της κοινωνικής χρηματοδότησης, επειδή έχουν πραγματικές δυνατότητες για την ανακούφιση κοινοτήτων όσον αφορά κοινωνικά προβλήματα (Princeton University, 2014).

Ο σκοπός του μοντέλου SIB είναι η εξοικονόμηση κόστους για μια κυβέρνηση, να επικεντρωθεί στα αποτελέσματα παρά στις εισροές ή τα αποτελέσματα και να μειώσει τον πολιτικό και οικονομικό κίνδυνο. Τα SIB δημιουργήθηκαν για

την ανακούφιση των υψηλών κυβερνητικών δαπανών που σχετίζονται με κοινωνικά προβλήματα (Costa & Shah, 2013), όπως η ανακούφιση των αστέγων, τη μείωση της υποτροπής στις φυλακές και η αύξηση της απασχόλησης. Ωστόσο, οι κυβερνητικές υπηρεσίες συχνά αγωνίζονται να βρουν τρόπους για να δαπανήσουν αυτά τα κεφάλαια που πραγματικά έχουν αντίκτυπο. Ακόμη και όταν υπάρχουν καινοτόμες βέλτιστες πρακτικές για την αντιμετώπιση αυτών των κοινωνικών προβλημάτων, οι κυβερνητικοί οργανισμοί και οι μη κερδοσκοπικοί εργολάβοι συχνά καθυστερούν να τα εγκρίνουν (Princeton University, 2014).

Το μεγαλύτερο κίνητρο για τις κυβερνήσεις να εφαρμόσουν SIBs είναι η δυνατότητα εξοικονόμησης κόστους. Οι κυβερνήσεις θα αναλύσουν τα SIB πριν από την εφαρμογή τους για να δουν εάν μπορεί να υπάρχει κάποιος όφελος για αυτά τα προγράμματα. Ορισμένα προγράμματα ενδέχεται να επικεντρώνονται περισσότερο στις μακροπρόθεσμες αποταμιεύσεις παρά να προσανατολίζονται στις βραχυπρόθεσμες αποταμιεύσεις. Οι φορολογούμενοι, λοιπόν, μπορούν να έχουν εμπιστοσύνη γνωρίζοντας ότι τα φορολογικά τους χρήματα θα χρησιμοποιηθούν σε αξιόπιστα έργα στο πλαίσιο ενός SIB. Οι επενδυτές δεν θα επενδύσουν σε μη ελκυστικά ή κατώτερα έργα και οι διαμεσολαβητές δεν θα επιλέγουν μη κερδοσκοπικά κέντρα που δεν είναι ικανά να ανταποκριθούν στα αποτελέσματα. Επίσης, υπάρχουν έλεγχοι και λογοδοσία, γεγονός που αυξάνει τα συνολικά αποτελέσματα (Princeton University, 2014).

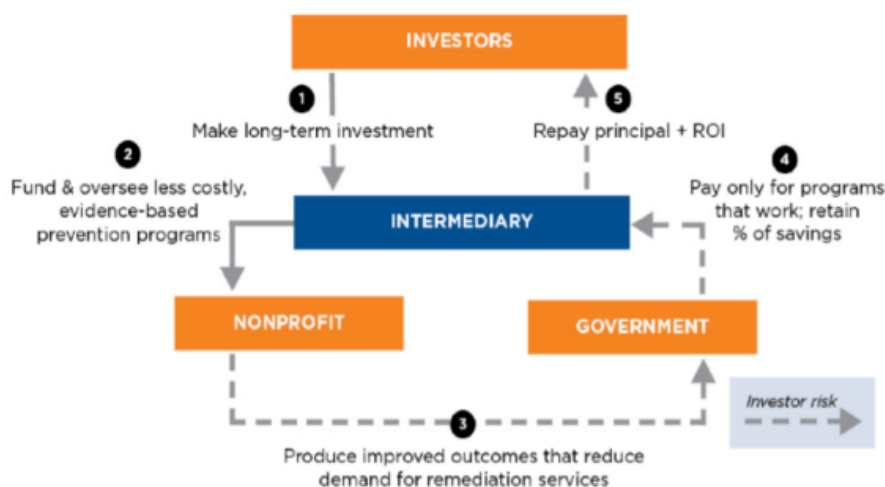
Όλες οι συμφωνίες SIB έχουν δύο κοινά στοιχεία: λογοδοσία και χρηματοδότηση εκ των προτέρων. Όλα τα SIB θεωρούν τους επενδυτές υπεύθυνους για την επιτυχία του έργου και τους ενθαρρύνουν να βρουν επιτυχημένα προγράμματα. Δεδομένου ότι επιθυμούν το κεφάλαιο των επενδυτών, τόσο οι μεσάζοντες όσο και οι πάροχοι υπηρεσιών έχουν κίνητρο να αποφέρουν αποτελέσματα. Οι SIB παρέχουν επίσης στους παρόχους υπηρεσιών ένα αρχικό κεφάλαιο και, συνεπώς, βοηθούν τους μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς να ξεπεράσουν τα χρηματοδοτικά προβλήματα

που συχνά περιορίζουν την πρόοδο στον κοινωνικό τομέα (Princeton University, 2014).

Επιπλέον, οι μη κερδοσκοπικοί πάροχοι υπηρεσιών έχουν άνευ προηγουμένου πρόσβαση στο κεφάλαιο ανάπτυξης για να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Αυτή η σταθερή και προβλέψιμη ροή εσόδων θα τους επέτρεπε να περνούν λιγότερο χρόνο συγκέντρωσης χρημάτων και περισσότερο χρόνο εστιάζοντας στην εξυπηρέτηση ευάλωτων πληθυσμών που έχουν ανάγκη. Οι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί θα επωφεληθούν επίσης από τον αυξημένο συντονισμό μεταξύ οργανισμών που εργάζονται σε παρόμοια θέματα, αυξάνοντας την αποτελεσματικότητά τους. Οι επενδυτές θα έδιναν κεφάλαια στην εργασία που επιτυγχάνει σημαντικές κοινωνικές επιπτώσεις και οικονομικές αποδόσεις. Θα είχαν επίσης την ευκαιρία να συμμετάσχουν σε μια νέα κατηγορία περιουσιακών στοιχείων με τα οφέλη της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Η κυβέρνηση θα επιτύχει λογοδοσία για τα κεφάλαια των φορολογουμένων και καλύτερα αποτελέσματα για τους πολίτες της με χαμηλότερο δημόσιο κόστος, ακόμη και μετά την καταβολή της κατάλληλης οικονομικής απόδοσης στους επενδυτές. Το πιο σημαντικό, ωστόσο, είναι η ευρύτερη διαθεσιμότητα αποτελεσματικών υπηρεσιών πρόληψης που θα ωφελήσει ευάλωτα άτομα, οικογένειες και κοινότητες (Social Finance, 2015).

Η έναρξη ενός ομολόγου κοινωνικών επιπτώσεων απαιτεί σημαντική προσπάθεια εκ των προτέρων για τον εντοπισμό και τον έλεγχο πιθανών προγραμμάτων και στη συνέχεια διαπραγμάτευση μιας σύμβασης στην οποία η κυβέρνηση συμφωνεί να αποπληρώσει τους επενδυτές εάν οι επιλεγμένοι μη κερδοσκοπικοί πάροχοι υπηρεσιών επιτύχουν συγκεκριμένα κοινωνικά αποτελέσματα. Ένας αποκλειστικός διαμεσολαβητής SIB μπορεί να διαδραματίσει πολύτιμο ρόλο σε αυτά τα αρχικά στάδια. Η λειτουργία των SIB απεικονίζεται στο πιο κάτω σχήμα.

Σχήμα 4. Λειτουργία SIBs



Πηγή: Princeton University, 2014, σελ. 15; Social Finance, 2015, σελ. 12

Πρώτο βήμα: Ένας διαμεσολαβητής εκδίδει το SIB και αντλεί κεφάλαια από ιδιώτες επενδυτές.

Δεύτερο βήμα: ο διαμεσολαβητής μεταφέρει τα έσοδα του SIB σε μη κερδοσκοπικούς παρόχους υπηρεσιών, οι οποίοι χρησιμοποιούν τα κεφάλαια ως κεφάλαιο κίνησης για τη χρηματοδότηση προγραμμάτων πρόληψης βάσει αποδεικτικών στοιχείων. Καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του ομολόγου, ο διαμεσολαβητής θα συντονίζει όλα τα συμβαλλόμενα μέρη του SIB, θα παρέχει εποπτεία λειτουργίας, άμεσες ταμειακές ροές και θα παρακολουθεί την επένδυση.

Τρίτο βήμα: Παρέχοντας αποτελεσματικά προγράμματα πρόληψης, οι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί βελτιώνουν τα κοινωνικά αποτελέσματα και μειώνουν τη ζήτηση για ακριβότερες υπηρεσίες δικτύου ασφαλείας.

Τέταρτο βήμα: Ένας ανεξάρτητος αξιολογητής καθορίζει εάν τα αποτελέσματα στόχου έχουν επιτευχθεί σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης. Εάν έχουν επιτευχθεί, η κυβέρνηση πληρώνει στον ενδιάμεσο ποσοστό των αποταμιεύσεων της και διατηρεί το υπόλοιπο. Εάν δεν έχουν επιτευχθεί αποτελέσματα, η κυβέρνηση δεν οφείλει τίποτα.

Πέμπτο βήμα: Εάν τα αποτελέσματα έχουν επιτευχθεί, οι επενδυτές θα αποπληρωθούν τα κεφάλαιά τους και ένα ποσοστό απόδοσης. Οι αποδόσεις μπορεί να δομηθούν σε ολισθαίνουσα κλίμακα: όσο καλύτερα είναι τα αποτελέσματα, τόσο υψηλότερη είναι η απόδοση (έως ένα συμφωνημένο όριο).

Υπάρχουν αρκετά οφέλη των SIB, όπως έγινε κατανοητό και από τα όσα έχουν αναφερθεί παραπάνω. Πιο αναλυτικά, τα οφέλη αυτού του τύπου ομολόγων είναι τα κάτωθι (Princeton University, 2014; Social Finance, 2015):

1. Βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των κοινωνικών προγραμμάτων. Τα SIB βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα των κοινωνικών προγραμμάτων με την καθιέρωση αξιόπιστων μετρήσεων για τη μέτρηση της απόδοσης, την αύξηση της δημιουργικότητας και την οικονομική ευελιξία. Η εισαγωγή ποσοτικών μετρήσεων σε πρότυπα μη κερδοσκοπικής απόδοσης βελτιώνει την αποτελεσματικότητα των κοινωνικών υπηρεσιών που χρηματοδοτούνται από τα SIB. Οι συγκεκριμένες παράμετροι των SIB βελτιστοποιούν την κατανομή των πόρων ενώ παράλληλα μεγιστοποιούν τον αντίκτυπό τους στους στοχευμένους πληθυσμούς, προωθώντας έτσι την αποτελεσματικότερη χρήση του χρηματοοικονομικού και φυσικού κεφαλαίου. Επιπλέον, τα SIB δημιουργούν έναν χώρο για τον διαμεσολαβητή να συνάπτει συμβάσεις με διάφορους παρόχους υπηρεσιών για την αντιμετώπιση ενός κοινωνικού ζητήματος βάσει ενός μοντέλου χρηματοδότησης. Η συγκέντρωση διαφορετικών παρόχων υπηρεσιών προσφέρει μια ολιστική προσέγγιση σε κοινωνικά ζητήματα και έτσι βελτιώνει την αποτελεσματικότητα του συγκεκριμένου κοινωνικού προγράμματος.

2. Ενίσχυση της σχέσης μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Τα SIB δημιουργούν και διευκολύνουν μια ουσιαστική σχέση μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα προκειμένου να αντιμετωπίσουν κρίσιμα κοινωνικά ζητήματα. Τα SIB δημιουργούν ένα χώρο μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα για υπεύθυνες κοινωνικές επενδύσεις. Για παράδειγμα, τον Φεβρουάριο του 2012, κυβερνητικοί αξιωματούχοι της Νέας Υόρκης εξέδωσαν

SIB 9,6 εκατομμυρίων δολαρίων για αποκατάσταση κρατουμένων. Αυτό το SIB επέτρεψε στο MDRC (τον ενδιάμεσο), στη Goldman Sachs (τον επενδυτή) και στο Osborne Association and Friends of Island Academy (οι πάροχοι υπηρεσιών) να έχουν ένα χώρο στον οποίο θα μπορούσαν να διαπραγματευτούν και να δημιουργήσουν ένα καινοτόμο μοντέλο για την επίλυση του κοινωνικού προβλήματος. Εκτός από αυτό το μοντέλο SIB, αυτός ο μη κερδοσκοπικός οργανισμός και αυτή η παγκόσμια κερδοσκοπική εταιρεία θα είχαν πολύ περιορισμένες, εάν υπήρχαν, επαφές μεταξύ τους.

3. Χρηματοδότηση πολιτικά μη ελκυστικών πρωτοβουλιών. Οι πολιτικοί μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη χρηματοδότηση του SIB για την εφαρμογή κοινωνικών προγραμμάτων για ζητήματα που είναι πολιτικά επικίνδυνα. Το μοντέλο πληρωμής SIB για επιτυχία εξοικονομεί στους φορολογούμενους το κόστος των αποτυχημένων προγραμμάτων. Τα συστατικά στοιχεία είναι λιγότερο πιθανό να αντιταχθούν στα SIB από άλλα κοινωνικά προγράμματα, επειδή η κυβέρνηση πληρώνει μόνο προγράμματα που μειώνουν επιτυχώς ένα κοινωνικό πρόβλημα. Με τη χρηματοδότηση του SIB, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής μπορούν να εφαρμόζουν κοινωνικά προγράμματα χωρίς να αυξάνουν τους προϋπολογισμούς. Τα κοινωνικά ζητήματα που είναι ακριβά και συνήθως πολιτικά μη ελκυστικά αντιμετωπίζονται πιο εύκολα.

4. Ενεργοποίηση των παρόχων υπηρεσιών. Τα SIB επιτρέπουν στους παρόχους υπηρεσιών να λαμβάνουν μεγάλα ποσά κεφαλαίου εκ των προτέρων. Ως αποτέλεσμα, οι πάροχοι υπηρεσιών μπορούν να κλιμακώσουν γρήγορα πρακτικές που έχουν αποδειχθεί επιτυχημένες και οι επενδυτές και οι μεσάζοντες έχουν οικονομικό κίνητρο για να βρουν παρόχους υπηρεσιών που μπορούν να το κάνουν. Ανεξάρτητα από την επιτυχία, τα συμβόλαια SIB αυξάνουν τη χρηματοδότηση μη κερδοσκοπικών οργανισμών ώστε να μπορούν να επεκτείνουν τις υπηρεσίες και τις λειτουργίες τους. Τα SIB δεν αναδιανέμουν χρηματοδότηση μεταξύ μη κερδοσκοπικών οργανισμών, αλλά μάλλον αυξάνουν τη συνολική χρηματοδότηση από άλλες ροές εσόδων. Οι ιδιώτες επενδυτές, και όχι τα κυβερνητικά μη κερδοσκοπικά κεφάλαια,

παρέχουν αρχικό κεφάλαιο. Οι κυβερνητικές υπηρεσίες αποπληρώνουν επιτυχημένα δάνεια SIB με αναμενόμενες εξοικονομήσεις από τους αντίστοιχους προϋπολογισμούς τους.

Ωστόσο, τα SIBs χαρακτηρίζονται και από ορισμένες αδυναμίες και προκλήσεις, όπως αναφέρεται παρακάτω (Princeton University, 2014):

1. Τα SIB απαιτούν εξοικονόμηση κόστους και ποσοτικές μετρήσεις. Τα ζητήματα που μπορούν να αντιμετωπιστούν από τα SIB απαιτούν εξοικονόμηση κόστους από την κυβέρνηση και ποσοτικά μέτρα επιτυχίας. Πολλά κοινωνικά προβλήματα, ωστόσο, δεν προσφέρονται για ποσοτική ανάλυση ή δεν παρουσιάζουν δυνατότητες εξοικονόμησης κόστους. Ζητήματα που είναι δύσκολο να μετρηθούν είναι πιθανό να αγνοηθούν από τον προγραμματισμό SIB. Για παράδειγμα, η φυλετική ανισότητα δεν μετρείται εύκολα και δεν μπορεί να μεταφραστεί αποτελεσματικά στις μετρήσεις που είναι απαραίτητες για την αξιολόγηση ενός SIB. Επίσης, τα SIB δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση προγραμμάτων μεταφοράς, επειδή η εξοικονόμηση κόστους δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς να αραιωθεί η μεταφορά.

2. Εκτεταμένες διοικητικές δαπάνες. Η εξαιρετικά περίπλοκη δομή των SIB περιπλέκει την ικανότητα των ενδιαφερομένων να πλοηγηθούν στη διαδικασία. Η διαπραγμάτευση και η εφαρμογή ενός SIB - ενώ συντονίζεται με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς - θα μπορούσε να είναι λογικά αποθαρρυντική. Αυτή η πολυπλοκότητα συνεπάγεται υψηλότερο διοικητικό κόστος και δημιουργεί μεγαλύτερες πιθανότητες σύγχυσης. Επομένως, τα SIBs αξίζει να επιδιωχθούν μόνο εάν υπάρχουν σημαντικές εξοικονομήσεις από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της παροχής υπηρεσιών. Στο πλαίσιο αυτό, τα SIB ενδέχεται να μην έχουν εξοικονόμηση έως ότου εφαρμοστούν σε αρκετά μεγάλη κλίμακα.

3. Αγνοούνται τα συστηματικά ζητήματα. Η αυξανόμενη προσοχή για τα SIB ενδέχεται να αποσπάται από πιο ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις κοινωνικής

πολιτικής. Για παράδειγμα, η μείωση των ποσοστών υποτροπής για μια φυλακή αγνοεί τις θεσμικές πολιτικές που διαιωνίζουν συστηματικά τη μαζική φυλάκιση συγκεκριμένων πληθυσμών. Οι πολιτικοί μπορούν να χρησιμοποιούν τα SIBs για επιφανειακή υποστήριξη ενός ζητήματος χωρίς να εμβαθύνουν σε μακροπρόθεσμες και συστηματικές λύσεις.

4. Το κίνητρο κέρδους μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τον κοινωνικό αντίκτυπο. Το κέρδος ως κίνητρο μπορεί να υπονομεύσει τις δυνατότητες κοινωνικού αντίκτυπου με αντάλλαγμα μεγαλύτερα έσοδα. Οι ιδιωτικές οντότητες μπορούν να επωφεληθούν από τα κοινωνικά αγαθά που παρέχει η κυβέρνηση μέσω του μοντέλου SIB. Οι εταιρείες με υπερβολικούς νόμιμους πόρους μπορεί να κυριαρχήσουν στις διαπραγματεύσεις συμβάσεων και να επηρεάσουν κυβερνητικά προγράμματα με τρόπους που ενδέχεται να μην εξυπηρετούν βέλτιστα το κοινό. Με τα προγράμματα SIB, οι υπηρεσίες πρόνοιας ανοίγονται στην ελεύθερη αγορά και στους σχετικούς κινδύνους αποτυχιών της αγοράς. Όταν η τιμή εξαιρεί τα άυλα κοινωνικά οφέλη, τα SIB αποτυγχάνουν να παρέχουν ένα επίπεδο ποιότητας που δεν αντιπροσωπεύεται από την αγοραία αξία.

3.3 Κοινοτικά ομόλογα

Τα κοινοτικά ομόλογα, εξ ορισμού, είναι ένα εργαλείο χρηματοδότησης χρέους που εκδίδεται από μη κερδοσκοπικό, φιλανθρωπικό ή συνεταιριστικό οργανισμό. Τα Κοινοτικά Ομόλογα δίνουν σε αυτούς τους οργανισμούς την ευκαιρία να πάρουν δάνεια διαφόρων μεγεθών απευθείας από την κοινότητα υποστηρικτών τους. Και οι δύο πλευρές έχουν οφέλη: οι υποστηρικτές τους πληρώνονται τόκους για την επένδυση σε ένα έργο που έχει νόημα και ο οργανισμός έκδοσης αποκτά πρόσβαση στο κεφάλαιο που χρειάζονται για να αναπτυχθούν. Προκειμένου να εξοφλήσουν τους επενδυτές τους, οι οργανισμοί που εκδίδουν κοινοτικά ομόλογα πρέπει να έχουν ένα μοντέλο εσόδων. Η κύρια διαφορά με τα SIBs είναι ότι στη δεύτερη περίπτωση ο οργανισμός έκδοσης έχει συνάψει συμφωνία με την κυβέρνηση, όπου η κυβέρνηση θα πληρώσει την απόδοση. Η πληρωμή από την κυβέρνηση

συνδέεται με σαφή κοινωνικά ή περιβαλλοντικά αποτελέσματα στα οποία έχει δεσμευτεί ο εκδότης οργανισμός. Αυτά είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των επενδυτών. Έτσι, αντί να επενδύουν στο επιχειρηματικό μοντέλο μιας κοινωνικής επιχείρησης (όπως στην περίπτωση των κοινοτικών ομολόγων), οι επενδυτές σε SIBs επενδύουν στην ικανότητα του οργανισμού να πραγματοποιήσει λεπτομερή κοινωνικά ή περιβαλλοντικά αποτελέσματα (Tapestry Capital, 2018).

Τα κοινοτικά ομόλογα προσφέρουν μια σειρά από οφέλη για μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς να συγκεντρώσουν κεφάλαια σε σύγκριση με άλλες επιλογές, όπως κεφαλαιακές εκστρατείες και παραδοσιακό τραπεζικό χρέος. Αναζητώντας μια επένδυση και όχι «δωρεά» κεφαλαίου, η δεξαμενή του διαθέσιμου κεφαλαίου ξαφνικά γίνεται πολύ μεγαλύτερη. Η αρχή της επένδυσης χρημάτων για «καλό» θα προσελκύσει τους υπάρχοντες δωρητές ως μια περαιτέρω επιλογή για τη στήριξη του μη κερδοσκοπικού οργανισμού, καθώς και για την προσέλκυση ατόμων που δεν προσφέρουν επί του παρόντος χρήματα αλλά για τα οποία η έννοια της επένδυσης του κεφαλαίου τους ανησυχεί. Ένα ομόλογο είναι ένας πιο ευέλικτος τρόπος δανεισμού χρημάτων σε σύγκριση με την άκαμπτη και εξαιρετικά δομημένη προσέγγιση των συμβατικών τραπεζών. Κατά τη φάση σχεδιασμού ομολόγων, μπορούν να δημιουργηθούν συγκεκριμένοι όροι και προϋποθέσεις που ευθυγραμμίζονται με το ποσό και τον χρόνο των διαθέσιμων ταμειακών ροών από το έργο που χρηματοδοτείται. Οι πληρωμές τόκων μπορούν να συγκεντρωθούν για μια περίοδο και οι κύριες πληρωμές μπορούν να αναβληθούν ή να προγραμματιστούν ως εφάπαξ πληρωμή αργότερα κατά την περίοδο απόσβεσης. Το κοινοτικό ομόλογο παρέχει έναν καινοτόμο και πρόσθετο μηχανισμό για τους δωρητές και τους επενδυτές να υποστηρίξουν οικονομικά έναν μη κερδοσκοπικό οργανισμό χωρίς να εγκαταλείπουν το επενδυτικό τους κεφάλαιο μόνιμα. Τοποθετεί την αξία του περιουσιακού στοιχείου της κοινότητας στα χέρια των μελών της κοινότητας και ενσωματώνει την κοινότητα και τις οικονομικές αποδόσεις στο ίδιο επενδυτικό μέσο. Το κοινοτικό ομόλογο μπορεί επίσης να αξιοποιήσει το ήδη υπάρχον δίκτυο

μελών και υποστηρικτών του μη κερδοσκοπικού οργανισμού (Capacity Build Consulting, 2013).

3.4 Ομόλογα υποδομών / έργων

Η εταιρική σχέση δημόσιου-ιδιωτικού τομέα είναι ένα καθολικό σύστημα για την επίτευξη ορισμένων μακροπρόθεσμων στόχων. Ο σκοπός της εταιρικής σχέσης είναι το πλήρες όφελος από τη συνεργασία του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Η συμμετοχή της ιδιωτικής επιχείρησης στην υλοποίηση κοινωνικά σημαντικών έργων καινοτομίας και επενδύσεων θα καταστεί ενεργή και αποτελεσματική μόνο εάν το κράτος παρέχει μια ισορροπία κινδύνων και οφελών. Στο πλαίσιο αυτό, τα ομόλογα υποδομής (infrastructure bonds) ή αλλιώς τα ομόλογα έργων (project bonds) είναι εταιρικά ομόλογα που εκδίδονται από την επιχείρηση με σκοπό την προσέλκυση κεφαλαίων που προορίζονται να χρηματοδοτήσουν τη δημιουργία ή / και την αποκατάσταση (ανακατασκευή, εκσυγχρονισμός) υποδομής που πραγματοποιείται στη βάση της σύμπραξης δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Συνήθως, τα ομόλογα υποδομής έχουν διάρκεια τουλάχιστον πέντε ετών με χρόνους κύκλου εργασιών κοντά στα 15-20 χρόνια. Τα ομόλογα υποδομών είναι μία νέα και πολλά υποσχόμενη μορφή χρηματοδότησης έργων υποδομής, με αυξημένο ενδιαφέρον από τους συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο, τόσο από μη επαγγελματίες όσο και από επενδυτές χαρτοφυλακίου, οι οποίοι περιλαμβάνουν ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικά ταμεία και συνταξιοδοτικά ταμεία (Ehlers, 2014; Smith et al., 2016; Lamont & Yong, 2017; Yermolenko et al., 2018). Η διαδικασία για τα ομόλογα υποδομής έχει ως εξής (Yermolenko et al., 2018):

1. Προσδιορισμός πιθανών ιδιωτικών εταίρων που μπορούν να υλοποιήσουν ένα έργο υποδομής στο πλαίσιο της ΣΔΙΤ και να πραγματοποιήσουν διαγωνισμό έργου
2. Σύναψη της συνθήκης για εταιρική σχέση μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών εταίρων και σύναψη συμφωνιών παραχώρησης

3. Προετοιμασία όλων των εγγράφων και μεταφορά τους στην Εθνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Χρηματιστήριο για την εγγραφή ομολόγων υποδομής
4. Παρουσίαση πληροφοριών σχετικά με την έκδοση ομολόγων σε πιθανούς επενδυτές
5. Έκδοση ομολόγων υποδομής σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία και τοποθέτηση για χρονικό διάστημα ίσο με το χρόνο κατασκευής και την περίοδο αποπληρωμής του έργου
6. Κατεύθυνση χρηματοδότησης που ελήφθη από την τοποθέτηση ομολόγων υποδομής για την κατασκευή και ανοικοδόμηση μιας υποδομής
7. Δημόσια αποδοχή έργων υποδομής
8. Συλλογή πληρωμών από χρήστες των εγκαταστάσεων (ολοκληρωμένα ή ανακατασκευασμένα κατασκευαστικά αντικείμενα) και πληρωμή χρηματοδότησης στους ομολογιούχους για την εξαργύρωση της ονομαστικής αξίας και το συσσωρευμένο κέρδος κουπονιού των ομολόγων

Η ελκυστικότητα των ομολόγων υποδομής σε σύγκριση με άλλα μέσα απορρέει από φορολογικά προνόμια και κρατικές εγγυήσεις που παρέχονται τόσο στο κύριο ποσό του χρέους επί ομολόγων όσο και σε σχέση με το αντίστοιχο εισόδημα που λαμβάνουν οι επενδυτές για την παροχή κεφαλαίων για την εκτέλεση του έργου. Τα ομόλογα υποδομής χρησιμοποιούνται ευρέως σε πολλές χώρες, όπως οι ΗΠΑ, η Αυστραλία, η Χιλή, η Ινδία κ.λπ. Η έκδοση ομολόγων υποδομής ικανοποιεί τη ζήτηση σε επενδυτικούς πόρους για την κρατική και ιδιωτική επιχείρηση, καθώς και προσφέρει νέο είδος μακροπρόθεσμου, εγγυημένου χρεογράφου για μια αγορά (Ehlers, 2014; Smith et al., 2016; Yermolenko et al., 2018). Τα βασικά χαρακτηριστικά των ομολόγων υποδομών είναι τα ακόλουθα (Lamont & Yong, 2017; Yermolenko et al., 2018):

1. Η έκδοση ομολόγων υποδομής / έργων πραγματοποιείται με την υποστήριξη του κράτους. Το κράτος ενδιαφέρεται για έργα που έχουν κοινωνικό προσανατολισμό ή θα συμβάλουν στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Για ομόλογα υποδομής, η κρατική υποστήριξη μπορεί να λάβει τη μορφή άμεσων ή έμμεσων εγγυήσεων. Οι ξένες χώρες λαμβάνουν όλα τα δυνατά μέτρα για να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη χρηματοδότησης ομολόγων και λαμβάνουν όλα τα πιθανά μέτρα, όπως: α) τη χορήγηση φορολογικών προνομίων για τους ομολογιούχους με τη μορφή προνομίων για τον εταιρικό φόρο εισοδήματος και τον ατομικό φόρο, β) παροχή φορολογικών παραχωρήσεων στους concessionaire όπως φορολογικά οφέλη κ.λπ., γ) παροχή κρατικών εγγυήσεων για τις νομισματικές υποχρεώσεις των concessionaire στους κατόχους ομολόγων υποδομής, δ) τα ομόλογα λειτουργούν ως εγγύηση δανείου που παρέχεται από μια κρατική τράπεζα προκειμένου να προσελκύσουν πιστωτικά ιδρύματα ως επενδυτές.

2. Ο εκδότης ομολόγων υποδομής είναι μια κοινοπραξία, που δημιουργήθηκε ειδικά για την υλοποίηση ενός συγκεκριμένου επενδυτικού έργου.

3. Τα ομόλογα υποδομής ενέχουν λιγότερο κίνδυνο σε σύγκριση με τα κοινά ομόλογα. Οποιοσδήποτε εκδότης που εκδίδει ομόλογα υποδομής θα μπορεί να πληρώνει κέρδη από ομόλογα μόνο σε περίπτωση που το έργο θα είναι κερδοφόρο και με βάση πόσες πραγματικές ταμειακές ροές θα ταιριάζουν με τις προγραμματισμένες ταμειακές ροές. Ο κύριος σκοπός της επενδυτικής δραστηριότητας οποιασδήποτε επιχείρησης είναι να αυξήσει το κέρδος από επενδυτικές δραστηριότητες με ένα ελάχιστο επίπεδο επενδυτικού κινδύνου. Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα απώλειας υπό μορφή μείωσης κεφαλαίου ή απώλειας κέρδους λόγω της αβεβαιότητας των όρων της επενδυτικής δραστηριότητας. Στην πράξη διακρίνονται δύο βασικοί τύποι κινδύνων: α) γενικοί (συστηματικοί) κίνδυνοι: ο κίνδυνος είναι ίδιος για όλους τους συμμετέχοντες στην επενδυτική δραστηριότητα και καθορίζεται από παράγοντες που ο επενδυτής δεν μπορεί να επηρεάσει. Οι κύριοι τύποι γενικών κινδύνων είναι: κοινωνικοπολιτικοί κίνδυνοι, περιβαλλοντικοί κίνδυνοι,

κίνδυνοι που σχετίζονται με μέτρα κρατικής ρύθμισης, κίνδυνοι αγοράς, πληθωριστικοί κίνδυνοι, κίνδυνοι περιβάλλοντος για συγκεκριμένους τομείς δραστηριότητας, λοιποί κίνδυνοι, β) συγκεκριμένοι κίνδυνοι: είναι κίνδυνοι που εξαρτώνται από την ικανότητα του επενδυτή να επιλέξει τα αντικείμενα της επένδυσης με αποδεκτή διαχείριση κινδύνων.

4. Τέτοιες επενδύσεις σχετίζονται με τυπικούς κινδύνους αγοράς χρηματοοικονομική ικανότητα των εκδοτών, αρνητικές αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς, ρευστότητα και δυναμική της αξίας των τίτλων. Τα κράτη που ενδιαφέρονται να ενθαρρύνουν τις επενδύσεις σε θεσμικές υποδομές επενδύουν σε ειδικές προβλέψεις χρηματοδότησης που μειώνουν τους αναφερόμενους κινδύνους ή / και αυξάνουν την απόδοση της επένδυσης. Στην πλειοψηφία, σχετίζονται με την τοποθέτηση σε ομολόγων υποδομής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Τα ομόλογα μπορούν να αποτελέσουν πηγή χρηματοδότησης για έργα εκσυγχρονισμού διαφόρων χωρών, στο πλαίσιο των συμπράξεων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Οι Yermolenko et al. (2018) αναφέρουν τον σημαντικό ρόλο των ομολόγων υποδομής σε αυτό το πλαίσιο, μέσα από το επιτυχές παράδειγμα χρηματοδότησης σιδηροδρομικών έργων στην Ουκρανία.

Οι Hyun et al. (2017) εξέτασαν την αγορά ομολόγων υποδομής στην Ασία. Για να διατηρήσει τη δυναμική της οικονομικής ανάπτυξης, η Ασία πρέπει να συνεχίσει να επενδύει σε μεγάλο βαθμό σε υποδομές όπως δρόμους, λιμάνια και σταθμούς ηλεκτροπαραγωγής. Η χρηματοδότηση της τεράστιας ζήτησης της περιοχής για επενδύσεις σε υποδομές είναι ουσιαστικό ζήτημα για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής σε ολόκληρη την περιοχή. Στο πλαίσιο της επέκτασης των δημοσιονομικών επιβαρύνσεων των ασιατικών κυβερνήσεων και των αυστηρότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων στον τραπεζικό δανεισμό, τα ομόλογα τοπικού νομίσματος μπορούν να χρησιμεύσουν ως εναλλακτική λύση για τη χρηματοδότηση υποδομών στην Ασία. Μέσα από τη μελέτη τους οι συγγραφείς προσδιορίζουν τους κύριους καθοριστικούς παράγοντες της ανάπτυξης της αγοράς ομολόγων υποδομής. Τα στοιχεία δείχνουν ότι το μέγεθος μιας οικονομίας σχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων υποδομής. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι το Project Bond Initiative, μια πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συνέβαλε σημαντικά στην ανάπτυξη των υποδομών στην Ευρώπη. Οι συνέπειες για τους ασιατικούς φορείς χάραξης πολιτικής είναι ότι η εμβάθυνση της περιφερειακής ολοκλήρωσης των αγορών ομολόγων της Ασίας θα βοηθούσε τις ασιατικές οικονομίες να φτάσουν σε μια αποτελεσματική οικονομική κλίμακα για την προώθηση της αγοράς ομολόγων υποδομής, ενώ παράλληλα τα μέτρα πολιτικής με τη μορφή πιστωτικής ενίσχυσης θα διευκόλυναν την έκδοση ομολόγων υποδομής.

Ο Gemra (2017) εξετάζει την περίπτωση των κρατικών ομολόγων ως εργαλείο εταιρικής χρηματοδότησης στην Πολωνία. Τα ομόλογα αποτελούν σημαντικό μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς και είναι ένα από τα πιο σημαντικά μέσα που χρησιμοποιούνται για επιδοτούμενη χρηματοδότηση. Τόσο οι δημόσιοι φορείς, όπως οι φορείς της κυβέρνησης ή της τοπικής αυτοδιοίκησης, όσο και οι ιδιωτικοί φορείς χρησιμοποιούν ομόλογα. Στην Πολωνία η ανάλυση των εκδοτών που στρέφονται για το κεφάλαιο σε μεμονωμένους επενδυτές δείχνει ότι πρόκειται κυρίως για εταιρείες είσπραξης χρεών και προγραμματιστές. Οι προγραμματιστές θέλουν να διαφοροποιήσουν τις πηγές κεφαλαίων τους ώστε να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο προβλημάτων που προέκυψαν μετά την κρίση, όταν οι τράπεζες έπαψαν να τους παρέχουν χρηματοδότηση. Από την άλλη πλευρά, η ιδιαιτερότητα των εταιρειών είσπραξης χρεών απαιτεί χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων από την έκδοση ομολόγων. Μόνο οι μεγαλύτεροι οργανισμοί είσπραξης χρεών μπορούν να χρηματοδοτηθούν με δάνεια, καθώς οι τράπεζες δεν θέλουν να χρηματοδοτήσουν αυτόν τον κλάδο λόγω της έλλειψης ασφάλειας. Το πλαίσιο των χαμηλών επιτοκίων οδηγεί τους μεμονωμένους επενδυτές να αναζητούν ευκαιρίες για διαφοροποίηση των αποταμιεύσεών τους. Επομένως, οι εκδότες προσφέρουν ομόλογα με υψηλότερα επιτόκια από τις τραπεζικές καταθέσεις. Με βάση τα παραπάνω ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι οι εταιρείες είναι τόσο πρόθυμες να επωφεληθούν από τα προγράμματα εκδόσεων δημόσιων ομολόγων.

Οι ευρωπαϊκές οικονομίες θεωρούνται παραδοσιακά ότι βασίζονται στις τράπεζες για χρηματοδότηση του χρέους. Ωστόσο, σε περιόδους κρίσεων στον τραπεζικό τομέα, αυτό το χαρακτηριστικό μπορεί να υποδηλώνει μια αδυναμία αυτών των οικονομιών όταν μπορεί να συμβεί φαινόμενο συμπίεσης της πίστωσης και η ανταγωνιστικότητα των εταιρειών ενδέχεται να επηρεαστεί αρνητικά λόγω των ασταθών δυνατοτήτων χρηματοδότησης. Υπό αυτές τις συνθήκες, αναμένεται μετάβαση από τραπεζικά δάνεια σε ομόλογα. Στη βάση αυτή, οι Jan και Vladimíra (2017) εξέτασαν την αμοιβαία ανάπτυξη των

αγορών εταιρικών ομολόγων και επιχειρηματικών δανείων στην αναπτυσσόμενη τσεχική οικονομία κατά τα έτη 2006-2014 σε σχέση με τις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008/2009. Ο κύριος στόχος της μελέτης ήταν είναι να προσδιορίσει εάν, χάρη στις επιπτώσεις της παγκόσμιας ύφεσης το 2009, υπήρξε μετατόπιση της τσεχικής οικονομίας στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων από τα δάνεια σε ομόλογα με παρόμοιο τρόπο όπως στην περίπτωση των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας μετά την οικονομική τους κρίση στη δεκαετία του '90. Δεδομένου ότι οι τσεχικές εταιρείες ουσιαστικά δεν χρησιμοποιούν βραχυπρόθεσμα ομόλογα, εξετάζεται μια αμοιβαία σχέση μεταξύ των ποσών των μακροπρόθεσμων εταιρικών ομολόγων και της οικονομικής ανάπτυξης που καταγράφεται από το κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ, όπως επίσης και μεταξύ των μακροπρόθεσμων επιχειρηματικών δανείων και της ανάπτυξης μακροπρόθεσμων εταιρικών ομολόγων. Τα κύρια ευρήματα αυτής της μελέτης είναι ότι μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω ομολόγων αυξάνεται ταχύτερα από τη χρηματοδότηση μέσω δανείων. Έτσι, η τσεχική οικονομία μετατοπίζεται και βασίζεται περισσότερο στην αγορά ομολόγων. Η ανάπτυξη της χρηματοδότησης ομολόγων σχετίζεται θετικά με το κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ. Οι χρονοσειρές τόσο των δανείων όσο και των ομολόγων αναπτύσσονται με την ίδια τάση. Ωστόσο, τα υπολειπόμενα στοιχεία συσχετίζονται αρνητικά, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θέση των δανείων και των ομολόγων ως υποκατάστατα. Δύο βασικές πρακτικές επιπτώσεις μπορούν να προκύψουν από αυτήν τη μελέτη, όπως αναφέρουν οι Jan και Vladimíra (2017). Πρώτον, η αυξανόμενη χρήση των ομολόγων αυξάνει τις απαιτήσεις από τη ρυθμιστική αρχή της αγοράς, ειδικά στον τομέα της παρακολούθησης. Δεύτερον, η αυξανόμενη αγορά ομολόγων οδηγεί σε αυξημένη αποτελεσματικότητα, η οποία καθιστά διαθέσιμες πρόσθετες αποτελεσματικές πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και καθιστά την τσεχική οικονομία πιο ανταγωνιστική ακόμη και σε περιόδους δυσκολιών στον τραπεζικό τομέα.

Σε παρόμοιο πλαίσιο, ο Rapanosz (2017) εξέτασε τη λειτουργία των ομολόγων ως χρηματοδοτικό εργαλείο για εταιρείες εξόρυξης στην Πολωνία τα έτη 2007-2013. Η χρηματοοικονομική ανάλυση βασίστηκε σε δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις (ταμειακές ροές) των μεγαλύτερων μεταλλευτικών εταιρειών στην Πολωνία και τη σύγκριση τους με τα αποτελέσματα των παγκόσμιων μεταλλευτικών επιχειρήσεων σύμφωνα με εκθέσεις που εκπονήθηκαν από διεθνείς συμβουλευτικές εταιρείες. Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας, οι μεταλλευτικές επιχειρήσεις τόσο σε όλο τον κόσμο όσο και στην Πολωνία είναι όλο και πιο πρόθυμες να επωφεληθούν από την έκδοση εταιρικών ομολόγων στο πλαίσιο της χρηματοδότησης. Πρέπει επίσης να αναγνωριστεί ότι κατά την περίοδο ανάλυσης, τόσο οι παγκόσμιες όσο και οι πολωνικές μεταλλευτικές επιχειρήσεις αποκλίνουν από μορφές χρηματοδότησης όπως η έκδοση μετοχών. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι η αγορά ομολόγων στην Πολωνία γίνεται όλο και πιο δημοφιλής, κυρίως λόγω του χαμηλότερου επιτοκίου των ομολόγων σε σύγκριση με τα τραπεζικά δάνεια. Ένας άλλος λόγος μπορεί να είναι ότι οι τράπεζες και οι δυνητικοί αγοραστές μετοχών είναι λιγότερο πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν αυτό το είδος επένδυσης λόγω ενός σχετικά σημαντικού κινδύνου αποδεκτού από τους κατόχους ομολόγων.

Σε σχετικά παρόμοιο πλαίσιο κινείται και η έρευνα των Lam et al. (2011). Κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης 2008-2009 οι τράπεζες ήταν πολύ προσεκτικές στη χρηματοδότηση επιχειρηματικών αναγκών λόγω στενών πιστωτικών συνθηκών. Στο πλαίσιο αυτό, εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης έργων αναζητήθηκαν από προγραμματιστές ακινήτων παγκοσμίως. Στην Ασία, ιδίως στο Χονγκ Κονγκ και τη Σιγκαπούρη, ορισμένοι αξιόπιστοι κατασκευαστές ακινήτων εκμεταλλεύτηκαν τα ομόλογα, εν μέσω μιας ολοένα και πιο ρυθμιζόμενης αγοράς δανείων και ανταγωνιστικών τιμών. Αντιμέτωποι με μια αναπτυσσόμενη αγορά ομολόγων, ορισμένες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων που οργανώθηκαν από αυτούς τους κατασκευαστές ακινήτων ήταν επιτυχημένες. Εκτός από την επενδυτική επιθυμία, οι κατασκευαστές ακινήτων πρέπει να λάβουν υπόψη προσεκτικά τα

πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της συγκέντρωσης κεφαλαίων μέσω εκδόσεων ομολόγων. Οι επιτυχείς εκδόσεις ομολόγων πρέπει να δομηθούν με κατάλληλα χαρακτηριστικά βελτίωσης της πίστωσης, καθώς η αντίληψη του κινδύνου και τα αυξανόμενα επιτόκια αποτελούν μείζονα αποτρεπτικά μέτρα για τους πιθανούς επενδυτές που διαφορετικά θα αντιμετώπιζαν τις χρεοκοπίες των ομολόγων ή θα είχαν υψηλό κόστος ευκαιρίας με τα δεσμευμένα κεφάλαια. Μέσω ορισμένων περιπτώσιολογικών μελετών, η καταλληλότητα χρηματοδότησης ομολόγων για ανάπτυξη ακινήτων συγκρίνεται με τη χρηματοδότηση δανείων από τους Lam et al. (2011). Διαπιστώνεται ότι η στενή παρακολούθηση των συνθηκών της αγοράς και κάποια πρόβλεψη είναι απαραίτητα συστατικά για την επιτυχή χρηματοδότηση ομολόγων.

Ο Brodie (2017) εξέτασε την περίπτωση των ομολόγων σε πλαίσια αναδιάρθρωσης του χρέους σε αναδυόμενες οικονομίες. Ο σχεδιασμός των πλαισίων αναδιάρθρωσης εταιρικών χρεών απαιτεί προσεκτική προσοχή, ιδίως στις οικονομίες των αναδυόμενων αγορών, καθώς επηρεάζει τον βαθμό στον οποίο μπορεί να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων και επομένως να επηρεαστεί η οικονομική ανάπτυξη. Η έκδοση εταιρικών ομολόγων από εταιρείες σε οικονομίες αναδυόμενων αγορών έχει επεκταθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια και οι αναδιρθρώσεις που ασχολούνται με τέτοια ομόλογα είναι πιθανό να είναι πολύ πιο πολυάριθμες στο μέλλον. Ωστόσο, η υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι εξαιρετικά περιορισμένη στην κάλυψη προβληματισμών που σχετίζονται ειδικά με την αναδιάρθρωση εταιρικών ομολόγων. Μέσα από τη μελέτη του ο Brodie (2017) αναφέρεται σε τρία ζητήματα που αφορούν την αγορά ομολόγων. Πρώτον, οι χρηματοοικονομικές συμβάσεις στα ομόλογα τείνουν να είναι συμβάσεις δημιουργίας. Αυτό σημαίνει ότι οι διαπραγματεύσεις με τους πιστωτές μπορεί να αρχίσουν αργότερα από ότι θα συνέβαινε με ένα δάνειο, έτσι ώστε να υπάρχει ιδιαίτερη ανάγκη για το πλαίσιο αναδιάρθρωσης να προβλέπει την ταχεία αναγνώριση της βιωσιμότητας μιας εταιρείας, ταχεία προστασία των περιουσιακών της στοιχείων και (ενδεχομένως) ανάληψη αναδιάρθρωσης

εγκαίρως. Δεύτερον, οι συμμετέχοντες στην αγορά ομολόγων γενικά επιθυμούν να παραμείνουν δημόσιοι, προκειμένου να είναι ικανοποιημένοι ότι είναι ελεύθεροι να διαπραγματεύονται τα ομόλογα. Εάν μια εταιρεία έχει εκκρεμή ομόλογα που εκδίδονται από μια οντότητα στον εταιρικό όμιλό της και αποτελεί αντικείμενο επίσημων διαδικασιών αναδιάρθρωσης, ενδέχεται να είναι σκόπιμο να υπόκειται σε υποχρεώσεις αναφοράς. Τρίτον, εταιρικές οντότητες που εκδίδουν ομόλογα συχνά ενσωματώνονται σε δικαιοδοσίες διαφορετικές από αυτές στις οποίες λειτουργούν κυρίως οι εταιρικοί όμιλοι. Προκειμένου να είναι αποτελεσματική η αναδιάρθρωση που περιλαμβάνει ομόλογα, το πλαίσιο αναδιάρθρωσης σε μια αναδυόμενη οικονομία της αγοράς ενδέχεται να χρειαστεί να αναγνωρίσει τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης του εξωτερικού, αλλά να ληφθεί και ο τρόπος λειτουργίας της αγοράς.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί πως εξαιτίας της ανάπτυξης των πράσινων και των κοινωνικών ομολόγων υπάρχει μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής έρευνας σε αυτό το πεδίο. Ο Warner (2013) τονίζει ότι τα ομόλογα κοινωνικού αντικτύπου προσελκύουν ιδιωτικές επενδύσεις σε κοινωνικά προγράμματα πληρώνοντας ένα ποσοστό απόδοσης της αγοράς εάν επιτευχθούν προκαθορισμένοι στόχοι αποτελεσμάτων. Τα SIB δημιουργούν έσοδα από τα οφέλη των κοινωνικών παρεμβάσεων και συνδέουν την απόδοση με το αποτέλεσμα, περιορίζοντας τον κυβερνητικό έλεγχο μόλις σχεδιαστεί η σύμβαση. Παρά τον ενθουσιασμό της πολιτικής αυτής σε ολόκληρο τον κόσμο, τα SIBs απέτυχαν να προσελκύσουν επενδυτές της ιδιωτικής αγοράς χωρίς ουσιαστικές πρόσθετες εγγυήσεις. Επομένως, τα SIB θέτουν ερωτήματα σχετικά με την ικανότητα της κυβέρνησης να διασφαλίσει ευρύτερες δημόσιες αξίες. Επιπρόσθετα, τα SIB είναι πολύ περίπλοκα: ευθυγράμμιση στόχων, διαχείριση δικτύου, σχεδιασμός αξιολόγησης για τη διασφάλιση της μέτρησης των βασικών αποτελεσμάτων και διαχείριση κινδύνων για επενδυτές, κυβερνήσεις και πελάτες είναι προκλήσεις που αυξάνουν το κόστος συναλλαγών των συστημάτων SIB. Επομένως, ο συγγραφέας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι απαιτείται μια κοινωνιολογική θεσμική προσέγγιση που διερευνά τους εξελισσόμενους

κανόνες και πρότυπα που διέπουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων από βασικούς παράγοντες της αγοράς αυτού του τύπου ομολόγων.

Παρομοίως, οι Arena et al. (2016) υποστηρίζουν ότι το ποσοστό υιοθέτησης των ομολόγων κοινωνικού αντίκτυπου παραμένει μέτριο παρά την ολοένα και μεγαλύτερη προβολή της. Η αναντιστοιχία μεταξύ του διαδεδομένου ενδιαφέροντος και της πραγματικής υιοθέτησης εγείρει ενδιαφέροντα ερωτήματα σχετικά με το εάν αυτό αποτελεί ένα στοιχείο της φάσης πρώιμης υιοθέτησης των SIBs και δεν έχει ακόμη έρθει μαζική διάδοση. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν τρία εμπόδια. Πρώτον, το νομοθετικό πλαίσιο εξακολουθεί να είναι αρκετά συγκεχυμένο και περιορισμένο. Το δεύτερο εμπόδιο αναφέρεται στο επικρατούμενο μοντέλο δημοσίων συμβάσεων. Σε πολλές χώρες, οι ισχύοντες κανόνες των δημοσίων συμβάσεων τείνουν να ευνοούν το κριτήριο της «χαμηλότερης τιμής» παρά της ποιότητας. Σημαντικές πτυχές όπως η καινοτομία, ο προσανατολισμός των χρηστών, η σχέση με την τοπική κοινότητα, οι οποίες χαρακτηρίζουν συνήθως οργανισμούς με ρητό κοινωνικό σκοπό, δεν αξιολογούνται στον διαγωνισμό για χρηματοδότηση. Τέλος, το μοντέλο SIB βασίζεται στην ικανότητα μέτρησης των αποτελεσμάτων της παρέμβασης και επομένως δεν είναι αποτελεσματικές οι κοινές και καθιερωμένες μεθοδολογίες και μετρήσεις. Προκειμένου να ξεπεραστούν αυτά τα εμπόδια, οι προγραμματιστές του SIB αναγκάστηκαν να εισαγάγουν σημαντικές τροποποιήσεις στην αρχική δομή του SIB, με αποτέλεσμα την έλλειψη ενός μοντέλου αναφοράς, κάτι το οποίο επιβραδύνει ή εμποδίζει τη διάδοση των SIB.

Μία κριτική των SIBs διεξάγεται από τους Tan et al. (2019) με αναφορά αυτού του τύπου ομολόγων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι συγγραφείς αμφισβητούν τις κυρίαρχες αφηγήσεις των SIBs ως «win-win» λύσεις για κυβερνήσεις και παρόχους υπηρεσιών. Ενώ τα SIBs μπορούν να προωθήσουν την καινοτομία, δεν είναι σαφές εάν παρέχουν καλύτερη αξία δεδομένης της πολυπλοκότητας των δημόσιων υπηρεσιών. Τα SIBs είναι ένα στρατηγικά διφορούμενο εργαλείο πολιτικής και οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα πρέπει να είναι

προσεκτικοί λόγω συμβατικής πολυπλοκότητας και ζητημάτων ηθικής, διακυβέρνησης, λογοδοσίας και διαφάνειας. Ως εκ τούτου, οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι απαιτείται περαιτέρω και πιο εστιασμένη διερεύνηση των επιπτώσεων αυτών των ομολόγων σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Οι Ormiston et al. (2020) διερευνούν τον τρόπο με τον οποίο ποικίλα ενδιαφερόμενα μέρη πλαισιώνουν τις προσδοκίες τους για ομόλογα κοινωνικού αντικτύπου (SIBs). Χρησιμοποιώντας την ανάλυση λόγου, οι συγγραφείς εξετάζουν τις ανταγωνιστικές προσδοκίες στα δελτία τύπου των SIB, δείχνοντας πώς διαφέρουν μεταξύ των ενδιαφερομένων, μεταξύ των θεσμικών πλαισίων και του πώς εξελίσσονται με την πάροδο του χρόνου. Η μελέτη τονίζει πώς η ιεράρχηση της κοινωνικής χρηματοδότησης και η συνεργασία προνοεί τον ρόλο των ιδιωτών επενδυτών, ο οποίος με τη σειρά του μειώνει το ρόλο των παρόχων υπηρεσιών ως καινοτόμων. Στη βάση αυτή υποστηρίζεται πως, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να ιεραρχήσουν τον ρόλο των παρόχων υπηρεσιών στις επικοινωνίες SIB, καθώς συχνά περιθωριοποιούνται στο συνολικό δημόσιο λόγο - ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια της δομής του SIB. Οι διαφορές που βρήκαν οι συγγραφείς μεταξύ δικαιοδοσιών αποκαλύπτουν ότι τα θεσμικά πλαίσια διαμορφώνουν τη φύση των SIB και ότι το μοντέλο SIB δεν πρέπει να μεταφέρεται με τυποποιημένο τρόπο σε διαφορετικά περιβάλλοντα.

Οι de Gruyter et al. (2020) ασχολούνται στη μελέτη τους με το πώς τα SIBs υγείας ευθυγραμμίζονται με τις προσδοκίες των επενδυτών και τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για την προσέλκυση επενδυτών. Αρχικά αναφέρουν ότι τα SIBs υγείας είναι απίθανο να παρέχουν επαρκείς οικονομικές αποδόσεις, δεδομένου του οικονομικού τους κινδύνου για να προσελκύσουν τους κύριους επενδυτές. Επομένως μπορεί να ταιριάζουν καλύτερα στους επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να δεχτούν χαμηλότερες οικονομικές αποδόσεις αναμεμιγμένες με συγκεκριμένες αποδόσεις στην υγεία. Επομένως, για να καταστούν τα SIBs ένας μηχανισμός βιώσιμης χρηματοδότησης θα πρέπει να αντιμετωπιστούν οι ανησυχίες των επενδυτών.

Η προσέλκυση μιας ευρείας βάσης κεφαλαίου μπορεί να μην είναι εφικτή, επειδή πολλοί επενδυτές εξακολουθούν να αναζητούν τουλάχιστον αποδόσεις επιτοκίου αγοράς, κάτι που είναι απίθανο για πολλά SIBs. Κατά συνέπεια, ενδεχομένως να έπρεπε να υπάρχει στόχευση σε επιλεγμένους επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να δεχτούν χαμηλότερες οικονομικές αποδόσεις με υψηλότερο κίνδυνο αναμεμειγμένο με αποδόσεις επιπτώσεων. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει τη μεγιστοποίηση των πιθανών αποδόσεων των επιπτώσεων και τη μείωση της έκθεσης σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Επίσης, υπάρχουν και έρευνες που εστιάζουν στα πράσινα ομόλογα. Επί παραδείγματι, ο Banga (2019) εξετάζει τις δυνατότητες των πράσινων ομολόγων στην κινητοποίηση της χρηματοδότησης προσαρμογής και μετριασμού για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η άνοδος των πράσινων ομολόγων είναι γεγονός στις ανεπτυγμένες και αναδυόμενες χώρες, υποστηριζόμενη από την αυξανόμενη ευαισθητοποίηση των επενδυτών για το κλίμα. Ωστόσο, στις αναπτυσσόμενες χώρες, η αγορά παραμένει αρχική και το πλήρες δυναμικό της φαίνεται να υποτιμάται. Η έλλειψη κατάλληλων θεσμικών ρυθμίσεων για τη διαχείριση των πράσινων ομολόγων, η έκδοση του ελάχιστου μεγέθους και το υψηλό κόστος συναλλαγών που σχετίζονται με την έκδοση πράσινων ομολόγων, αποτελούν τα βασικά εμπόδια στην ανάπτυξη αυτών των ομολόγων στις αναπτυσσόμενες χώρες. Για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων ο Banga (2019) προτείνει την αποτελεσματική χρήση πολυμερών και εθνικών τραπεζών ανάπτυξης ως ενδιάμεσων ιδρυμάτων για τη διαχείριση των τοπικών πράσινων ομολόγων. Επιπλέον, οι τοπικές κυβερνήσεις υποχρεούνται να παρέχουν στους τοπικούς εκδότες πράσινων ομολόγων εγγυήσεις που στοχεύουν στην κάλυψη του κόστους συναλλαγής που σχετίζεται με την έκδοση πράσινων ομολόγων.

Ο Pham (2016) αναφέρει πως η αγορά πράσινων ομολόγων αποτελεί απάντηση στην αυξανόμενη ζήτηση των επενδυτών για χρηματοοικονομικές επενδύσεις που είναι επωφελείς τόσο περιβαλλοντικά όσο και οικονομικά. Στο

πλαίσιο αυτό αναλύει τη συμπεριφορά μεταβλητότητας της αγοράς πράσινων ομολόγων χρησιμοποιώντας δεδομένα σχετικά με τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος των δεικτών πράσινων ομολόγων S&P μεταξύ Απριλίου 2010 και Απριλίου 2015. Με βάση ένα πλαίσιο πολλαπλών παραλλαγών GARCH, τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι το τμήμα της αγοράς πράσινων ομολόγων με σήμανση (labeled) αντιμετωπίζει μεγάλη ομαδοποίηση μεταβλητότητας, ενώ το μοτίβο ομαδοποίησης μεταβλητότητας είναι ασθενέστερο στο τμήμα της αγοράς χωρίς σήμανση. Διαπιστώθηκε επίσης ότι ένα σοκ στη συνολική αγορά συμβατικών ομολόγων τείνει να διαχέεται στην αγορά πράσινων ομολόγων, όπου αυτό το φαινόμενο διάχυσης μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου. Αυτά τα αποτελέσματα έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων, τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και τη διαχείριση κινδύνων.

Τα πράσινα ομόλογα θα μπορούσαν να διαδραματίσουν βασικό ρόλο στη χρηματοδότηση των επενδύσεων που απαιτούνται για την επίτευξη των παγκόσμιων στόχων για το κλίμα και την ενέργεια και τους στόχους αειφόρου ανάπτυξης του ΟΗΕ. Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα του Bloomberg για την έκδοση εταιρικών πράσινων ομολόγων από το 2010 έως το 2017, οι Chiesa και Barua (2019) διερεύνησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν το μέγεθος του δανεισμού. Χρησιμοποιώντας ένα σύνολο στοιχείων (χαρακτηριστικά ασφαλείας, χαρακτηριστικά εκδότη και χαρακτηριστικά αγοράς) εξετάστηκαν οι επιπτώσεις σε αναδυόμενες και μη αναδυόμενες αγορές. Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι, σε γενικές γραμμές, το μέγεθος της έκδοσης σχετίζεται θετικά με το επιτόκιο κουπονιού, την πιστοληπτική ικανότητα, τη διαθεσιμότητα ασφάλειας και τον τομέα και την οικονομική υγεία του εκδότη. Επιπλέον, οι εκδόσεις σε αναδυόμενες αγορές με διεθνή προσανατολισμό και σε ευρώ, έχουν μεγαλύτερο μέγεθος. Αυτά τα χαρακτηριστικά καθιστούν τα ομόλογα πιο αξιόπιστα, ασφαλή και δημιουργούν αποδόσεις για τους επενδυτές, γεγονός που διευκολύνει το υψηλότερο μέγεθος έκδοσης μέσω της μεγαλύτερης ζήτησης των επενδυτών.

Σε μία άλλη έρευνα, οι Partridge και Medda (2020) διερεύνησαν την απόδοση των πράσινων δημοτικών ομολόγων των ΗΠΑ σε σύγκριση με τα γενικά δημοτικά ομόλογα. Η απόδοση αυτού του τομέα ομολόγων αξιολογήθηκε με δύο διαφορετικές προσεγγίσεις: μέσω της δημιουργίας και της συγκριτικής αξιολόγησης ενός πράσινου δείκτη δημοτικών ομολόγων και αναζητώντας διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των πράσινων δημοτικών ομολόγων και των συμβατικών ομολόγων τους. Διαπιστώθηκε ότι ένας δείκτης που αποτελείται από πράσινα ομόλογα ξεπερνά τον πιο κοντινό ισοδύναμο δείκτη S&P από το 2014 έως το 2018 και υπάρχει ένα στατιστικά σημαντικό πράσινο ασφάλιστρο («greenium») στη δευτερογενή αγορά ομολόγων πέντε μονάδων βάσης έως το 2018. Δεν υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία για την παρουσία του εν λόγω πράσινου στην πρωτογενή αγορά, αλλά υπάρχουν κάποιες πρώτες ενδείξεις ότι αυτό θα μπορούσε να αλλάξει. Αυτά τα αποτελέσματα είναι θεμελιώδη για την ενθάρρυνση της ανάπτυξης στην αγορά πράσινων δημοτικών ομολόγων, η οποία μπορεί να βοηθήσει τις αμερικανικές πόλεις να αποκτήσουν περισσότερα κεφάλαια για πιο βιώσιμα έργα υποδομής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Σε συνθήκες οικονομικής παγκοσμιοποίησης έχει λάβει χώρα μία παγκόσμια ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών σε μια παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά. Αυτή η διαδικασία θα πρέπει να εξεταστεί στο πλαίσιο των εξελίξεων που συμβαίνουν στην παγκόσμια οικονομία, σε συνδυασμό με οικονομικές διαδικασίες και φαινόμενα, με αυξανόμενη αλληλεξάρτηση των εθνικών οικονομιών, λαμβάνοντας υπόψη τη συνεργασία στην παραγωγή μεταξύ επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες και επωφελούνται από το διεθνές εμπόριο. Η διεθνοποίηση των αναπτυσσόμενων αγορών διεγείρεται από την περιφερειακή οικονομική ολοκλήρωση, ως επανάσταση στον τομέα των υπολογιστών και των τηλεπικοινωνιών, της οποίας η πρόοδος αντικατοπτρίστηκε στη δυναμική των ροών κεφαλαίων. Ο βαθμός παγκοσμιοποίησης των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών είναι διαφορετικός, ανάλογα με τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που εξετάζονται: βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα, νομίσματα, ομόλογα ή μετοχές (Duran et al., 2015).

Αναφορικά με το ομόλογο, που ήταν και το αντικείμενο αυτής της εργασίας, διαπιστώθηκε ότι αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό μέσο (και επίσης ένα χρεόγραφο), όπου ο εκδότης είναι ο οφειλέτης στον κάτοχο του ομολόγου (ο ιδιοκτήτης των ομολόγων), ο οποίος δεσμεύεται να πληρώνει περιοδικά τους τόκους και να αγοράζει τα ομόλογα προς όφελος του ιδιοκτήτη των ομολόγων. Το παραπάνω σημαίνει ότι ο εκδότης ομολόγων φέρει χρέος προς τον κάτοχο του ομολόγου και δεσμεύεται να πληρώσει αυτό το χρέος, συμπεριλαμβανομένων των τόκων. Ως εκ τούτου, το ομόλογο είναι ένα μέσο κεφαλαιαγοράς. Από την άποψη του εκδότη, το ομόλογο παρέχει τη δυνατότητα (μέσο) προσωρινής χρήσης μη τραπεζικών κεφαλαίων, συνήθως μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Η προαναφερθείσα περίοδος μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να είναι σημαντικά μεγαλύτερη από τη διάρκεια της πίστωσης που χορηγείται από την τράπεζα. Δεδομένου ότι το ομόλογο είναι εξωτερική πηγή, μπορεί να θεωρηθεί από τον εκδότη ως εναλλακτική πηγή

απόκτησης κεφαλαίου σε σύγκριση με την έκδοση μετοχών και τραπεζικών δανείων. Σε σύγκριση με τις μετοχές, τα ομόλογα αποτελούν μια πολύ φθηνότερη πηγή χρηματοδότησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης λόγω του γεγονότος ότι οι τόκοι επί των τόκων που καταβάλλονται στους κατόχους ομολόγων διαγράφονται ως χρηματοοικονομικά κόστη από το βασικό αποτέλεσμα της εταιρείας πριν από τον υπολογισμό του εισοδήματος φόρος. Αυτό σημαίνει ότι το κόστος του κεφαλαίου που λαμβάνεται από ομόλογα είναι χαμηλότερο από το κόστος του κεφαλαίου που λαμβάνεται από μετοχές, για το οποίο δεν ισχύει τέτοια διαγραφή. Επιπλέον, καταβάλλεται μέρος στους μετόχους από το κέρδος μετά από φόρο, γεγονός που καθιστά επίσης αυτήν την πηγή κεφαλαίου πιο ακριβή (Jones, 2006; Halicki, 2012; Capacity Build Consulting, 2013; Ranosz, 2017).

Στη συνέχεια εξετάστηκαν νέοι τύποι ομολόγων: τα πράσινα ομόλογα (World Bank, 2015; du Pont et al., 2015; UNEP Inquiry, 2017; Claquin, 2017; FC4S, 2018; Aleksandrova-Zlatanska και Kalcheva, 2019), τα ομόλογα με κοινωνικό αντίκτυπο (Kohli et al., 2012; Rudd et al., 2013; Shah & Costa, 2013; Princeton University, 2014; Social Finance, 2014, 2015), τα κοινοτικά ομόλογα (Capacity Build Consulting, 2013) και τα ομόλογα υποδομών (Ehlers, 2014; Smith et al., 2016; Lamont & Yong, 2017; Yermolenko et al., 2018). Αυτοί οι τύποι ομολόγων ενέχουν το σημαντικό πλεονέκτημα ότι αποτελούν μέσο χρηματοδότησης κυβερνητικών, μη κυβερνητικών και ιδιωτικών οργανισμών, στο πλαίσιο της βιώσιμης ανάπτυξης που στηρίζεται στο τρίπτυχο οικονομίας, κοινωνίας και περιβάλλοντος. Μέσα από τη χρήση αυτών των τύπων ομολόγων είναι δυνατή η υιοθέτηση προγραμμάτων με περιβαλλοντικό και κοινωνικό προσανατολισμό, για την επίλυση προβλημάτων που σχετίζονται με το περιβάλλον (π.χ. κλιματική αλλαγή) και την κοινωνία (π.χ. ανάγκες πολιτών που δεν καλύπτονται από το κράτος πρόνοιας).

Η ανασκόπηση προηγούμενων ερευνών κατέληξε σε δύο βασικά συμπεράσματα. Το πρώτο είναι πως εξαιτίας της τελευταίας οικονομικής κρίσης του 2008-2009 και τη μείωση των δυνατοτήτων τραπεζικού δανεισμού, αρκετές εταιρείες στράφηκαν προς την αγορά των ομολόγων (Lam et al., 2011; Gemra, 2017; Jan & Vladimíra, 2017; Ranosz, 2017). Ωστόσο, χρειάζονται περισσότερες έρευνες από διάφορες χώρες προκειμένου να προσδιοριστούν η έκταση, τα οφέλη και τα εμπόδια αυτής της μετάβασης. Επιπρόσθετα, η τρέχουσα οικονομική κρίση εξαιτίας της πανδημίας Covid-19 προσφέρει ένα ακόμη πιο διευρυμένο πλαίσιο για την εξέταση των δυνατοτήτων των ομολόγων ως μέσο χρηματοδότησης, καθώς και την αντίδραση των αγορών σε αυτό το χρηματοπιστωτικό εργαλείο. Επιπλέον, χρειάζονται έρευνες σε διάφορες χώρες εντός και εκτός της Ευρώπης προκειμένου να εξεταστούν τα ομόλογα στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης κρατικού και εταιρικού χρέους (Brodie, 2017).

Το δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι θα πρέπει να μελετηθούν περαιτέρω ζητήματα που αφορούν τα εναλλακτικά ομόλογα νέου τύπου. Για παράδειγμα, αν και τα ομόλογα υποδομών (Hyun et al., 2017; Yermolenko et al., 2018) αποτελούν σημαντικό μέσο χρηματοδότησης έργων υποδομής, χρειάζονται επιπρόσθετα βήματα για την προώθηση αυτής της αγοράς, όπως η εμπάθυνση της περιφερειακής ολοκλήρωσης και η ανταλλαγή καλών πρακτικών μεταξύ των χωρών. Επίσης, οι έρευνες κατέδειξαν πως τόσο τα πράσινα ομόλογα (Pham, 2016; Chiesa & Barua, 2019; Banga, 2019; Partridge & Medda, 2020), όσο και τα ομόλογα με κοινωνικό αντίκτυπο (Warner, 2013; Arena et al., 2016; Tan et al., 2019; Ormiston et al., 2020; de Gruyter et al., 2020) έχουν σημαντικά οφέλη και δυνατότητες, αλλά η αγορά αυτών των τύπων ομολόγων συνδέεται με σημαντικά εμπόδια που περιορίζουν την ανάπτυξη αυτών των αγορών. Κατά συνέπεια, περαιτέρω έρευνες απαιτούνται και σε αυτό το πεδίο, από διάφορες χώρες εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του ΟΟΣΑ, ακόμα και συγκριτικές, ούτως ώστε να

προσδιοριστούν συνολικά αυτά τα εμπόδια και να καταδειχθούν προτάσεις πρακτικής εφαρμογής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Σουμπενιώτης Δ. & Ταμπακούδης Ι., (2017). Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Επενδύσεις. Έκδοση: 1η/2017, Διαθέτης (Εκδότης): ΑΦΟΙ Θ. ΚΑΡΑΓΙΩΡΓΟΥ Ο.Ε., Θεσσαλονίκη, ISBN:978-618-83308-2-5, Κωδικός Βιβλίου στον Εύδοξο: 68402043
- Aleksandrova-Zlatanska, S., & Kalcheva, D. Z. (2019). Alternatives for financing of municipal investments - Green Bonds. *Review of Economic & Business Studies*, 12(1), 57-77.
- Andersson, L. M., & Kalcheva, D. (2018). Local authorities need to meet future challenges with their "affairs" in order - What is creditworthiness and how do municipalities achieve it?. Ανακτήθηκε από: <http://www.maproductions.se/wp-content/2018/06/Affairs-in-order.pdf>
- Arena, M., Bengo, I., Calderini, M., & Chiodo, V. (2016). Social Impact Bonds: Blockbuster or Flash in a Pan?. *International Journal of Public Administration*, 39(12), 927-939.
- Banga, J. (2019). The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(1), 17-32.
- Bhattacharya, A., Meltzer, J. P., Oppenheim, J., Qureshi, Z., & Stern, N. (2016). Delivering on sustainable infrastructure for better development and better climate. Brookings Institution, Washington. Ανακτήθηκε από: <https://www.brookings.edu/research/delivering-on-sustainable-infrastructure-for-better-development-and-better-climate/>
- Boyd, N. E., & Mercer, J. M. (2010). Gains from Active Bond Portfolio Management Strategies. *Journal of Fixed Income*, 19(4), 73-83.

- Brodie, S. (2017). Bonds and restructurings: corporate bond considerations in the design of debt restructuring frameworks in emerging market economies. *Law and Financial Markets Review*, 11(2-3), 117-125.
- Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2002). *Strategic asset allocation: portfolio choice for long-term investors*. Oxford: Oxford University Press.
- Capacity Build Consulting (2013). Community Bonds. A Non-Profit Financing Tool. Ανακτήθηκε από: <http://capacitybuild.ca/wp-content/uploads/2013/10/CommunityBonds-WhitePaper.pdf>
- Chiesa, M., & Barua, S. (2019). The surge of impact borrowing: the magnitude and determinants of green bond supply and its heterogeneity across markets. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(2), 138-161.
- Claquin, T. (2017). Green bonds – a promising tool for climate finance. Ανακτήθηκε από: https://www.ca-cib.com/sites/default/files/2017-02/Proparco_Article_T_CLAQUIN_PSD_22_UK.pdf
- Costa, K., & Shah, S. (2013). Government's Role in Pay for Success. *Community Development Investment Review*, 9(1), 91-96.
- Cox, C. C. (2017). A Comparison of Active and Passive Portfolio Management. Ανακτήθηκε από: https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3080&context=utk_chanhonoproj
- de Gruyter, E., Petrie, D., Black, N., & Gharghori, P. (2020). Attracting investors for public health programmes with Social Impact Bonds. *Public Money & Management*, 40(3), 225-236.
- Du Pont, C. M., Levitt, J. N., Bilmes, L. J. (2015). Green Bonds and Land Conservation: The Evolution of a New Financing Tool. Ανακτήθηκε

από:

http://cpicfinance.com/wp-content/uploads/2017/03/RWP15_072_Bilmes.pdf

Duran, D. K., Gogan, L. M., & Duran, V. (2015). A Possible Approach for Managing Bonds Portfolio. *Procedia Economics and Finance*, 23, 47-53.

Ehlers, T. (2014). Understanding the challenges for infrastructure finance. BIS Working Papers No 454. Ανακτήθηκε από: <https://www.bis.org/publ/work454.pdf>

FC4S (2018). Green Bonds – a key tool for financial centre competitiveness: Lessons from Europe. Ανακτήθηκε από: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-financial_centres_03d.pdf

Field, N. P., & Filanosky, C. (2009). Continuing bonds, risk factors for complicated grief, and adjustment to bereavement. *Death Studies*, 34, 1-29.

Gemra, K. (2017). The program of public bond issue as an instrument of corporate financing. *Tom*, 26, 221-236.

Halicki, J. (2012). Strategies for modern bond portfolio management. Ανακτήθηκε από: https://www.researchgate.net/publication/279770540_Strategies_for_modern_bond_portfolio_management

Hyun, S., Park, D., & Tian, S. (2017). Infrastructure Bond Markets Development in Asia: Challenges and Solutions. *Global Economic Review*, 46(4), 351-371.

Investment Industry Association of Canada (2008). Bonds An introduction to bond basics. Ανακτήθηκε από:

<https://iiac.ca/wp-content/themes/IIAC/resources/146/original/BondsEN.pdf>

Jan, M., & Vladimíra, V. H. (2017). Loan versus Bond Financing of Czech Companies and the influence of the Global Recession. *Journal of Competitiveness*, 9(1), 72-88.

Jones, F. J. (2006). Overview of Fixed Income Portfolio Management. Στο: Fabozzi, F. J., Martellini, L., & Priaulet, P. (Eds.), *Bond Portfolio Management. Best Practices in Modeling and Practices* (σσ. 3-20). New York: John Wiley & Sons.

Kohli, J., Besharov, D. J., & Costa, K. (2012). What Are Social Impact Bonds?: An Innovative New Financing Tool for Social Programs in Social Impact Bonds. Center for American Progress. Ανακτήθηκε από: http://www.welfareacademy.org/pubs/What_are_social_impact_bonds.pdf

Lam, P. I. T., Chiang, Y. H., & Chan, S. H. (2011). Financing real estate development using bonds in Asia. *International Journal of Strategic Property Management*, 15(4), 340-355.

Lamont, D., & Yong, C. (2017). Infrastructure financing: An overview. Ανακτήθηκε από: <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/insights/2017/pdf/uk-pensions/170330-infrastructure-financing-march-2017.pdf>

Lin, Y.-M., Chao, C.-F., & Liu, C.-L. (2014). Transparency, idiosyncratic risk, and convertible bonds. *The European Journal of Finance*, 20(1), 80-103.

Luchian, I., (2013). Basic Trends of the Global Financial Market Development. *Journal of Economy and Sociology*, 1, 76-83.

- Markowitz, H., (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- OECD (2017). *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment*. Paris: EOCED Publishing.
- Ormiston, J., Moran, M., Castellás, E. I., & Tomkinson, E. (2020). Everybody wins? A discourse analysis of competing stakeholder expectations in Social Impact Bonds. *Public Money & Management*, 40(3), 237-246.
- Partridge, C., & Medda, F. R. (2020). The evolution of pricing performance of green municipal bonds. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(1), 44-64.
- Pham, L. (2016). Is it risky to go green? A volatility analysis of the green bond market. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(4), 263-291.
- Princeton University (2014). Social Impact Bonds. A New Tool for Social Financing. Ανακτήθηκε από: <https://www.princeton.edu/sites/default/files/content/Social%20Impact%20Bonds%202014%20Final%20Report.pdf>
- Ranosz, R. (2017). Analysis of bonds as an instrument for financing mining investments. *Archives of Mining Sciences*, 62(2), 397-409.
- Rudd, T., Nicoletti, E., Misner, K., & Bonsu, J. (2013). Financing Promising Evidence-Based Programs. Ανακτήθηκε από: <https://www.mdrc.org/publication/financing-promising-evidence-based-programs>
- Shah, S., & Costa, K. (2013). Social Impact Bonds: White House Budget Drives Pay for Success and Social Impact Bonds Forward. Ανακτήθηκε από: <https://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2013/04/23/6>

[1163/white-house-budget-drives-pay-for-success-and-social-impact-bonds-forward/](https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2016/05/1163/white-house-budget-drives-pay-for-success-and-social-impact-bonds-forward/)

Smith, C. M., McLean, C., Biensan, P., Johnson, S., Millerman, E., Baker, D., & Neaher, E. (2016). Project bonds: Their growing role in global infrastructure finance. Ανακτήθηκε από: https://www.whitecase.com/sites/whitecase/files/files/download/publications/insight_projectbonds_thoughtleadership_0.pdf

Social Finance (2015). A new tool for scaling impact: how social impact bonds can mobilize private capital to advance social good. Ανακτήθηκε από: https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/small_socialfinancewpsinglefinal.pdf

Social Finance (2014). What is Pay for Success?. Ανακτήθηκε από: <https://socialfinance.org/what-is-pay-for-success-2/>

Tan, S., Fraser, A., McHugh, N., & Warner, M. (2019). Widening perspectives on social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, doi: 10.1080/17487870.2019.1568249

Tapestry Capital (2018). Differentiating Community Bonds and Social Impact Bonds. Ανακτήθηκε από: <http://tapestrycapital.ca/socialimpactbonds/>

UNEP Inquiry (2017). Accelerating Financial Centre Action on Sustainable Development. Ανακτήθηκε από: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/12/Accelerating_Financial_Centre_Action_on_Sustainable_Development.pdf

Warner, M. E. (2013). Private finance for public goods: social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16(4), 303-319.

World Bank (2015). What are green bonds?. Ανακτήθηκε από: <http://documents.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>

- Yermolenko, O. A., Kokovikhina, O. O., Boiko, D. I., & Lysonkova, N. M. (2018). Infrastructure Bonds as a Funding Tool for Attracting Financial Resources for Financing Railway Modernization Projects within the Framework of PPP in Ukraine. *International Journal of Engineering & Technology*, 7, 573-577.
- Zhou, X., & Cui, Y. (2019). Green Bonds, Corporate Performance, and Corporate Social Responsibility. *Sustainability*, 11, doi:10.3390/su11236881.