



## Επιτελική Σύνοψη

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

Την περίοδο 1995-2007 η ελληνική οικονομία παρουσίασε ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, κατά μέσο όρο 3,8% ετησίως. Όμως, κατόπιν το Α.Ε.Π. της συρρικνώθηκε, αρχικά, τη διετία 2008-2009, εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και εν συνεχεία, λόγω της εγχώριας κρίσης εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και της δημοσιονομικής προσαρμογής που ακολούθησε. **Συνολικά την περίοδο από το 2008 έως το 2015, που είναι το τελευταίο έτος ύφεσης στην ελληνική οικονομία, αυτή απώλεσε το 26,1% του προϊόντος της. Συνεπώς, ζητούμενο για την Ελλάδα είναι η επιστροφή σταθερά σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, για τη σταδιακή αναπλήρωση των απωλειών στο εγχώριο προϊόν της, αλλά και προκειμένου να υποστηριχθεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της.**

Μια **βασική αιτία** για το ότι έως τώρα **δεν έχει επιτευχθεί η επιστροφή στην ισχυρή ανάπτυξη** των ετών 1995-2007 εντοπίζεται στα **διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του αναπτυξιακού προτύπου** το οποίο ακολουθήθηκε σε αυτή την περίοδο. Συγκεκριμένα, μεταξύ των συνιστωσών του Α.Ε.Π., η **εγχώρια κατανάλωση αποτέλεσε τη βασική πηγή της ανάπτυξης**, δημιουργώντας ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. κατά μέσο όρο 3,2%, ή αλλιώς το 84% του ρυθμού ανόδου του σε αυτό το χρονικό διάστημα. Η ισχυρή μεγέθυνση της κατανάλωσης προήλθε κυρίως από την ταχύτερη αύξηση των εισοδημάτων σε σχέση με την παραγωγικότητα της εργασίας, εν μέρει εξαιτίας της ανόδου των μισθών και των μεταβιβαστικών πληρωμών που κατέβαλε ο δημόσιος τομέας. Η αύξησή τους ήταν ένας από τους λόγους διόγκωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και ακολούθως του δημόσιου χρέους. Η ενίσχυση της κατανάλωσης προήλθε και από τη διεύρυνση των δανειακών υποχρεώσεων του ιδιωτικού τομέα. **Οι επενδύσεις διαδραμάτισαν δευτερεύοντα ρόλο στην αναπτυξιακή διαδικασία**, με μέση συνεισφορά στη μεγέθυνση του Α.Ε.Π. 1,2%. Η καθαρή συνεισφορά του εξωτερικού τομέα στην ανάπτυξη ήταν αρνητική, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν με ταχύτερο ρυθμό σε σχέση με τις εξαγωγές.

Η **διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής** στην οποία βρίσκεται η Ελλάδα από το 2010, καθώς και η ανάγκη μετά την ολοκλήρωσή της επίτευξης υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων επί σειρά ετών, **καθιστούν αδύνατη την επιστροφή σε ισχυρή ανάπτυξη μέσω αύξησης των δημόσιων δαπανών**. Οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά χρηματοδότησαν την περίοδο 1995-2007 τις επενδύσεις και τις λειτουργικές/καταναλωτικές δαπάνες τους **σε μεγάλο βαθμό με τραπεζικό δανεισμό**, ενώ η άντληση πόρων σε αυτήν την περίοδο από τη χρηματιστηριακή αγορά ήταν σχετικά περιορισμένη, στον απόηχο και του βραχυπρόθεσμου,

αλλά μεγάλων διαστάσεων, κύκλου υπερθέρμανσης στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά τα έτη 1997-1999. Όμως, τα **αρκετά λιγότερα κεφάλαια** που πλέον έχουν στη διάθεσή τους οι ελληνικές τράπεζες, λόγω της εκτεταμένης απόσυρσης των καταθέσεων, αλλά και της κατακόρυφης αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, **δεν επιτρέπουν μεσοπρόθεσμα την εκτεταμένη παροχή χρηματοδότησης** στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Επομένως, **ο τρόπος με τον οποίο αναπτύχθηκε η ελληνική οικονομία** μέχρι την παγκόσμια χρηματοπιστωτική και την εγχώρια δημοσιονομική κρίση **ήταν μη διατηρήσιμος μακροπρόθεσμα**. Κατά συνέπεια, **η επιστροφή σε αυτό το αναπτυξιακό πρότυπο δεν είναι ούτε εφικτή, ούτε επιθυμητή**. Για την επαναφορά της ελληνικής οικονομίας σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης **χρειάζεται αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου**, το οποίο πρέπει να δομηθεί στους εξής βασικούς στόχους:

- 1) **Περιορισμός της σημασίας της καταναλωτικής δαπάνης** για τη μεγέθυνση της οικονομίας,
- 2) **Ενίσχυση του ρόλου των επιχειρηματικών επενδύσεων**, οι οποίες διατηρούν και βελτιώνουν την παραγωγική δυναμικότητα μια χώρας,
- 3) **Άνοδος της «καθαρής» συμβολής του εξωτερικού τομέα**, κυρίως από την αύξηση των εξαγωγών.

Για την επιδίωξη αυτών των στόχων απαιτείται πρωτίστως η **διευκόλυνση των επενδύσεων και της εξαγωγικής δραστηριότητας τομέων οι οποίοι καινοτομούν και παράγουν διεθνώς ανταγωνιστικά εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες**, με υψηλή προστιθέμενη αξία και πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα στην ελληνική οικονομία. Για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, η δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να παράσχει σε αυτούς τους τομείς τους πόρους που χρειάζονται, είναι περιορισμένη. Επομένως, για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων για τη μετάβαση στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο, **εναλλακτικές ως προς τον τραπεζικό δανεισμό μορφές χρηματοδότησης** πρέπει να αναπτυχθούν.

Τούτων δεδομένων, η **χρηματοδότηση μέσω της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς** μπορεί και πρέπει να **αξιοποιηθεί σε μεγαλύτερο βαθμό**, τόσο ως προς τη διοχέτευση των εγχώριων αποταμιεύσεων σε επιχειρηματικές επενδύσεις, όσο και ως προς την προσέλκυση επενδυτικών πόρων από το εξωτερικό. Οι επιλογές άντλησης κεφαλαίων που προσφέρουν οι χρηματιστηριακές αγορές πρέπει να αναδειχθούν στην Ελλάδα και να αναπτυχθούν περαιτέρω. Ειδικά σε ότι αφορά τη **χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς**, έχουν διαμορφωθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά και εγχωρίως, νέα εργαλεία χρηματοδότησης των ΜμΕ. Αυτά τα χρηματοδοτικά μέσα μπορούν να είναι ιδιαίτερα χρήσιμα στην περίπτωση της Ελλάδας, στην οποία **το ποσοστό μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων είναι πολύ υψηλότερο** από το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και ειδικά σε εγχώριους κλάδους με ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και μικρό μέσο μέγεθος επιχείρησης, όπως ο τουρισμός και ο αγροδιατροφικός τομέας.

Οι χρηματιστηριακές αγορές μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο και ως προς την **ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος**. Οι επικρατούσες δημογραφικές τάσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες, με σημαντικότερη την αυξημένη αναλογία συνταξιούχων προς εργαζομένους, καθώς και οι σχετικά υψηλές παροχές στους απόμαχους της εργασίας, έχουν καταστήσει απαραίτητη τη **μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματός τους**. Αυτή πρέπει να αποσκοπεί στη διαμόρφωση ενός ασφαλιστικού συστήματος του οποίου ο **αναδιανεμητικός ρόλος** από εργαζομένους προς συνταξιούχους να είναι **ηπιότερος**, διασφαλίζοντας ένα συγκεκριμένο επίπεδο εισοδήματος για όλους τους συνταξιούχους,

**προωθώντας παράλληλα την αποταμίευση κεφαλαίων** από τους εργαζομένους, για τη συμπλήρωση του βασικού, εγγυημένου από την αναδιανεμητική λειτουργία εισοδήματος. Παρά ταύτα, η διεύθυνση του κεφαλαιοποιητικού συστήματος και η ανάπτυξη του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα στην Ελλάδα (ομαδική και ατομική αποταμίευση, σε επαγγελματικά ταμεία και ιδιωτικές ασφαλιστικές επιχειρήσεις) γίνονται με πολύ αργούς ρυθμούς, ειδικά σε σύγκριση με άλλα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η περαιτέρω ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, ως αναπόσπαστο μέρος της ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαιαγορών, αποτελεί απαραίτητο βήμα για την ενδυνάμωση του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος στην Ελλάδα. Με την αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών που θα παρέχει, θα είναι εφικτή η **ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος, η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου** των μελλοντικών συνταξιούχων, αλλά και η **αύξηση στο παρόν των επενδύσεων** στην ελληνική οικονομία.

Λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους και τις προϋποθέσεις για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας και την αλλαγή του αναπτυξιακού της προτύπου, όπως επίσης τις ανάγκες του ασφαλιστικού συστήματος και τις μεταρρυθμίσεις που χρειάζεται, η **μελέτη του Ι.Ο.Β.Ε.** με τίτλο **«Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και το νέο αναπτυξιακό πρότυπο της Ελλάδας»** αναδεικνύει τις λύσεις που προσφέρει η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά για τη συγκέντρωση κεφαλαίων για αυτούς τους σκοπούς.

Η μελέτη ξεκινά με τη παρουσίαση της εξέλιξης βασικών μεγεθών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στην περίοδο 2000-2016 και την ερμηνεία των τάσεων τους. Σκοπός της ανάλυσης είναι η ανίχνευση **ενδεχόμενων συσχετίσεων των τάσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών** με την περίοδο ταχείας ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας κατά τα έτη 2000-2007, αλλά και με τις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς και της εγχώριας κρίσης εξυπηρέτησης χρέους, προκειμένου να αναδειχθεί η επίδραση των οικονομικών κύκλων στην εγχώρια κεφαλαιαγορά. Η διακύμανση στην εξεταζόμενη περίοδο των δεικτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της εμπορευσιμότητας των μετοχών που είναι διαπραγματεύσιμες σε αυτό, η εξέλιξη της διάρθρωσης της κεφαλαιοποίησής του και ευρύτερα, οι τάσεις στα ποσοτικά μεγέθη της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, αναδεικνύουν, όπως αναμενόταν, ότι **αυτά τα μεγέθη και δείκτες επηρεάζονται από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα**, εγχώρια και διεθνή, αρνητικά αλλά και θετικά. Αυτό το γεγονός συνεπάγεται ότι σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, δημοσιονομικής προσαρμογής, διεθνών χρηματιστηριακών κρίσεων κ.λπ., η πλέον πιθανή εξέλιξη στην κεφαλαιαγορά εγχωρίως είναι ότι θα συντονιστεί με αυτές τις τάσεις. Από την άλλη πλευρά, εάν η ελληνική οικονομία εισέλθει σε τροχιά ανάκαμψης, η χρηματιστηριακή αγορά θα την ακολουθήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα, π.χ. όπως έγινε στην περίοδο του δεύτερου εξαμήνου του 2013 και του αρχικού εξαμήνου του 2014. Η **σημασία της θετικής συσχέτισης** μεταξύ της τάσης της κεφαλαιαγοράς και των πολιτικοοικονομικών εξελίξεων πιθανόν να είναι **κρίσιμη στην αρχή μιας περιόδου ανάκαμψης**, προκειμένου αυτή να εδραιωθεί, μέσω και των χρηματοδοτικών δυνατοτήτων που παρέχει το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Κατόπιν, εξετάζονται οι **μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας** και οι παράγοντες οι οποίοι θα τις καθορίσουν. Η **αναμενόμενη συνεχής άνοδος του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος**, με αυξανόμενο ρυθμό, έως τουλάχιστον το 2019, αναμένεται θα προέλθει **πρωτίστως από διεύρυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης**. Η ώθηση στο ΑΕΠ από την κατανάλωση των νοικοκυριών θα μετριαστεί από την αναμενόμενη ενίσχυση της ζήτησης για εισαγόμενα προϊόντα. Η **αρνητική επίδραση των περισσότερων εισαγωγών** αποτυπώνεται στην τάση του **ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών**, το οποίο εκτιμάται ότι **είτε θα βελτιωθεί**

**οριακά, είτε θα παρουσιάσει μικρή επιδείνωση.** Καθώς δεν αναμένεται οι αποκαλούμενες «καθαρές εξαγωγές» να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, η μοναδική συνιστώσα εκτός της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία μπορεί να συμβάλλει στην επίτευξη των προβλεπόμενων ρυθμών ανάπτυξης είναι οι **επενδύσεις**. Άλλωστε, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών συμπίπτουν ως προς το ότι η διεύρυνση των επενδύσεων στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα θα είναι η μεγαλύτερη μεταξύ των συνιστωσών του ΑΕΠ.

Συνεπώς, για την **ανάκτηση της αναπτυξιακής δυναμικής** της ελληνικής οικονομίας, απαιτείται η **σταθερή, ισχυρή αναθέρμανση των επενδύσεων**. Ωστόσο, αυτή **δεν μπορεί να προέλθει** από τις ίδιες κατηγορίες σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου με εκείνες στην περίοδο 1995-2007. Το **απόθεμα σε κατοικίες** είχε αυξηθεί ιδιαίτερα στην περίοδο πριν την εγχώρια δημοσιονομική κρίση, όπως και σε **μεταφορικά μέσα**. Ακολουθώντας, γίνονται στη μελέτη εκτιμήσεις για τις εξελίξεις και τους παράγοντες οι οποίοι θα επηρεάσουν τις **επενδύσεις στα επόμενα έτη**, εξετάζοντας παράλληλα τη συσχέτισή τους με τις προτεραιότητες του νέου αναπτυξιακού προτύπου.

Στους **κλάδους με τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης και υψηλή πιθανότητα πραγματοποίησης επενδύσεων** στα προσεχή έτη, συγκαταλέγονται **εξωστρεφείς κλάδοι της Μεταποίησης, ο τομέας του Τουρισμού, το οικοσύστημα δραστηριοτήτων στις Μεταφορές και την Αποθήκευση και η Ενέργεια**. Αυτοί οι κλάδοι έχουν σημαντική εξαγωγική δραστηριότητα και μπορούν να συμβάλλουν στην αλλαγή του τρόπου ανάπτυξης της Ελλάδας. Οι **παραχωρήσεις και οι αποκρατικοποιήσεις** αναμένεται να επιδράσουν καταλυτικά στην υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων σε αυτές και άλλες δραστηριότητες. Οι **επενδύσεις σε εγκαταστάσεις παραγωγής προϊόντων και παροχής υπηρεσιών, σε μηχανήματα και εξοπλισμό**, τις οποίες θα χρειαστούν οι παραπάνω κλάδοι, είναι **περισσότερο προσανατολισμένες στην ενίσχυση της παραγωγής και της παραγωγικότητας** μιας οικονομίας, σε σύγκριση με την κατασκευή κατοικιών και την απόκτηση μεταφορικών μέσων στο παρελθόν.

Το γεγονός ότι **διαχρονικά η ελληνική οικονομία βασίζεται στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις** περισσότερο από ότι οι υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (>99% των επιχειρήσεων το 2015), αναδεικνύει τον **κομβικό ρόλο που θα διαδραματίσουν οι ΜμΕ σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο**. Επομένως, οι πολιτικές οι οποίες θα εφαρμοστούν για τη διευκόλυνση των επιχειρήσεων, αλλά και τα χρηματοδοτικά μέσα τα οποία θα είναι διαθέσιμα για αυτές, θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις ανάγκες, τον τρόπο οργάνωσης κ.λπ. των ΜμΕ. Δεδομένης της **πιστωτικής συρρίκνωσης από τον τραπεζικό τομέα** προς τις επιχειρήσεις από το 2010, είναι απαραίτητη η **αξιοποίηση όλων των πιθανών πηγών χρηματοδότησης** των επιχειρήσεων για σταθερή τόνωση της επενδυτικής δραστηριότητας, στις οποίες συγκαταλέγονται τα χρηματοδοτικά εργαλεία του **Χρηματιστηρίου Αθηνών**.

Κατόπιν της προσέγγισης των κλάδων και των κατηγοριών επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας που θα χρειαστούν κεφαλαιακή ενίσχυση στα προσεχή έτη για την πραγματοποίηση επενδύσεων, προκειμένου να συμβάλλουν, μεταξύ άλλων, στη σταδιακή μεταβολή του αναπτυξιακού της προτύπου, έγινε **εμπειρική εξέταση της τρέχουσας κατάστασης ρευστότητας** των εγχώριων επιχειρήσεων. Από τις οικονομετρικές εκτιμήσεις της τάσης της μόχλευσης (αναλογία των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια) σε κλαδικό επίπεδο, προέκυψε μια **αύξησή της μεσοπρόθεσμα, έως το 2020**, σε 18 από τους 24 κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Σε πέντε εξ' αυτών, η άνοδος προέρχεται κυρίως από μια **αλματώδη αύξηση του δείκτη μόχλευσης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων** στο τελευταίο ή στα τελευταία δυο έτη της εξεταζόμενης περιόδου (2015 -2016). Το γεγονός ότι η ανοδική

τάση είναι γενικευμένη μεταξύ των κλάδων, περιορίζει την πιθανότητα αυτή να οφείλεται σε ακραίες περιπτώσεις ορισμένων μεγάλων επιχειρήσεων. Από τα συνολικά σε επίπεδο κλάδων στοιχεία που διαμορφώνουν το δείκτη μόχλευσης, προκύπτει μία **απότομη μείωση των ιδίων κεφαλαίων στη διετία 2015-2016** στους κλάδους στους οποίους την ανοδική τάση καθόρισαν μη εισηγμένες επιχειρήσεις. **Μειώνονται και οι υποχρεώσεις τους**, ωστόσο η ποσοστιαία μείωση των ιδίων κεφαλαίων είναι πολύ υψηλότερη εκείνης των υποχρεώσεων, **αυξάνοντας κατακόρυφα το δείκτη μόχλευσης**.

Την παρατηρούμενη αρνητική εξέλιξη της ρευστότητας ορισμένων κλάδων το 2015 και 2016 ενδεχομένως προκάλεσαν οι **επιπτώσεις των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων**, οι οποίοι επιβλήθηκαν στο τέλος του Ιουνίου του 2015 και συνεχίζονται έκτοτε. Η ενίσχυση της μόχλευσης ενδεχομένως να οφείλεται και σε **αύξηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων** λόγω της παρατεταμένης αδυναμίας τους να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους, με συνέπεια την αύξηση των τόκων πληρωτέων. Ανεξαρτήτως των αιτιών που οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη, η **εκτιμώμενη αρνητική τάση της μόχλευσης** στην πλειονότητα των κλάδων τα προσεχή έτη αναδεικνύει την **ανάγκη εύρεσης εναλλακτικών του τραπεζικού δανεισμού, με χαμηλότερο κόστος, πηγών χρηματοδότησης**.

Με δεδομένες την **πιστωτική στενότητα από το τραπεζικό σύστημα** και την εκτιμημένη **ανοδική τάση της μόχλευσης** στην πλειονότητα των κλάδων τα προσεχή έτη, και λαμβάνοντας υπόψη τις υψηλές χρηματοδοτικές ανάγκες για τη σταθερή ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας μέσω επενδύσεων και τη μετάβασή της σε ένα καινούργιο αναπτυξιακό πρότυπο, εν συνεχεία παρουσιάζονται στη μελέτη **τρόποι άντλησης ρευστότητας αντί του τραπεζικού δανεισμού, διαθέσιμοι μέσω των αγορών κεφαλαίων**.

Στα **χρηματοδοτικά εργαλεία μέσω των χρηματιστηριακών αγορών** τα οποία παρουσιάζονται στη μελέτη περιλαμβάνονται η τιτλοποίηση απαιτήσεων (securitisation), η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η έκδοση ομολογιών, η έκδοση δικαιωμάτων προαίρεσης και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης μέσω του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Αυτά τα χρηματοδοτικά εργαλεία είναι αξιοποιήσιμα κυρίως από μεγάλες επιχειρήσεις. Υπάρχουν όμως και **χρηματοδοτικά μέσα τα οποία είναι εφικτό να αξιοποιηθούν από επιχειρήσεις κάθε μεγέθους**, όπως οι αγορές ομολόγων λιανικής για μικρομεσαίες επιχειρήσεις (π.χ. BondM στην Γερμανία, ExtraMOTPRO στην Ιταλία), τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια (listed private equity), οι τίτλοι παραστατικών δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (warrants). Ορισμένα εξ' αυτών είναι σε κάποιες χώρες διαθέσιμα και σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, όπως τα επονομαζόμενα «mini-bonds» στην Ιταλία. Ως προς τα πλεονεκτήματα τέτοιων χρηματοδοτικών εργαλείων, ενδεικτικά, η έκδοση μετοχών σε συνδυασμό με warrants θεωρείται κίνητρο προσέλκυσης επενδυτών σε περιπτώσεις όπου ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι υψηλότερος, όπως στις start-up εταιρίες και τις μικρότερες επιχειρήσεις, επειδή οι εταιρίες δεσμεύονται σε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε προκαθορισμένη περίοδο, στην τιμή της εξάσκησης του δικαιώματος κτήσης, παρέχοντας και το δικαίωμα αγοράς επιπλέον μετοχών, στην τιμή εξάσκησης.

Η **Εναλλακτική Αγορά (EN.A.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών**, αποτελεί άλλον ένα μηχανισμό άντλησης χρηματοδότησης ο οποίος απευθύνεται αποκλειστικά στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ορισμένα χαρακτηριστικά της EN.A. που διευκολύνουν την πρόσβαση σε αυτή είναι τα κριτήρια εισόδου, τα οποία μπορούν να ικανοποιήσουν αρκετές από τις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις στην Ελλάδα, αλλά και μικρότερες.

Παρά το πλήθος των εναλλακτικών επιλογών άντλησης κεφαλαίων οι οποίες υπάρχουν μέσω των χρηματιστηριακών αγορών, η συμβολή τους στη χρηματοδότηση της οικονομίας στην Ελλάδα αλλά και στην Ευρώπη δεν έχει αναπτυχθεί, ιδίως σε σύγκριση με τις Η.Π.Α. Βασική αιτία για τη **χαμηλή απήχηση των χρηματοδοτικών εργαλείων** μέσω των κεφαλαιαγορών στις επιχειρήσεις αποτελεί η ελλιπής πληροφόρησή τους σχετικά με αυτά. Ιδιαίτερα χαμηλή είναι η πληροφόρηση για τις **δυνατότητες χρηματοδότησης αξιοποιώντας ηλεκτρονικά μέσα**, όπως οι πλατφόρμες ηλεκτρονικής έκδοσης ομολόγων, ο πληθοπορισμός (crowdfunding). Κύριο πλεονέκτημά τους έναντι των περισσότερο συμβατικών διαδικασιών χρηματοδότησης, ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, είναι το **χαμηλό κόστος πρόσβασης**, αφού δεν χρειάζεται η παρέμβαση εξειδικευμένων οργανισμών, όπως επενδυτικών οίκων. Οι δυσχέρειες άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών ή χρεογράφων, συνδέονται με θέματα όπως το κόστος συναλλαγής, οι προϋποθέσεις εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά, ζητήματα που απορρέουν από το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των κεφαλαιαγορών κ.ά.

Στην **πλευρά των επενδυτών**, σημαντικός **ανασχετικός παράγοντας** ως προς την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν θεωρείται ο περιορισμένος όγκος πληροφοριών για τις επιχειρήσεις, π.χ. ως προς τα οικονομικά αποτελέσματα, την πιστοληπτική τους ικανότητα, που δεν επιτρέπει τον εντοπισμό ελκυστικών επιχειρήσεων ή συγκεκριμένων έργων τους.

Κατόπιν της παρουσίασης των διαθέσιμων μέσων χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών, η μελέτη εστιάζει σε **συνθήκες που πρέπει να δημιουργηθούν** για την **προσέλκυση κεφαλαίων από επιχειρήσεις**, ιδίως μικρομεσαίες, οι οποίες αναμένεται να έχουν καθοριστικό ρόλο στη μετάβαση της ελληνικής οικονομίας σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο. Απαραίτητη προϋπόθεση για αυτή την εξέλιξη σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, όχι μόνο στην Ελλάδα, είναι η σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, κατόπιν της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Αυτό τον σκοπό εξυπηρετεί η **Τραπεζική Ένωση της Ε.Ε.** (Banking Union), ένα σύστημα τραπεζικής εποπτείας, το οποίο περιλαμβάνει μηχανισμό εξυγίανσης τραπεζικών ιδρυμάτων και λειτουργεί βάσει κοινών κανόνων για όλες τις χώρες της Ένωσης.

Η **χαλάρωση ή η άρση περιοριστικών κανονισμών** στη **διασυνοριακή κίνηση και διαχείριση κεφαλαίων**, επίσης αποτελεί σημαντικό κίνητρο για την προσέλκυση διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων. Ενδεικτική ως προς τις ενέργειες σε επίπεδο ΕΕ για τον εναρμονισμό των νομοθετικών πλαισίων για επενδύσεις σε κεφάλαια, είναι η οδηγία για τους «Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων» (2011/61/Ε.Ε.), η οποία αποσκοπεί στη διευκόλυνση των συναλλαγών από διαχειριστές εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων (π.χ. ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων) σε όλα τα κράτη - μέλη της Ε.Ε. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις το **ρυθμιστικό πλαίσιο της Ε.Ε.** για τη διασυνοριακή κίνηση κεφαλαίων μάλλον είναι σχετικά **αυστηρό**, για λόγους όπως η **προστασία των επενδυτών**. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της επιδίωξης αποτελεί η κοινοτική οδηγία «Φερεγγυότητα II» (Solvency II), η οποία διέπει τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις επενδυτικές επιχειρήσεις, επηρεάζοντας σε σημαντικό βαθμό τη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου τους. Από την άλλη πλευρά, οι προδιαγραφές οι οποίες έχουν τεθεί με αυτή την οδηγία στη διάρθρωση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου, περιορίζουν τους τίτλους στους οποίους μπορούν να γίνουν επενδύσεις, ως προς την προσδοκώμενη απόδοση και άρα το βαθμό επενδυτικού ρίσκου τους, την περίοδο ωρίμανσης, τη διαφοροποίησή τους.

Σημαντικά επενδυτικά κίνητρα στην Ε.Ε. σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, είναι τα **φορολογικά**. Πολιτικές όπως η καθιέρωση ενός **ενιαίου τρόπου φορολόγησης των**

**εταιρειών στην Ε.Ε.** θεωρείται ότι μπορούν να συμβάλλουν σε σημαντικό βαθμό στην προώθηση των επενδύσεων και της απασχόλησης. Υπό μια κοινή ενοποιημένη βάση φορολογίας εταιρειών στην ενιαία αγορά της Ε.Ε. (**Common Consolidated Corporate Tax Base, CCCTB**), οι διασυνοριακές εταιρίες θα μπορούν να πραγματοποιηθούν ευκολότερα και φθηνότερα σε ευρωπαϊκά κράτη, επομένως και να προβούν σε άμεσες επενδύσεις.

Υψηλή σημασία από τους επιχειρηματικούς φορείς πανευρωπαϊκά (π.χ. BusinessEurope) για την εύρεση των κεφαλαίων τα οποία χρειάζονται οι νεοσύστατες επιχειρήσεις και οι αναπτυσσόμενες ΜμΕ, αποδίδεται στη **μη τραπεζική χρηματοδότηση**. Στις προτάσεις τους αναδεικνύουν νέα **χρηματοδοτικά και διοικητικά σχήματα** τα οποία έχουν αναπτυχθεί διεθνώς τα τελευταία χρόνια, όπως οι επιχειρηματικοί άγγελοι (business angels), η μικροχρηματοδότηση (“microfinance”). Επίσης, προτιμούν και χρηματοδοτικούς μηχανισμούς οι οποίοι αξιοποιούν **νέες τεχνολογίες**, όπως οι ψηφιακές πλατφόρμες.

Στα σημαντικότερα **νέα χρηματοδοτικά εργαλεία και πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης** για τις ΜμΕ τα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν εγχωρίως, συγκαταλέγονται η Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΕΝ.Α.), τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια (listed private equities), όπως οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.) και οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.), οι εταιρίες επενδυτικής διαμεσολάβησης, η συμβουλευτική επιχειρήσεων (business mentors) και η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance). Η **Εναλλακτική Αγορά** και τα **εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια** αποτελούν χρηματοδοτικές δυνατότητες μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ωστόσο την τρέχουσα περίοδο ουσιαστικά δεν αξιοποιούνται από τις εγχώριες επιχειρήσεις. Όμως, εφόσον σταδιακά αξιοποιηθούν, μπορούν να έχουν σημαντικές θετικές επενέργειες στη χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Η μελέτη ολοκληρώνεται εξετάζοντας το ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν οι κεφαλαιαγορές διεθνώς, επομένως και στην Ελλάδα, στην **ενίσχυση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος**. Η **κυρίαρχη μεταρρυθμιστική τάση** στην πρόσφατη περίοδο στα ασφαλιστικά συστήματα είναι η μετάβαση προς ένα σύστημα το οποίο περιλαμβάνει στον **πρώτο πυλώνα**, ο οποίος βρίσκεται υπό κρατικό έλεγχο, και ένα **κεφαλαιοποιητικό σκέλος**. Οι χώρες που έχουν μεταβεί σε συστήματα με αυτό το χαρακτηριστικό, έχουν ως στόχο την αντιμετώπιση των παραγόντων που απειλούν μακροπρόθεσμα τη βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος, όπως η γήρανση ενός συνεχώς αυξανόμενου μέρους του πληθυσμού, η άνοδος του προσδόκιμου ζωής.

Στην **Ελλάδα**, **κύριος πυλώνας του συστήματος συνταξιοδότησης είναι ο πρώτος**, στο πλαίσιο του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, **με αμιγώς αναδιανεμητικό ρόλο**. Ωστόσο τυπικά το εγχώριο συνταξιοδοτικό σύστημα τυπικά αποτελείται από τους τρεις πυλώνες οι οποίοι ορίστηκαν από την Παγκόσμια Τράπεζα το 1994. Στο **δεύτερο πυλώνα** υπάγονται τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα μέσω της επιχείρησης στην οποία εργάζεται ο απασχολούμενος, τα οποία διεθνώς αποκαλούνται **επαγγελματικά**, ενώ ο **τρίτος πυλώνας** ασφάλισης έγκειται στα **εθελοντικά, ατομικά κεφαλαιοποιητικά προγράμματα** ιδιωτικής ασφαλιστικής κάλυψης. Τα ιδιωτικά, επαγγελματικά και προσωπικά συνταξιοδοτικά προγράμματα εγχωρίως είναι πολύ λίγα, κάτι που αποτυπώνεται στο ότι η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους **ουραγούς μεταξύ των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α.** στη ζήτηση ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ως προς το σύνολο των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών στοιχείων. Συνεπώς, τα νοικοκυριά εγχωρίως προσδοκούν την κάλυψη των δαπανών συνταξιοδότησης από το κρατικό, αναδιανεμητικό σύστημα.

Και οι **επιλογές τοποθετήσεων των ασφαλιστικών ταμείων** στην Ελλάδα διαφέρουν από το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ, έχοντας **περισσότερο αποταμιευτικό και λιγότερο επενδυτικό χαρακτήρα**. Εγχωρίως το 2015, το 71,5% των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων αφορούσε σε ομόλογα και μόλις το 5,3% σε μετοχές, ποσοστά που είναι το έκτο υψηλότερο και το έκτο χαμηλότερο αντίστοιχα μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Ένα υψηλό ποσοστό, 17,4%, κατευθύνεται σε καταθέσεις και μετρητά, ενώ το υπόλοιπο 5,8% σε λοιπές τοποθετήσεις. Κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ τα ομόλογα επίσης αποτελούν πρώτη επιλογή, όμως έπονται οι μετοχές και ακολουθούν με αρκετά μικρότερο μερίδιο οι λοιπές τοποθετήσεις. Οι **συντηρητικές τοποθετήσεις** των ασφαλιστικών ταμείων στην Ελλάδα επηρεάζουν αντίστοιχα τις **αποδόσεις** τους.

Στην **αναγκαία σταδιακή αναδιάρθρωση** του ασφαλιστικού συστήματος εγχωρίως στην κατεύθυνση της ανάπτυξης του κεφαλαιοποιητικού του σκέλους, μπορεί να συμβάλλει η προωθούμενη **Ένωση Κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Capital Markets Union)**. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών συμπληρώνει τις χρηματοοικονομικές μεταρρυθμίσεις των τελευταίων ετών στην ΕΕ και την Τραπεζική Ένωση, που αποσκοπούν στην **ενίσχυση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα** μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, προκειμένου να αποκατασταθεί και να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επιπλέον, η CMU επεκτείνει προηγούμενες πρωτοβουλίες για την προώθηση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, θέτοντας ορισμένους κοινούς στόχους με το προϋπάρχον Σχέδιο Δράσης Παροχής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (Financial Services Action Plan - FSAP). Σε αυτούς περιλαμβάνονται η **μείωση των εμποδίων στις διασυνοριακές χρηματοοικονομικές επενδύσεις**, με σκοπό την αύξηση της αποδοτικότητας μέσω του μεγαλύτερου ανταγωνισμού, καθώς και η **μεγαλύτερη διαφοροποίηση του επενδυτικού κινδύνου** από τη διεύρυνση των επιλογών τοποθετήσεων.

Με τη σταδιακή επίτευξη των παραπάνω στόχων, η **Ένωση Κεφαλαιαγορών** θα προσφέρει στα **νοικοκυριά περισσότερες δυνατότητες** αξιοποίησης των αποταμιεύσεών τους, π.χ. σε προγράμματα συντάξεων τα οποία επενδύουν και σε αγορές κεφαλαίων, περιορίζοντας ταυτόχρονα τους δυνητικούς κινδύνους τέτοιων τοποθετήσεων. Το **εύρος και η ποιότητα των επενδυτικών επιλογών** θα αυξηθούν και για τα ασφαλιστικά ταμεία. Το **νομικό πλαίσιο εγχωρίως για την προστασία των επενδυτών** (Ν. 4099/2012), το οποίο πληροί τις ισχύουσες **κοινοτικές προδιαγραφές**, αποτελεί πρόσθετο παράγοντα ο οποίος ευνοεί τις επενδύσεις σε προϊόντα τα οποία βασίζονται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Πλέον **απαραίτητη εξέλιξη** για την **αναδιάρθρωση του εγχώριου ασφαλιστικού συστήματος** προκειμένου αυτό να αποκτήσει και αποταμιευτικό χαρακτήρα, θα αποτελέσει η **μεταρρύθμιση του πρώτου του πυλώνα**, με την εισαγωγή σε αυτόν ενός **κεφαλαιοποιητικού σκέλους**, βασιζόμενου στο πρότυπο των συστημάτων Πλασματικά Καθορισμένων Εισφορών (Notional Defined Contribution Systems). Στην ενίσχυση του κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα θα συμβάλλουν και ορισμένες αλλαγές για την **ανάπτυξη του δεύτερου πυλώνα**, δηλαδή των επαγγελματικών ταμείων, όπως: i) η **μείωση του ελάχιστου απαιτούμενου αριθμού εργαζομένων** σε μια επιχείρηση για τη σύστασή τους, ii) η **θέσπιση φορολογικών κινήτρων για τους εργοδότες** για την ίδρυσή τους και iii) η παροχή δυνατότητας **δημιουργίας επαγγελματικών ταμείων από πολλούς εργοδότες**. Δεδομένων των σημαντικών πιέσεων που έχουν ασκηθεί στο ατομικό και οικογενειακό διαθέσιμο εισόδημα από την ύφεση και την αύξηση της άμεσης φορολογίας, η συμμετοχή στον τρίτο πυλώνα θα πρέπει να παραμείνει προαιρετική.