Copyright για την ελληνική έκδοση
Συμεών Μαυρουδής
© Εκδόσεις Φυλάτος, © Fylatos Publishing, Θεσσαλονίκη 2020

Συγγραφείς: Συμεών Γ. Μαυρουδής
Γραφιστική επιμέλεια & επιμέλεια εξωφύλλου: Συμεών Γ. Μαυρουδής © Fylatos Publishing

Επιτρέπεται η αναδημοσίευση τμήματος του παρόντος έργου για λόγους σχολιασμού ή κριτικής. Επιτρέπεται η αναδημοσίευση περιορισμένων τμημάτων για επιστημονικούς λόγους, με υποχρεωτική αναγραφή του τίτλου του έργου, του συγγραφέα, του εκδότη, της σελίδας που αναδημοσιεύεται και της ημερομηνίας έκδοσης. Απαγορεύεται οποιαδήποτε διασκευή, μετάφραση και εκμετάλλευση, χωρίς αναφορά στους συντελεστές του βιβλίου και γραπτή άδεια του εκδότη και του συγγραφέα σύμφωνα με το νόμο.

Το βιβλίο αυτό δεν παρέχει οικονομικές συμβουλές ή συμβουλές οποιουδήποτε είδους για επένδυση χρημάτων κανενός ανθρώπου. Σκοπός του βιβλίου είναι να βοηθήσει τους αναγνώστες να πάρουν αποφάσεις μόνοι τους για τις επενδύσεις τους. Σε περίπτωση που οι αναγνώστες εφαρμόσουν το περιεχόμενο του βιβλίου, ο συγγραφέας και ο εκδοτικός, δε φέρουν καμία ευθύνη για τα αποτελέσματα.

© Εκδόσεις Φυλάτος, © Fylatos Publishing
e-mail. contact@fylatos.com
web: www.fylatos.com

ISBN: 978-960-658-045-1

ΣΥΜΕΩΝ Γ. ΜΑΥΡΟΥΔΗΣ

Επενδύσεις σταθερού εισοδήματος

Εκδόσεις Φυλάτος
Fylatos Publishing
MMXX

Στον πατέρα μου.
Η φωνή του αντηχεί στους διαδρόμους της ζωής μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα επενδυτικά οχήματα σταθερού εισοδήματος αποτελούν μια από τις πιο ενδιαφέρουσες επιλογές, αφενός διότι σχετίζονται με δεδομένες χρηματοροές, αφετέρου διότι αφορούν -υπό προϋποθέσεις- στον πλέον «ασφαλή» επενδυτικό προορισμό, τουλάχιστον συγκρινόμενο με άλλα οχήματα. Τούτο επιρρωνύεται και από την καθολική επικράτηση των αγορών σταθερού εισοδήματος έναντι άλλων ως προς τον όγκο ημερησίων συναλλαγών. Ωστόσο, η χρήση τέτοιων προϊόντων δεν είναι τόσο απλή υπόθεση, είτε ως προς την αποφυγή κινδύνων, είτε ως προς την επίτευξη επιπλέον κερδοφορίας από έγκαιρες τοποθετήσεις.

Στο παρόν σύγγραμμα θα εξετασθούν τρία από τα οκτώ επενδυτικά οχήματα, ήτοι τα μετρητά, τα ομόλογα και τα μερίδια ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η συζήτηση θα έχει τόσο χρηματοοικονομικό χαρακτήρα, όσο και κανονιστικό. Έτσι, μολονότι θα υπάρξει ενδελεχής ανάλυση σε θέματα όπως η αποτίμηση, ο έλεγχος του κινδύνου και οι στρατηγικές διαχείρισης των χαρτοφυλακίων, μολαταύτα θα παρουσιασθεί παράλληλα το θεσμικό πλαίσιο και νομικά ζητήματα που απασχόλησαν τη νομολογία, όπως η περίπτωση των δανείων σε ελβετικό φράγκο, το κούρεμα των κρατικών ομολόγων (PSI), η ευθύνη θεματοφύλακα και διαχειριστή, η περίπτωση των πωλητών των Α/Κ, και η κοινή επενδυτική μερίδα.

Τα θέματα που εμπεριέχονται εν τω κειμενω προσεγγίζονται τόσο ακαδημαϊκά όσο και πρακτικά, με πολλά παραδείγματα, διαγράμματα και απλές ασκήσεις κατανόησης, ενώ παράλληλα παρέχεται πληθώρα νομολογίας. Το σύγγραμμα απευθύνεται κυρίως σε ενεργούς επενδυτές και σπουδαστές χρηματοοικονομικών κατευθύνσεων.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ..... *vii*

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ *1*

Η έννοια του επενδυτικού οχήματος **1**

Η ενσωμάτωση των επενδυτικών οχημάτων στο χαρτοφυλάκιο **4**

Ελεγχόμενη τυχαιότητα **7**

Το νομικό πλαίσιο **9**

Η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών **10**

Η συλλογική επένδυση ανοικτού τύπου **12**

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα **14**

Απαριθμώντας τα επενδυτικά οχήματα **18**

1. ΜΕΤΡΗΤΑ *23*

1.1. Καταθετικά προγράμματα **23**

1.1.1. Χρονική αξία χρήματος 24

1.1.2. Αρνητική χρονική αξία 28

1.1.3. Η χρονική αξία στο πέρας του χρόνου 32

1.1.4. Η χρονική περίοδος του καταθετικού προγράμματος 33

1.2. Αποταμιευτικά προγράμματα **36**

1.2.1. Αρχική προσέγγιση 37

1.2.2. Τα αποταμιευτικά προγράμματα σε γραφική μορφή 41

1.3. Συνταξιοδοτικά προγράμματα **42**

1.3.1. Διάκριση από αποταμιευτικό 43

1.3.2. Συνταξιοδοτικά προγράμματα με εφάπαξ αρχική καταβολή 44

1.3.3. Συνταξιοδοτικά προγράμματα με αποταμιευτική αρχική καταβολή 47

1.4. Άλλα προϊόντα μετρητών. Το μόρφωμα των repos **48**

1.5. Το νόμισμα του επενδυτικού οχήματος **50**

1.5.1. Η ισοτιμία 50

1.5.2. Απόδοση μετρητών 52

1.5.3. Ονομαστική και πραγματική ισοτιμία 53

1.5.4. Υπολογισμός ισοτιμιών 55

1.5.5. Η τιμή της ισοτιμίας 56

1.5.6. Το παράδοξο ... 58
1.5.7. Η απόδοση στην αγορά συναλλάγματος ... 61
1.5.8. Τα μετρητά σε εγχώριο νόμισμα ... 64
1.5.9. Το ύψος της απόδοσης των μετρητών ως επενδυτικό όχημα ... 66
1.5.10. Συναλλαγματική αξία ... 69
1.5.11. Επενδυτικό όχημα μετρητών σε αλλοδαπό νόμισμα ... 71

1.6. Το επιτόκιο ... 73
1.6.1. Επιτόκιο ελεύθερο κινδύνου ... 74
1.6.2. Ασφάλιστρο πληθωρισμού ... 74
1.6.3. Ασφάλιστρο αφερεγγυότητας ... 75
1.6.4. Ασφάλιστρο ρευστότητας ... 75
1.6.5. Ασφάλιστρο ληκτότητας ... 76

1.7. Προστασία του επενδυτή ... 77
1.7.1. Η περίπτωση των δανείων σε ελβετικό φράγκο ... 80
1.7.2. Η νομολογία ... 82
1.7.3. Η υπόθεση ... 83
1.7.4. Η νομική σκέψη του Εφετείου ... 87
1.7.5. Η απόφαση ... 107

2. ΟΜΟΛΟΓΑ ... 119

2.1. Αγορές ομολόγων ... 119
2.1.1. Πρωτογενής αγορά ... 120
2.1.2. Δευτερογενής αγορά ... 122
2.1.3. Οργανωμένη αγορά ... 122
2.1.4. Εξωχρηματιστηριακή αγορά ... 124

2.2. Χαρακτηριστικά ... 125
2.2.1. Ο εκδότης ... 125
2.2.2. Η τιμή διαπραγμάτευσης ... 128
2.2.3. Το κουπόνι ... 132
2.2.4. Η ωρίμανση ... 139
2.2.5. Η ονομαστική αξία ... 140
2.2.6. Το νόμισμα έκδοσης ... 141

2.3. Ρήτρες ... 144
2.3.1. Δικαίωμα επαναγοράς ... 144
2.3.2. Δικαίωμα εξαργύρωσης ... 146
2.3.3. Δικαίωμα μετατροπής ... 147
2.3.4. Τα CoCos ... 152

2.4. Αποτίμηση ... 155
2.4.1. Η μεθοδολογία ... 156
2.4.2. Εξαμηνιαία κουπόνια ... 162

2.5. Απόδοση ... 164
2.5.1. Ονομαστική απόδοση ... 164
2.5.2. Απόδοση στη λήξη ... 165
2.5.3. Τρέχουσα απόδοση ... 167
2.5.4. Απόδοση επαναγοράς ... 167
2.5.5. Ο δεδουλευμένος τόκος ... 170
2.5.6. Τα ανοίγματα ... 172

2.6. Καμπύλη επιτοκίων ... 176
2.6.1. Ανοδική καμπύλη (normal, upward sloping) ... 177
2.6.2. Καθοδική καμπύλη (downward sloping) ... 179
2.6.3. Αντίστροφη καμπύλη (inverted) ... 180
2.6.4. Ανοδική σε καθοδική (top humped) ... 180
2.6.5. Καθοδική σε ανοδική καμπύλη (bottom humped) ... 181

2.7. Μέτρηση κινδύνου στην αγορά ομολόγων ... 182

2.8. Η τετραμερής απόδοση ... 185

2.9. Η ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων. Η έννοια της διάρκειας ... 188
2.9.1. Διάρκεια και διάρκεια ζωής ... 189
2.9.2. Διάρκεια και κουπόνια ... 200
2.9.3. Η τροποποιημένη διάρκεια ... 206

2.10. Κυρτότητα ... 208

2.11. Διαχείριση χαρτοφυλακίου ομολόγων ... 211
2.11.1. Ενεργητική διαχείριση ... 212
2.11.2. Μετατοπίσεις καμπυλών ... 215
2.11.3. Στρατηγικές μετατόπισης ... 220
2.11.4. Παθητική διαχείριση ... 224
2.11.5. Ανοσοποίηση ... 225

2.12. Η τιτλοποίηση ... 226
2.12.1. Έννοια ... 226
2.12.2. Οι πρώτες τιτλοποιήσεις. Οι Fannie Mae, Ginnie Mae και Fredie Mac ... 228
2.12.3. Η κρίση των subprimes ... 229

2.13. Κούρεμα ομολόγων. Η περίπτωση του PSI ... 231
2.13.1. Η κρίση στην Ελλάδα ... 232
2.13.2. Οι συμβάσεις PSI ... 234
2.13.3. Η πρακτική πλευρά ... 236
2.13.4. Οι αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας ... 241

3. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ... 367

3.1. Νομικό πλαίσιο ... 368

3.2. Έννοια συλλογικής επένδυσης ανοικτού τύπου ... 370
3.2.1. Νομική μορφή ΟΣΕΚΑ ... 373
3.2.2. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ... 375
3.2.3. Τα μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η διάκριση από τις μετοχές ... 379
3.2.4. Ο διαχειριστής κατά την έννοια της συλλογικής επένδυσης ... 382

3.3. Ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ... 385
3.3.1. Αρμοδιότητες ... 387
3.3.2. Αυτοτέλεια ... 390
3.3.3. Πιστοποίηση διαχειριστών ... 392

3.4. Ο θεματοφύλακας ... 397
3.4.1. Έννοια ... 397
3.4.2. Ορισμός θεματοφύλακα από ΑΕΔΑΚ ... 398
3.4.3. Αρμοδιότητες ... 400

3.5. Η πληροφόρηση του επενδυτή ... 402
3.5.1. Το ενημερωτικό δελτίο ... 404
3.5.2. Οι ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις ... 405
3.5.3. Οι ανακοινώσεις και διαφημίσεις ... 406
3.5.4. Το έντυπο Βασικές Πληροφορίες για τους Επενδυτές ... 406

3.6. Το νομικό ζήτημα της ευθύνης του θεματοφύλακα ... 407
3.6.1. Τα είδη της ζημίας. Αντικειμενική και υποκειμενική ... 408
3.6.2. Η επίκληση της ευθύνης. Συλλογική έγερση αξιώσεων ... 409
3.6.3. Η περίπτωση της απαλλαγής από την ευθύνη ... 410

3.7. Το νομικό ζήτημα της ευθύνης του διαχειριστή ... 411
3.7.1. Ενδοσυμβατική ευθύνη ... 411
3.7.2. Αδικοπρακτική ευθύνη ... 413
3.7.3. Απαλλαγή από την ευθύνη ... 415
3.7.4. Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτής ... 418

3.8. Η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων περί κοινού λογαριασμού ... 419
3.8.1. Οι σχέσεις των συνδικαιούχων ... 420
3.8.2. Το αναγωγικό δικαίωμα και η ευθύνη του καθ' ου η αναγωγική αξίωση 422
3.8.3. Το δικαίωμα των κληρονόμων ... 424
3.8.4. Η υπεξαίρεση ... 424

3.9. Η υποχρέωση ενημέρωσης σε αντιδιαστολή με την κατανόηση κινδύνων ... 425

3.10. Η περίπτωση του πωλητή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ... 429

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ... 433

Χρονική αξία χρήματος (TVM-Time Value of Money) ... 433
Εισαγωγή ... 433
Περίοδος τοκισμού ... 435
Συχνότερα ... 438
Μέλλον ... 441
Παρόν ... 443
Αποτελεσματικά ... 447
Ο πληθωρισμός στη χρονική αξία ... 449
Πληθωρισμός και επιτόκιο ... 453
Πραγματικά ... 455
Εκθετικά ... 457
Αριθμομηχανές ... 467
Υπολογιστικά φύλλα ... 475
Μέχρι στιγμής ... 476
Ράντες ... 479

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ ... 483

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ... 489

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ ... 493

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

Η έννοια του επενδυτικού οχήματος

Ως *επενδυτικά οχήματα* θα ορίσουμε τα διαπραγματεύσιμα προϊόντα, με τα οποία οι επενδυτές μπορούν να αποτυπώσουν την επενδυτική τους απόφαση στο χαρτοφυλάκιό τους. Υπό αυτήν την έννοια, η εταιρία Coca Cola δεν είναι επενδυτικό όχημα, αλλά η *μετοχή* της, που διαπραγματεύεται ελεύθερα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE), είναι ένα επενδυτικό όχημα. Ένα πλοίο, ή η πλοιοκτήτρια ναυτιλιακή Navios LP δεν είναι επενδυτικό όχημα, αλλά το ομόλογο της Navios LP είναι τέτοιο. Αυτό ισχύει διότι, πολύ απλά, δεν μπορεί να γίνει αντικείμενο συναλλαγής όλη η εταιρία Coca Cola ή το πλοίο της Navios, τουλάχιστον στην ευρεία κλίμακα συναλλακτικής δραστηριότητας που μας ενδιαφέρει εδώ. Αντίθετα, η μετοχή της Coca Cola και το ομόλογο της Navios είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης, ώστε κάθε επενδυτής μπορεί να συναλλαχθεί αυτά και μάλιστα με μεγάλη ασφάλεια, λόγω του κανονιστικού πλαισίου που διέπει τις κεφαλαιαγορές.

Από τα παραπάνω μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι κάθε επενδυτικό όχημα έχει ένα *όχημα αναφοράς*: Το επενδυτικό όχημα «μετοχή της Coca Cola» έχει ως όχημα αναφοράς την εταιρία Coca Cola, όπως το επενδυτικό όχημα «ομόλογο της Navios» έχει ως όχημα αναφοράς την πλοιοκτήτρια εταιρία του πλοίου (ή έστω περισσότερων πλοίων συνεργιστικά, εφόσον δεν πρόκειται για μονοβάπορη ναυτιλιακή). Εφόσον οι επενδυτές ενδιαφέρονται να επενδύσουν στο μέλλον της εταιρίας Coca Cola ή θεωρούν ότι το πλοίο της Navios θα αποφέρει καλά έσοδα, μπορούν να συναλλαχθούν τα αντίστοιχα επενδυτικά οχήματα αυτών των οχημάτων αναφοράς, και μάλιστα με σχετική άνεση, με πολύ μικρότερα ποσά από την πραγματική αξία αυτών και με δυνατότητα ταχύτατης επένδυσης και αποεπένδυσης.

Έτι περεταίρω, η πορεία της τιμής της μετοχής Coca Cola στο ταμπλό του NYSE, ήτοι το επενδυτικό όχημα εξαρτάται από την πορεία της εταιρίας ως όχημα αναφοράς, ή καλύτερα εξαρτάται από τα οικονομικά της αποτελέσματα, την πορεία του κλάδου, την κατάσταση της εγχώριας και παγκόσμιας οικονομίας, την πορεία των ανταγωνιστών της. Ομοίως, η πορεία της τιμής της ομολογίας της Navios ή ακόμα και της σταθερής απόδοσης από το κουπόνι και κυρίως η φερεγγυότητα της εταιρίας, εξαρ-

τόνται, εκτός από τη συνολική εικόνα της οικονομίας και τα επιτόκια, από την πορεία της ναυλαγοράς, καθώς οι ναύλοι αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστιαίο έσοδο τέτοιων εταιριών. Εξάλλου, η πορεία της ναυλαγοράς εξαρτάται με τη σειρά της από άλλους παράγοντες όπως οι τιμές πετρελαίου και οι παγκόσμιες ροές εμπορίου. Άρα, η απόδοση ενός επενδυτικού οχήματος εξαρτάται αφενός από την απόδοση του οχήματος αναφοράς του, αφετέρου από άλλους παράγοντες, όπως λ.χ. τα επιτόκια και οι γεωπολιτικές συγκυρίες, που είτε επιδρούν έμμεσα στο επενδυτικό όχημα μέσω της επίδρασης στο όχημα αναφοράς, είτε επιδρούν άμεσα στο επενδυτικό όχημα μέσω της συμπεριφοράς των επενδυτών, τον φόβο ή την ανασφάλεια, το κλίμα αισιοδοξίας, κ.λπ.

Έτσι, συνάγεται το προφανές, πως η πορεία των τιμών στο ταμπλό διαπραγμάτευσης, ήτοι η απόδοση όλων των επενδυτικών οχημάτων μεμονωμένα ή συνολικά, εξαρτάται από αναρίθμητους παράγοντες, άλλους ορατούς και άλλους όχι, εξηγώντας και τον πολύπλοκο μηχανισμό της οικονομίας, όπου τα πάντα είναι αλληλένδετα μεταξύ τους, στενά ή όχι. Εξάλλου, καθώς η απόδοση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών εξαρτάται από την απόδοση των επενδυτικών οχημάτων που οι ίδιοι έχουν εντάξει σε αυτό, είναι λογικό η απόδοση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών να επηρεάζεται και από αυτούς τους αναρίθμητους παράγοντες, που δεν αφορούν άμεσα στην επενδυτική του απόφαση. Επί παραδείγματι, ένας επενδυτής που ενέταξε στο χαρτοφυλάκιό του τη μετοχή της Coca Cola αγοράζοντάς την, θα περίμενε ότι η θετική απόδοση της μετοχής θα επιφέρει και θετική απόδοση στο χαρτοφυλάκιό του, διότι η θέση του συσχετίζει θετικά την απόδοση της τιμής της μετοχής με την απόδοση του χαρτοφυλακίου: Θετική απόδοση της τιμής της μετοχής επιφέρει θετική απόδοση στα χαρτοφυλάκια που έχουν αγοραστική θέση σε αυτήν τη μετοχή. Κι όμως, η εξαρχής θετική απόδοση της μετοχής δεν εξαρτάται μονάχα από την εν γένει πορεία της εταιρίας-οχήματος αναφοράς, αλλά και από άλλους παράγοντες, όπως είναι η τιμή της ζάχαρης ως πρώτη ύλη-κόστος στα προϊόντα της εταιρίας, η τιμή του πετρελαίου ή τα επιτόκια αφορούντα στα ξένα νομίσματα, εφόσον η εταιρία είναι εκτεθειμένη σε συναλλαγματικούς κινδύνους λόγω εισαγωγών και εξαγωγών.

Περεταίρω, φαίνεται πως η απόδοση ενός επενδυτικού οχήματος, όπως προκύπτει από την απόδοση του οχήματος αναφοράς του, δύναται να επηρεαστεί (εκτός από τους αναρίθμητους παράγοντες) και από άλλα επενδυτικά οχήματα, των οποίων η απόδοση επίσης εξαρτάται από αυτούς τους αναρίθμητους παράγοντες. Να σημειωθεί πως *ο τρόπος* με τον

οποίον επιδρούν κάποιοι παράγοντες στο επενδυτικό όχημα πιθανότατα να διαφέρει από τον τρόπο που επιδρούν σε ένα άλλο, ακόμα κι αν αυτοί οι παράγοντες είναι κοινοί. Για αυτόν τον λόγο, δεν μπορούμε να εκφέρουμε μια απλή λογική «παράγοντες επιδρούν σε όλα τα επενδυτικά οχήματα, και τα επενδυτικά οχήματα αλληλεπιδρούν μεταξύ τους», αλλά πρέπει να συγκεκριμενοποιούμε σε «παράγοντες που επιδρούν στο κάθε ένα επενδυτικό όχημα ξεχωριστά, είτε έντονα είτε ασθενώς, είτε θετικά είτε αρνητικά», και περεταίρω «το κάθε επενδυτικό όχημα επιδρά σε άλλο επενδυτικό όχημα επίσης είτε λίγο, είτε πολύ, είτε θετικά είτε αρνητικά». Επί παραδείγματι, ένας παράγοντας επ' ονόματι «πόλεμος στη Λιβύη» μπορεί να επηρεάσει ποιοτικά και ποσοτικά (θετικά και έντονα) την τιμή του επενδυτικού οχήματος «πετρέλαιο», και να επηρεάσει ποιοτικά και ποσοτικά (αρνητικά και ασθενώς) το επενδυτικό όχημα «χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones». Τέλος, η -θετική και έντονη- απόδοση του επενδυτικού οχήματος «πετρέλαιο» θα επηρεάσει με τον δικό της μοναδικό τρόπο την απόδοση του επενδυτικού οχήματος «Dow Jones».

Τα παραπάνω φαίνονται εν μέρει λογικά, καθώς στη σύγχρονη χρηματοοικονομική, οι περισσότερες εκφάνσεις της οικονομίας αποτυπώνονται πλέον σε επενδυτικά οχήματα, και διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια: Στο παραπάνω παράδειγμα της αγοραστικής θέσης στη μετοχή της Coca Cola, η ζάχαρη, το πετρέλαιο και τα επιτόκια είναι μεν πρωταρχικές εκφάνσεις της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, ωστόσο διαπραγματεύονται ελεύθερα, ούτως ώστε να αποτελούν επενδυτικά οχήματα κατά τον αρχικό μας ορισμό. Επομένως, έχουμε τον εξής συλλογισμό: Η απόδοση της μετοχής της Coca Cola ως επενδυτικό όχημα, δηλαδή η πορεία της τιμής της στο ταμπλό του NYSE, θα επηρεαστεί πρωτίστως απο την απόδοση της εταιρίας Coca Cola Co ως το όχημα αναφοράς της˙ η απόδοση όμως του οχήματος αναφοράς, ήτοι η πορεία της εταιρίας ως προς τα χρηματοοικονομικά της μεγέθη, θα επηρεαστεί άμεσα ή έμμεσα από την τιμή της ζάχαρης και του πετρελαίου και το ύψος των επιτοκίων (ή ακόμα πιο συγκεκριμένα, τις αποφάσεις των Κεντρικών Τραπεζών, τις μεταβολές στα επιτόκια και τις προσδοκίες για τον αντίκτυπο στην παγκόσμια οικονομία)˙ Και αφού η ζάχαρη, το πετρέλαιο και τα επιτόκια μεταλλάσσονται σε επενδυτικά οχήματα, τα οποία επίσης μπορεί ένας επενδυτής να εντάξει στο χαρτοφυλάκιό του, συνδέοντας την απόδοσή τους με την απόδοση του χαρτοφυλακίου, καταλαβαίνουμε πως η απόδοση ενός επενδυτικού οχήματος επηρεάζεται από την απόδοση άλλων επενδυτικών οχημάτων.

Η ενσωμάτωση των επενδυτικών οχημάτων στο χαρτοφυλάκιο

Η ενσωμάτωση ενός επενδυτικού οχήματος στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή αποτελεί -ή θα έπρεπε να αποτελεί- μια διαδικασία που ακολουθεί ο εκάστοτε επενδυτής και δεν είναι τόσο απλή όσο τελικά είναι στην πράξη. Με άλλα λόγια, από τη μία πλευρά οι συναλλαγές σε επενδυτικά οχήματα είναι εξαιρετικά απλή, είτε τηλεφωνικά με ένα τηλεφώνημα στον broker είτε και ηλεκτρονικά με πράξη από τον προσωπικό υπολογιστή, το κινητό τηλέφωνο κ.λπ., αφού πλέον όλα τα επενδυτικά οχήματα είναι άυλα, ακόμα και αυτά που τελικά καταλήγουν υπό προϋποθέσεις σε φυσική παράδοση, όπως τα εμπορεύματα (πετρέλαιο, αγροτικά) και τα μέταλλα (χρυσός, ασήμι). Από την άλλη πλευρά όμως, όλα τα ενδιάμεσα στάδια που αφορούν κυρίως στην απόφαση του επενδυτή να προβεί στην επικείμενη συναλλαγή, δηλαδή τί τον οδήγησε να πάρει μια τέτοια επενδυτική απόφαση και να συναλλαχθεί κάποιο επενδυτικό όχημα, υπόκεινται στη σφαίρα της επενδυτικής του αντίληψης, της ψυχοσύνθεσής του, της χρονικής και οικονομικής συγκυρίας, της τεχνογνωσίας του κ.α.

Παρόλα αυτά, το κυριότερο όλων όσον αφορά στην ενσωμάτωση του επιλεχθέντος επενδυτικού οχήματος δεν είναι το *ποιο* επενδυτικό όχημα θα επιλέξει να ενσωματώσει στο χαρτοφυλάκιό του, αλλά ο *τρόπος* με τον οποίον θα επιλέξει να το ενσωματώσει. Ακόμα πιο συγκεκριμένα, κρισιμότατα ζητήματα -πλην άλλων- είναι το μέγεθος της επικείμενης θέσης, ο χρονικός ορίζοντας διακράτησης, τα μέγιστα επίπεδα ανεκτής ζημίας, και εν γένει ο τρόπος διαχείρισης της θέσης κατ' αντιστοιχία με τα παραπάνω. Ακόμα και η επιλογή του είδους του επενδυτικού οχήματος έχει σημασία, καθώς άλλοι επενδυτές επιλέγουν ομόλογα ως -συνήθως- την επίτευξη σταθερών χρηματοροών, άλλοι επιλέγουν μετοχές για τη μερισματική και -κυρίως- την κεφαλαιακή απόδοση, κ.ο.κ., με γνώμονα την επιλεχθείσα έκθεση στους ανάλογους κινδύνους. Τούτο το συμπέρασμα δεν αναιρεί την αξία της αρχικής επιλογής «ποιο επενδυτικό όχημα θα επιλέξει ο επενδυτής»: Η επιλογή της Coca Cola ως εταιρίας (ως όχημα αναφοράς) θα γίνει με αυστηρά κριτήρια ερμηνεύοντας διασταλτικά τα χαρακτηριστικά της, ήτοι τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τη θέση της στην αγορά, τον κλάδο της, την ποιότητα της διοίκησής της, κ.α. Είναι παράλογο να μιλάμε για καλή επενδυτική επιλογή όταν θα επιλέξουμε οχήματα αναφοράς που δεν πληρούν πολλές προϋποθέσεις, πάντα με γνώμονα τη λογική αλλά και τον χαρακτήρα και τις προσδοκίες του εκάστοτε επενδυτή. Επί παραδείγματι, ένας αμυντικός επενδυτής είναι παράλογο να ενσωματώσει στο

χαρτοφυλάκιό του το επενδυτικό όχημα μιας νεοσύστατης μικρής εταιρίας σε έναν κλάδο όπου οι υπόλοιπες εταιρίες παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα, ή να επιλέξει ένα ομόλογο μίας χώρας σε πολεμική σύρραξη. Όμως, είναι επίσης παράλογο να επιλέξει μεν ένα επενδυτικό όχημα που του ταιριάζει, αλλά να δανειστεί υπέρογκα ποσά ώστε να το συναλλαχθεί. Διότι πολύ απλά, η προσδοκία του για θετική απόδοση του επενδυτικού οχήματος (είτε λόγω της θετικής απόδοσης του οχήματος αναφοράς, είτε λόγω της θετικής επίδρασης άλλων παραγόντων σε αυτό) είναι πιθανή αλλά όχι βέβαιη, επομένως πάντα ελλοχεύει ο κίνδυνος να μην επαληθευτεί η προσδοκία του, κάτι που θα τον οδηγήσει σε απρόσμενα υπέρμετρες ζημίες, που πιθανόν να μην μπορεί να ανεχτεί.

Πρέπει δε να τονισθεί ότι ο χαρακτήρας της επένδυσης θα είναι δυναμικός, όπως εξάλλου είναι δυναμικός και ο χαρακτήρας της οικονομίας. Με δεδομένο ότι μεταβάλλονται συνεχώς οι παράγοντες της οικονομίας που επιδρούν επί των οχημάτων αναφοράς και περεταίρω τα οχήματα αναφοράς επιδρούν πάραυτα επί των αντίστοιχων επενδυτικών οχημάτων, πιθανόν και επί άλλων μη αντιστοιχισμένων, όπως αναφέραμε σχετικά με το θέμα, τότε τα επενδυτικά οχήματα (η απόδοσή τους) επιδρούν επί του χαρτοφυλακίου όπου ενσωματώνονται αυτά. Επομένως, απαιτείται εγρήγορση του επενδυτή σχετικά με τις αποφάσεις του αλλά και τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του, ώστε όπως δυναμικά μεταβάλλεται η οικονομία, έτσι δυναμικά να μεταβάλλεται και η επενδυτική διαδικασία στο σύνολό της. Απλά δοσμένο τούτο, το ότι μια εταιρία ήταν κάποιο χρονικό διάστημα ενδιαφέρουσα επενδυτική επιλογή μέσω του αντίστοιχου επενδυτικού της οχήματος, ήτοι της μετοχής της ή του ομολόγου της, δε σημαίνει απαραίτητα ότι παραμένει ενδιαφέρουσα ες αεί. Εξάλλου, καθώς τα πάντα υπόκεινται σε σύγκριση μεταξύ τους, είναι επίσης πιθανόν κατά την περίοδο διακράτησης μιας μετοχής ή του ομολόγου, να εμφανισθούν άλλες επενδυτικές επιλογές εξίσου, ή και περισσότερο ενδιαφέρουσες, ώστε τελικά να πρέπει να μεταβληθεί η ποιότητα του χαρτοφυλακίου, αποεπενδύοντας μερικώς ή πλήρως από υφιστάμενες θέσεις.

Τούτο δεν πρέπει να μεταφράζεται στο ότι ο επενδυτής πρέπει συνεχώς να αλλάζει γνώμη, να αναδιαρθρώνει το χαρτοφυλάκιό του και να βρίσκεται μονίμως σε μια κατάσταση αβεβαιότητας. Τουναντίον, οφείλει να αναγνωρίσει αυτόν τον δυναμικό χαρακτήρα της επένδυσης, και να αποφασίζει βάσει του δικού του χαρτοφυλακίου και των δικών του αναγκών. Εκφέροντας διαφορετικά αυτό, ο επενδυτής δεν μπορεί να προβλέπει τα αποτελέσματα της επενδυτικής του απόφασης σε σχέση με την απόδοση

του επενδυτικού του οχήματος, αλλά αποκλειστικά και μόνο σε σχέση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου του. Επί παραδείγματι, δεν μπορεί να προβλέψει τη μελλοντική απόδοση της μετοχής της Coca Cola, αλλά μπορεί σαφώς να προβλέψει εκ των προτέρων την απόδοση του χαρτοφυλακίου του σε μια δεδομένη, μελλοντικά γνωστή απόδοση της μετοχής της Coca Cola. Άρα, στο απλοϊκό μας παράδειγμα, εφόσον θεωρήσει την Coca Cola ως ενδιαφέρουσα επιλογή για αγορά, θα επιλέξει να πάρει θέση long στο επενδυτικό της όχημα, ήτοι να αγοράσει τη μετοχή της, εντάσσοντάς το στο χαρτοφυλάκιό του.

Μέχρι εδώ, απλά έχει κάνει μια επιλογή βάσει μιας προσδοκίας για τη μελλοντική απόδοση της Coca Cola και αντίστοιχα του επενδυτικού της οχήματος. Σε αυτό το σημείο, δε γνωρίζει σήμερα την απόδοση του *αύριο*, δηλαδή δε γνωρίζει αν πραγματικά η τιμή της μετοχής θα ανέλθει ή θα πέσει, εξού και η αβεβαιότητά του. Όμως, στο σενάριο της αυριανής ανόδου, μπορεί να θέσει από *σήμερα* το μέγεθος του κέρδους του, εάν γνωρίζει το μέγεθος της θέσης του. Αντίστοιχα στο σενάριο της πτώσης, που είναι και το πιο κρίσιμο για τη βιωσιμότητα του χαρτοφυλακίου, μπορεί από σήμερα να θέσει το χειρότερο αυριανό σενάριο, δηλαδή τη μέγιστη επιτρεπτή αρνητική απόδοση της μετοχής, και να ξέρει εκ των προτέρων και τη μέγιστη ζημία που πραγματικά θα υποστεί βάσει της μελλοντικής, άγνωστης απόδοσης. Αυτό, θα μετατρέψει την αβεβαιότητά του για την απόδοση της μετοχής σε πραγματικό και απολύτως μετρήσιμο κίνδυνο για την απόδοση του χαρτοφυλακίου του. Κι όσο για την εξαρχής ειπωμένη αβεβαιότητά του σχετικά με την άγνοια για τη μελλοντική απόδοση της μετοχής, είναι γνωστό πως το να προσπαθήσει να «μετρήσει» τις πιθανότητες να εμφανισθεί το θετικό ή το αρνητικό σενάριο είναι μάταιο. Διότι πολύ απλά, όπως σχολιάσθηκε στις παραπάνω σελίδες, η απόδοση ενός επενδυτικού οχήματος, όπως η μετοχή της Coca Cola ή το ομόλογο της Navios, εξαρτάται τόσο από αναρίθμητους παράγοντες που επιδρούν έμμεσα -μέσω του οχήματος αναφοράς- και άμεσα -μέσω της διαπραγματευτικής διαδικασίας-, όσο και από άλλα επενδυτικά οχήματα τα οποία επίσης εξαρτώνται από παράγοντες, άλλους κοινούς, άλλους διαφορετικούς.

Τα παραπάνω δεν ισχύουν μόνο για τις μετοχές, αλλά ισχύουν για όλα τα επενδυτικά οχήματα. Η αποτύπωση της -άγνωστης- απόδοσης του επενδυτικού οχήματος σε -γνωστή, ή έστω αναμενόμενη- απόδοση του χαρτοφυλακίου μπορεί να λάβει χώρα είτε αναφερόμαστε σε μετοχή, είτε σε ομόλογο, είτε και σε οποιοδήποτε επενδυτικό όχημα. Σημειωτέον δε, ο παρακείμενος επενδυτικός συλλογισμός υφίσταται και σε επενδύσεις που δε

σχετίζονται με επενδυτικά οχήματα, όπως για παράδειγμα η αγορά ενός ακινήτου με σκοπό την ενοικίαση σε τρίτους και την αποκόμιση εσόδων. Επί του παρόντος, θα παραμείνουμε εντός γενικού πλαισίου επενδύσεων με επενδυτικά οχήματα, χρησιμοποιώντας ειδικά τις γενικές αρχές μιας επένδυσης.

Ελεγχόμενη τυχαιότητα

Όπως θα εκτεθεί στην πορεία, το κάθε επενδυτικό όχημα έχει τα χαρακτηριστικά του, τον ιδιαίτερο τρόπο υπολογισμού και πολλές ακόμα συγκεκριμένες μεταβλητές. Επιλύοντας ωστόσο όλες τις επιμέρους εξισώσεις, καταλήγουμε σε μια βασική ανάγκη, να μετατρέπουμε την *αβεβαιότητα* της πορείας των τιμών σε *κίνδυνο* για την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Αν θέλαμε να είμαστε πιο ακριβείς, ο κίνδυνος είναι η πιθανότητα να εμφανιστεί η αρνητική έκβαση, ενώ η αβεβαιότητα είναι η αδυναμία να μετρήσουμε τις πιθανότητες να εμφανισθεί ή όχι αυτή η έκβαση. Επί παραδείγματι, έστω ποντάρουμε να έρθει το αποτέλεσμα «6» σε μια ρίψη ζαριού. Ο κίνδυνος σε μια ρίψη ζαριού είναι η πιθανότητα να εμφανισθεί το «1, 2, 3, 4, 5», ή αλλιώς, η πιθανότητα να μην εμφανισθεί το «6». Αυτή, ισούται σε 1/6. Είναι αβέβαιο τί αποτέλεσμα θα έρθει («1, 2, 3, 4, 5 ή 6»), αλλά είναι μετρήσιμες οι πιθανότητες να έλθει θετικό (ο αριθμός «6») ή αρνητικό αποτέλεσμα (οι αριθμοί «1, 2, 3, 4, 5»). Η αβεβαιότητα σε τέτοιο στοίχημα δεν υφίσταται από πλευράς αποτελέσματος, διότι γνωρίζουμε εξαρχής όλα τα πιθανά αποτελέσματα («1, 2, 3, 4, 5, 6»).

Εν αντιθέσει με το στοίχημα στο ζάρι, στις χρηματαγορές τα πράγματα δεν είναι τόσο απλά. Κι αυτό, κυρίως διότι τα πιθανά αποτελέσματα είναι άγνωστα, καθώς δεν υπάρχουν προδιαγεγραμμένα αποτελέσματα της μορφής «1, 2, 3, 4, 5, 6». Αν θέλουμε να είμαστε πιο ακριβείς, υπάρχουν, και αυτά είναι τα «ζημία ή κέρδος», αλλά το μέγεθος αυτών είναι απροσδιόριστο. Επομένως, υφίσταται αβεβαιότητα ως προς το -άγνωστο- αποτέλεσμα, σε αντίθεση με το ζάρι που γνωρίζαμε εξ αρχής τα πιθανά αποτελέσματα. Αν προσπαθήσουμε να ανακαλύψουμε όλα τα πιθανά αποτελέσματα στο επενδυτικό όχημα, στο όχημα αναφοράς, ή στους παράγοντες που επιδρούν σε αυτά, θα βρεθούμε προ εκπλήξεων. Διότι είναι αμέτρητα, και συνεχώς εμφανίζονται και νέα: Σεισμοί και παλιρροιακά κύματα (Fukushima 2011), πανδημία (Covid-19), πτώχευση μιας εταιρίας (Lehman 2008) και απροσδιόριστες συνέπειες, τρομοκρατικές ενέργειες (9/11), είναι μόνο λίγα παραδείγματα αμέτρητων μικρών ή μεγάλων μη αναμενόμενων

και πολλές φορές άγνωστων έως την ημέρα εμφάνισής τους περιστατικών ή καταστάσεων. Και μάλιστα, χωρίς καν να μπορεί κάποιος να μετρήσει τα άμεσα ή έμμεσα αποτελέσματα στην οικονομία και στα επιμέρους επενδυτικά οχήματα, οποιαδήποτε κι αν επηρεάζονται. Επομένως, επιβεβαιώνεται πως στις επενδύσεις υφίσταται αβεβαιότητα, και μάλιστα είναι γνωστό ότι υφίσταται μόνο αβεβαιότητα, κατά τη ρήση «*το μόνο βέβαιο στις επενδύσεις είναι το αβέβαιο*». Έτσι, ο επενδυτής είναι αδύνατον να προβλέπει την απόδοση των επενδυτικών μέσων, ή έστω με μια γνωστή πιθανότητα, ώστε να μετατρέψει την αβεβαιότητά του σε μετρήσιμο κίνδυνο: Ποιος μπορεί να πει «η τιμή της μετοχής της Coca Cola θα ανέλθει με πιθανότητα 60%», ή ακόμα περισσότερο «η τιμή της μετοχής της Coca Cola θα ανέλθει 25% σε ένα έτος, με πιθανότητα 60%»;

Αντιθέτως, μπορούμε να πούμε ότι εάν η τιμή της ανέλθει 25% σε έναν χρόνο, μια επένδυση 1,000€ σε αυτήν (αγοράζοντας το ισοδύναμο σε μετοχές) θα αποδώσει 250€, και μάλιστα με πιθανότητα 100%. Και ακόμα κρισιμότερο, αν η τιμή της μετοχής κατέλθει 80% για αγνώστους λόγους που δεν μπορέσαμε καν να φανταστούμε ή να μετρήσουμε πιθανοτικά, η επένδυση των 1,000€ θα απομειωθεί κατά 800€. Και περεταίρω, αν είχαμε εντάξει την επένδυση των 1,000€ σε ένα σύνολο επενδυτικών επιλογών σε ένα χαρτοφυλάκιο συνολικού ύψους 10,000€, η αβέβαιη έκβαση στην επένδυση της μετοχής της Coco Cola μεταφράστηκε σε μετρήσιμο κίνδυνο 0.8% στο χαρτοφυλάκιο (800€/10,000€). Αυτό το απλούστατο αριθμητικό παράδειγμα δίνει στον επενδυτή τη *μοναδική εικόνα βεβαιότητας* που μπορεί να έχει στις επενδύσεις˙ Είναι το μόνο σίγουρο αποτέλεσμα που μπορεί να γνωρίζει εκ των προτέρων λαμβάνοντας μια οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση.

Αυτή η *ελεγχόμενη τυχαιότητα* είναι ένα χαρακτηριστικό που συνοδεύει τους έμπειρους επενδυτές, είτε επαγγελματίες είτε και ιδιώτες, και προκύπτει από την πράξη. Εξάλλου, είπαμε ότι το μόνο βέβαιο στις επενδύσεις είναι αυτή ακριβώς η αβεβαιότητα, η οποία με τη σειρά της προκύπτει από τους άπειρους και διαρκώς μεταβαλλόμενους παράγοντες που επιδρούν σε άλλους επίσης μεταβαλλόμενους παράγοντες, ώστε εν τέλει να μην υπάρχει μηχανισμός πρόβλεψης. Επομένως, αντί ο επενδυτής να αναλώνεται στην εφεύρεση ενός συστήματος που θα μαντεύει το μέλλον, φαίνεται πιο συνετό -και πιο αποτελεσματικό- να ασχοληθεί με την ορθή αποτύπωση του κινδύνου που κάθε φορά αναλαμβάνει. Έτσι, θα ξέρει εκ των προτέρων αν μια επενδυτική απόφαση είναι σωστή, υπό την έννοια ότι θα ξέρει εκ των προτέρων το αποτέλεσμά της, όχι σε όρους απόδοσης θετικής

ή αρνητικής) του επενδυτικού οχήματος, αλλά σε όρους απόδοσης του χαρτοφυλακίου του. Θα είναι ήσυχος πως η συγκεκριμένη επενδυτική απόφαση έχει ένα συγκεκριμένο, ανώτατο μέγεθος χρηματικής απομείωσης (κυρίως αυτό τον ενδιαφέρει), ώστε ό, τι αβέβαιο και να συμβεί, αυτός θα το έχει ενσωματώσει μέσα στην επιλογή του και θα έχει μετατρέψει την αβεβαιότητα σε κίνδυνο. Αλλιώς εκφερόμενα όλα τα παραπάνω, ισχύει το εξής: *Εφόσον η χρηματική απομείωση σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι εκ των προτέρων γνωστή, τότε δεν είναι ζημία, είναι απλώς ένα αναμενόμενο αρνητικό αποτέλεσμα*.

Το νομικό πλαίσιο

Παράλληλα με το χρηματοοικονομικό πλαίσιο, πρέπει να εξετασθεί και το νομικό πλαίσιο που αφορά στα επενδυτικά οχήματα, κυρίως κατά το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Αρχικά, ας διαχωρίσουμε χοντρικά τις επενδύσεις σε αυτές που γίνονται *εντός* οργανωμένου πλαισίου που στο σύνολό του καλείται «κεφαλαιαγορά» και σε αυτές που γίνονται *εκτός* αυτού, κατά την ιδιωτική βούληση, οι οποίες δεν αφορούν στο αντικείμενο του παρόντος. Επί παραδείγματι, η αγοραπωλησία μιας μετοχής, ενός μεριδίου Α/Κ, ενός ομολόγου κ.λπ., είναι συναλλαγή εντός του πλαισίου της κεφαλαιαγοράς που θα εξετασθεί αναλυτικά˙ αντίθετα, η αγορά μιας πλάκας χρυσού με σκοπό τη φύλαξή της ως επένδυση, ή ενός ακινήτου με σκοπό τη μεταπώλησή του σε υψηλότερη τιμή ή την ενοικίασή του προς απόκτηση σταθερού εισοδήματος, δεν αφορά άμεσα στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς και υπόκειται σε διαφορετικούς κανόνες δικαίου. Η πρώτη περίπτωση, αυτή της επένδυσης εντός κεφαλαιαγοράς, μάς οδηγεί σε μία ακόμα διάκριση που θα εξετασθεί και παρακάτω, μεταξύ των υπηρεσιών που παρέχονται από εταιρίες επενδύσεων (επενδυτικές υπηρεσίες κατά την έννοια του ν. 4514/2018) και των υπηρεσιών που παρέχονται αποκλειστικά μέσω συλλογικής διαχείρισης από εταιρίες διαχείρισης αφορούσες σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων (ΟΣΕ, κατά την έννοια του ν. 4099/2012). Με άλλα λόγια, ένας επενδυτής έχει τουλάχιστον δύο επιλογές: α) να επενδύει βάσει δικών του αποφάσεων (ή εξαιρετικά μέσω της υπηρεσίας ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου) μέσω *εταιριών επενδύσεων* κατά τις διατάξεις του ν. 4514/2018 ή β) να επενδύει βάσει συμμετοχής σε Α/Κ μέσω *εταιριών διαχείρισης* κατά τις διατάξεις του ν. 4099/2012. Πάντως, και στις δύο επιλογές, η εποπτεία από τις Αρχές είναι δεδομένη, ώστε η προστασία των συμφερόντων του επενδυτή να είναι αδιαπραγμάτευτη.

Διευκρινίζεται δε ότι η προστασία αυτή αφορά στην ελευθερία επιλογών και τη διαφάνεια των συναλλαγών με γνώμονα την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στο σύνολό της, και όχι την προστασία των επενδυτικών χαρτοφυλακίων από απομειώσεις λόγω λανθασμένων επιλογών, κάτι που αφορά αποκλειστικά στις επιλογές του επενδυτή (ή και του διαχειριστή του), ή έστω στους τυχαίους παράγοντες και τις αρνητικές οικονομικές και γεωπολιτικές συγκυρίες.

Οι συναλλαγές στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς είναι ένα πλήρως ρυθμιζόμενο πεδίο, τόσο κανονιστικά όσο και νομικά, είτε αυτές αφορούν στους παρόχους, είτε στους επενδυτές, είτε και στις εισηγμένες-εκδότριες: Από την πλευρά των παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών, δεν επιτρέπεται επ' ουδενί η παροχή τέτοιων σε εταιρείες-φορείς που δεν εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς˙ από την πλευρά των επενδυτών, δεν επιτρέπεται η εμπλοκή σε επενδύσεις χωρίς τη συμβολή των πρώτων˙ από την πλευρά των εισηγμένων-εκδοτριών μετοχών, ήτοι των εταιρειών ως οχήματα αναφοράς, δεν επιτρέπεται η διάθεση μετοχών εάν δεν ενσωματωθούν στο ευρύτερο ρυθμιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς. Αυτό έχει τη σημασία του διότι ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει μεν τις μετοχές μιας εταιρίας που δεν εισήχθη σε οργανωμένη αγορά, βάσει της ελευθερίας της ιδιωτικής βούλησης, όμως εν τοιαύτη περιπτώσει δεν απολαύει τις προστατευτικές διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και εκτίθεται σε λοιπούς κινδύνους συναλλακτικών όρων βάσει γενικού ενοχικού δικαίου.

Συνεχίζοντας την παραπάνω ανάλυση, η επένδυση διακρίνεται για συστηματικούς λόγους α) σε ατομική και β) σε συλλογική. Η ατομική αφορά στην απόφαση του επενδυτή να συναλλαχθεί μέσω του αντίστοιχου μηχανισμού κατά μόνας, ή εξαιρετικά αναθέτοντας τη διαχείριση της περιουσίας του σε διαχειριστή αφού τηρηθούν οι απαραίτητοι συμβατικοί τύποι˙ η συλλογική αφορά αποκλειστικά σε Α/Κ, όπου ο επενδυτής συναλλάσσεται μερίδια αυτού.

Η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών

Υπό (α), το πλαίσιο που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στην Ελλάδα είναι κυρίως ο ν. 4514/2018 περί αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, ως ενσωμάτωση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, γνωστή και ως MiFID II, η οποία με τη σειρά της αντικατέστησε την απερχόμενη MiFID I (Οδηγία 2004/39/ΕΚ). Το ενωσιακό δίκαιο συμπληρώνεται με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2014/600 και τον κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) 2017/565 για τη

συμπλήρωση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ όσον αφορά στις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας (άρθρα 16, 32, 24, 25, 27, 28, 30 της MiFID II).

Παράλληλα, οι αποφάσεις του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) εξειδικεύουν πλείονα ζητήματα όπως παραδοσιακά συμβαίνει σε όλο το πλαίσιο του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς[1]. Εξάλλου, κάτι τέτοιο ούτως ή άλλως συνάγεται ευχερώς αφενός διατρέχοντας το κείμενο του νόμου, αφετέρου παρατηρώντας την ίδια την οργανική διάρθρωση της ΕΚ που ενσωματώνει πλην άλλων Τμήμα Αδειοδότησης Παρόχων Επενδυτικών Υπηρεσιών και Τμήμα Εποπτείας Παρόχων Επενδυτικών Υπηρεσιών υπό τη Διεύθυνση Φορέων, κατά τις επιταγές του νόμου εκείνη να αδειοδοτεί και να εποπτεύει τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Επιπλέον, εφαρμόζονται κατά περίπτωση οι διατάξεις του ν. 4261/2014 περί της πρόσβασης στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων (ΠΙ) και προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων, ως ενσωμάτωση της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ και κατάργηση του ν. 3601/2007, συναφεία του Κανονισμού (ΕΕ) 575/2013 και άμα τη τροποποιήσει του ν. 4418/2016. Ειδικότερα, εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 16-33 περί

[1] Πρόκειται κυρίως για τις αποφάσεις 5/820/30.5.2018 «Τροποποίηση της παραγράφου 2 του άρθρου 10 της απόφασης 1/506/8.4.2009 του ΔΣ της ΕΚ «Πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας» (ΦΕΚ Β/834/6.5.2009)˙ 1/808/7.2.2018 «Οργανωτικές απαιτήσεις αναφορικά με την προστασία των χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων πελατών, την παρακολούθηση των προϊόντων και την παροχή ή λήψη αμοιβών, προμηθειών ή άλλων χρηματικών ή μη χρηματικών οφελών»˙ 1/506/8.4.2009 «Πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας» (τροπ. 35/586/26.5.2011, 20/735/22.10.2015, 5/820/30.5.2018), 3/505/3.4.2009 «Πιστοποίηση επαγγελματικής επάρκειας αναφορικά με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών»˙ 9/459/27.12.2007 «Δημοσιοποίηση από τις ΕΠΕΥ εποπτικής φύσεως πληροφοριών σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τους κινδύνους που αναλαμβάνουν καθώς και τη διαχείρισή τους» (τροπ. 26/606/22.12.2011), 1/459/27.12.2007 «Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων των ΕΠΕΥ για τον κίνδυνο αγοράς» (τροπ. 27/606/22.12.2011)˙ 1/452/1.11.2007 «Κανόνες συμπεριφοράς ΕΠΕΥ».

οργανωτικών απαιτήσεων και όρων λειτουργίας και 34-38 περί δικαιωμάτων. Τα ΠΙ δύνανται μεν να παρέχουν τις υπηρεσίες εν τω ν. 4514/2018 (άρθρο 2§3 του ν. 4514/2018), εξαιρούνται όμως ρητά από την εφαρμογή των λοιπών διατάξεων του περί ου ο λόγος νόμου, ενώ το σύνολο του μηχανισμού εποπτείας τους ανατίθεται στην ΕΚ ή/και στην ΤτΕ.

Τέλος, εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του ΑΚ (άρθρα 198-199, 281, 288, 681 επομ., 713-729, 822-824, 914), κυρίως σε ό, τι αφορά την ευθύνη του παρόχου (ενδοσυμβατική ή αδικοπρακτική) και τη νομική φύση της μεταξύ παρόχου και πελάτη σύμβαση.

Η συλλογική επένδυση ανοικτού τύπου

Υπό (β), μάς ενδιαφέρει και το νομικό πλαίσιο των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), το οποίο διαφοροποιείται από τα ως άνω περιγραφέντα, καθώς αφορά σε συλλογική επένδυση. Η συλλογική επένδυση στην Ελλάδα διέπεται από τις διατάξεις του ν. 4099/2012 («Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες και ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων»), με την τροποποίηση ή προσθήκη κάποιων άρθρων του υπό τον ν. 4416/2016 («Τροποποίηση του ν. 4099/2012 και άλλες διατάξεις»). Τα περί ων ο λόγος νομοθετήματα προκύπτουν ως προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας -πλην άλλων- στις διατάξεις των Οδηγιών 2011/96/ΕΕ, 2010/78/ΕΕ, 2010/73/ΕΕ, 2009/133/ΕΚ, 2009/65/ΕΕ και 2004/113/ΕΚ, και ως ενσωμάτωση της τροποποιητικής 2014/91/ΕΕ.

Η συλλογική επένδυση στην ελληνική έννομη τάξη επενεργείται με οργανισμούς, τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων (ΟΣΕ). Οι ΟΣΕ, διακρίνονται σε δύο τύπους, ανοιχτού και κλειστού, βάσει αφενός της ευχέρειας επένδυσης και αποεπένδυσης (άρθρο 2§2 στοιχείο (β) του ν. 4099/2012) και αφετέρου από τον αποκλεισμό χαρακτηρισμού ως ΟΣΕ των παρόμοιων οργανισμών κλειστού τύπου. Εδώ θα ασχοληθούμε με τους ΟΣΕ ανοιχτού τύπου, διότι εξομοιώνουν κατά κάποιον τρόπο τους συναλλακτικούς κανόνες της ατομικής επένδυσης, με κάποια συγκεκριμένα διακριτικά γνωρίσματα που θα εξετασθούν εν τω κειμένω.

Παράλληλα, η νομοθεσία εξειδικεύεται επί τεχνικών κυρίως θεμάτων σε πλείονες αποφάσεις της ΕΚ[2], καθώς εκείνη αφενός ρυθμίζει παραδοσιακά όλα τα θέματα της κεφαλαιαγοράς, αφετέρου και ειδικότερα αποτελεί κατά τη βούληση του νομοθέτη τον φορέα εποπτείας, ελέγχου της διαχείρισης και ρύθμισης διαφόρων θεμάτων επί συλλογικών επενδύσεων, φέροντας την ευχέρεια έκδοσης ή ανάκλησης άδειας σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Α/Κ) και την αδειοδότηση σύστασης και λειτουργίας των εταιριών διαχείρισης.

Εν τη περιπτώσει που ένα μερίδιο Α/Κ αφορά σε συμμεριδιούχους, πρόκειται για «κοινό μερίδιο Α/Κ» και εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του ν. 5638/1932 «περί καταθέσεως εις κοινόν λογαριασμόν», όπως παραπέμπει ρητά το άρθρο 6§8 του ν. 4099/2012, υπό την αίρεσιν η εν λόγω εφαρμογή να είναι συμβατή με τη φύση, το σκοπό και τη λειτουργία του Α/Κ και φυσικά να μην έρχεται σε αντίθεση με τις διατάξεις του ν. 4099/2012[3]. Ακόμα, εφαρμόζονται αναλογικά τα άρθρα 1-20 του ν. 2778/1999 αφορόντα στα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας (ΑΚΑΠ), διότι τα ΑΚΑΠ σε αντίθεση με τις Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) αποτελούν ΟΣΕ ανοικτού τύπου.

---

[2] Οι κυριότερες εξ αυτών των αποφάσεων συνοψίζονται στις 8/809/21.2.2018 «Πιστοποίηση καταλληλότητας προσώπων που παρέχουν υπηρεσίες σύμφωνα με το άρθρο 93 του ν. 4514/2018» (τροπ 6/868/12.2.2020)˙ 1/808/7.2.2018 «Οργανωτικές απαιτήσεις αναφορικά με την προστασία των χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων πελατών, την παρακολούθηση των προϊόντων και την παροχή ή λήψη αμοιβών, προμηθειών ή άλλων χρηματικών ή μη χρηματικών οφελών»˙ 10/773/20.12.2016 «Διαπραγματεύσιμοι ΟΣΕΚΑ (UCITS ETF), τροποποίηση της Απόφασης 3/645/2013 του ΔΣ της ΕΚ και άλλα θέματα»˙ 12/638/11.2.2013 «Βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές: Δομή και περιεχόμενο - Συνθετικός δείκτης κινδύνου και απόδοσης - Τρόπος υπολογισμού των τρεχουσών επιβαρύνσεων - Σενάρια απόδοσης για σύνθετους ΟΣΕΚΑ»˙ 15/633/20.12.2012 «Οργανωτικές ρυθμίσεις για την λειτουργία ΑΕΔΑΚ, σύγκρουση συμφερόντων, κανονισμός συμπεριφοράς, διαχείριση κινδύνων και περιεχόμενο της σύμβασης μεταξύ θεματοφύλακα και εταιρείας διαχείρισης» (τροπ. 3/791/12.7.2017), 17/633/20.12.2012 «Ενημερωτικό δελτίο, ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση ΟΣΕΚΑ» (τροπ. 18/775/31.01.2017)˙ 6/587/2.6.2011 «Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων».

[3] Μητροπούλου, Σ., 2010, Οι έννομες σχέσεις στα κοινά μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων (με αφορμή την Εφθεσ 1622/2009), ΔΕΕ 2010, 808

Επίσης, εφαρμόζονται οι διατάξεις του ν. 4514/2018 «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» που αντικατέστησε τον εν τω νόμω 4099/2012 αναφερόμενο ν. 3606/2007, κυρίως ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού του Α/Κ. Τούτο διότι ο εν λόγω νόμος υιοθέτησε την έννοια του χρηματοπιστωτικού μέσου για τα Α/Κ (Τμήμα Γ του Παραρτήματος Ι του ν. 4514/2018), επομένως αυτά καθίστανται αντικείμενο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών του περί ου ο λόγος νόμου.

Τέλος, με τον πρωθύστερο νομικό χαρακτηρισμό του Α/Κ ως μορφή κοινωνίας[4], τίθενται υπό εξέταση και ορισμένες διατάξεις του Αστικού Κώδικα (ΑΚ), κυρίως εκείνες περί κοινωνίας δικαιώματος (785-805 ΑΚ) όπου δεν ρυθμίζεται διαφορετικά από τον ν. 4099/2012. Επίσης, και πάντα συμπληρωματικά του ν. 4099/2012 εφαρμόζονται επιπλέον διατάξεις όπως οι 281, 288, 330 και 914 επομ. ΑΚ ως προς την ενδοσυμβατική και αδικοπρακτική ευθύνη της ΑΕΔΑΚ και η 977 ΑΚ περί παράδοσης με κατοχή στον έως τώρα νομέα στην περίπτωση μεταβίβασης ιδανικής μερίδας.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Αφήνοντας προς το παρόν αναλυτικότερη προσέγγιση, οι επενδύσεις μπορούν να λάβουν χώρα είτε ατομικά (ν. 4514/2018) είτε συλλογικά μέσω Α/Κ (ν. 4099/2012). Η ΕΚ εποπτεύει κάθε εταιρεία που παρέχει τέτοιες υπηρεσίες, όπως ελέγχει και τις εκδότριες εισηγμένες εταιρείες και τον μηχανισμό του Α/Κ. Ειδικότερα όμως ως προς τα επενδυτικά οχήματα που είναι και το αντικείμενο του συγγράμματος, ο ν. 4514/2018 ορίζει αυτά ως «χρηματοπιστωτικά μέσα» (ΧΜ) σε έντεκα κατηγορίες εν τω πρώτω Παραρτήματι (Τμήμα Γ')[5]. Ο ορισμός που δίδει ο νομοθέτης για τα ΧΜ

[4] Καραγκουνίδης, Απ., 1992, Το νέο καθεστώς των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ν. 1969/1991), Επιστημ. Επετηρίδα Αρμεν 13 (1992), 119

[5] 1) κινητές αξίες˙ 2) μέσα χρηματαγοράς˙ 3) μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων˙ 4) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (forward-rate agreements) και άλλες συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κινητές αξίες νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις δικαιώματα εκπομπής ή άλλα μέσα παραγώγων, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα˙ 5) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης συμβόλαια μελλοντικής

βρίσκεται στο άρθρο 4§15 του ν. 4514/2018: «κατηγορίες μέσων που συνήθως αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τα αποδεικτικά κατάθεσης και τα εμπορικά γραμμάτια, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής». Δυστυχώς, η απαρίθμηση του νόμου δεν ωφελεί σε χρηματοοικονομική ανάλυση, διότι η διεθνής και εγχώρια συναλλακτική πρακτική δεν ακολουθεί τέτοια κατηγοριοποίηση, καθώς δεν ενσωματώνει τα χρηματοοικονομικά και στατιστικά μεγέθη με

εκπλήρωσης συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ'επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους, αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης˙ 6) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που μπορεί να εκκαθαριστούν μ φυσική παράδοση, εφόσον αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΜΟΔ, μ εξαίρεση τα ενεργειακά προϊόντα χονδρικής τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΜΟΔ κα πρέπει να εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση˙ 7) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που μπορεί να εκκαθαριστούν με φυσική παράδοση, εφόσον δεν αναφέρονται άλλως στην περίπτ. 6) και δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς και που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων˙ 8) παράγωγα μέσα για τη μετακύλιση του πιστωτικού κινδύνου˙ 9) χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences)˙ 10) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές ναύλους ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές που πρέπει να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορεί να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο παρόν τμήμα, που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΜΟΔ ή ΠΜΔ˙ 11) δικαιώματα εκπομπής τα οποία περιλαμβάνουν μονάδες οιουδήποτε τύπου που πληρούν τις απαιτήσεις της οδηγίας 2003/87/ΕΚ (Σύστημα εμπορίας εκπομπών).

ικανοποιητικό τρόπο. Πάντως, από τον ως άνω ορισμό συνάγεται ευχερώς ότι βασική προϋπόθεση για τον χαρακτηρισμό ενός επενδυτικού οχήματος ως ΧΜ είναι η διαπραγμάτευσή του στη χρηματαγορά («[..] που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης [..]»), ώστε ο επενδυτής που συναλλάσσεται τέτοιο να εμπίπτει στις προστατευτικές διατάξεις του ν. 4514/2018.

Τρία ζητήματα επίσης που πρέπει να εξετασθούν είναι i) οι έννοιες των κινητών αξιών και μέσων χρηματαγοράς, όπως προκύπτουν από τον ορισμό των ΧΜ, ii) τί εστί επενδυτική υπηρεσία και iii) το Α/Κ ως ΧΜ. Υπό (i) αφενός οι κινητές αξίες κατά το άρθρο 4(1) περ. 44 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ αφορούν στις κατηγορίες κινητών αξιών που επιδέχονται διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής, και ιδίως: α) μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιρειών και άλλων οντοτήτων, καθώς και αποθετήρια έγγραφα για μετοχές, β) ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους καθώς και αποθετήρια έγγραφα για τέτοιες κινητές αξίες, γ) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμό με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενο κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη· αφετέρου, κατά το άρθρο 4(1) περ. 17 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, τα μέσα χρηματαγοράς αφορούν σε κατηγορίες μέσων που συνήθως αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τα αποδεικτικά κατάθεσης και τα εμπορικά γραμμάτια, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής.

Υπό (ii), οι επενδυτικές υπηρεσίες διακρίνονται σε κύριες και παρεπόμενες και απαριθμούνται εν τω τμήματι Α' (οι κύριες) και τμήματι Β' (παρεπόμενες) του Παραρτήματος Ι του ν. 4514/2018. Αναλυτικότερα, οι εννέα κύριες είναι οι 1) λήψη και διαβίβαση εντολών σχετικών με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα· 2) εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών· 3) διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό· 4) διαχείριση χαρτοφυλακίου· 5) επενδυτικές συμβουλές· 6) αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης· 7) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης· 8) λειτουργία ΠΜΔ· 9) λειτουργία ΜΟΔ. Οι επτά παρεπόμενες είναι 1) φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της θεματοφυλακής και συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων/παρεχόμενων ασφαλειών και με εξαίρεση την πρόβλεψη και τήρηση λογαριασμών αξιόγραφων σε ανώτατο

επίπεδο (υπηρεσία κεντρικής διατήρησης), όπως αναφέρεται στο σημείο 2 του τμήματος Α του παραρτήματος του Κανονισμού 909/2014· 2) παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτή προς διενέργεια συναλλαγής σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η επιχείρηση που παρέχει την πίστωση ή το δάνειο· 3) παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων· 4) υπηρεσίες ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών· 5) έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα· 6) υπηρεσίες σχετιζόμενες με την αναδοχή· 7) επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες καθώς και παρεπόμενες υπηρεσίες που αναφέρονται στα τμήματα Α και Β του παρόντος παραρτήματος σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων που περιλαμβάνονται στις περιπτ. 5, 6, 7 και 10 του τμήματος Γ, εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών.

Υπό (iii), παρατηρούμε ότι ο νομοθέτης εισάγει την έννοια του μεριδίου Α/Κ ως ΧΜ. Θα δούμε αναλυτικότερα και στην ενότητα περί Α/Κ πως ένα Α/Κ αποτελείται από άλλα ΧΜ, με ειδικές προϋποθέσεις ως προς την ποιοτική και ποσοτική τους επιλογή από τον εκάστοτε διαχειριστή, και ανάλογα την κατηγορία του Α/Κ (μετοχικό, ομολογιακό κ.λπ.). Επί παραδείγματι, ένα ομολογιακό Α/Κ που ενσωματώνει -κυρίως- μετοχές, οι οποίες αποτελούν εξ ορισμού ΧΜ, είναι λογικό να εμπεριέχει τα χαρακτηριστικά ενός ΧΜ και να συμπεριφέρεται ως τέτοιο, τουλάχιστον όσον αφορά στον κίνδυνο που φέρει και τις μεθόδους που διαπραγματεύεται. Επομένως, είναι λογικό το μερίδιό του να χαρακτηρίζεται ΧΜ. Εξάλλου, καθώς τα μερίδια Α/Κ είναι δεκτικά διαπραγμάτευσης, καθώς μπορούν να είναι εισηγμένα και να διαπραγματεύονται ελεύθερα υπό τους κανόνες της εκάστοτε οργανωμένης αγοράς, είναι λογικό να είναι ΧΜ. Αυτός είναι και ο λόγος που στο σύγγραμμα θα εξετασθούν τα μερίδια ως επενδυτικά οχήματα, καθώς αυτά πληρούν τον αρχικό ορισμό ως διαπραγματεύσιμα προϊόντα, με τα οποία οι επενδυτές μπορούν να αποτυπώσουν την επενδυτική τους απόφαση στο χαρτοφυλάκιό τους.

ΕφΛαρ 23/2004, ΕτρΑξΧρΔ 2006, 194

ΕφΛαρ 24/2004, ΕλλΔνη 2004, 827

ΕφΠατρ 937/1999, ΔΕΕ 2000, 1134

ΕφΠατρ 219/2003, ΔΕΕ 2003, 1348

ΕφΠατρ 666/2003, ΔΕΕ 2004, 663

ΕφΠατρ 378/2005, ΔΕΕ 4/2006, 415

ΕφΠατρ 54/2006, ΕπισκΕμπΔ 2006, 439

ΕφΠειρ 1533/1990, ΕΝΔ 20,1

ΕφΠειρ 1019/1996, ΕπισκΕΔ 1997, 426

ΜΕφΑθ 5654/2014, ΔΕΕ 2015, 163

ΜΕφΘεσ 1224/2017, Nomos

ΜΠρΑθ 4157/1993, Αρμ 1995, 223

ΜΠρΑθ 4601/1994, ΕΤρΑξΧρΔ 1995, 129

ΜΠρΑθ 6338/2000, ΔΕΕ 2001, 83

ΜΠρΑθ 2115/2002, ΔΕΕ 2003, 181

ΜΠρΑθ 299/2012, ΔΕΕ 2012, 483

ΜΠρΘεσ 4999/1991, ΕΤρΔ 1993, 40

ΟλΑΠ 967/1973, ΝοΒ 22, 505

ΟλΑΠ 21/1990 Nomos

ΟλΑΠ 15/2007, ΕλλΔνη 1, 2008, 149

ΟλΑΠ 12/2017, ΕΕμπΔ 2017,174

ΠΠρΑθ 3146/1998, ΔΕΕ 1998, 1085

ΠΠρΑθ 2205/2006, ΔΕΕ 2007, 335

ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351

ΠΠρΗρακλ 372/2005, ΔΕΕ 2006, 293

ΠΠρΘεσ 16325/1998, Αρμ 1999, 1414

ΠΠρΠειρ 291/2003, ΕΤρΑξΧρΔ 2005,136

ΣτΕ 1395/2001, ΕλλΔνη 2002, 1231

ΣτΕ 496/2010, ΕΕμπΔ 2010, 682

ΣτΕ (Ολομ. 1116/2014), dsanet

ΣτΕ (Ολομ. 1117/2014), dsanet

ΤρΕΦΘεσ 1663/2018, ΔΕΕ 2018, 1071

ΤρΕφΘεσ 684/2019, ΔΕΕ 2020, 254

Λίγα λόγια για τον συγγραφέα:

Κατέχει μεταπτυχιακό τίτλο MSc στη Χρηματοοικονομική επιστήμη από το Πανεπιστήμιο Πειραιά, αποφοιτήσας με υποτροφία αριστείας πρώτος σε κατάταξη· μεταπτυχιακό τίτλο LLM στη Νομική επιστήμη από τη Νομική Σχολή Αθηνών του ΕΚΠΑ· πτυχίο BSc στην Οικονομική επιστήμη από το Πάντειο Πανεπιστήμιο, αποφοιτήσας επίσης πρώτος σε κατάταξη.

Είναι πιστοποιημένος Διαχειριστής Χαρτοφυλακίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (βαθμίδα Γ)· πιστοποιημένος Αναλυτής σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες (βαθμίδα Δ)· πιστοποιημένος Ειδικός Διαπραγματευτής σε Παράγωγα και σε Αξίες από το Χρηματιστήριο Αθηνών· πιστοποιημένος Εκκαθαριστής Παραγώγων και Αξιών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (βαθμίδες ΣΤ1, ΣΤ2)· πιστοποιημένος Τεχνικός Αναλυτής L1 από την CMT Association και Οικονομολόγος· μέλος Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδος ως Λογιστής-Φοροτεχνικός.

Έχει πολυετή εμπειρία στον χώρο των επενδύσεων εργαζόμενος στη Fast Finance ΑΕΠΕΥ ως Διαχειριστής Χαρτοφυλακίων και Αναπλ. Διευθ. Σύμβουλος· έχει συγγράψει άλλα δύο βιβλία («Επενδυτική Συλλογιστική» και «Προσδοκίες στην Αγορά Συναλλάγματος»)· αρθρογραφεί καθημερινά στο liberal.gr (Φιλελεύθερος Εκδοτική)· έχει τακτική παρουσία σε τηλεοπτικές και διαδικτυακές εκπομπές· είναι εισηγητής σε εκπαιδευτικά σεμινάρια χρηματοοικονομικής και επενδυτικής.