

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	2
Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή.....	3
Κεφάλαιο 2 Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου.....	4
Κεφάλαιο 3 Συλλογικές επενδύσεις.....	4
Κεφάλαιο 4 Αμοιβαία Κεφάλαια	
4.1 Ορισμός.....	5
4.2 είδη αμοιβαίων κεφαλαίων	6
4.3 Ιστορική εξέλιξη	10
4.4 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα	13
4.5 Ο Έλεγχος και η Εποπτεία τους	28
4.6 Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακές αγορές	30
4.7 Νέες μορφές Α/Κ.....	32
Κεφάλαιο 5 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)	
5.1 Ορισμός και ιστορία	35
5.2 Βασικά χαρακτηριστικά.....	36
5.3 Τα κυριότερα είδη hedge funds	37
5.4 Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας.....	38
5.5 Πλαίσιο εποπτείας.....	39
Κεφάλαιο 6 Σύγκριση hedge funds και Α/Κ κλασικού τύπου	40
Κεφάλαιο 7 Συμπεράσματα	41
Βιβλιογραφία –Αρθρογραφία-κείμενα	43

Περίληψη

Η παρούσα εργασία, με την παράθεση ιστορικών και στατιστικών στοιχείων όπου απαιτείται, στοχεύει βασικά στη παρουσίαση της εξέλιξης του νομοθετικού πλαισίου στα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα και τους παράγοντες που συνέβαλαν στην εξέλιξη θεσμού αυτού και του σταδίου που βρίσκεται σήμερα με έμφαση σε θέματα εποπτείας τους. Στόχο επίσης, αποτελεί η σύγκριση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων με αυτόν των εναλλακτικών-κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων (Hedge Funds)

Τα συμπεράσματα της εργασίας είναι ότι το θεσμικό πλαίσιο επιτελεί το ρόλο του και επιτυγχάνει τους στόχους του, και ότι, όπως αποδεικνύεται, τα Αμοιβαία Κεφάλαια διέπονται από αυστηρότερο θεσμικό πλαίσιο και εποπτεία σε σχέση με τα Hedge Funds, γεγονός το οποίο τα καθιστά ασφαλέστερη μορφή επένδυσης.

Τέλος, ως συμπέρασμα αναφέρεται πως η βελτίωση της επενδυτικής πολιτικής, της πολιτικής διάθεσης των μεριδίων Α/Κ και της οργάνωσης του δικτύου διάθεσης αυτών, η ορθή πληροφόρηση των επενδυτών, και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του εσωτερικού ελέγχου των εταιρειών διαχείρισης, αποτελούν μέτρα που θα μπορούσαν να συμβάλλουν σε μεγαλύτερη αξιοπιστία του θεσμού και προστασία του επενδυτικού κοινού.

The present dissertation attempts mainly, based on historical and statistical data when needed, to present the developments in the legislative framework of mutual funds in Greece, as well as the factors contributed to that, giving emphasis to their supervision and audit. Another aim of the work is to compare mutual funds with alternative-speculative investment funds (Hedge Funds).

The conclusion is that the legislative framework has fulfilled its role and achieved its goals. In addition, the mutual funds proved to be subject to a stricter framework and supervision in comparison with Hedge Funds, a fact which renders mutual funds a safer investment.

Finally, the amelioration in the investment policy, in the policy for selling/marketing mutual funds' units, in the organization of the network involved, as well as the correct information provided to investors and the improvement in the efficiency of the internal control in the management companies, constitute measures which may result in a greater reliability of mutual funds as a whole and investors' protection.

Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή

Στην εργασία αυτή επιχειρείται μια συνοπτική περιγραφή του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα από το 1990, έτος κατά το οποίο αρχίζει ουσιαστικά να αναπτύσσεται ο θεσμός αυτός, έως σήμερα. Το πιο πετυχημένο και δημοφιλές από τα συλλογικά σχήματα αποδεικνύεται το αμοιβαίο κεφάλαιο ανοικτού τύπου (open and fund), λόγω κυρίως των πλεονεκτημάτων που αυτό εμφανίζει.

Αναλυτικότερα στο κεφάλαιο που ακολουθεί (Κεφάλαιο 2) θα παρουσιαστεί ο ρόλος και οι στόχοι του θεσμικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Στο Κεφάλαιο 3 θα γίνει παρουσίαση των βασικών μορφών συλλογικών επενδύσεων, τα βασικά χαρακτηριστικά τους και η δραστηριότητά τους στην Ελλάδα.

Στο Κεφάλαιο 4 θα γίνει αναφορά στο τι ορίζεται ως Α/Κ και ποιος ο τελικός του στόχος. Θα γίνει σύντομη αναφορά στα είδη των Α/Κ που γενικότερα υπάρχουν αλλά και η ειδικότερη κατηγοριοποίησή τους σύμφωνα με το θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα.

Θα γίνει επίσης παρουσίαση για το πως εξελίχθηκαν τα μεγέθη των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα για το υπό εξέταση διάστημα και θα αναλυθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες των εξελίξεων αυτών.

Στο ίδιο Κεφάλαιο θα παρουσιαστεί η εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα και η εναρμόνισή του με τις κοινοτικές οδηγίες. Θα παρουσιαστεί επίσης το τι μεταρρυθμίσεις επέφεραν οι σχετικές διατάξεις του θεσμικού αυτού πλαισίου στη λειτουργία αλλά και στις διασυνοριακές συναλλαγές των Α/Κ στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το εάν η ανάπτυξη των Α/Κ επηρεάζει τις χρηματιστηριακές αγορές.

Θα γίνει μια σύντομη αναφορά στα νέα είδη Α/Κ, ως αποτέλεσμα ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής επιστήμης, στα οποία περιλαμβάνονται και τα Α/Κ αντιστάθμισης κινδύνου τα οποία θα ακολουθήσουν αναλυτικότερα στο επόμενο κεφάλαιο.

Ιδιαίτερη σημασία στην εργασία αυτή δίνεται στον έλεγχο αλλά και τη γενικότερη εποπτεία που ασκείται στα Α/Κ, πράγμα το οποίο αναλύεται στο παρόν Κεφάλαιο.

Στο Κεφάλαιο 5 θα αναφερθεί το τι είναι τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds), ποιες είναι οι κυριότερες κατηγορίες τους και το τι αυτά επιδιώκουν. Επίσης, θα γίνει αναφορά στην δημιουργία του θεσμού, της διαχρονικής τους εξέλιξης και το πώς διαφοροποιούνται από τις υπόλοιπες κλασικές επενδύσεις.

Τέλος, στο Κεφάλαιο αυτό θα γίνει αναφορά στην εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου των hedge funds και της διάθεσης τέτοιων κεφαλαίων στη χώρα μας, τις πρόσφατες αλλαγές που συντελούνται στο θέμα αυτό μετά τη πρόσφατη κρίση που, όπως υποστηρίζεται, δημιουργήθηκε εξ' αιτίας της δράσης των εν λόγω κεφαλαίων, αλλά και με ποιο τρόπο επιτελείται η εποπτεία τους .

Στο Κεφάλαιο 6 θα αναλυθούν οι διαφορές μεταξύ ενός κλασσικού αμοιβαίου κεφαλαίου και ενός κεφαλαίου αντιστάθμισης κινδύνου που υφίστανται και οι οποίες αφορούν, εκτός του θεσμικού και εποπτικού τους πλαισίου, και σε ειδικότερα θέματα όπως την επενδυτική τους φιλοσοφία και το επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθύνονται.

Η σύγκριση αυτή θα περιλαμβάνει τα εκατέρωθεν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Στο Κεφάλαιο 7 θα γίνει μια σύνοψη των συμπερασμάτων της παρούσας εργασίας. Στα συμπεράσματα θα περιλαμβάνονται απόψεις για την επιτυχία και την επίτευξη ή

όχι του ρόλου και των στόχων του θεσμικού πλαισίου των Α/Κ. Θα περιλαμβάνονται συμπεράσματα για το βαθμό εποπτείας των κλασικών Α/Κ σε σχέση με τα Hedge Funds και προτάσεις για τη βελτίωση της λειτουργίας των Α/Κ στην Ελλάδα, έτσι ώστε να τα καταστήσουν περισσότερο προσιτά και ελκυστικά στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Τέλος, θα παρατεθούν κάποιες απόψεις σχετικά την βελτίωση της οργάνωσης των εταιρειών διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων και την προώθηση των μεριδίων των εν λόγω κεφαλαίων.

Κεφάλαιο 2 Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου

Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών οργανισμών αναφέρεται :

1. στην επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των οργανισμών αυτών (prudential regulation)
2. στον προσδιορισμό της δομής και των λειτουργιών τους (structural regulation) και,
3. στην προστασία των επενδυτών (investors protection)

ενώ συγχρόνως θα πρέπει να επιτυγχάνονται αποτελεσματικά οι στόχοι του, δηλαδή

- ✓ η διατήρηση του ανταγωνισμού στην αγορά και,
- ✓ η διαρκής αποτίμηση και παρακολούθηση του κινδύνου της αγοράς¹

Κεφάλαιο 3 Συλλογικές επενδύσεις

Τα βασικότερα είδη συλλογικών επενδύσεων είναι τα κλασικά αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου (open end funds) και οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κλειστού τύπου (closed end funds).

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι νομικά πρόσωπα με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας. Οι μετοχές τους εισάγονται υποχρεωτικά στο χρηματιστήριο και η τιμή τους διαμορφώνεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση και όχι με βάση τον ακριβή υπολογισμό των τιμών των χρεογράφων-αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Βέβαια, η εξέλιξη των τιμών των αξιών του χαρτοφυλακίου, επηρεάζει έμμεσα και τη τιμή της μετοχής της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Αντίθετα, στα αμοιβαία κεφάλαια, η τιμή του μεριδίου εξαρτάται άμεσα από την εξέλιξη των τιμών των τίτλων του χαρτοφυλακίου τους και προσδιορίζεται καθημερινά με αποτίμηση των επιμέρους τίτλων και με κανόνες που προσδιορίζουν την εύλογη αξία τους τη δεδομένη στιγμή.

Τα κύρια χαρακτηριστικά που διακρίνουν τη μία από την άλλη μορφή συλλογικής επένδυσης είναι η νομική μορφή και το μεταβλητό ή μη του κεφαλαίου τους.

Εκτός από τα ανοικτού και κλειστού τύπου επενδυτικά σχήματα υπάρχουν και άλλες μορφές συλλογικών επενδύσεων όπως είναι τα διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο αμοιβαία κεφάλαια (exchange traded funds) τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων (funds of funds) και τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Τα τρία τελευταία, τα οποία στη σημερινή εποχή εμφανίζονται με

¹ Διεθνείς Κεφαλαιαγορές Τόμος Ι –θεωρία & ανάλυση (σελ. 97)-Κώστας Συριόπουλος –Εκδόσεις Ανίκουλα 1999

αυξανόμενη δυναμική, αποτελούν τη λεγόμενη «Νέα Γενιά Α/Κ» και θα παρουσιαστούν αναλυτικά παρακάτω.

Κεφάλαιο 4 Αμοιβαία Κεφάλαια

4.1 Ορισμός

Το Α/Κ είναι μια μορφή εταιρείας επενδύσεων (investment company), της οποίας βασικός σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Στη πραγματικότητα, το Α/Κ συνιστά τρόπο διαχείρισης περιουσίας, η οποία συγκεντρώνεται και αναδιαμορφώνεται διαρκώς, με περισσότερο ή λιγότερο «δυναμικό» τρόπο, με στόχο την καλύτερη δυνατή αξιοποίησή της ως πηγή εισοδήματος (απόδοση) για τους δικαιούχους της.

Τα συστατικά στοιχεία ενός Α/Κ, χωρίς τα οποία αυτό δεν θα μπορούσε να υφίσταται είναι:

- ❖ Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός,
- ❖ Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων, και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών,
- ❖ Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του προαναφερόμενου χαρτοφυλακίου,
- ❖ Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση,
- ❖ Μια συγκεκριμένη διαδικασία εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το Α/Κ και το σημαντικότερο
- ❖ Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που να θεσμοθετεί τα παραπάνω.

Ο σκοπός του Α/Κ επιτυγχάνεται χάρις στα μεγάλα χρηματικά κεφάλαια που συγκεντρώνονται, πράγμα που δεν θα μπορούσε να κάνει ο κάθε μεμονωμένος επενδυτής, αλλά και από την επαγγελματική-επιστημονική διαχείριση των κεφαλαίων αυτών. Επίσης, η δυνατότητα διασποράς των κεφαλαίων σε σχετικά μεγάλο αριθμό χρεογράφων έχει ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Το Α/Κ, δηλαδή η κοινή περιουσία, διαιρείται σε «μερίδια», τα οποία έχουν όλα την ίδια τιμή. Η κοινή αυτή περιουσία ανήκει εξ' αδιαρέτου σε όλους όσους συμμετέχουν σε αυτή (μεριδιούχοι), ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που έχει ο καθένας.

Οι εταιρείες που διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια τα οποία συστήνουν είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν, αλλά και να εξαγοράζουν τα μερίδια από τους επενδυτές-μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να τα πουλήσουν. Επομένως, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων μπορεί να αλλάζει καθημερινά, ανάλογα με το αν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή πωλούν τα μερίδια που κατέχουν.

Στην Ελλάδα το Α/Κ στερείται νομικής προσωπικότητας, το διαχειρίζεται ανώνυμη εταιρεία (Α.Ε.Δ.Α.Κ) η οποία εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ είναι εκτός της Α.Ε.Δ.Α.Κ, οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας (custodian). Ο ρόλος του θεματοφύλακα, ο οποίος περιγράφεται αναλυτικότερα στη παρ. 4.4 είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς αυτός εγγυάται την

ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντά τους από τυχόν κακή διαχείριση της διαχειρίστριας εταιρείας.

4.2 είδη αμοιβαίων κεφαλαίων

Κάθε επενδυτής έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά, τα οποία καθορίζονται από το ύψος του κινδύνου που θέλει να αναλάβει, το μέγεθος των κεφαλαίων που διαθέτει για επένδυση, την ηλικία του, τις ανάγκες του, αλλά και τους χρηματοοικονομικούς του στόχους. Για το λόγο αυτό, οι εταιρείες διαχείρισης προσφέρουν μια σειρά από εναλλακτικά προϊόντα έτσι ώστε να καλύπτουν όλες τις δυνητικές τρέχουσες και μελλοντικές ανάγκες των υποψηφίων επενδυτών.

Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, υπάρχει μια σημαντική εξειδίκευση στα Α/Κ, έτσι ώστε να καλύπτουν όλες σχεδόν τις ανάγκες των επενδυτών.

Οι βασικές κατηγορίες Α/Κ, οι οποίες είναι γνωστές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (κυρίως στις Η.Π.Α) και στις οποίες μπορούμε να κατατάξουμε οποιοδήποτε Α/Κ είναι τα εξής :

- Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς (money market funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια ομολογιών (bond funds)
- Αφορολόγητα Αμοιβαία Κεφάλαια ομολογιών (tax exempt bond funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια κοινών μετοχών (common stock funds)
- Αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου (balanced funds)
- Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια (international funds)
- Άλλου τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια

Η κυρίαρχη διαφορά των επιμέρους κατηγοριών των Α/Κ είναι η διαφορετικότητα στην επιλογή και τη στάθμιση των επιμέρους κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό τους, γεγονός που δημιουργεί διαφορετικότητα στο επίπεδο του κινδύνου που αυτά ενσωματώνουν.

4.2.1

Τα Α/Κ **χρηματαγοράς**, είναι η πιο απλή μορφή Α/Κ εισοδήματος και επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα τα οποία πωλούνται σε διάφορες χρηματαγορές. Τα χρεόγραφα που αγοράζουν, είναι σε γενικές γραμμές τα πιο ασφαλή και ταυτόχρονα έχουν τη μικρότερη χρονική διάρκεια λήξης. Τέτοιου είδους χρεόγραφα είναι κυρίως τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών ή μεγάλων εταιρειών και τα εμπορικά γραμμάτια (commercial papers).

Τα Α/Κ αυτής της κατηγορίας προσφέρουν στους επενδυτές ελάχιστο κίνδυνο, ασφάλεια και ρευστότητα.

4.2.2

Τα χρήματα τα οποία επενδύονται σε μερίδια Α/Κ **ομολογιών** χρησιμοποιούνται για μακροπρόθεσμα δάνεια, τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, από δημόσιες εταιρείες ή από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Κάθε ομολογία φέρει ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, το οποίο πρέπει να πληρωθεί σε κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Η δέσμευση των χρημάτων για μεγάλο χρονικό διάστημα αποτελεί μία σημαντική πηγή κινδύνου, ο οποίος ονομάζεται κίνδυνος του επιτοκίου. Με την άνοδο ή πτώση των επιτοκίων η τρέχουσα τιμή των ομολογιών που ήδη έχουν εκδοθεί θα μειώνεται ή θα αυξάνεται αντίστοιχα.

Τα Α/Κ αυτής της κατηγορίας, τα οποία είναι ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μακροπρόθεσμων ομολογιών, έχουν σα σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές και θεωρούνται ως μία επένδυση σχετικά χαμηλού κινδύνου. Σε μακροπρόθεσμη βάση είναι πολύ πιθανό να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Α/Κ χρηματαγοράς, μπορεί όμως η βραχυπρόθεσμη τρέχουσα τιμή των μεριδίων των Α/Κ ομολογιών να μειωθεί.

Τα ομολογιακά Α/Κ διαιρούνται σε υποκατηγορίες όπως είναι τα Α/Κ ομολογιών υψηλής απόδοσης (High Yield Bond Funds) και τα αφορολόγητα Α/Κ ομολογιών. Στη πρώτη αυτή υποκατηγορία οι επενδυτές πρέπει να αναλάβουν ένα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου, καθώς τα Α/Κ αυτά επενδύουν τουλάχιστον τα 2/3 του ενεργητικού τους σε ομολογίες που εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες κατατάσσονται ως χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας από τους σχετικούς οίκους αξιολόγησης (Mood'ys και Standard and Poor's)

Τα αφορολόγητα Α/Κ ομολογιών διακρίνονται σε ακόμη μεγαλύτερη υποκατηγοριοποίηση που είναι τα Πολιτειακά Δημοτικά Α/Κ ομολογιών και τα Α/Κ Δημοτικών ομολογιών, τα οποία είναι ιδιαίτερα δημοφιλή στις Η.Π.Α ιδίως τα βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα.

4.2.3

Τα **μετοχικά Α/Κ** επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους, οι οποίοι περιλαμβάνουν υψηλό κίνδυνο, καθώς η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας επηρεάζεται από τις εγχώριες αλλά και διεθνείς οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις καθώς και από την πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει και τα σχετικά της οικονομικά αποτελέσματα.

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής αποβλέπουν σε υψηλότερες αποδόσεις γ' αυτό και είναι διατεθειμένα να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες των Α/Κ.

Τα μετοχικά Α/Κ κατηγοριοποιούνται με βάση τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των μετοχών που περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκιά τους, όπως το μέγεθος της εταιρείας, η μερισματική πολιτική που ακολουθούν, οι προοπτικές ανάπτυξης που έχουν, καθώς και η ευαισθησία τους στις αλλαγές του οικονομικού κύκλου.

Με βάση το μέγεθος των εταιρειών στις οποίες επενδύουν διακρίνονται σε Μεγάλης, Μεσαίας και Μικρής κεφαλαιοποίησης. Τα κριτήρια διάκρισης διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Για παράδειγμα, σε αναδυόμενες αγορές μια εταιρεία με χρηματιστηριακή αξία \$ 300 εκατ. μπορεί να συγκαταλέγεται στις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ενώ στις Η.Π.Α ανήκει στις μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες.

Με βάση τον επενδυτικό σκοπό τα μετοχικά Α/Κ διακρίνονται σε:

- Επιθετικά υπεραξίας Α/Κ (aggressive growth funds),
- Α/Κ υπεραξίας ή αναπτυξιακά Α/Κ (growth funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος (income funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια υπεραξίας και εισοδήματος (growth and income funds),
- Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (sector funds) και
- Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (index funds)

Με βάση τη γεωγραφική κατανομή τα μετοχικά A/K διακρίνονται σε Διεθνή A/K , A/K Αναδυόμενων Αγορών και Παγκόσμια A/K. Στις κατηγορίες αυτές μπορεί να υπάρχει περαιτέρω εξειδίκευση ανάλογα με την εξειδίκευση των επενδύσεων τους σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές όπως π.χ ευρωπαϊκά μετοχικά A/K, μετοχικά A/K Ειρηνικού κ.λ.π

Με βάση τον κλάδο ή τον τομέα της οικονομίας, οι πιο δημοφιλείς κατηγορίες A/K είναι οι εξής:

- Τεχνολογίας
- Τηλεπικοινωνιών
- Χρηματοοικονομικών υπηρεσιών
- Υπηρεσίες Υγείας
- Φυσικών Πόρων
- Πολύτιμα μέταλλα
- Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας
- Ακίνητα

Στα μετοχικά A/K ανήκουν ακόμη:

τα Quant funds ή “quantitative funds”τα οποία πήραν το όνομά τους από το είδος της επενδυτικής στρατηγικής που διενεργούν. Για την επιλογή των μετοχών και τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιούν εξειδικευμένα προγράμματα υπολογιστών που βασίζονται στη χρήση χρηματοοικονομικών μεταβλητών όπως ο δείκτης P/E, ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών και οι ιστορικές αποδόσεις των μετοχών.

Τα A/K Χρυσού (Gold Funds), τα οποία επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που σχετίζονται με την αγορά ή την εξόρυξη του χρυσού. Η παρουσία του σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μπορεί να συμβάλλει στην επίτευξη των επενδυτικών στόχων των μεμονομένων αλλά και των θεσμικών επενδυτών.

Τα Κοινωνικά Υπεύθυνα A/K (Socially Responsible Funds).Πρόκειται για A/K τα οποία επενδύουν όχι μόνο σε οικονομικά σταθερές και κερδοφόρες εταιρείες αλλά και εταιρείες που φημίζονται για την συνεισφορά τους στο κοινωνικό σύνολο. Εταιρείες οι οποίες δεν έχουν περιβαλλοντική ή κοινωνική συνείδηση αποκλείονται από τα χαρτοφυλάκια των κοινωνικά υπεύθυνων A/K.

4.2.4

Τα υβριδικά A/K επενδύουν ταυτόχρονα τόσο σε μετοχικούς τίτλους, όσο και σε ομόλογα. Από άποψη επικινδυνότητας βρίσκονται μεταξύ των μετοχικών και των αντίστοιχων ομολογιακών A/K. Ο βαθμός κινδύνου ενός υβριδικού A/K εξαρτάται από τα ποσοστά κατανομής του ενεργητικού του μεταξύ μετοχών και ομολόγων καθώς και από την ικανότητα του διαχειριστή να μεταβάλλει τη σύνθεση ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Τα υβριδικά A/K διακρίνονται σε μικτού τύπου (balanced) και Κατανομής Περιουσιακών Στοιχείων(asset allocation) A/K.

Τα μικτού τύπου A/K επενδύουν σε μετοχές, ομόλογα και βραχυπρόθεσμα προϊόντα ισοδύναμα του χρήματος με συγκεκριμένα ποσοστά. Μια συνηθισμένη κατανομή του ενεργητικού σε ένα μικτό A/K θα περιελάμβανε μετοχές και ομόλογα σε ποσοστό περίπου 50%. Για το λόγο αυτό ονομάζονται και ισορροπημένα A/K.

Στα Α/Κ Κατανομής Περιουσιακών Στοιχείων το ενεργητικό του επενδύεται όπως και στα μικτού τύπου, η σύνθεση ωστόσο των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του μπορεί να προσαρμόζεται ανάλογα με τις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς και τις προσωπικές οικονομικές εκτιμήσεις του διαχειριστή προκειμένου αυτός να επιτύχει τη μέγιστη δυνατή επίδοση.

Όσον αφορά την **κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των Α/Κ στην Ελλάδα**, αυτή ορίζεται με την απόφαση 1/317/11.11.2004 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Συγκεκριμένα, τα Α/Κ κατατάσσονται σε κατηγορίες ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους, σε Α/Κ Εσωτερικού και Α/Κ Εξωτερικού.

Στα Α/Κ Εσωτερικού ανήκουν εκείνα τα οποία επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή/και σε ομολογίες ή/και μετοχές των οποίων ο εκδότης έχει τη καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα, ενώ στα Α/Κ Εξωτερικού ο εκδότης τους έχει τη καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος.

Επίσης τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους και ειδικότερα σε :

(α) **Διαχείρισης Διαθεσίμων**, εφόσον επενδύουν κυρίως² σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ απαγορεύεται να επενδύουν σε μετοχές.

(β) **Ομολογιακά**, εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογίες, ενώ επιτρέπεται η επένδυση σε μετοχές μέχρι ποσοστό δέκα τις εκατό(10%) του καθαρού ενεργητικού τους.

(γ) **Μικτά**, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τις εκατό(10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τις εκατό(10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό(65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

(δ) **Μετοχικά**, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχές

Επιπλέον, τα Α/Κ του άρθρου 24 του ν.3283/2004 που αναπαράγουν τη σύνθεση του χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό(95%) επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

(ε) Τα Α/Κ που επενδύουν σε μερίδια άλλων Α/Κ (**fund of funds**). Τα Α/Κ αυτά, στα οποία γίνεται εκτενέστερη αναφορά στο κεφ. 4.7, διακρίνονται ανάλογα με τα ποσοστά επενδύσεών τους, όπως και τα απλά Α/Κ, σε Ομολογιακά, Μετοχικά και Μικτά.

Είναι προφανές ότι τα συγκεκριμένα κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ αδυνατούν να απεικονίσουν με ακρίβεια τη πορεία μιας ολόκληρης κατηγορίας Α/Κ. Για παράδειγμα, στη κατηγορία μετοχικών Α/Κ εσωτερικού περιλαμβάνονται Α/Κ μικρής, μεσαίας, μεγάλης κεφαλαιοποίησης και Index Funds.

Για το λόγο αυτό αλλά και για λόγους εναρμόνισης με τις άλλες κοινοτικές χώρες σε ορισμένες κατηγορίες Α/Κ όπως τα Διαχείρισης Διαθεσίμων, η παραπάνω απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που ορίζει τη κατηγοριοποίηση στην Ελλάδα υπόκεινται σε περαιτέρω τροποποίηση.

² Κυρίως σημαίνει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους.

4.3 Ιστορική εξέλιξη

Στο πίνακα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των Α/Κ στην Ελλάδα, του αριθμού των Α.Ε.Δ.Α.Κ, των κεφαλαίων που διαχειρίζονται και της πορείας του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.

Πίνακας 1

Έτος (31.12.ΧΧ)	αριθμ. Α.Ε.Δ.Α.Κ	αριθμ. Α/Κ	Κεφάλαια υπό Διαχείριση (σε εκατ. ευρώ)	Γ.Δ Χ.Α 31.12.1989=100
1985	2	2	11,74	
1986	2	2	14,38	
1987	2	2	22,30	
1988	2	2	30,81	
1989	3	3	61,04	
1990	7	7	430,52	102,86
1991	11	18	489,80	76,24
1992	20	39	635,66	46,34
1993	21	73	2.517,98	108,66
1994	24	96	3.926,34	89,13
1995	25	116	6.972,85	98,97
1996	29	150	11.119,59	103,18
1997	29	161	21.479,09	222,06
1998	24	178	26.405,60	495,86
1999	24	205	35.021,30	1105,64
2000	26	265	30.887,70	637,62
2001	26	269	26.794,90	464,08
2002	28	260	25.385,10	280,56
2003	29	265	30.398,81	392,69
2004	26	262	31.647,31	506,44
2005	25	258	27.943,97	967,49
2006	26	269	23.910,45	856,43
2007	22	330	24.528,80	1027,21
2008	22	354	10.414,61	288,85
2009	22	305	10.679,19	378,02
2010	22	303	8.015,81	207,76

Πηγή: Ε.Θ.Ε, Χ.Α.

Σημείωση: Για τα έτη 2007 έως και 2010 στον αριθμό των κεφαλαίων και το ενεργητικό τους συμπεριλαμβάνονται τα Α/Κ που έχουν ιδρυθεί σε άλλες χώρες (π.χ Λουξεμβούργο) και τα οποία διαχειρίζονται ελληνικές ΑΕΔΑΚ.

Η είσοδος των Α/Κ στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά έγινε το 1970 με την υπογραφή του νομοθετικού διατάγματος 608/70. Στα τέλη του 1972 άρχισε τη λειτουργία του το πρώτο Α/Κ (Ερμής Δυναμικό) από την Εμπορική Τράπεζα ενώ στις αρχές του 1973 η Εθνική Τράπεζα δημιούργησε το δεύτερο Α/Κ (Δήλος Μικτό). Για 16 συνεχόμενα έτη τα δύο αυτά Α/Κ αποτελούσαν το σύνολο της αγοράς σε αμοιβαία κεφάλαια. Οι λόγοι για τους οποίους δεν δημιουργήθηκαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά οφείλονται σε μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Η καθυστέρηση της

ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό σύστημα που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός υγιούς και σταθερού μακροοικονομικού πλαισίου καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Το ενδιαφέρον για την αγορά A/K εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας 1980 λόγω της θέσπισης σειράς μέτρων για την φιλελευθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ένεκα αυτού η αναγέννηση του Χ.Α αναβίωσε το ενδιαφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να επεκταθούν στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι μέσα στο 1989 ιδρύεται το τρίτο κατά σειρά A/K από την Interamerican. Στη συνέχεια τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια εισάγονται μέσα στο 1990 από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρείες. Το 1990 σχεδόν το σύνολο του ενεργητικού των επτά αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς ήταν τοποθετημένο σε μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου, γεγονός το οποίο ερμηνεύεται, εκτός των άλλων, και από τη μεγάλη άνοδο των τιμών των μετοχών.

Η καθοριστική φάση ανάπτυξης του θεσμού των A/K ήταν η περίοδος από τα τέλη 1990 έως και το τέλος του 1992. Την περίοδο αυτή και παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ουσιαστική ποσοτική εξάπλωση του θεσμού σε όρους κεφαλαίων, δημιουργούνται οι περισσότερες εταιρείες διαχείρισης (Α.Ε.Δ.Α.Κ) δηλαδή 13 νέες εταιρείες, δημιουργούνται 32 νέα A/K διαφορετικού τύπου, τα στελέχη των δικτύων πώλησης επιμορφώθηκαν περισσότερο και γενικότερα τέθηκαν οι βάσεις για την ουσιαστική μελλοντική ανάπτυξη του θεσμού. Ως σημαντικά γεγονότα της περιόδου αυτής αναφέρονται οι συζητήσεις και οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών που αφορούσαν τους κανόνες διαφήμισης και τους τρόπους ενιαίου υπολογισμού της απόδοσης των A/K.

Η τάση ανάπτυξης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε με μεγάλους ρυθμούς στα επόμενα χρόνια με αποτέλεσμα στο τέλος του 1999 να υπάρχουν 205 A/K των οποίων το συνολικό ενεργητικό ανήρχετο περίπου στα 35 δις ευρώ. Το ποσό αυτό αποτελούσε το 52,18% των συνολικών ιδιωτικών καταθέσεων και το 31% του ΑΕΠ, ενώ το 1990 τα ποσοστά αυτά ανέρχονταν σε περίπου 2% και 1% αντίστοιχα. Σημαντική επίδραση στην διαμόρφωση της αποτίμησης αυτής έπαιξε πέραν των εντυπωσιακών εισροών στα μετοχικά A/K, η ραγδαία αύξηση των τιμών των μετοχών την περίοδο 1998 και 1999.

Στις θετικές εξελίξεις της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη περίοδο 1990-1999 συνέβαλαν παράγοντες όπως η απαλλαγή των χρηματοπιστωτικών αγορών από τις διοικητικές παρεμβάσεις και ρυθμίσεις, η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων, ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών αυτών, το ηπιότερο καθεστώς εποπτείας της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με εκείνο της τραπεζικής αγοράς, και τέλος η αναζήτηση από το επενδυτικό κοινό εναλλακτικών επιλογών για τοποθετήσεις του μεγάλου ύψους περιουσιακών στοιχείων.

Η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών από διοικητικές ρυθμίσεις καθώς και ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας τους είχαν ως αποτέλεσμα την όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ τραπεζών και άλλων επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι τράπεζες υπό το βάρος και των αυξημένων κεφαλαιακών αναγκών τους, επεξέτειναν τη δραστηριότητά τους σε άλλες αγορές, κυρίως όμως στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων και την ασφαλιστική αγορά, ώστε να αναπληρώσουν τα μειωμένα έσοδα από συναλλαγές σε παραδοσιακά προϊόντα.

Επιπρόσθετα το υψηλό κόστος πληροφόρησης των αποδόσεων των τοποθετήσεων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου του εξωτερικού ενίσχυσε τη ζήτηση για μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων.

Επίσης, το διάστημα 1990-1999 καταγράφεται σημαντική συμμετοχή των τραπεζών στη δραστηριότητα των Α/Κ με τη δημιουργία από αυτές εταιρειών διαχείρισης, γεγονός το οποίο οφείλεται:

- 1) Στις διατάξεις του ν. 1969/91, οι οποίες όριζαν ότι καθήκοντα θεματοφύλακα ενός Α/Κ θα πρέπει να ασκεί τράπεζα με νόμιμη λειτουργία στην Ελλάδα. Οι αρμοδιότητες του θεματοφύλακα είναι ευρύτατες και μεταξύ άλλων περιλαμβάνουν τη φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων των Α/Κ, τις συναλλαγές και τον έλεγχο της εταιρείας διαχείρισης.
- 2) Στη δυνατότητα των τραπεζών να εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας που προκύπτουν από την εμπειρία τους στη διαχείριση χαρτοφυλακίων, τη πελατεία, το ευρύ δίκτυο των πωλήσεών τους (υποκατατημάτων) και από την αξιοπιστία, εμπιστοσύνη που εμπνέουν και το κύρος τους.
- 3) Στο ότι η επέκταση της δραστηριότητας των τραπεζών στην αγορά των Α/Κ αντιστάθμιζε σε μεγάλο βαθμό τις απώλειες που παρουσίαζαν τα έσοδα από την παραδοσιακή δραστηριότητα των τραπεζών.
- 4) Στην ασύμμετρη εφαρμογή της εποπτικής λειτουργίας στις τράπεζες (κεφαλαιακές απαιτήσεις και ρευστότητα) σε σύγκριση με τα Α/Κ.
- 5) Στη θετική συμβολή που μπορεί να έχει η δραστηριότητα στην αγορά Α/Κ στο κίνδυνο και τη κερδοφορία των τραπεζών.

Εκτός από τις τράπεζες, και οι ασφαλιστικές εταιρείες παρουσίασαν αξιόλογη δραστηριότητα στην ελληνική αγορά των Α/Κ στην εν λόγω περίοδο, αλλά με διαχρονικά φθίνουσα συμμετοχή. Οι θεσμικές και οργανωτικές αλληλοκαλύψεις μεταξύ τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών ενθάρρυναν την ενοποίηση των δραστηριοτήτων τους με τη μορφή των τραπεζοασφαλειών (Bankassurance).

Ωστόσο, παρά την απελευθέρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς και τη τεχνολογική ανάπτυξη, η συνεργασία τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών για τη δημιουργία εταιριών διαχείρισης Α/Κ δεν έχει προχωρήσει σε ικανοποιητικό βαθμό στην Ελλάδα. Επίσης, η παρουσία εταιρειών διαχείρισης που δεν ανήκουν σε τράπεζες η/και σε ασφαλιστικές εταιρείες είναι πολύ περιορισμένη στην Ελλάδα σε σύγκριση με αρκετές χώρες της ΕΕ και ιδιαίτερα με τις ΗΠΑ.

Η δεσπόζουσα θέση των τραπεζικών και, σε μικρότερο βαθμό, των ασφαλιστικών εταιρειών διαχείρισης μπορεί να τις οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων με τις μητρικές τους εταιρείες και να επιδράσει δυσμενώς στη λήψη από αυτές ορθολογικών και επωφελών για τα Α/Κ αποφάσεων. Σχετική προς αυτό είναι και κριτική που ασκείται στις εταιρείες διαχείρισης των Α/Κ, ότι δηλαδή αδιαφορούν για την υιοθέτηση και εφαρμογή καινοτομιών και νεοτερισμών που συνδέονται με την επενδυτική πολιτική και τη γενικότερη λειτουργία τους (Ξανθάκης 2002)

Το διάστημα 2000-2003 το οποίο ταυτίζεται με την έντονα καθοδική πορεία του εγχώριου αλλά και των διεθνών χρηματιστηρίων δεν είχε ως αποτέλεσμα αντίστοιχη μείωση στον αριθμό και το ενεργητικό των Α/Κ. Το γεγονός αυτό αποδίδεται κυρίως στην απροθυμία των μεριδιούχων να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από τα μετοχικά κυρίως Α/Κ.

Από τα μέσα του 2003 έως και το τέλος του 2007 και παρά την έντονη ανοδική πορεία του Χ.Α, εκδηλώνονται τάσεις εξαγορών μεριδίων και στροφή στις διεθνείς αγορές αναζητώντας καλύτερες αποδόσεις.

Από το 2008 μέχρι σήμερα παρατηρείται μια δραματική μείωση των υπό διαχείριση κεφαλαίων κατά 67%. Η αβεβαιότητα που προκάλεσε η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση είχε ως αποτέλεσμα τη μεταστροφή των επενδυτών σε πιο συντηρητικές επενδύσεις όπως οι προθεσμιακές καταθέσεις, αλλά και λόγω των ειδικότερων προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ελλάδα, στη φυγή των κεφαλαίων αυτών το εξωτερικό.

Από τα στοιχεία που απεικονίζονται στο πίνακα 1 προκύπτει μια διαχρονική αύξηση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά διαχειρίστρια εταιρεία. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την ύπαρξη εμπλουτισμού της αγοράς με νέες κατηγορίες Α/Κ, αποτελεί ένδειξη ότι η ελληνική αγορά ακολουθεί έστω και από απόσταση, τη διεθνή εμπειρία στη δημιουργία «οικογενειών» Α/Κ, που αποσκοπούν να καλύψουν μεγαλύτερο εύρος προτιμήσεων των επενδυτών σε συνδυασμούς απόδοσης και κινδύνου.

Τονίζεται ότι η όξυνση του ανταγωνισμού στην ελληνική και διεθνή αγορά των Α/Κ αφορά αφενός μεν το κόστος συναλλαγών και το ύψος των αποδόσεων και αφετέρου παράγοντες όπως την προσφορά νέων κατηγοριών Α/Κ, τις παρεχόμενες επενδυτικές συμβουλές, το δίκτυο πωλήσεων, την προσφορά πληροφόρησης, κ.ά.

Ειδικότερα, όσον αφορά το ύψος των προμηθειών και τη διαθέσιμη πληροφόρηση, η όξυνση του ανταγωνισμού έχει συμβάλλει στη διαμόρφωση ευνοϊκότερων συνθηκών από ότι προβλέπεται από τη κείμενη νομοθεσία. Επομένως, η βελτίωση των συνθηκών ανταγωνισμού της ελληνικής αγοράς των Α/Κ θα συμβάλει στη διείσδυσή τους στις αγορές του εξωτερικού, αλλά και στην αντιμετώπιση της προσπάθειας των ευρωπαϊκών Α/Κ να δραστηριοποιηθούν στην ελληνική αγορά ιδιαίτερα μετά την πρόσφατη ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς συλλογικών επενδύσεων.

4.4 Θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα

Η λειτουργία των πρώτων Α/Κ στην Ελλάδα διέπονταν από το Ν.Δ. 608/70. Στη συνέχεια, η ανάγκη προσαρμογής της νομοθεσίας στις συνθήκες που είχαν διαμορφωθεί στη χρηματιστηριακή αγορά στη δεκαετία του 1980, καθώς και η απαιτούμενη εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας προς την αντίστοιχη κοινοτική, είχαν ως αποτέλεσμα τη θέσπιση του **νόμου 1969/1991**, ο οποίος αποτέλεσε καμπή για το θεσμό. Με το νεότερο αυτό νόμο καταργήθηκε το προηγούμενο Ν.Δ.

Ο νόμος αυτός μεταρρύθμισε το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς Α/Κ εισάγοντας διατάξεις που αφορούσαν κυρίως:

- α) την οργάνωση των ΑΕΔΑΚ
- β) τον καθορισμό των οργάνων λειτουργία τους
- γ) την επιβολή κανόνων διαχείρισης και επενδύσεων (ποσοτικοί περιορισμοί στις επενδύσεις των Α/Κ)
- δ) την ενημέρωση και προστασία του επενδυτικού κοινού και
- ε) τις κυρώσεις για παραβάσεις της νομοθεσίας

Στις διατάξεις του ν. 1969/1991 εμπίπτουν οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α) οι οποίοι έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- ✓ έχουν ως μοναδικό σκοπό να επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων, και
- ✓ τα μερίδια μετά από αίτηση των κομιστών(μεριδιούχων), εξαγοράζονται ή εξοφλούνται με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών.

Ο ίδιος νόμος όριζε ότι οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α εκείνοι οι οποίοι δεν ακολουθούσαν μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική που οριζόταν σαφώς σε σχετικά άρθρα του νόμου, δεν θα εντάσσονται στο νόμο αυτό.

Σύμφωνα με το νόμο αυτό, ελληνικό Α/Κ χαρακτηρίζεται αυτό του οποίου η έδρα και κεντρική διοίκηση βρίσκεται στην Ελλάδα. Η άδεια για τη σύσταση ενός Α/Κ χορηγείται μόνον εφόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει την διαχειρίστρια αυτού εταιρεία (Α.Ε.Δ.Α.Κ), την εκλογή του θεματοφύλακα και τον Κανονισμό του Α/Κ τον οποίο υποβάλλει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Για την έγκριση της εν λόγω εταιρείας απαιτείται όπως αυτή έχει ελάχιστο κεφάλαιο ίσο με 100 εκατ. δρχ.(ήτοι 293.470 ευρώ) και το κάθε Α/Κ ελάχιστο αρχικό ποσό ενεργητικού 400 εκατ. δρχ.(ήτοι 1.173.881 ευρώ). Το τελευταίο αυτό ποσό θα πρέπει να κατατεθεί μέσα σε τρεις μήνες από τη χορήγηση άδειας συστάσεως του Α/Κ στο θεματοφύλακα, αλλιώς η άδεια αυτή ανακαλείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το Α/Κ μπορεί να διαθέτει τα μερίδιά του αφού η άδεια συστάσεώς του έχει δημοσιευθεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και ο θεματοφύλακας βεβαιώσει τη συγκέντρωση των στοιχείων του ενεργητικού.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ και ο Θεματοφύλακας έχουν ευθύνη για τυχόν αμέλεια στην άσκηση των καθηκόντων τους. Ο νόμος επίσης ορίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως το κατ' εξοχήν όργανο για τον έλεγχο και επιβολή προστίμων στη διοίκηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ και εν γένει την εύρυθμη λειτουργία του θεσμού με απώτερο σκοπό τη προστασία των επενδυτών. Για το σκοπό αυτό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στη συνέχεια εξέδωσε κανονιστικές αποφάσεις ώστε να ρυθμίζονται θέματα ή ζητήματα που αναφέρονται στην πορεία. Οι Αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελούν τμήμα της νομοθεσίας που διέπει τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι σημαντικότερες αποφάσεις αφορούσαν

- τα απαιτούμενα στοιχεία, εκτός των οριζομένων στο νόμο, που θα πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο των Α/Κ (αρ. απόφ. 225/2.6.1992)
- τους κανόνες διαφήμισης και τρόπος υπολογισμού της απόδοσης των Α/Κ (αρ. απόφ. 265/25.8.1992)
- την αποτίμηση των Κινητών Αξιών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.(αρ. απόφ. 71/25.8.1992)
- την αναπροσαρμογή του ελάχιστου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ και του αρχικού ενεργητικού του Α/Κ (αρ. απόφ. 340/20.2.1996)
- την ονοματολογική κατάταξη των Α/Κ (αρ. απόφ. 6037/9.7.1996 και 129/14.4.1996)
- τη διάθεση μεριδίων αλλοδαπών Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων με έδρα άλλου κράτους μέλους της Ε.Ε που δεν υπόκειται στην οδηγία 85/611/ΕΟΚ

Η καθιέρωση του *ενημερωτικού δελτίου* ως μέσου πληροφόρησης, το οποίο υιοθέτησε ο παραπάνω νόμος, επιτρέπει στους επενδυτές να διαμορφώνουν τεκμηριωμένη

γνώμη προκειμένου να λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.³ Τονίζεται, ωστόσο ότι η ανεπάρκεια που συνήθως παρουσιάζει το περιεχόμενο των ενημερωτικών δελτίων αποτελεί πηγή σοβαρής κριτικής για τη συμβολή των εταιρειών διαχείρισης στην αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς των Α/Κ.⁴

Το Π.Δ 433/93 εναρμόνισε την ελληνική νομοθεσία προς τη κοινοτική Οδηγία 85/611 της ΕΟΚ. Οι κυριότερες διατάξεις αφορούν:

- τη διάθεση μεριδίων Α/Κ της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην Ελλάδα και αντιστρόφως
- τη δυνατότητα τοποθέτησης του ενεργητικού των Α/Κ σε κινητές αξίες τρίτων χωρών και
- την αύξηση του ποσοστού των τοποθετήσεων σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου ή τίτλους άλλων κρατών –μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και τον περιορισμό των τοποθετήσεων σε καταθέσεις και μετρητά.

Ο ν. 1969/91 **τροποποιήθηκε** με νεότερο νόμο **2533/1997**, με τη πρόβλεψη σημαντικών ρυθμίσεων για την αγορά των Α/Κ. Οι κυριότερες τροποποιήσεις αφορούν τη δυνητική διανομή μερίσματος, την εγγύηση του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στο Α/Κ, την αποϋλοποίηση των μεριδίων, καθώς και τη δυνατότητα συγχώνευσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια ο ν. 2954/2001 ρύθμισε τη διαδικασία διάσπασης των Α/Κ σε δύο ή περισσότερα Α/Κ.

Με τις αποφάσεις της 106^{ης}/97 και 119^{ης}/97 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διευρύνθηκε το σύνολο των κινητών αξιών που αναφέρεται στο άρθρο 35 του ν. 1969/91, ώστε να περιλαμβάνονται τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τα παραστατικά δικαιώματος για απόκτηση χρεογράφων(warrants).

Η απόφαση 106^η/97 αντικαταστάθηκε από την απόφαση 164^η/99 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Με την απόφαση αυτή ως παράγωγα προϊόντα ορίζονταν εκείνα που αναφέρονται στο άρθρο 2 του νόμου 2396/96 και τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α) ή σε άλλη οργανωμένη αγορά παραγώγων. Επίσης, προσδιορίζονταν οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν τα Α/Κ ώστε να πραγματοποιούν τοποθετήσεις σε παράγωγα προϊόντα με σκοπό:

α) την αντιστάθμιση κινδύνου και

β) την αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίου, καθώς και την περίπτωση που τα παράγωγα έχουν ως υποκείμενη αξία μετοχές. Η απόφαση αυτή συμπληρώθηκε με την 194^η/2000 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την οποία διευρύνονταν οι συναλλακτικές δυνατότητες των Α/Κ σε παράγωγα και επιπρόσθετα διασφαλιζονταν η προστασία των επενδυτών ως προς τη κάλυψη ή μείωση των κινδύνων κατά τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους.

Με την απόφαση 79^η/96 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είχε καθορισθεί η ονοματολογική κατάταξη των Α/Κ. Η κατάταξη αυτή αποσκοπεί στην προστασία των επενδυτών, αφού εξασφαλίζει τη σταθερότητα του επενδυτικού χαρακτήρα κάθε Α/Κ, όπως αυτή προκύπτει από το κανονισμό του. Αξίζει να σημειωθεί ότι αναγνωρίζεται πλέον ευρέως ότι ένα ορθολογικό και ακριβές σύστημα ταξινόμησης των Α/Κ ασκεί

³ Με την απόφαση 111^η/1997 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι εταιρείες διαχείρισης απαιτείται να παρέχουν στους επενδυτές «απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο», το οποίο θα αναφέρει με τρόπο απλό και σαφή τα χαρακτηριστικά της εταιρείας διαχείρισης και του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το ενημερωτικό αυτό δελτίο είναι ενιαίο για όλες της χώρες της ευρωπαϊκής ένωσης.

⁴ Ήδη η νέα οδηγία 2009/65/ΕΟΚ προβλέπει την αντικατάσταση του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου με το Key Investment Information Document(βλ. τέλος Ενότητας)

σημαντική επίδραση στις αποφάσεις των επενδυτών και στην αποτελεσματική διαμόρφωση των χαρτοφυλακίων τους.⁵

Το 1998 τέθηκε σε ισχύ ο Κώδικας Δεοντολογίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ και ΑΕΕΧ, ο οποίος μέχρι σήμερα έχει τροποποιηθεί πολλές φορές και ο οποίος σκοπό έχει τη διαφύλαξη της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και η διασφάλιση των συμφερόντων των επενδυτών.

Η ύπαρξη υψηλών ρευστών διαθέσιμων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, αλλά και η αναποτελεσματική διαχείρισή τους, είχε ως αποτέλεσμα τη νομοθετική ρύθμιση της επέκτασης του θεσμού των Α/Κ στο τομέα αυτό.

Συγκεκριμένα με το ν. 1902/90 επιτράπηκε η συγκρότηση Α/Κ από τα ασφαλιστικά ταμεία και με το ν. 2076/92 η σύσταση εταιρείας διαχείρισης τέτοιων κεφαλαίων. Με τη ν 78548/Β1105/92 απόφαση του υπουργού Εθνικής Οικονομίας καθορίστηκε ότι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να συγκροτούν Α/Κ μόνο των κατηγοριών σταθερού εισοδήματος, διαθέσιμων και μικτού τύπου. Ο ν. 2679/99 επέτρεψε τη μερική απελευθέρωση των αποθεματικών και των διαθέσιμων των ασφαλιστικών ταμείων. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι, παρά τις εξελίξεις αυτές, το θεσμικό πλαίσιο διαχείρισης των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στη χώρα μας παραμένει εξαιρετικά περιοριστικό σε σύγκριση με τις περισσότερες χώρες της ΕΕ και τις ΗΠΑ.

Η διαδικασία ολοκλήρωσης της ευρωπαϊκής αγοράς των Α/Κ ξεκίνησε με την Οδηγία 85/611 της ΕΟΚ, η οποία ενσωματώθηκε στην εθνική νομοθεσία των χωρών-μελών της ΕΕ. Η Οδηγία αυτή καθιέρωσε την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης της άδειας λειτουργίας ενός Α/Κ, ενώ περιέχει και άλλες διατάξεις που αφορούν τη δομή και τη λειτουργία των Α/Κ, την επενδυτική πολιτική τους και την πληροφόρηση των επενδυτών. Η συμβολή της Οδηγίας υπήρξε κατ' αρχήν θετική αφού πέτυχε τη διεύρυνση, έστω και σε περιορισμένο βαθμό, των διασυννοριακών συναλλαγών σε Α/Κ στην ΕΕ.

Ωστόσο, τα εμπόδια (νομοθετικά, διαρθρωτικά και φορολογικά) για την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς παραμένουν ισχυρά. Διαπιστώνεται, δηλαδή ότι τα Α/Κ που διατίθενται σε πανευρωπαϊκή βάση έως το 2003 είναι περιορισμένα. Σημαντικό διαρθρωτικό εμπόδιο αποτελεί η παρατηρούμενη ποικιλία των δικτύων διάθεσης αυτών.

Στις περισσότερες χώρες της ΕΕ, οι εταιρείες διαχείρισης ελέγχονται αποκλειστικά από τράπεζες, ή από ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες χρησιμοποιούν τα δίκτυα πωλήσεων τους για τη διάθεση των Α/Κ. Η διάθεση όμως αυτή περιορίζεται συνήθως στις εθνικές αγορές, λόγω του εθνικού χαρακτήρα των δικτύων πώλησης. Η επέκταση των πωλήσεων πραγματοποιείται σε ορισμένες μόνο χώρες της ΕΕ στις οποίες το κόστος διάθεσης ελαχιστοποιείται.

Τον Ιούλιο του 1998 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε δύο προτάσεις, οι οποίες τροποποιούσαν την Οδηγία 85/611 και αποσκοπούσαν στην άρση των νομικών εμποδίων που δυσχέραιναν την υλοποίηση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς των Α/Κ. Το Φεβρουάριο του 2002 οι δύο αυτές προτάσεις κατέληξαν σε Οδηγίες (2001/107 ΕΚ και 2001/108/Ε.Κ)

Οι κυριότερες διατάξεις της πρώτης Οδηγίας προέβλεπαν:

- 1) τις απαιτήσεις για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών διαχείρισης
- 2) τον έλεγχο των επικεφαλής της διαχειρίστριας εταιρείας και των μετόχων της

⁵ Brown and Goetzmann 1997

- 3) την ίδρυση υποκαταστημάτων και την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών από τις διαχειρίστριες εταιρείες στο εσωτερικό της ΕΕ
 - 4) τη διεύρυνση της δραστηριότητας των εταιρειών διαχείρισης, ώστε να περιλαμβάνει, *πρώτον*, τη διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων, συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών ταμείων, *δεύτερον*, τη φύλαξη και διαχείριση μεριδίων άλλων εταιρειών διαχείρισης και *τρίτον*, τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κατ' εντολή εταιρείας διαχείρισης που έχει συσταθεί σε κράτος-μέλος διαφορετικό από το κράτος καταγωγής της και
 - 5) τη βελτίωση της παρουσίας των απλοποιημένων ενημερωτικών δελτίων
- Η δεύτερη Οδηγία προέβλεπε μεταξύ των άλλων τα εξής:
- α) εντάσσει στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 85/611 νέες κατηγορίες Α/Κ. Συγκεκριμένα, αναφέρεται στην κατηγορία των Α/Κ διαθεσίμων, στα Α/Κ που επενδύουν κυρίως σε τραπεζικές καταθέσεις ή σε μερίδια άλλων Α/Κ, καθώς και στα μετοχικά Α/Κ που επενδύουν κυρίως σε μετοχές των χρηματιστηριακών δεικτών τιμών μετοχών.
 - β) επιτρέπει στα Α/Κ να επενδύουν σε παράγωγα προϊόντα και
 - γ) ενθαρρύνει τις διασυννοριακές πωλήσεις μεριδίων Α/Κ

Οι ανωτέρω προτάσεις Οδηγιών αποτέλεσαν μέρος του «Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες», το οποίο εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Μάιο του 1999 προκειμένου να υλοποιηθεί το 2005. Αντικειμενικός στόχος του προγράμματος αυτού είναι η δημιουργία στη ζώνη του ευρώ μιας ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Οι επιμέρους ενέργειες που προβλέπονται από το πρόγραμμα ανέρχονται σε 41. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής:

- α) οδηγίες για τη φορολόγηση των αποταμιεύσεων
- β) τροποποίηση της οδηγίας για τα ενημερωτικά δελτία
- γ) εκσυγχρονισμό και ενοποίηση των λογιστικών προτύπων
- δ) τροποποίηση της Οδηγίας 85/611
- ε) οδηγία για τις δημόσιες εξαγορές επιχειρήσεων και
- στ) συνεργασία των εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ και σύγκλιση των εποπτικών μεθόδων

Τον Ιούλιο του 2000 δημιουργήθηκε η «Επιτροπή των Σοφών» για τη μελέτη της εποπτείας των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου. Στην αρχική αναφορά της (Νοέμβριο 2000) υποστηρίζει την εφαρμογή τεσσάρων βημάτων για τη προώθηση της εποπτείας στην ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται και η δημιουργία Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Επιτροπής των Οργάνων Εποπτείας των χωρών μελών της ΕΕ. Σύμφωνα με την «Επιτροπή των Σοφών», μόνο οι βασικές αρχές δημιουργίας της ενιαίας αγοράς θα πρέπει να θεσμοθετηθούν σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Τα υπόλοιπα μέτρα θα πρέπει να λαμβάνονται από τις προτεινόμενες δύο επιτροπές.

Με το νόμο 3283/13.11.2004 «*Ανώνυμες Εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες*» αντικαθίσταται συνολικά οι διατάξεις του 1969/91 που αφορούσαν τις ΑΕΔΑΚ και τα Α/Κ και ενσωματώνονται στην Ελληνική Νομοθεσία οι Οδηγίες 2001/107 και 2001/108 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Τα βασικά σημεία του θεσμικού αυτού πλαισίου είναι τα εξής:

Το Α/Κ στην Ελλάδα το διαχειρίζεται ανώνυμη εταιρεία, η οποία για να λειτουργήσει πρέπει να λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η εταιρεία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης του Α/Κ (Α.Ε.Δ.Α.Κ)

Σύμφωνα με το νόμο 3283/2004 το μετοχικό της κεφάλαιο, το οποίο καταβάλλεται σε μετρητά, πρέπει να είναι 1.200.000 ευρώ, ενώ τα ίδια κεφάλαια ανά πάσα στιγμή δεν θα πρέπει να υπολείπονται του ποσού αυτού. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ελάχιστο κεφάλαιο που απαιτείται από την Οδηγία που ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τον ως άνω νόμο είναι 225.000 ευρώ. Ορίζεται επίσης ότι τουλάχιστον το 51% του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ πρέπει να ανήκει σε ένα ή περισσότερα ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε Α.Ε.Π.Ε.Υ, σε ασφαλιστικές, σε εταιρείες συμμετοχών ή σε ασφαλιστικά ταμεία με ελάχιστο αποθεματικό 3.000.000 ευρώ.

Για να λάβει άδεια λειτουργίας η Α.Ε.Δ.Α.Κ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με την υποβολή της σχετικής αίτησης, υποβάλλεται επιχειρηματικό σχέδιο, η οργανωτική διάρθρωση και τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρείας αυτής. Για να δοθεί άδεια λειτουργίας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αξιολογεί εάν η εταιρεία διαθέτει επαρκείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, μηχανισμούς ελέγχου και ασφάλειας για την επεξεργασία των ηλεκτρονικών δεδομένων, κανόνες που αφορούν τις συναλλαγές των υπαλλήλων της αλλά και μηχανογραφικό σύστημα από το οποίο να μπορεί να προκύψουν τα στοιχεία της επενδυτικής της δραστηριότητας. Τέλος, θα πρέπει η δομή και η οργάνωση της εταιρείας να είναι τέτοια ώστε να μειώνεται ο κίνδυνος ζημιάς από ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της εταιρείας και των πελατών της (μεριδιούχοι) αλλά και μεταξύ των πελατών της.

Προκειμένου να λάβει άδεια σύστασης ενός Α/Κ, η Α.Ε.Δ.Α.Κ υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

- Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ, το οποίο θα πρέπει να είναι αξίας τουλάχιστον 1.200.000 ευρώ
- Δήλωση Πιστωτικού Ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα και ότι θα κατατεθούν σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού του Α/Κ.
- Κανονισμό του Α/Κ υπογεγραμμένο από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και από τον θεματοφύλακα

Ως διαχείριση του Α/Κ νοείται:

α) η διαχείριση επενδύσεων

β) η διοίκηση του Α/Κ στην οποία εντάσσονται: νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης του Α/Κ υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών, αποτίμηση του ενεργητικού του Α/Κ και καθορισμός της αξίας των μεριδίων, έλεγχος της τήρησης των κανονιστικών διατάξεων, τήρηση μητρώου μεριδιούχων, διανομή εσόδων, έκδοση και εξαγορά μεριδίων Α/Κ, αποστολή εντύπων και βεβαιώσεων και τήρηση αρχείου και

γ) η διαφήμιση του Α/Κ και η προώθηση των μεριδίων του

Επιπρόσθετα η Α.Ε.Δ.Α.Κ μπορεί να λάβει άδεια και για την παροχή των ακόλουθων υπηρεσιών:

α) διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία, βάση εντολών που παρέχονται από τους πελάτες σε διακριτική βάση και για κάθε πελάτη χωριστά.

β) παρεπόμενες υπηρεσίες και ειδικότερα επενδυτικές συμβουλές για ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, καθώς και φύλαξη και διοικητική διαχείριση μεριδίων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων

Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ, κάθε μεταβολή του μετοχικού της κεφαλαίου καθώς και για κάθε μεταβίβαση μετοχών της που έχει ως συνέπεια την απόκτηση ειδικής συμμετοχής, απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Επίσης, η εταιρεία αυτή γνωστοποιεί χωρίς καθυστέρηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα στοιχεία των μελών του Δ.Σ της, τα στοιχεία των διευθυντικών στελεχών της αλλά και κάθε μεταβολή των εν λόγω προσώπων.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ δεν επιτρέπεται να παραιτηθεί από τη διαχείριση Α/Κ παρά μόνο εάν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η ανάληψη της διαχείρισης του Α/Κ από άλλη Α.Ε.Δ.Α.Κ με κύριο γνώμονα πάντα τα συμφέροντα των μεριδιούχων. Η δέσμευση αυτή εξυπηρετεί προφανή αναγκαιότητα ασφάλειας και σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ από τη φύση των εργασιών και διαχειριστικών αρμοδιοτήτων της πρέπει να είναι σε θέση να υπολογίζει, να εκτιμά και να ελέγχει ανά πάσα στιγμή τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται το Α/Κ. Για το σκοπό αυτό θεσπίζονται και χρησιμοποιούνται διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ που σύμφωνα με τα ανωτέρω έχει λάβει άδεια λειτουργίας μπορεί να διαθέτει τα μερίδια του Α/Κ και σε άλλο κράτος-μέλος, αφού ενημερώσει προηγουμένως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ομοίως, Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) ο οποίος έχει την έδρα του σε άλλο κράτος-μέλος και έχει λάβει άδεια λειτουργίας από τις αρμόδιες αρχές σύμφωνα με την οδηγία 85/611/ΕΟΚ μπορεί να διαθέσει τα μερίδιά του ή τις μετοχές του στην Ελλάδα τηρώντας το σύνολο της ελληνικής νομοθεσίας.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ που προτίθεται να εγκαταστήσει και να λειτουργήσει υποκατάστημα σε άλλο κράτος-μέλος υποχρεούται να γνωστοποιήσει την πρόθεσή της στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αναφέροντας: α) το κράτος-μέλος στο οποίο προτίθεται να εγκαταστήσει και να λειτουργήσει το υποκατάστημα και τη διεύθυνση, β) το πρόγραμμα των εργασιών της και την οργανωτική δομή του υποκαταστήματος, γ) τα στοιχεία των υπευθύνων του υποκαταστήματος. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί τα υποβαλλόμενα σε αυτήν στοιχεία στις αντίστοιχες αρχές του κράτους υποδοχής εντός 3 μηνών.

Το ενεργητικό του Α/Κ κατατίθεται προς φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα και η οποία ασκεί καθήκοντα **θηματοφύλακα** (Custodian). Ο ρόλος του θεματοφύλακα είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς:

- ✓ Εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντά τους από τυχόν μη νόμιμη διαχείριση εκ μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ, μέσω ουσιαστικών ελέγχων που οφείλει να διενεργεί
- ✓ Φυλάει όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Α/Κ (μετρητά, Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, ομόλογα, μετοχές κ.λ.π)
- ✓ Επιτελεί καθήκοντα ταμιά του Α/Κ(εισπράττει τους τόκους, τα μερίσματα κ.λ.π) σύμφωνα με τις οδηγίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ, εκτός φυσικά αν αυτές είναι αντίθετες με το νόμο και το κανονισμό του Α/Κ
- ✓ Προβαίνει σε αγορές και πωλήσεις χρεογράφων ή μετοχών για το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ ακολουθώντας τις νόμιμα παρεχόμενες οδηγίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ

- ✓ Ευθύνεται για κάθε αμέλεια που αφορά εκπλήρωση των υποχρεώσεων του ως σύνολο και είναι συνυπεύθυνος με την Α.Ε.Δ.Α.Κ για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση
- ✓ Ελέγχει ανά πάσα στιγμή τη νομιμότητα των κινήσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ, όπως η διάθεση, η έκδοση, η εξαγορά των μεριδίων, η καταβολή και είσπραξη της αξίας αυτών και η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού σύμφωνα με τη νομοθεσία.
- ✓ Υπογράφει το κανονισμό του Α/Κ καθώς επίσης και την ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση του Α/Κ

Για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο Θεματοφύλακας εισπράττει νόμιμη αμοιβή, η οποία αναφέρεται στον κανονισμό του Α/Κ. Ο θεματοφύλακας μπορεί να αποδεσμευθεί από τα καθήκοντά του, είτε εφόσον παραιτηθεί είτε εφόσον ζητηθεί η αντικατάστασή του κατόπιν σχετικού αιτήματος της Α.Ε.Δ.Α.Κ και έγκρισης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία εγκρίνει και το νέο θεματοφύλακα.

Κανονισμός Α/Κ

Ο κανονισμός ενός Α/Κ καθορίζει τους επενδυτικούς σκοπούς του και περιγράφει τους βασικούς κανόνες λειτουργίας του. Στην ουσία δηλαδή, ο κανονισμός ρυθμίζει τις σχέσεις των φορέων λειτουργίας του Α/Κ, δηλαδή της εταιρείας διαχείρισης, των μεριδιούχων και του θεματοφύλακα. Ο κανονισμός συντάσσεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η ίδια έγκριση δίνεται και όταν υπάρχει τροποποίηση του κανονισμού για οποιονδήποτε λόγο.

Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και προσυπογράφεται από τον θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου).⁶ Οι τίτλοι μπορεί να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν:

- α) την ονομασία του Α/Κ
- β) τον αριθμό της άδειας σύστασής του,
- γ) την επωνυμία της εταιρείας διαχείρισης και του θεματοφύλακα,
- δ) τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο,
- ε) το ονοματεπώνυμο και την διεύθυνση κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων και
- στ) τη βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία των μεριδίων

Εδώ και πολλά χρόνια έχει θεσμοθετηθεί η απούλοποίηση των τίτλων μεριδίων και παρέχονται στον μεριδιούχο (εφόσον αυτός το επιθυμεί) βεβαίωση συμμετοχής που ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα του τίτλου, προσφέροντάς του παράλληλα και απόλυτη ασφάλεια.

Για κάθε διαχειριζόμενο Α/Κ η Α.Ε.Δ.Α.Κ υποχρεούται να εκδίδει δυο ειδών Ενημερωτικά Δελτία, ένα απλοποιημένο και ένα πλήρες. Τα ουσιαστικά στοιχεία των δελτίων αυτών πρέπει να επικαιροποιούνται μετά από κάθε μεταβολή τους. Και τα δυο αυτά δελτία θα πρέπει να περιέχουν τα ουσιαστικά εκείνα στοιχεία που δίνουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να διαμορφώσουν σφαιρική και τεκμηριωμένη εικόνα για την εξεταζόμενη επένδυση και τους σχετικούς κινδύνους της. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υποχρεωμένη να παραδώσει στον εν δυνάμει μεριδιούχο το απλοποιημένο

⁶ Η διάταξη αυτή τροποποιήθηκε με το άρθρο 28 του ν.3556/30.4.2007 και η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται πλέον με την καταχώρηση των αντίστοιχων μεριδίων και τα στοιχεία του δικαιούχου σε ειδικό ηλεκτρονικό αρχείο της ΑΕΔΑΚ

Ενημερωτικό Δελτίο και αν αυτός επιθυμεί τον κανονισμό του και την τελευταία δημοσιευθείσα ετήσια ή εξαμηνιαία έκθεσή του.

Αναφορικά με το απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο αυτό θα πρέπει να είναι προσιτό και κατανοητό στον επενδυτή και θα πρέπει να περιέχει τα βασικά στοιχεία ώστε να τον βοηθήσουν στην επενδυτική του επιλογή. Τα βασικά στοιχεία που υποχρεωτικά θα αναφέρονται σε αυτό αφορούν:

- Την παρουσίαση των χαρακτηριστικών του A/K, της Α.Ε.Δ.Α.Κ, του Θεματοφύλακα και του Ορκωτού Ελεγκτή.
- επενδυτικές πληροφορίες σχετικές με το σκοπό, την επενδυτική πολιτική, τον εκτιμώμενο κίνδυνο και την ρήτρα της μη εγγυημένης απόδοσης.
- οικονομικές πληροφορίες (προμήθειες και λοιπές επιβαρύνσεις, φορολογικό καθεστώς)
- πληροφορίες σχετικά με τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων και ενημέρωση σχετικά με τις τιμές αυτών
- Συμπληρωματικές πληροφορίες σχετικά με τη διάθεση ενημερωτικών δελτίων , εκθέσεων του A/K και σχετικά με την επικοινωνία με την Α.Ε.Δ.Α.Κ και τις Εποπτικές Αρχές.

Το πλήρες Ενημερωτικό Δελτίο περιέχει τα στοιχεία του Απλοποιημένου αλλά και πρόσθετα στοιχεία όπως είναι:

- Τα χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή, στον οποίο απευθύνεται το A/K
- Οι κανόνες αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του A/K
- Η διάκριση των εξόδων, προμηθειών και αμοιβών που βαρύνουν τους μεριδιούχους.
- Τις βασικές κατηγορίες των επενδυτικών μέσων που περιλαμβάνονται στα στοιχεία του ενεργητικού του A/K, με σαφή μνεία το εάν επενδύει σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα και για ποιο λόγο αλλά και σε στοιχεία για τα οποία χρειάζεται ειδική γι' αυτό έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στο πλήρες Ενημερωτικό Δελτίο, όπως και στα διαφημιστικά έντυπα των A/K , θα πρέπει να είναι εμφανής στον επενδυτή η δήλωση ότι είναι πιθανό η καθαρή αξία του ενεργητικού του A/K και επομένως η τιμή του μεριδίου του να εμφανίσει σημαντική διακύμανση εξαιτίας της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ή της μεθόδου διαχείρισης που ακολουθείται.

Διάθεση και Εξαγορά μεριδίων A/K

Για την απόκτηση μεριδίων A/K απαιτούνται τα παρακάτω:

- α) γραπτή αίτηση προς την ΑΕΔΑΚ
- β) αποδοχή του κανονισμού του A/K και
- γ) ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της αξίας των μεριδίων σε μετρητά ή και υπό την προϋπόθεση της αποδοχής τους από την ΑΕΔΑΚ σε κινητές αξίες π.χ. μετοχές

Η τιμή διάθεσης των μεριδίων A/K είναι αυτή της ημερομηνίας υποβολής της αίτησης και προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου του A/K της ίδιας μέρας και υπό την προϋπόθεση ότι έχει εξασφαλισθεί η ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της αξίας των μεριδίων.

Η εξαγορά των μεριδίων του A/K είναι υποχρεωτική όταν το ζητήσει ο μεριδιούχος . Για το λόγο αυτό απαιτείται η υποβολή γραπτής αίτησης από το μεριδιούχο. Η τιμή εξαγοράς των μεριδίων είναι αυτή της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου

για εξαγορά και η αξία των μεριδίων καταβάλλεται σε μετρητά εντός πέντε (5) ημερών από την υποβολή της αίτησης εξαγοράς.

Επενδύσεις και Επενδυτικοί περιορισμοί των Α/Κ

Οι επενδύσεις του Α/Κ υπόκεινται σε περιορισμούς που τίθενται από τη νομοθεσία, αλλά και από το Κανονισμό του ίδιου του Α/Κ. Οι περιορισμοί και οι προϋποθέσεις που τίθενται στο νόμο αφορούν αφενός τα είδη των κινητών αξιών στις οποίες το ΑΚ επενδύει και αφετέρου τα ποσοτικά επενδυτικά ανά κατηγορία και συνδυασμό κινητών αξιών.

Ειδικότερα, τα Α/Κ επιτρέπεται να επενδύουν κατά βάση σε:

1. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή/και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά,
2. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε κάποια άλλη αγορά κράτους-μέλους, εποπτευόμενη, που λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό,
3. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή/και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο αξιών τρίτου κράτους ή σε άλλη αγορά τρίτου κράτους εποπτευόμενη, λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό,
4. Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες,
5. Μεριδία Ο.Σ.Ε.Κ.Α εγκεκριμένων βάσει των εθνικών νομοθεσιών,
6. Καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα αποδοτέες στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση ή προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας μέχρι 12 μηνών, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος,
7. Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των εξομοιωμένων με αυτά μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια από τις αγορές που αναφέρονται στα υπό (1),(2),(3) παραπάνω,
8. Μέσα χρηματαγοράς, πλην των διαπραγματεύσιμων σε εποπτευόμενη αγορά που εμπίπτουν στα στοιχεία (1),(2) και(3) εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης των μέσων αυτών υπόκεινται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών και της αποταμίευσης.

Παράλληλα, τα επενδυτικά όρια του Α/Κ περιορίζονται επίσης και οφείλουν να τοποθετούνται εντός συγκεκριμένου πλαισίου που λεπτομερώς καθορίζει ο νόμος και το οποίο αποσκοπεί στην ορθή κατανομή του επενδυτικού κινδύνου.

Οι σημαντικότεροι επενδυτικοί περιορισμοί που αφορούν το ενεργητικό του Α/Κ είναι οι εξής:

- i. Έως 10% σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη
- ii. Έως 40% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών με επένδυση (σε κάθε ένα από αυτούς) άνω του 5%
- iii. Έως 35% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη όταν έχουν εκδοθεί ή εγγυηθεί από κράτος- μέλος,
- iv. Έως 25% σε ομολογίες πιστωτικού ιδρύματος,
- v. Έως 10%σε μερίδια άλλων Α/Κ,
- vi. Έως 20% σε κινητές αξίες/μέσα χρηματαγοράς/καταθέσεις/πράξεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ως προς έναν αντισυμβαλλόμενο, όταν πρόκειται για πιστωτικό ίδρυμα ή 5% όταν πρόκειται για άλλου τύπου ίδρυματος,

- vii. Έως 20% αθροιστικά σε κινητές αξίες-μέσα χρηματαγοράς εταιρειών του ίδιου ομίλου, ανεξάρτητα αν ενοποιούνται. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ οφείλει να κάνει ειδική αναφορά στις επενδύσεις αυτές, στα ενημερωτικά δελτία, καθώς και στις εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις.

Με τα άρθρα 23 και 24 του νόμου 3283/2004 παρέχεται η δυνατότητα δημιουργίας εξειδικευμένων Α/Κ (Fund of Funds και Α/Κ που αναπαράγουν χρηματιστηριακό δείκτη αντίστοιχα) που, σύμφωνα με την επενδυτική τους πολιτική μπορούν να επενδύουν έως το 100% του ενεργητικού τους σε :

- i. Μεριδία άλλων Α/Κ ή Ο.Σ.Ε.Κ.Α και μέχρι ποσοστού 20% του καθαρού ενεργητικού του ανά Α/Κ ή Ο.Σ.Ε.Κ.Α (για τα Fund of Funds) και
- ii. Σε αναπαραγωγή σύνθεσης δείκτη μετοχών ή ομολόγων και μέχρι ποσοστού 20% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές ή ομόλογα του ίδιου εκδότη και με δυνατότητα επέκτασης σε 35%.

Κανονισμός Συμπεριφοράς Α.Ε.Δ.Α.Κ (και Α.Ε.Ε.Χ)

Γενικότερα, η αυξημένη ισχύς του Κ.Σ ή Κώδικα Δεοντολογίας (Κ.Δ), ως κανονιστικής διάταξης, λειτουργεί σε τρία επίπεδα: σε επίπεδο νομιμότητας λειτουργίας των φορέων που εμπλέκονται στις αγορές Α/Κ, σε επίπεδο συλλογικής εκπροσώπησης των φορέων αυτών που έχουν την ευθύνη της πειθαρχικής διαγωγής των μελών τους και δικαιοδοσία μέχρι άρσης της άδειας και της επαγγελματικής ιδιότητας από τα μέλη που παραβιάζουν τον Κ.Σ του κλάδου και σε επίπεδο εποπτικών αρχών να παρεμβαίνουν άμεσα σε περιπτώσεις ολιγωρίας των επαγγελματιών εκπροσώπων των κλαδικών φορέων.

Εφόσον οι διαχειρίστριες εταιρείες πληρούν τις προϋποθέσεις αδειοδότησής τους, στη συνέχεια για να συνεχίσουν το κύριο έργο τους, αυτό της διαχείρισης των Α/Κ, θα πρέπει αυτές να κινούνται στο πλαίσιο ενός «Κανονισμού Συμπεριφοράς»(ή Κώδικας Δεοντολογίας). Οι βασικές αρχές του κανονισμού αυτού ορίζονται στο άρθρο 11 του ν. 3283/2004.

Ο Κώδικας Δεοντολογίας (Κ.Δ) αφορά όλους τους φορείς που εμπλέκονται στη σύσταση και διάθεση του Α/Κ και είναι εκτός της Α.Ε.Δ.Α.Κ και τα «καλυπτόμενα πρόσωπα».

Σύμφωνα με την **Πρώτη Αρχή** του κανονισμού συμπεριφοράς οι Α.Ε.Δ.Α.Κ οφείλουν να ενεργούν εντίμως και νομίμως προς το συμφέρον των συλλογικών και ατομικών χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται και χάριν της ακεραιότητας της αγοράς Η **Δεύτερη Αρχή**, η οποία είναι συμπληρωματική της Πρώτης, αναφέρει ότι οι ΑΕΔΑΚ θα πρέπει να ενεργούν με απαιτούμενη προσοχή και επιμέλεια προς το συμφέρον των ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζονται

Ως **Τρίτη Αρχή** ορίζεται ότι οι Α.Ε.Δ.Α.Κ πρέπει να διαθέτουν και να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τους πόρους τους και τις διαδικασίες που απαιτούνται για να διεξάγει τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες

Στην **Τέταρτη Αρχή** οι Α.Ε.Δ.Α.Κ πρέπει να λαμβάνουν μέτρα για την αποτροπή της σύγκρουσης συμφερόντων και, όπου αυτό δεν είναι δυνατόν, να μεριμνούν ώστε τα συλλογικά και ατομικά χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται να τυγχάνουν δίκαιης μεταχείρισης

Η **Πέμπτη Αρχή** θα πρέπει να τηρούν τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας, έτσι ώστε να εξυπηρετούνται κατά τον πλέον επωφελή τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους και την ακεραιότητα της αγοράς.

Στη συνέχεια, με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/432/7.2.2008, εξειδικεύτηκαν οι βασικοί κανόνες που αναφέρονται στο άρθρο 11 του ν.3283/2004 όσον αφορά τη συμπεριφορά των εταιριών διαχείρισης αλλά και των καλυπτομένων προσώπων. Καλυπτόμενα πρόσωπα θεωρούνται τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου διαχειρίστριας εταιρίας, οι διαχειριστές της και όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που είναι με σχέση σύμβαση εργασίας ή άλλη μορφής συνεργασίας για την εκπλήρωση του σκοπού των Α.Ε.Δ.Α.Κ (όπως ο θεματοφύλακας, οι υπάλληλοι και στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ, αντιπρόσωποι που ασχολούνται με τη διάθεση Α/Κ). Οι βασικές αρχές της απόφασης αυτής προϋπήρχαν στο «Κώδικα Δεοντολογίας Α.Ε.Δ.Α.Κ και Α.Ε.Ε.Χ.» με την απόφαση 132^η/19.5.1998 η οποία είχε τροποποιηθεί και βελτιωθεί στη διάρκεια των ετών που μεσολάβησαν για να ενσωματώσει τους προβληματισμούς από την πρακτική.

Η εξειδίκευση της ως άνω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αφορούσε μια σειρά αναλυτικών μέτρων που πρέπει να παρθούν από την διαχειρίστρια εταιρεία, αλλά και τα καλυπτόμενα πρόσωπα, ώστε να διασφαλισθεί η **προστασία των συμφερόντων των επενδυτών**, η βελτιστοποίηση της χρήσης των διαδικασιών των εταιριών διαχείρισης και της οργάνωσής τους (κατάλληλο μηχανογραφικό σύστημα, αποτελεσματικό σύστημα εσωτερικού ελέγχου, και υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου), η **υπεύθυνη τεκμηρίωση των πληροφοριών** που παρέχονται στους επενδυτές προς αποφυγή παραπληροφόρησης και marketing-προώθησης των μεριδίων Α/Κ που οι εταιρείες διαχειρίζονται, η παροχή όσο το δυνατόν καλύτερης ποιοτικής πληροφόρησης προς τους πελάτες και τέλος η αυστηρή τήρηση της νομοθεσίας για τη διασφάλιση και των συμφερόντων των πελατών και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.

Οι σημαντικότερες καινοτομίες που εισήγαγε ο πλέον πρόσφατος νόμος 3283/2004 στο θεσμό των Α/Κ μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

- Η διεύρυνση των δραστηριοτήτων των Α.Ε.Δ.Α.Κ όπου επιτρέπεται η διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων ιδιωτών αλλά και κεφαλαίων συνταξιοδοτικών ταμείων.
Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ που έχουν πάρει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για διεύρυνση του σκοπού τους εφαρμόζουν και συγκεκριμένες διατάξεις του νόμου 3606/17.8.2007 με τον οποίο ενσωματώνεται στην Ελληνική νομοθεσία η Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και η Οδηγία 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για τη κατάργηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου» της 21^{ης} Απριλίου 2004 (L 145/30.4.2004) που διακρίνει τους επενδυτές-πελάτες που λαμβάνουν επενδυτικές υπηρεσίες σε τρεις κατηγορίες. «Επαγγελματίας πελάτης», «Ιδιώτης πελάτης», και «Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι». Στη πρώτη κατηγορία ανήκει εκείνος ο οποίος διαθέτει πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά τους κινδύνους στους οποίους

εκτίθεται και ο οποίος πληροί ορισμένα κριτήρια που αναλυτικά αναφέρονται στο άρθρο 6 του ν.3606/2007. Οποιοσδήποτε δεν πληροί τα κριτήρια του «Επαγγελματία», θεωρείται «Ιδιώτης πελάτης». «Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι» θεωρούνται οι Α.Ε.Π.Ε.Υ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι Ασφαλιστικές εταιρείες, οι ΟΣ.Ε.Κ.Α και οι Α.Ε.Ε.Χ, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρείες διαχείρισής τους.

Το υψηλότερο επίπεδο προστασίας παρέχεται στον Ιδιώτη πελάτη λόγω περιορισμένων γνώσεων στο αντικείμενο, ωστόσο και ένας Επαγγελματίας πελάτης μπορεί, υποβάλλοντας σχετική αίτηση, να αντιμετωπισθεί από άποψη προστασίας ως ιδιώτης πελάτης.

- Μεγαλύτερη διαφάνεια και ενημέρωση των μεριδιούχων, αναφέροντας αναλυτικά τις κάθε είδους προμήθειες, αμοιβές και έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ.
- Αυξημένη δυνατότητα ανάπτυξης νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων στα χαρτοφυλάκια των Α/Κ όπως: futures, swaps, προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA's), κ.λ.π. Επιπλέον, παρέχεται η δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων που με το παρελθόν θεσμικό πλαίσιο δεν ήταν επιτρεπτή. Ενδεικτικά αναφέρονται: τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ (Δ.Α.Κ ή Exchange Traded Funds), τα Α/Κ που αναπαράγουν την σύνθεση χρηματιστηριακών δεικτών μετοχών ή ομολόγων (Index Funds) και τα Α/Κ ακίνητης περιουσίας (Real Estate Funds)
- Απαιτείται η συμμόρφωση της «Α.Ε.Δ.Α.Κ διευρυμένου σκοπού» σε πρόσθετες οργανωτικές απαιτήσεις και κανόνες συμπεριφοράς.

Το Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εξειδικεύοντας τις πρόσθετες αυτές απαιτήσεις εξέδωσε τις 1/452 και 2/452/1.11.2007 αποφάσεις με τις οποίες επιβάλλεται η πληροφόρηση των επενδυτών για τις υπηρεσίες που του παρέχονται και τις χρεώσεις που τον επιβαρύνουν, η αξιολόγηση «καταλληλότητας» και «συμβατότητας» με βάση ορισμένα κριτήρια με τα οποία θα καθορισθεί το πλαίσιο της ενδεδειγμένης διαχείρισης αλλά και παροχής συμβουλών, η ενημέρωση για τη κατηγοριοποίησή του και για την εκτέλεση εντολών του και για την κατάσταση της περιουσιακής κατάστασης του επενδυτή.

Όλες οι υποχρεώσεις αλλά και δικαιώματα των αντισυμβαλλομένων αποτυπώνονται σε σχετική σύμβαση η οποία επίσης προβλέπεται.

Σχετικά με τις πρόσθετες οργανωτικές απαιτήσεις των εταιρειών αυτών σημαντική παράμετρος είναι η θέσπιση μόνιμης, αποτελεσματικής και ανεξάρτητης λειτουργίας κανονιστικής συμμόρφωσης, όπως και η θέσπιση και εφαρμογή προγράμματος εσωτερικού ελέγχου για την αξιολόγηση της καταλληλότητας και αποτελεσματικότητας των συστημάτων και μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου καθώς επίσης και για την εφαρμογή διαφανών διαδικασιών για την άμεση διερεύνηση και επίλυση καταγγελιών από επενδυτές.

Στις διατάξεις αυτές προβλέπονται επίσης οι όροι και προϋποθέσεις για την «εξωτερική ανάθεση» σημαντικής λειτουργίας της ΑΕΔΑΚ με την υπογραφή γραπτής σύμβασης από την οποία να εξασφαλίζεται ότι η εν λόγω ανάθεση δεν οδηγεί σε μεταβίβαση των ευθυνών των ανωτέρων διευθυντικών στελεχών και οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΑΚ έναντι των πελατών της. Οι διατάξεις αυτές συμπληρώνονται με διαδικασίες σχετικά με την κατάθεση και φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων των πελατών. Τέλος, προβλέπεται και ετήσιος έλεγχος από ορκωτούς ελεγκτές εκτός των άλλων και στη τήρηση των

διαδικασιών αυτών, ενώ επιβάλλεται η σχετική έκθεση να αποστέλλεται εντός διμήνου από τη λήξη της οικονομικής χρήσης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Α/Κ καθορίζεται από το άρθρο 15 του νόμου 3522/22.12.2006, ο οποίος αντικατέστησε τη παρ. 3 του άρθρου 33 του ν. 3283/2004. Η καταβολή του φόρου διενεργείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και ορίζεται σε ποσοστό 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ε.Κ.Τ προσαυξημένο αναλόγως της κατηγορίας στην οποία ανήκει το Α/Κ.

Τα Διαθεσίμων χωρίς προσαύξηση, τα ομολογιακά κατά 0,25%, τα μικτά 0,5% , τα μετοχικά αλλά και οι λοιποί τύποι Α/Κ κατά 1%.

Με τη καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Α/Κ και των μεριδιούχων. Επίσης με τις διατάξεις του άρθρου 2 του ν. 3296/2004 ορίζεται η αφαίρεση από το συνολικό εισόδημα του φορολογουμένου ποσοστού 20% της δαπάνης που κατέβαλε αυτός για την αγορά μεριδίων μετοχικών και μικτών Α/Κ εσωτερικού. Το ποσό της έκπτωσης αυτής δεν θα πρέπει να υπερβαίνει τις 3.000 ευρώ.

Στο ν. 3283/2004 συμπεριλήφθησαν και κανόνες αποτίμησης στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ, οι οποίοι και τροποποιήθηκαν στη συνέχεια με την απόφαση της Ε.Λ.Τ.Ε 751/8.6.2010 ώστε να καλύπτουν και στοιχεία που δεν διαπραγματεύονται στην αγορά που αυτά είναι εισηγμένα (π.χ εταιρικές ομολογίες). Οι κανόνες αυτές αποτίμησης βασίζονται στη εύλογη αξία σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π.

Με τη πάροδο των ετών διαπιστώθηκε ότι η Οδηγία 85/611 για τους ΟΣΕΚΑ ήταν υπερβολικά περιοριστική και εμπόδιζε τους διαχειριστές των Α/Κ να εκμεταλλεύονται πλήρως τις αναπτυξιακές δυνατότητές τους. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα να κριθεί σκόπιμη η αλλαγή της νομοθεσίας σε ορισμένες περιπτώσεις και επομένως η αναθεώρηση της εν λόγω Οδηγίας.

Στις 13 Ιουλίου του 2009 εκδόθηκε η νέα Οδηγία 2009/65/ΕΚ, η οποία τροποποίησε την προηγούμενη Οδηγία 85/611/ ΕΟΚ και η οποία αποσκοπεί στην άρση των διοικητικών φραγμών που αποτελούν εμπόδιο στην διασυνοριακή λειτουργία των ΟΣΕΚΑ, στην διαμόρφωση πλαισίου που θα διευκολύνει τις συγχωνεύσεις των οργανισμών αυτών, στην προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών και τέλος στη βελτίωση της ποιότητας της πληροφόρησης προς τους επενδυτές. Εν συντομία η εν λόγω Οδηγία, η οποία θα πρέπει να έχει ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο της κάθε χώρας της Ε.Ε μέχρι την 1^η Ιουλίου του 2011, αφορά κυρίως στα ακόλουθα θέματα.

1. Δυνατότητα των εταιρειών διαχείρισης να συστήνουν ΟΣΕΚΑ σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε («Διαβατήριο» ΑΕΔΑΚ)

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας και μετά και τη συμβουλή της CESR (Committee of European Securities Regulators) προβλέπεται η δυνατότητα των εταιρειών διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ) να συστήνουν ΟΣΕΚΑ σε άλλο κράτος μέλος της Ε.Ε από αυτό στο οποίο βρίσκεται η έδρα τους. Ως εκ τούτου, στην Οδηγία προβλέπονται διατάξεις σχετικά με την κατανομή αρμοδιοτήτων μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών, την έδρα της εταιρείας διαχείρισης, του ΟΣΕΚΑ και του θεματοφύλακά του, τη διαδικασία χορήγησης άδειας και την εποπτεία των εμπλεκόμενων φορέων και τη

δυνατότητα επιβολής κυρώσεων σε αυτούς όταν εδρεύουν σε άλλο κράτος μέλος της Ε.Ε.

2. Δημιουργία δομής κύριου-τροφοδότη Οργανισμού Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), (Master-Feeder Structure)

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας προβλέπεται η σύσταση δομών κύριου (master) και τροφοδότη (feeder) ΟΣΕΚΑ, βάσει νομικά δεσμευτικών συμφωνιών. Ειδικότερα, σύμφωνα με την Οδηγία, ο τροφοδότης ΟΣΕΚΑ θα επενδύει τουλάχιστον το 85% του καθαρού ενεργητικού του σε μερίδια ενός μόνο κύριου ΟΣΕΚΑ, ενώ το υπόλοιπο 15% δύναται να επενδύεται σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία, αλλά και παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα για σκοπούς «αντιστάθμισης». Ο κύριος ΟΣΕΚΑ πρέπει να έχει ως μεριδιούχο τουλάχιστον ένα τροφοδότη ΟΣΕΚΑ, ενώ, προκειμένου να αποφευχθούν αλυσιδωτές αντιδράσεις, ο κύριος ΟΣΕΚΑ δεν μπορεί να αποτελεί τροφοδότη ΟΣΕΚΑ άλλου κύριου ΟΣΕΚΑ ή να επενδύει σε μερίδια άλλου τροφοδότη ΟΣΕΚΑ. Οι σχετικές διατάξεις της Οδηγίας προβλέπουν και άλλα θέματα τα οποία σχετίζονται με το θεματοφύλακα και τους ορκωτούς ελεγκτές του κύριου και του τροφοδότη ΟΣΕΚΑ και προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς κατά την επένδυση του τροφοδότη ΟΣΕΚΑ σε μερίδια του κύριου ΟΣΕΚΑ.

3. Διασυνοριακές συγχωνεύσεις ΟΣΕΚΑ

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας προβλέπονται διατάξεις αναφορικά με την πραγματοποίηση διασυνοριακών συγχωνεύσεων ΟΣΕΚΑ. Στις εν λόγω διατάξεις προβλέπονται διάφορα θέματα όπως η προηγούμενη έγκριση της συγχώνευσης από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές του απορροφώμενου (-νων) ΟΣΕΚΑ, θέματα σχετικά με τους θεματοφύλακες και τους ορκωτούς ελεγκτές των εμπλεκόμενων ΟΣΕΚΑ, το δικαίωμα των μεριδιούχων να εξαγοράζουν τα μερίδιά τους χωρίς κόστος πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης και την υποχρέωση των εταιρειών διαχείρισης να επιβαρύνονται οι ίδιες με το κόστος της συγχώνευσης χωρίς να βαρύνουν με αυτό τους ΟΣΕΚΑ.

4. Αντικατάσταση του Απλοποιημένου Ενημερωτικού Δελτίου των ΟΣΕΚΑ από το «Key Investor Information» (ή «Key Information Document»)

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας προβλέπεται η αντικατάσταση του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου των ΟΣΕΚΑ από το «Key Investor Information», το οποίο θα εξηγεί συνοπτικά και σε απλή γλώσσα τα βασικά χαρακτηριστικά της προτεινόμενης επένδυσης στους υποψήφιους επενδυτές, προκειμένου να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη άποψη. Σε περίπτωση διασυνοριακής διάθεσης μεριδίων ΟΣΕΚΑ, τα κράτη μέλη υποδοχής δεν έχουν το δικαίωμα να τροποποιήσουν το «Key Investor Information» που έχει εκδώσει ο ΟΣΕΚΑ. Στις εν λόγω διατάξεις προβλέπεται επίσης ότι σε περίπτωση διασυνοριακής διάθεσης των μεριδίων τους, οι ΟΣΕΚΑ θα υποχρεούνται να μεταφράζουν στη γλώσσα της χώρας υποδοχής μόνο το «Key Investor Information» (έναντι όλων των εντύπων που εκδίδουν, όπως ισχύει έως σήμερα).

5. Διασυννοριακή διάθεση μεριδίων ΟΣΕΚΑ («Διαβατήριο» ΟΣΕΚΑ)

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας προβλέπεται η απλοποίηση της διαδικασίας γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές τους κράτους μέλους υποδοχής της πρόθεσης των ΟΣΕΚΑ να διαθέτουν τα μερίδια τους διασυννοριακά («διαβατήριο» ΟΣΕΚΑ). Στην υπό έγκριση Οδηγία προβλέπεται πλέον ότι οι ΟΣΕΚΑ που επιθυμούν να διαθέσουν τα μερίδιά τους σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε γνωστοποιούν την πρόθεσή τους στις αρμόδιες αρχές της χώρας καταγωγής τους οι οποίες εν συνεχεία ενημερώνουν τις αρμόδιες αρχές της χώρας υποδοχής.

6. Ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών

Στο νέο κείμενο της Οδηγίας προβλέπεται η ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών των κρατών μελών της Ε.Ε δεδομένων των επιπτώσεων του διαβατηρίου των Α.Ε.Δ.Α.Κ και των ΟΣΕΚΑ, των διασυννοριακών συγχωνεύσεων ΟΣΕΚΑ και της ενδεχόμενης δημιουργίας δομών κύριου-τροφοδότη ΟΣΕΚΑ διασυννοριακά, όπως αυτά αναλύονται ανωτέρω.

4.5 Ο Έλεγχος και η Εποπτεία τους

Οι αρμόδιες αρχές που είναι επιφορτισμένες με την αδειοδότηση και την εποπτεία είναι δημόσιες αρχές ή όργανα ορισμένα από δημόσιες αρχές υπεύθυνες για τον έλεγχο και την εποπτεία των ΟΣΕΚΑ. Οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένος ο ΟΣΕΚΑ είναι επιφορτισμένες με τον έλεγχο, την εποπτεία και την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση παραβίασης των διατάξεων. Οι αρχές των άλλων κρατών μελών επεμβαίνουν όταν ένας ΟΣΕΚΑ διαθέτει τα μερίδιά του στην αγορά της επικράτειάς τους και μπορούν, στο πλαίσιο αυτό, να επιβάλλουν κυρώσεις που αφορούν τη διάθεση και τη διαφήμιση.

Εάν ένας ΟΣΕΚΑ δραστηριοποιείται σε περισσότερα του ενός κράτη μέλη με την παροχή υπηρεσιών ή μέσω παραρτημάτων, οι αρμόδιες αρχές των εν λόγω κρατών μελών συνεργάζονται και ανταλλάσσουν πληροφορίες σχετικές με την εταιρεία διαχείρισης.

Ωστόσο, οι αρμόδιες αρχές των διαφόρων κρατών μελών συνεργάζονται στενά για την τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου. Πράγματι, η παρούσα οδηγία ορίζει αυστηρούς κανόνες όσον αφορά τη διάδοση πληροφοριών. Συγκεκριμένα, η διάδοση των πληροφοριών που διαβιβάζονται απαιτεί τη ρητή συμφωνία της αρμόδιας αρχής που διαβίβασε τις πληροφορίες.

Θα λέγαμε ότι η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων επιτελείται κάτω από ένα διπλό έλεγχο. Από τη μια μεριά ο θεματοφύλακας, με τη δυνατότητα που του παρέιχε ανέκαθεν ο εκάστοτε νόμος να ελέγχει την ορθότητα των εντολών της εταιρείας διαχείρισης του Α/Κ. Από την άλλη πλευρά η ελληνική νομοθεσία καθιερώνει το λογιστικό έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων των Α/Κ.

Ωστόσο, ο έλεγχος της λειτουργίας αυτής εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο της προστασίας των επενδυτών και έχει ευρύτερο περιεχόμενο. Η εποπτεία των αρμοδίων αρχών εκδηλώνεται καταρχήν με τη χάραξη μιας πολιτικής πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Το Ευρωπαϊκό Κοινοτικό δίκαιο έχει επιφορτίσει τις αρμόδιες εποπτικές αρχές και με ένα επιπρόσθετο καθήκον που είναι η προαγωγή της συνεργασίας σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Τόσο ο ν. 1969/1991 όσο και ο ν. 3283/2004 ορίζουν ως αρμόδια αρχή για την άσκηση εποπτείας στο πλαίσιο των Α/Κ την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. η προϊσχύουσα νομοθεσία παρείχε στη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμβουλευτικές αρμοδιότητες, την επιφόρτιζε όμως και με εξουσία λήξης αποφάσεων σε ορισμένα ζητήματα. Στη πράξη όμως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε αναχθεί ως το κύριο όργανο εποπτείας της λειτουργίας των Α/Κ και η οποία **ασκεί διαρκή έλεγχο**. Η εν λόγω αρχή έχει την ευχέρεια, εφόσον κρίνει σκόπιμο να απαιτήσει από την εταιρία διαχείρισης να προβεί, με δικά της έξοδα, σε διευκρινιστικές ή διορθωτικές δημοσιεύσεις. Κατ' αυτόν τον τρόπο, καθίσταται πρόδηλη η χρηματοοικονομική κατάσταση του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων και φανερώνονται τα προβλήματα που, ενδεχόμενα, παρουσιάζονται.

Ο έλεγχος της λειτουργίας των Α/Κ νοείται και διενεργείται με σκοπό τη δυνατότητα εξέτασης εάν το Α/Κ λειτουργεί σύμφωνα με τις νομοθετικές επιταγές, και εάν το συγκεκριμένο Α/Κ ανταποκρίνεται στις επενδυτικές επιδιώξεις του κοινού.

Το άλλο σκέλος της έννοιας του ελέγχου της λειτουργίας των Α/Κ συνδέεται άμεσα με τη διαφάνεια της χρηματοοικονομικής κατάστασης αυτών των οργανισμών. Το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών ελέγχει τη τήρηση των λογιστικών αρχών της νομοθεσίας και του κανονισμού του Α/Κ. Επίσης εξετάζει αν οι τριμηνιαίες εκθέσεις του, παρέχουν την πραγματική εικόνα του ενεργητικού. Τα πορίσματα τίθενται στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία έχει την άμεση αρμοδιότητα για τον έλεγχο των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται, προς διευκόλυνση του έργου της και προς επαύξηση της εγκυρότητας των λογιστικών εγγράφων της εταιρείας να αναθέσει σε Ορκωτό Ελεγκτή την άσκηση ελέγχου των εταιρειών διαχείρισης σχετικά με τη διαχείριση Α/Κ.

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχουν την υποχρέωση να κοινοποιούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το κάθε είδους δημοσίευμα που αφορά Α/Κ που διαχειρίζονται.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για την επίτευξη του σκοπού της, ασκεί τον εποπτικό της ρόλο με τους εξής τρόπους.

α) Με την επισκόπηση των υποβληθέντων από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ τριμηνιαίων πινάκων επενδύσεων των Α/Κ, της ετήσιας και εξαμηνιαίας έκθεσης των Α/Κ, τριμηνιαίων καταστάσεων Κεφαλαιακής Επάρκειας (για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ διευρυμένου σκοπού) και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των Α.Ε.Δ.Α.Κ

β) Επιτόπιους ελέγχους στα γραφεία των Α.Ε.Δ.Α.Κ σύμφωνα με πρόγραμμα ελέγχου και σε δειγματοληπτική βάση, με σκοπό το να διαπιστωθεί εάν τηρείται η νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς συμπεριλαμβανομένων των βασικών αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που αφορούν τον Κανονισμό Συμπεριφοράς (1/462/7.2.2008) και την οργάνωση του δικτύου της διάθεσης των μεριδίων των Α/Κ από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ.(2/462/4.2.2008). Σημειώνεται ότι οι διατάξεις των αποφάσεων αυτών, με κάποιες τροποποιήσεις, προϋπήρχαν σε παλαιότερη απόφαση του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που αφορούσε τον Κώδικα Δεοντολογίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η νομοθεσία επιφορτίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την εξουσία επιβολής κυρώσεων στους παραβάτες του νόμου ή των αποφάσεών της, το ύψος των οποίων μπορεί να φθάσει έως τις € 600.000 και σε περίπτωση υποτροπής έως το ποσό των € 1.200.000. Οι κυρώσεις αυτές, εκτός της εταιρείας διαχείρισης, καλύπτουν επίσης τον αντιπρόσωπο της εταιρείας αυτής, το θεματοφύλακα, τον Ο.Σ.Ε.Κ.Α που έχει την έδρα του σε τρίτη χώρα και διαθέτει μερίδιά του ή μετοχές του στην Ελλάδα. Η

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις και σε επιμέρους φυσικά πρόσωπα των παραπάνω οργανισμών, όπως πχ. στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και σε υπαλλήλους των οργανισμών αυτών που ασχολούνται με τη διαχείριση και τη διάθεση των Α/Κ. Το ύψος του προστίμου μπορεί να φθάσει έως τις € 100.000 και σε περίπτωση υποτροπής το διπλάσιο ποσό.

Στα ίδια φυσικά πρόσωπα, τα οποία αποδεικνύεται ότι παραβαίνουν εν γνώσει τους ορισμένες από τις διατάξεις του νόμου, ύστερα από έγκλιση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιβάλλεται ποινή φυλάκισης τουλάχιστον τρεις (3) μήνες και χρηματική ποινή από €50.000 έως € 300.000. Οι ίδιες ποινές μπορούν να επιβληθούν και σε όποιον, εν γνώσει του, προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία του Α/Κ με σκοπό να προσελκύσει σε αυτό επενδυτές.

Τέλος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί τη άδεια λειτουργίας της Α.Ε.Δ.Α.Κ , εκτός από τη περίπτωση που η ίδια το ζητήσει ή έχει παύσει να ασκεί τις δραστηριότητές της, εφόσον αυτή:

- Έχει λάβει την άδεια λειτουργίας της βάσει ψευδών δηλώσεων ή με οποιονδήποτε άλλο αντικανονικό τρόπο ή
- Δεν πληροί πλέον τις προϋποθέσεις βάσει των οποίων χορηγήθηκε η άδεια λειτουργίας της ή
- Δεν πληροί τις προϋποθέσεις σχετικά με την επάρκεια των κεφαλαίων της, ή
- Έχει διαπράξει σοβαρές ή/και επανειλημμένες παραβάσεις των διατάξεων της ισχύουσας νομοθεσίας.

4.6 Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακές αγορές

Μελετητές των αγορών χρήματος και κεφαλαίου (Hale και Kaufman-1994) εξέφρασαν την άποψη ότι η σημαντική ανάπτυξη του θεσμού των Α/Κ έχει καταστήσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα περισσότερο ευμετάβλητο και ως εκ τούτου ευάλωτο σε ξαφνικά και απρόβλεπτα γεγονότα. Το ερώτημα όμως είναι πως τα Α/Κ επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές. Η εξαγωγή συμπερασμάτων θα μπορούσε να βασισθεί σε δυο υποθετικά αλλά πιθανά σενάρια.

Στο πρώτο σενάριο, μία σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών η οποία έχει προκληθεί από μία διεθνή κρίση έχει ως αποτέλεσμα την εξαγορά μεριδίων από τα μετοχικά ή τα ομολογιακά Α/Κ ή (και) την παράλληλη μεταφορά πόρων από τα μετοχικά και τα ομολογιακά στα διαχείρισης διαθεσίμων. Εάν τα μετοχικά (ή ομολογιακά) Α/Κ διακρατούν ικανοποιητικά ρευστά διαθέσιμα και εάν οι διαχειριστές αποφασίσουν να μην πωλήσουν μετοχές (ή ομόλογα) ώστε να επαναφέρουν άμεσα το χαρτοφυλάκό τους στην προηγούμενη διάρθρωση, τότε το αρχικό σοκ εξαντλείται και δεν μεταφέρεται στις χρηματιστηριακές αγορές. Ως εκ τούτου, το βραχυπρόθεσμο αποτέλεσμα είναι απλώς μία μεταφορά των ρευστών ή των αξιογράφων μικρής χρονικής διάρκειας από τα μετοχικά και ομολογιακά Α/Κ σε ιδιώτες επενδυτές ή στα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων. Μακροπρόθεσμα, οι διαχειριστές των μετοχικών και ομολογιακών Α/Κ θα επανακτήσουν την χαμένη τους ρευστότητα πουλώντας στις χρηματιστηριακές αγορές ένα ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους, αλλά αυτό θα γίνει σιγά σιγά ώστε να εξομαλυνθούν οι πιέσεις των αρχικών εξαγορών των μεριδίων στις χρηματιστηριακές αγορές. Στο σενάριο

αυτό, τα A/K με ικανοποιητικό δείκτη ρευστότητας και απαραίτητη ψυχραιμία, συμβάλλουν στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στο δεύτερο και πιο προβληματικό σενάριο η υπάρχουσα ρευστότητα δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στον τεράστιο όγκο των εξαγορών και ως εκ τούτου η επίπτωση των εξαγορών θα μεταφερθεί σε πωλήσεις αξιογράφων και ίσως οι διαχειριστές πουλήσουν περισσότερο απ' όσο θα έπρεπε, όπως ακριβώς συνέβη στην κρίση του 1987 [Remolona, Kleiman, Gruenstein (1997)]. Ως εκ τούτου, οι εξαγορές που θα προέλθουν από το αρχικό σοκ θα επηρεάσουν άμεσα και φυσικά με μεγαλύτερη ταχύτητα το χρηματοοικονομικό σύστημα σε σχέση με το πρώτο σενάριο.

Θα πρέπει να τονισθεί ότι εάν οι επενδυτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αγοράζουν όταν οι μετοχές είναι ψηλά και πωλούν όταν οι τιμές των μετοχών πέφτουν (συμπεριφέρονται δηλαδή ως momentum traders), τότε η συμπεριφορά τους αυτή θα δημιουργήσει επιπρόσθετα προβλήματα αυξάνοντας την μεταβλητότητα των αξιογράφων. Η αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών τιμών ίσως προκαλέσει νέες εξαγορές μεριδίων με απρόβλεπτες συνέπειες. (Το σενάριο αυτό έχει πραγματοποιηθεί στην Ελληνική Αγορά των A/K στην κρίση του '98 όπου τα ομολογιακά A/K της ETBA και της NN είχαν τα προβλήματα που μόλις περιγράψαμε)

Σε ένα τέτοιο σενάριο υπάρχουν και δευτερεύουσες αλλά εξ ίσου σημαντικές επιπτώσεις: Στον βαθμό που οι τιμές των μετοχών πέφτουν και οι εξαγορές αυξάνονται, η ποιότητα του χαρτοφυλακίου του A/K μειώνεται για πολλούς λόγους. **Πρώτον** στον βαθμό που μειώνεται το ποσοστό ρευστότητας και προβαίνουν σε αύξηση του δανεισμού τους, η αυξημένη μόχλευση καθιστά το χαρτοφυλάκιο περισσότερο επικίνδυνο. **Δεύτερον** το A/K, για να ικανοποιήσει τις αυξημένες εξαγορές, είναι πιθανόν να πουλήσει τις πιο ρευστοποιήσιμες μετοχές, αφήνοντας στο χαρτοφυλάκιο τις λιγότερο ρευστοποιήσιμες, με άμεσο αντίκτυπο στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου του και πολλές φορές στην συμβατότητά του με βάση το ενημερωτικό του δελτίο. **Τρίτον**, σε μία έντονη πτώση των τιμών των μετοχών, θα υπάρξει πρόβλημα σωστής αποτίμησης των τιμών των μεριδίων, μιας και τα χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα περιλαμβάνουν τις μικρότερες και λιγότερο ρευστοποιήσιμες μετοχές όπου οι τιμές των μετοχών δεν θα αντανακλούν την πραγματική τους αξία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για χρηματιστηριακές αγορές όπως αυτή των Αθηνών, όπου το πρόβλημα της ισχνής εμπορευσιμότητας (thin trading problem) για πολλές μετοχές είναι ιδιαίτερα έντονο. Ένα ακόμα σημαντικό πρόβλημα που δημιουργείται αφορά την ίση μεταχείριση μεταξύ των μεριδιούχων που εξαγοράζουν άμεσα τα μερίδιά τους και δεν αντιμετωπίζουν τα προαναφερθέντα προβλήματα και των μεριδιούχων οι οποίοι παραμένουν στο A/K και υφίστανται όλα τα παραπάνω προβλήματα.

Οι υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν την ύπαρξη αμφίδρομης σχέσης μεταξύ των εισροών του χρήματος στα A/K και των χρηματιστηριακών αποδόσεων (Warther -1995, Remolona-Kleiman-Gruenstein -1997, Fortune -1998, Edelen-Warner -2001) βρίσκουν ασθενή σχέση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών και ισχυρίζονται ότι δεν φαίνεται να κινδυνεύει η μακροχρόνια σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Όμως οι αναλύσεις αυτές υπόκεινται σε δύο σημαντικούς περιορισμούς: α) αναφέρονται σε στοιχεία των ΗΠΑ και β) σε όλες τις εξεταζόμενες περιπτώσεις οι αγορές ευρίσκονται σε ανοδική πορεία και δεν είχαν

ανιχνευθεί υφέσεις μεγάλης χρονικής διάρκειας και ως εκ τούτου μονιμότερου χαρακτήρα.

Οι προφητικοί προβληματισμοί των Hale και Kaufman απεδείχθησαν ιδιαίτερα επίκαιροι μετά το χτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου. Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία της Lipper που δημοσιεύτηκαν στους Financial Times, οι εξαγορές από τα μετοχικά A/K τον μήνα Σεπτέμβριο ξεπέρασαν τα 32 δις. δολάρια, ποσό που αντιστοιχεί στο 1% του συνόλου του ενεργητικού που διαχειρίζονται τα μετοχικά A/K στις ΗΠΑ. Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι ο τρίτος συνεχόμενος μήνας που τα μετοχικά A/K παρουσιάζουν εκροές, ένα φαινόμενο το οποίο είχε να παρατηρηθεί από τις αρχές της δεκαετίας του '90 με την έναρξη του πολέμου του Κόλπου. Είναι προφανές ότι ο έλεγχος των παραπάνω υποδειγμάτων στην νέα κατάσταση που δημιουργήθηκε και η οποία περιλαμβάνει στοιχεία που εμπεριέχουν την πρόσφατη κρίση των χρηματιστηριακών αγορών σαφέστατα μεγαλύτερης διάρκειας από αντίστοιχες του παρελθόντος, θα συμβάλει στην κατανόηση της συμπεριφοράς των μεριδιούχων, στην αξιολόγηση των διαχειριστών και στον έλεγχο της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος σε εναλλακτικές χρηματιστηριακές φάσεις.

Τέλος, τα υποδείγματα αυτά πρέπει να ελεγχθούν για μικρές αγορές, όπως αυτή των Αθηνών, όπου η αλληλεπίδραση των χρηματιστηριακών αγορών και των εισροών (εκροών) μεριδίων είναι πιο έντονες και οι κινήσεις των θεσμικών επενδυτών επηρεάζουν τόσο τις τιμές των μετοχών όσο και την συμπεριφορά των λιγότερο ενημερωμένων επενδυτών.⁷

4.7 Νέες μορφές A/K

Η διαρκής ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής επιστήμης, είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία της νέας γενιάς των A/K, με βασικούς εκπροσώπους της τα δεικτοποιημένα A/K (index funds), τα χρηματιστηριακά A/K (exchange traded funds), τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων (funds of funds) και τα A/K αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν συνεχείς αλληλεπιδράσεις μεταξύ της παραδοσιακής αγοράς A/K και της αντίστοιχης νέας γενιάς. Για παράδειγμα, τα κλασσικού τύπου A/K αρχίζουν να χρησιμοποιούν τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου επηρεαζόμενα από την «γοητεία» των hedge funds και την ίδια στιγμή τα hedge funds μειώνουν τα ελάχιστα όρια συμμετοχής, ώστε να προσελκύσουν όσο το δυνατόν περισσότερους πελάτες και κεφάλαια από τα παραδοσιακά A/K, αλλά και από άλλες μορφές επένδυσης.

Τα δεικτοποιημένα A/K «αντιγράφουν» σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση χρηματιστηριακού δείκτη. Δεν ασχολούνται με την επιλογή αξιογράφων ή με την ενεργή διαχείριση για να ξεπεράσουν τις αποδόσεις της αγοράς. Αντίθετα, ακολουθούν μια παθητική στρατηγική με έμφαση στην ευρεία διασπορά και στις περιορισμένες αγοραπωλησίες αξιογράφων κρατώντας τόσο τα έξοδα διαχείρισης, όσο και τα υπόλοιπα έξοδα χαμηλά. Αυτό ακριβώς το χαρακτηριστικό έχει εξελιχθεί το βασικότερο πλεονέκτημά τους. Η παράμετρος αυτή σε συνδυασμό με την αντιστάθμιση κινδύνου που επιτυγχάνεται λόγω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης, κάνουν το προϊόν αυτό πολύ ελκυστικό για τους ιδιώτες επενδυτές

⁷ Από άρθρο του κ. Ν. Φίλιππα στην εφημερίδα Καθημερινή στις 27 Οκτωβρίου 2001

και ιδιαίτερα για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία. Η ζήτηση για index funds μετά το 2000 παραμένει αρκετά σταθερή, προσελκύνοντας \$25-\$40 δις νέα κεφάλαια ανά έτος.

Στην Ελλάδα ο θεσμός αυτός δεν έχει αναπτυχθεί ικανοποιητικά. Το 2008 τα index funds στην Ελλάδα απαρτιθούσαν 9 κεφάλαια με συνολικό ενεργητικό € 108 εκατ., ενώ στο τέλος του 2010 οι αριθμοί αυτοί, όπως φαίνεται στο παρακάτω πίνακα, ανέρχονται σε 4 κεφάλαια με ενεργητικό περίπου € 80 εκατ.

Index Funds Μετοχικό Εσωτερικού	Αξία Ενεργητικού 31.12.2010	Μερίδια
ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	14.486.339,15	2.663.188,38
NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	4.135.837,82	279.525,00
ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	19.611.067,32	5.618.527,66
ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	41.074.699,98	6.151.800,00
Σύνολο	79.307.944,27	
% επί των κεφαλαίων των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού	5,67%	

Πηγή: Ε.Θ.Ε

Τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων (**Fund of Funds-FoF**) είναι συλλογικά επενδυτικά σχήματα των οποίων το ενεργητικό επενδύεται σε μερίδια άλλων Α/Κ. Ο βασικός στόχος ενός διαχειριστή τέτοιου κεφαλαίου είναι να επιλέγει τα καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια που διατίθενται τόσο στην εγχώρια όσο και στις διεθνείς αγορές. Η επιλογή γίνεται με κριτήρια όπως η απόδοση του διαχειριστή του FoF και η συνέπεια των διαχρονικών αποδόσεων, η ικανότητά του στην επιλογή τίτλων, τα έξοδα διαχείρισης, η δομή και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, η συσχέτιση των αποδόσεων του Α/Κ σε σχέση με άλλα ομοειδή Α/Κ της αγοράς και της ίδιας της αγοράς.

Τα FoF αποτελούν ένα επενδυτικό προϊόν ενεργητικής διαχείρισης. Συνεπώς οι επενδυτικοί στόχοι είναι κοινοί με αυτούς των συμβατικών Α/Κ που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση. Ως πλεονεκτήματα καταγράφονται το ότι επενδυτές με μικρό ποσό κεφαλαίου μπορούν να έχουν πρόσβαση σε δεκάδες Α/Κ και ότι μπορούν να έχουν πρόσβαση σε Α/Κ που δεν είναι πλέον διαθέσιμα «κλειστά» στους επενδυτές.

Η λειτουργία αυτής της κατηγορίας Α/Κ, η οποία στο εξωτερικό είναι πολύ δημοφιλής, στην Ελλάδα επετράπη με το νόμο 3283/2004 και μέσα σε λίγα χρόνια κατάφερε να αποσπάσει ένα τμήμα του ενεργητικού των κλασικών Α/Κ.

εταιρεία	αριθμ. Α/Κ	Αξία Ενεργητικού 31.12.2010
EUROBANK EFG ΑΕΔΑΚ	13	286.614.263,84
ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	235.288.680,03
ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	126.048.585,65
MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2	51.422.472,49
MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	25.385.895,45

MILLENNIUM A.E.Δ.A.K.	2	23.621.110,79
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	3	10.899.396,49
ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K.	1	6.217.962,35
HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K.	1	5.435.899,92
ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	2	5.293.868,38
ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1	4.962.036,07
Σύνολο	38	781.190.171,46

Πηγή: Ε.Θ.Ε

Ο παραπάνω συνολικός αριθμός κεφαλαίων αφορούν και τις τρεις βασικές κατηγορίες των Α/Κ ήτοι Ομολογιακά (1,27%), Μικτά(32%), και Μετοχικά (66,73%).

Τέλος, μια επιπρόσθετη σημαντική κατηγορία, που δεν εμπίπτει στους κανονισμούς των Οργανικών Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών (Ο.Σ.Ε.Κ.Α) στην Ελλάδα είναι τα Funds of Hedge Funds, τα οποία εμφανίζουν και τη μεγαλύτερη δυναμική, όπως άλλωστε και ο κλάδος των Hedge Funds.

Τα χρηματιστηριακά Διαπραγματεύσιμα Α/Κ (**Exchange Traded Funds-ETFs**) είναι χαρτοφυλάκια παθητικής διαχείρισης, σχεδιασμένα να ακολουθούν πιστά την απόδοση ενός χρηματιστηριακού ή κλαδικού δείκτη, προσφέροντας ταυτόχρονα άμεση ρευστότητα, καθώς διαπραγματεύονται παράλληλα με τους μετοχικούς τίτλους σε μία χρηματιστηριακή αγορά. Τα μερίδια ETFs είναι μερίδια Α/Κ τα οποία εκδίδονται από Α.Ε.Δ.Α.Κ και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Αυτά αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο όπως ακριβώς και οι μετοχές. Τα ETFs αποτελούν ένα «καλάθι» μετοχικών τίτλων, περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό τον επενδυτικό κίνδυνο.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματά τους είναι ότι:

1. Δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε ολόκληρους χρηματιστηριακούς δείκτες ή κλάδους.
2. Χαμηλότερα κόστη στην επένδυση αυτή
3. Χαμηλό tracking error (τυπική απόκλιση της διαφοράς των αποδόσεων του ETFs σε σχέση με τους δείκτες αναφοράς. Όσο χαμηλότερο είναι αυτό το μέτρο (με τη πιστή αντιγραφή) τόσο μικρότερος είναι ο μη συστηματικός κίνδυνος που αναλαμβάνει ο διαχειριστής.
4. Διαφάνεια και ρευστότητα. Οι επενδυτές μπορούν να πληροφορηθούν ανά πάσα στιγμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου αντίθετα με τα κλασσικού τύπου Α/Κ τα οποία μπορούν να προσφέρουν μόνο μία τιμή ημερησίως.
5. Δυνατότητα ανοικτών πωλήσεων, ενέργεια η οποία δεν επιτρέπεται στα κλασσικού τύπου Α/Κ.

Κεφάλαιο 5 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)

5.1 Ορισμός και ιστορία

Ο όρος Hedge Fund αποτελεί έναν συλλογικό χαρακτηρισμό για ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών «οχημάτων». Κοινό γνώρισμα των τελευταίων είναι ο τεχνικά καινοτόμος χαρακτήρας τους καθώς επίσης η ιστορική τους προέλευση από τις αγορές των Η.Π.Α. Τα προϊόντα Hedge Funds ανήκουν κατεξοχήν στην κατηγορία των επονομαζόμενων «εναλλακτικών επενδύσεων» (alternative investments).

Η γέννηση των Hedge Funds χρονολογείται την 1^η Ιανουαρίου του 1949, οπότε ο αμερικανός Alfred W. Jones ίδρυσε υπό το νομικό μανδύα μιας limited-partnership το επενδυτικό κεφάλαιο A.W.Jones &Co. Ο Jones χρησιμοποίησε δυο τεχνικές, οι οποίες εθεωρούντο κερδοσκοπικές, για να προστατέψει το χαρτοφυλάκιό του από τη πιθανή πτώση της αγοράς, τη μόχλευση και τις ανοικτές πωλήσεις. Η στρατηγική αποδείχθηκε πετυχημένη καθώς απέδιδε ικανοποιητικά τόσο στις ανοδικές όσο και στις πτωτικές αγορές. Ο ίδιος καθιέρωσε και το θεσμό της ανταμοιβής του διαχειριστή ανάλογα με το βαθμό απόδοσης της διαχείρισης (performance-fee) καθώς επίσης αυτόν της συμμετοχής του διαχειριστή στην περιουσιακή βάση του fund.

Η επιτυχία αυτή ώθησε στη συνέχεια και άλλους διαχειριστές στη Wall Street να δημιουργήσουν παρόμοια funds. Το δεύτερο fund ήταν το City Associates το οποίο δημιουργήθηκε το 1964 από τον Carl Jones και το τρίτο το 1965, Fairfield Partners από τους Barton Biggs και Dick Radcliffe.

Ωστόσο, αυτό που θεωρείται ότι έδωσε σημαντική ώθηση στην αγορά ήταν μια δημοσίευση στο περιοδικό Fortune το 1966 που αναφερόταν στις καινοτομίες και επιτυχίες του hedge fund του A. Jones, συγκρίνοντας την σωρευτική απόδοσή τους με αυτή των καλύτερων αμοιβαίων κεφαλαίων κλασικά τύπου τα οποία υστερούσαν έναντι των πρώτων. Αποτέλεσμα της δημοσιότητας αυτής ήταν να εκτοξευθεί ο αριθμός των hedge funds το 1968 στα 140.

Την πενταετία που ακολούθησε ήτοι 1969-1974, υπήρξαν δυο σημαντικές πτωτικές περιόδους, γεγονός που επηρέασε σημαντικά την πορεία του θεσμού των hedge funds. Εξαιτίας αυτού τα 28 μεγαλύτερα hedge funds παρουσίασαν μείωση του ενεργητικού τους κατά 70% περίπου, εξαιτίας εξαγορών αλλά και πτώσης της αξίας των υποκείμενων τίτλων, ενώ πέντε από αυτά σταμάτησαν τη λειτουργία τους. Φυσικά, τα μικρότερα κεφάλαια είχαν χειρότερη τύχη.

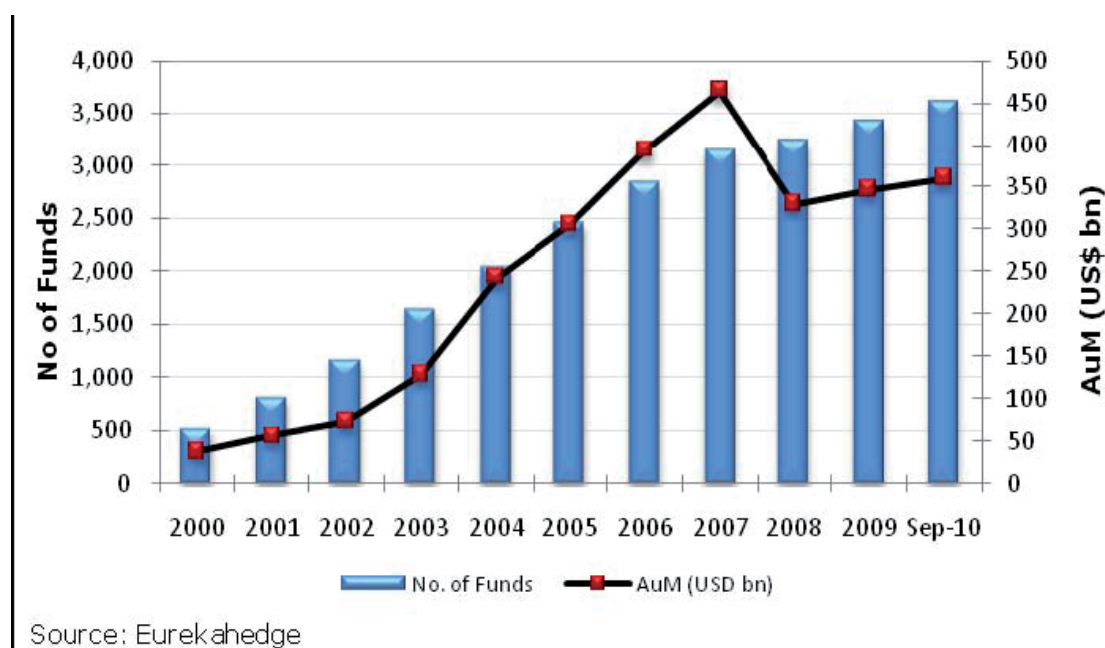
Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 τα hedge funds ξεκίνησαν να αποκτούν την προσοχή εξαιρετικών διαχειριστών όπως του Julian Robertson και του George Soros, οι οποίοι σημείωσαν εντυπωσιακές αποδόσεις.

Η βιομηχανία των hedge funds παρέμεινε σχετικά στάσιμη για περισσότερες από δυο δεκαετίες. Το 1986 ένα άρθρο στο Institutional Investor προέβαλε τη διψήφια απόδοση του Tiger Fund του Julian Robertson, με αποτέλεσμα το επενδυτικό κοινό να εστιάσει την προσοχή του στο θεσμό.

Τα τελευταία χρόνια ο θεσμός σε παγκόσμιο επίπεδο γνωρίζει σημαντική άνθηση. Τη τελευταία δεκαετία και σε Ευρωπαϊκό επίπεδο σημειώθηκαν δραματικές εξελίξεις όσον αφορά τη τάση τέτοιων κεφαλαίων.

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει την τάση αυτή από το Δεκέμβριο του 1999 έως και το Σεπτέμβριο του 2010. Η αυξητική πορεία, όπως φαίνεται στον πίνακα ανεκόπη το 2008 διαμέσου της χρηματοοικονομικής κρίσης. Η πτωτική αυτή τάση αντιστρέφεται

το πρώτο τρίμηνο του 2009 και οφείλεται στην είσοδο νέων κεφαλαίων, σημαντική άνοδο των τιμών των υποκείμενων τίτλων αλλά καταγράφεται και μια διάθεση του επενδυτικού κοινού να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο.



5.2 Βασικά χαρακτηριστικά

Η ιδιαιτερότητά τους έναντι παραδοσιακών προϊόντων έγκειται τόσο στην επενδυτική τους πολιτική όσο και στα χρησιμοποιούμενα από αυτά επενδυτικά μέσα. Παραδοσιακά επενδυτικά προϊόντα επιδιώκουν κατά κανόνα μια «σχετική» απόδοση, προσανατολισμένη άμεσα σε εκείνη του θεωρητικού χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η τελευταία δηλώνεται κατά προσέγγιση από την απόδοση του εκάστοτε αντιπροσωπευτικού χρηματιστηριακού δείκτη. Αντίθετα, η επενδυτική πολιτική των Hedge Funds επιδιώκει μια απόδοση ανεξάρτητη από την κίνηση της αγοράς. Προς επίτευξη του ανωτέρω στόχου, οι διαχειριστές των Hedge Funds επιδιώκουν την εκμετάλλευση ανωμαλιών της αγοράς με τη βοήθεια σύνθετων επενδυτικών στρατηγικών. Οι διαχειριστές αυτοί διαφοροποιούνται έναντι των παραδοσιακών *buy-and-hold/long-only* επενδυτικών τακτικών κυρίως ως προς τα δύο κατωτέρω:

α) Δεν υπόκειται σε κανενός είδους κανονιστικούς περιορισμούς ως προς την επιλογή των επενδυτικών αντικειμένων και τα όρια των επενδύσεων. Ενώ παραδοσιακά προϊόντα επενδύουν σε επαρκώς ρευστοποιήσιμα και προσιτά χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως π.χ. εισηγμένες μετοχές, ομόλογα, μέσα χρηματαγοράς, μερίδια άλλων κεφαλαίων, το φάσμα των επενδυτικών προϊόντων στα Hedge Funds εκτείνεται σε λιγότερο ρευστά χρηματοπιστωτικά στοιχεία καθώς επίσης σε πολύτιμα μέταλλα, εμπορεύματα και παράγωγα επί αυτών.

β) Μεγεθύνουν την επενδυτική δύναμη της κεφαλαιουχικής τους βάσης με την αρωγή τεχνικών «μόχλευσης» (leverage), δηλαδή μέσω ετεροχρηματοδότησης, τη χρήση ανοικτών πωλήσεων και παραγώγων.

Τα hedge funds απευθύνονται σε sophisticated investors (συνειδητοποιημένους επενδυτές), θεσμικούς ή ιδιώτες, οι οποίοι ανήκουν σε υψηλές εισοδηματικές τάξεις.

Οι περισσότερες εταιρείες που τα διαθέτουν έχουν ορίσει ως ελάχιστα ποσά αρχικής επένδυσης τις 250χιλ. με 1 εκατ. δολάρια. Οι διαχειριστές αυτών έχουν μεγάλη επαγγελματική εμπειρία και είναι σε γενικές γραμμές πειθαρχημένοι και επιμελείς. Σήμερα στα hedge funds ασχολούνται τα πιο πετυχημένα στελέχη του χώρου της επαγγελματικής διαχείρισης.

Στα μοναδικά χαρακτηριστικά των hedge funds τα οποία τα κάνουν να ξεχωρίζουν αναφέρονται, εκτός της υψηλής προμήθειας για το διαχειριστή (performance fee ή incentive fee), είναι και αυτά που αποκαλούνται ως **high watermark** και **lock-up period**. Σύμφωνα με τον πρώτο όρο για να δοθεί η αμοιβή κινήτρου στο διαχειριστή θα πρέπει αυτός να έχει καλύψει πρώτα τις απώλειες προηγούμενων ετών και σωρευτικά η απόδοση του hedge fund να υπερέρχει αυτής του δείκτη αναφοράς. Σύμφωνα με το δεύτερο όρο οι επενδυτές δεν μπορούν να εξαγοράσουν οποτεδήποτε θελήσουν την επένδυσή τους (στη πλειοψηφία αυτό ορίζεται πάνω από ένα έτος), διαφορετικά επιβαρύνονται με μεγάλες προμήθειες ρευστοποίησης. Ο περιορισμός αυτός υπάρχει διότι θέλουν οι διαχειριστές να προστατέψουν την επίδοση των επενδύσεών τους από υπερβολικές και αψυχολόγητες ρευστοποιήσεις των μεριδίων.

5.3 Τα κυριότερα είδη hedge funds

Τα hedge funds διαφέρουν μεταξύ τους ανάλογα με την στρατηγική επένδυσης που έχουν επιλέξει. Κατά συνέπεια διαφέρουν σε αποδόσεις, κινδύνους και διακυμάνσεις. Παρακάτω παρουσιάζονται οι βασικές κατηγορίες:

- 1) **Aggressive Growth**: Κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες και ρίσκο, υψηλή μόχλευση κεφαλαίου και κάλυψη κινδύνου με χρήση παραγώγων προϊόντων.
- 2) **Distressed Securities**: Αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και παλαιά δάνεια από εταιρείες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενη χρεοκοπία. Ο λόγος είναι ότι αγοράζουν πολύ φτηνά και πουλάνε πολύ πιο ακριβά.
- 3) **Emerging Markets**: Επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές. Στις αγορές αυτές συνήθως δεν προβλέπεται η χρήση παραγώγων για κάλυψη κινδύνου (hedging) άρα η έκθεση σε ρίσκο είναι πολύ μεγαλύτερη.
- 4) **Fund of Funds**: Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα κεφάλαια (αναλύονται παρακάτω).
- 5) **Income**: Επενδύουν σε κρατικά ομόλογα και διατηρούν προφίλ χαμηλού ρίσκου.
- 6) **Macro**: Στοχεύουν σε κέρδη από μακροοικονομικές αλλαγές σε διάφορα κράτη. Χρησιμοποιούνται παράγωγα προϊόντα ώστε οι μικρές μεταβολές επιτοκίων, ισοτιμιών κτλ να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη.
- 7) **Opportunistic**: Χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές ώστε να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες σε πολλών διαφορετικών ειδών αγορές. Η μόχλευση κεφαλαίου και άλλες παρόμοιες τεχνικές χρησιμοποιούνται ευρέως.
- 8) **Value**: Επενδύουν σε μετοχές που διαπραγματεύονται πολύ χαμηλότερα από την πραγματική τους αξία (π.χ. μετοχές εταιριών με μεγάλη ακίνητη περιουσία). Στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη, όταν η αγορά επαναξιολογήσει τις αποτιμήσεις των εταιρειών αυτών.

Funds of the Hedge Funds

Τα κεφάλαια αυτά λειτουργούν σαν επενδυτικές ομπρέλες αποκτώντας μερίδια σε άλλα hedge funds. Τα funds επιλέγονται με γνώμονα την βελτιστοποίηση της διασποράς κινδύνου. Τα κριτήρια διαφοροποίησης αφορούν τόσο τον γενικό επενδυτικό χαρακτήρα ενός fund (πχ εξειδίκευση στην υψηλή τεχνολογία, βιοτεχνολογία κτλ) όσο και την γεωγραφική δραστηριοποίηση του (πχ Ασία, Νότια Αμερική, Ανατολική Ευρώπη, κτλ). Τα Funds of the Hedge Funds θεωρούνται ιδανική επιλογή για επενδυτές με χαμηλές ανοχές στο ρίσκο (πχ συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες) γιατί όχι μόνο εμπεριέχουν χαμηλότερο ρίσκο αλλά εμφανίζουν και πιο ισορροπημένη κατανομή αποδόσεων μέσα στα χρόνια.

5.4 Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας

Στην Ελλάδα, η σύσταση και διαχείριση ημεδαπών «εναλλακτικών» επενδυτικών κεφαλαίων με χαρακτηριστικά ανάλογα εκείνων των hedge funds είναι από το υφιστάμενο δίκαιο αδύνατη. Με αφετηρία τα δύο δυνατά μοντέλα για την νομική «ένδυση» οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, δηλαδή τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου (EEX) ως έμφαση του «εταιρικού τύπου» και τα αμοιβαία κεφάλαια ως τέτοια του «συμβατικού τύπου» προβλέπει ο νομοθέτης έναν «κλειστό αριθμό» επενδυτικών προϊόντων. Σε αυτά προσδίδεται κατά τρόπο δεσμευτικό για την ιδιωτική αυτονομία μια σειρά χαρακτηριστικών, τα οποία, σύμφωνα με τις περιγραφές είναι καταφανώς ξένα προς τη φύση κάθε εναλλακτικού επενδυτικού κεφαλαίου. Ενδεικτικό αυτού είναι κατά πρώτον η επιβολή αυστηρών ποιοτικών και ποσοτικών επενδυτικών περιορισμών. Το επενδυτικό φάσμα των συλλογικών επενδύσεων περιορίζεται ποιοτικά σχεδόν αποκλειστικά σε «κινητές αξίες» επαρκούς ρευστότητας και χαμηλού κινδύνου. Σε αυτές ανήκουν κατά κύριο λόγο εισηγμένες μετοχές, ομολογίες, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις, δηλαδή ιδιοκτησιακά και χρεωστικά αξιόγραφα της κεφαλαιαγοράς και της χρηματαγοράς, διαθέσιμα καθώς και με αυτά εξομοιούμενα χρηματοπιστωτικά μέσα. Εξίσου απαγορευτική για την εφαρμογή εναλλακτικών επενδυτικών πολιτικών είναι περαιτέρω η πρόβλεψη ποσοτικών ορίων καθώς και η χρήση τεχνικών μόχλευσης του χαρτοφυλακίου του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων.

Ωστόσο, το ισχύον ελληνικό δίκαιο δεν προβλέπει καμία ρητή απαγόρευση της διάθεσης μεριδίων αλλοδαπών οργανισμών τύπου hedge fund στην ημεδαπή. Νομική βάση για το επιτρεπτό μιας τέτοιας διάθεσης μεριδίων(ή μετοχών) μη κοινοτικού χαρακτήρα υφίσταται τόσο στο ν. 1969/1991 όσο και στο ν. 3283/2004, όπως αυτό εξειδικεύθηκε μέσω των αποφάσεων Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 129/14.4.1998 και 21/530/19.11.2009. Οι εν λόγω αποφάσεις περιορίζονται στην πρόβλεψη των αναγκαίων «δικαιολογητικών» (όπως βεβαίωση εποπτείας, κανονισμός, ενημερωτικά δελτία, εκθέσεις κ.λ.π) τα οποία πρέπει να συνοδεύουν κάθε σχετική αίτηση και η υποβολή των οποίων δεν αρκεί για την θεμελίωση αξίωσης χορήγησης άδειας. Συγκεκριμένες «ουσιαστικές προϋποθέσεις νομιμότητας, αφορώσες κατά πρώτο λόγο την επενδυτική και δανειοληπτική πολιτική του εκάστοτε αλλοδαπού οργανισμού δεν προβλέπονται. Η χορήγηση άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καλείται σύμφωνα με την βούληση του νομοθέτη να αποτελεί πράξη «διακριτικής ευχέρειας» και όχι τέτοια δεσμευτικής αρμοδιότητας.

5.5 Πλαίσιο εποπτείας

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο πλαίσιο μελλοντικής αντιμετώπισης ανάλογων φαινομένων με αυτά στα οποία αποδίδεται η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση (από τους φορείς της αγοράς θεωρούνται υπεύθυνα τα hedge funds⁸), εξέδωσε 30.4.2009 πρόταση Οδηγίας για τη θέσπιση ενός κανονιστικού πλαισίου το οποίο θα διέπει τη διαχείριση εναλλακτικών μορφών επενδυτικών κεφαλαίων (AIFMs). Η επιδίωξη είναι να ενταχθούν στην εν λόγω Οδηγία εκείνα τα επενδυτικά κεφάλαια τα οποία δεν εντάσσονται στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων(hedge funds), τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων, εμπορευμάτων κ.λ.π

Στην εν λόγω Οδηγία προβλέπονται και εξαιρέσεις κεφαλαίων, των οποίων οι διαχειριστές είναι κεντρικές τράπεζες, ή άλλοι οργανισμοί που διαχειρίζονται ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία κ.ά.

Ειδικότερα με την προτεινόμενη Οδηγία επιδιώκεται αφενός μεν να καθιερωθεί ένα εναρμονισμένο και αποτελεσματικό πλαίσιο για την παρακολούθηση και την εποπτεία των κινδύνων που θέτουν οι διαχειριστές των κεφαλαίων στους επενδυτές και στους λοιπούς συμμετέχοντες στην χρηματοπιστωτική αγορά, αφετέρου δε να επιτραπεί σε αυτούς, αφού συμμορφωθούν στις αυστηρές απαιτήσεις που θέτονται, να μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες και να διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια σε όλη την αγορά των κρατών μελών.

Οι βασικές αρχές της Οδηγίας είναι οι εξής:

1. Η επικέντρωση της εποπτείας στις οντότητες εκείνες που είναι οι καθοριστικοί παράγοντες όσον αφορά τους κινδύνους που συνδέονται με την διαχείριση (διαχειριστές, εκτιμητές περιουσιακών στοιχείων των κεφαλαίων)
2. Η διαχείριση και η διοίκηση των οποιονδήποτε «μη ΟΣΕΚΑ» στην Ευρωπαϊκή Ένωση να υπόκεινται σε χορήγηση άδειας και να επιτηρούνται σύμφωνα με τα οριζόμενα στην Οδηγία.
3. Οι διατάξεις που διέπουν τις προϋποθέσεις για την αρχική άδεια των διαχειριστών να είναι προσαρμοσμένες ανάλογα με τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έτσι ώστε να αποφευχθεί η επιβολή απαιτήσεων που δεν συνάδουν από τις ακολουθούμενες επενδυτικές πολιτικές. Προβλέπονται επιπλέον, ειδικές διατάξεις δια τους διαχειριστές εκείνους που στο πλαίσιο της διαχείρισής τους χρησιμοποιούν συγκεκριμένες τεχνικές ή στρατηγικές όπως η συστηματική χρήση υψηλού βαθμού μόχλευσης και η απόκτηση ελέγχου εταιριών, καθώς επίσης να προβλέπεται και η διαφάνεια των τεχνικών αυτών.
4. Η εποπτεία να επικεντρωθεί στο ύψος των επενδυτικών κεφαλαίων που είναι ικανό να προκαλέσει σημαντικούς κινδύνους. Για το λόγο αυτό έχει εκτιμηθεί και δύναται η δυνατότητα στα κράτη μέλη να εξαιρούν από την Οδηγία τους διαχειριστές των κεφαλαίων των οποίων το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν υπερβαίνει τα 100 εκατ. ευρώ, ενώ για αυτούς που δεν χρησιμοποιούν μόχλευση και δεν χορηγούν δικαιώματα εξαγοράς στους επενδυτές για περίοδο 5 ετών από την σύσταση του κεφαλαίου η εξαίρεση δίνεται για το ύψος των 500 εκατ. ευρώ.
5. Οι διαχειριστές των κεφαλαίων της Οδηγίας θα μπορούν να τα διαθέτουν στη χώρα τους μόνο σε επαγγελματίες επενδυτές, όπως αυτοί ορίζονται στη

⁸ Αν και στην έκθεση de Larosiere επισημαίνεται ότι η συμβολή τους στην κρίση δεν υπήρξε καθοριστική.

Οδηγία MIFID, ενώ παρέχεται η δυνατότητα στα κράτη μέλη να προβλέπουν και την διάθεση στους ευρύ επενδυτικό κοινό με την εφαρμογή επιπρόσθετων διασφαλίσεων.

6. Η παροχή στους διαχειριστές το δικαίωμα να διαθέτουν τα κεφάλαια και σε άλλα κράτη μέλη σε επαγγελματίες επενδυτές με την υποβολή, μέσω του κράτους καταγωγής του κεφαλαίου, σχετικών πληροφοριών στη αρμόδια αρχή υποδοχής του.
7. Η δυνατότητα, υπό αυστηρές προϋποθέσεις, στους διαχειριστές κεφαλαίων της Ε.Ε να διαχειρίζονται και να διαθέτουν σε επαγγελματίες επενδυτές κεφάλαια τα οποία εδρεύουν σε τρίτες χώρες.
8. Για τις διαδικασίες που ορίζονται σχετικά με την αδειοδότηση και εποπτεία των διαχειριστών και εποπτεία των κεφαλαίων που εμπíπτουν στην οδηγία, προβλέπεται στενή συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων εποπτικών φορέων με την ανταλλαγή πληροφοριών και εγγράφων.

Το τελικό κείμενο της ως άνω Οδηγία έχει ήδη δημοσιευθεί και θα πρέπει ενσωματωθεί στις εθνικές νομοθεσίες των χωρών μελών έως τον Ιούλιο του 2011.

Κεφάλαιο 6 Σύγκριση hedge funds και Α/Κ κλασικού τύπου

Η ιδιαιτερότητα των hedge funds έναντι παραδοσιακών επενδυτικών προϊόντων έγκειται καταρχήν στο ότι τα πρώτα στοχεύουν σε μια απόδοση ανεξάρτητη από τις μεταβολές της αγοράς. Θεμελιώδη διαφοροποιητικά στοιχεία είναι περαιτέρω ότι δεν υπόκεινται σε κανένα εποπτικό περιορισμό ως προς την επιλογή των επενδυτικών αντικειμένων και τα όρια των επενδύσεων καθώς και ότι μεγεθύνουν την επενδυτική δύναμη της περιουσιακής τους βάσης με την βοήθεια τεχνικών μόχλευσης.

Στα hedge funds δεν υφίστανται κανόνες αποτίμησης του χαρτοφυλακίου των επενδύσεών τους, καθώς λόγω της επενδυτικής τους στρατηγικής τους, αυτό δεν είναι πάντα εφικτό. Αντίθετα τα Α/Κ κλασικού τύπου υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες αποτίμησης και με δεδομένο αυτό αυτή ανακοινώνονται σε καθημερινή βάση οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων τους.

Εμπειρικές έρευνες επιβεβαιώνουν την υπεροχή των hedge funds έναντι των παραδοσιακών επενδύσεων σε επίπεδο κινδύνου/απόδοσης. Η σημασία των hedge funds είναι ακόμη μεγαλύτερη, όταν αυτά χρησιμοποιούνται ως μέσο περαιτέρω διαφοροποίησης παραδοσιακών χαρτοφυλακίων. Υπό συνθήκες βοηθούν επίσης στην ενίσχυση της ρευστότητας της αγοράς.

Θεωρητικά τουλάχιστον η ρευστοποίηση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου ενός hedge fund μπορεί να αποβεί δυσμενής, όταν αυτά τα στοιχεία δε χαρακτηρίζονται από ρευστότητα. Αυτό το ενδεχόμενο, σε συνδυασμό με την εφαρμογή τεχνικών μόχλευσης, όχι μόνο θεμελιώνει την ύπαρξη κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου, αλλά και δημιουργεί σημαντικό συστημικό κίνδυνο, ο οποίος είναι εντονότερος, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του κεφαλαίου.

Ένα προνόμιο που διαθέτουν τα κλασικού τύπου Α/Κ είναι ότι δεν υπάρχει ελάχιστο ποσό επένδυσης, με εξαίρεση κάποια ειδικού τύπου Α/Κ. Λόγω το χαμηλού κεφαλαίου και των δυνατοτήτων αλλαγής θέσης από τους επενδυτές οποιαδήποτε στιγμή, τα Α/Κ αυτά τους προσφέρουν μεγάλη ευελιξία και άμεση ρευστότητα.

Τα Α/Κ προσφέρουν την δυνατότητα ο επενδυτής να έχει διαθέσιμο το κεφάλαιό του άμεσα όταν το χρειαστεί.⁹

Αντίθετα, στη περίπτωση των hedge funds μόνο εύποροι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν, ενώ για το προϊόν της ρευστοποίησης ισχύει, όπως προαναφέρθηκε το lock-up period.

Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί μια θετική αλληλεπίδραση μεταξύ των δυο αυτών μορφών επενδύσεων, καθώς τα hedge funds μειώνουν το ελάχιστο ποσό αρχικής επένδυσης απευθυνόμενα όλο και περισσότερο σε επενδυτές χαμηλότερων εισοδηματικών τάξεων, την ίδια στιγμή που τα παραδοσιακά Α/Κ δανείζονται καινοτόμες ιδέες και στρατηγικές από τα hedge funds, τα οποία επίσης μειώνουν και τη προμήθεια διαχείρισής τους. Το επόμενο βήμα, το οποίο φαίνεται να δρομολογείται είναι το να προσεγγίσουν τα hedge funds τα παραδοσιακά Α/Κ και στο θέμα του αυστηρότερου ελέγχου και της διαφάνειας των επενδύσεών τους. Η πολύ μεγάλη αυθαιρεσία στη χρήση των κεφαλαίων των επενδυτών κρύβει σημαντικούς κινδύνους, όχι μόνο για τους επενδυτές, αλλά για το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό του.

Όπως έχει αναφερθεί, τα hedge funds έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιούν σύνθετες κερδοσκοπικές στρατηγικές, οι οποίες δεν επιτρέπονται στα κλασσικού τύπου Α/Κ.

Τα κλασσικού τύπου Α/Κ υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο από τις θεσμικές αρχές και υποχρεούνται να δημοσιεύουν περιοδικές καταστάσεις σε τακτές χρονικές περιόδους. Αντίθετα, τα hedge funds έως και σήμερα δεν υπόκεινται σε θεσμικό πλαίσιο, σε αυστηρό έλεγχο και αντίστοιχες υποχρεώσεις. Σαν αποτέλεσμα, η λειτουργία των hedge funds χαρακτηρίζεται από αδιαφάνεια, με ενδεχόμενες σοβαρές επιπτώσεις στην αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Κεφάλαιο 7 Συμπεράσματα

Στη παρούσα εργασία επιχειρήθηκε η ανάπτυξη του σημαντικότερου θεσμού των συλλογικών επενδύσεων, ο οποίος είναι αυτός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, στην Ελλάδα τα τελευταία 20 χρόνια. Ένας θεσμός ο οποίος εξελίσσεται με δυναμικό τρόπο και του οποίου το πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας συνεχώς ενισχύεται με μέτρα διαφάνειας και αποτελεσματικότερους μηχανισμούς και διαδικασίες, ενώ αποδεικνύεται ανεξάρτητο αποδόσεων, εξέλιξης μεγεθών και επενδυτικής συμπεριφοράς. Η ισχύουσα νομοθεσία θα πρέπει άλλωστε να μπορεί να προσαρμόζεται στις μακροπρόθεσμες προκλήσεις. Πράγματι, η ταχεία ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, η πολυπλοκότητα των προϊόντων και η διαφοροποίηση των επενδυτικών στρατηγικών που προκάλεσε η εμφάνιση εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών, καθώς και οι αυξημένες απαιτήσεις των επενδυτών, επιβάλλουν τον εξορθολογισμό της ισχύουσας νομοθεσίας.

Η επιτυχία του θεσμού των Α/Κ σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στα πλεονεκτήματα που συγκεντρώνει η συλλογική επένδυση, όπως η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, και η διαφοροποίηση του κινδύνου με το μικρότερο δυνατό κόστος, ενώ η στενά εποπτευόμενη λειτουργία των Α/Κ εγγυάται την προστασία των επενδυτών από διαχειριστικές καταχρήσεις και πρακτικές.

⁹ Τα ελληνικά Α/Κ αποδίδουν το κεφάλαιο του επενδυτή μέσα σε πέντε ημέρες.

Η επένδυση σε Α/Κ εκτός των άλλων, παρέχει στο ευρύ επενδυτικό κοινό, την δυνατότητα αλλά και ευκαιρία να εξοικειωθεί με ελεγχόμενο τρόπο με την έννοια του κινδύνου. Ειδικά στην σημερινή δύσκολη περίοδο που διανύουμε, θα μπορούσαν τα Α/Κ διαθέσιμων να αποτελέσουν πόλο έλξης για τον επαναπατρισμό ελληνικών κεφαλαίων.

Με τη διευκόλυνση της ευρύτερης εισόδου μεγάλου αριθμού αποταμιευτών, τα Α/Κ έχουν συντελέσει στην αύξηση του βάθους και του εύρους των χρηματιστηρίων και των κεφαλαιαγορών, ενεργώντας σταθεροποιητικά στις εξελίξεις και τον ανταγωνισμό, στην περαιτέρω ανάπτυξη και στην αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η συμβολή των εταιρειών διαχείρισης στο θεσμό αυτό θεωρείται καθοριστική. Θεωρώ ότι η προοπτικές μεγέθυνσης της αγοράς των Α/Κ στην Ελλάδα τη δεδομένη αυτή στιγμή, ιδιαίτερα μετά την υποχώρησή της τα τελευταία χρόνια λόγω της κρίσης και των ξεχωριστών προβλημάτων που αντιμετωπίζει η χώρα μας, είναι μεγάλη. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την εξάλειψη μειονεκτημάτων που αφορούν τη βελτίωση, από τις εν λόγω εταιρείες της επενδυτικής τους πολιτικής, της πολιτικής διάθεσης των μεριδίων Α/Κ και της ορθής πληροφόρησης των επενδυτών. Επίσης, η οργάνωση του δικτύου διάθεσης μεριδίων μέσω των αντιπροσώπων τους, θα πρέπει να συμπληρωθεί με διαδικασίες έτσι ώστε να προστατεύονται καλύτερα τα συμφέροντα των μεριδιούχων. Η πληροφόρηση που πρέπει να λαμβάνει ο επενδυτής, έτι ώστε να διαμορφώσει την επενδυτική του συμπεριφορά θα πρέπει να είναι σαφής, ακριβής και να μην περιέχει διφορούμενα ή παραπλανητικά στοιχεία.

Αναφορικά με την οργάνωση και λειτουργία των ίδιων των εταιρειών διαχείρισης, θεωρώ ότι η αξιοποίηση από αυτές, της επιβαλλόμενης άλλωστε από τη νομοθεσία υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου ώστε να γίνει περισσότερο αποτελεσματική, θα διασφάλιζε πρωτίστως τη τήρηση από τις εταιρείες αυτές των εσωτερικών διαδικασιών και των υποχρεώσεών τους που απορρέουν από το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο, δευτερευόντως δε τη προστασία του επενδυτικού κοινού.

Ένα άλλο μέτρο το οποίο θα ενεργούσε θετικά προς τη κατεύθυνση αυτή είναι η βελτίωση της κατηγοριοποίησης των Α/Κ με τρόπο που να καλύπτει μεγαλύτερο εύρος προτιμήσεων των επενδυτών όσον αφορά τους συνδυασμούς απόδοσης και κινδύνου, η δε ονομασία της κατηγορία του να αποδίδει, όσον το δυνατόν πιστότερα το κίνδυνο που αυτός αναλαμβάνει.¹⁰

Επιπλέον θα πρέπει να δοθούν κίνητρα στις εταιρείες διαχείρισης να λειτουργούν και να συστήνουν Α/Κ στην Ελλάδα και όχι οι ίδιες να ιδρύονται σε άλλες χώρες και να συστήνουν εκεί Α/Κ και απλώς να τα διαθέτουν στην Ελλάδα.

Ενώ τα Αμοιβαία Κεφάλαια διέπονται από αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και οφείλουν να λειτουργούν με **διαφάνεια**, δημοσιεύοντας εκτός των άλλων την αποτίμησή τους σε καθημερινή βάση, τα hedge funds λειτουργούν εν κρυπτώ, παρέχοντας ελάχιστη πληροφόρηση στους επενδυτές τους.

Παρόλο του ότι οι διαχειριστές των hedge funds, σε πολλές περιπτώσεις φροντίζουν ώστε να εκδίδουν ενημερωτικά έντυπα με αρκετές πληροφορίες για τη στρατηγική τους, οι πληροφορίες αυτές δεν έχουν ως αποδέκτες και τις εποπτικές αρχές και επομένως η διαφάνεια αυτή δεν λειτουργεί και ως μέσο διευκόλυνσης της εποπτείας. Επομένως, η δημιουργία ενός συστήματος δεσμευτικών κανόνων που θα καθιερώνει μία συστηματική παροχή πληροφόρησης η οποία θα μπορεί να υπόκειται σε διαρκή ανάλυση θα μπορούσε να οδηγήσει τους οργανισμούς αυτούς σε αποτελεσματικότερη εποπτεία.

¹⁰ Ήδη η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επεξεργάζεται τη τροποποίηση της κατηγοριοποίησης των Α/Κ.

Στην Ελλάδα ο θεσμός των hedge funds δεν είναι ανεπτυγμένος, ενώ το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο δεν επιτρέπει τη σύσταση και τη διαχείριση τέτοιων ημεδαπών κεφαλαίων. Εκείνο που επιτρέπει είναι απλώς η διάθεση μεριδίων/μετοχών αλλοδαπών κεφαλαίων στην Ελλάδα και αυτό αφού προηγουμένως χορηγηθεί σχετική άδεια της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση έχει οδηγήσει σε δυσμένεια τον κλάδο και οι κυβερνήσεις των αναπτυγμένων χωρών επιζητούν άμεσα μέτρα διαφάνειας και ελέγχου των hedge funds. Ο μεγάλος όγκος των κεφαλαίων αυτών παραμένει αρρύθμιστος, κυρίως γιατί αυτά δραστηριοποιούνται ως off-shore οργανισμοί, αν και σε ορισμένα κράτη, οι διαχειριστές ή οι σύμβουλοί τους υπόκεινται σε εποπτεία καθώς αυτοί λαμβάνουν άδεια για τις επενδυτικές αυτές υπηρεσίες που προσφέρουν. Ωστόσο, η παροχή άδειας στον διαχειριστή των «εναλλακτικών επενδύσεων», η οποία προβλέπεται να εφαρμοστεί με τη νέα Οδηγία και σε κοινοτικό επίπεδο, δε θεμελιώνει καθεστώς εποπτείας για το σύνολο της δραστηριότητάς τους και επομένως κατά την άποψή μου δημιουργείται ο κίνδυνος του να υπερεκτιμηθεί ο βαθμός ελέγχου και εποπτείας των οργανισμών αυτών από αυτόν που στη πραγματικότητα υφίσταται.

Από τα παραπάνω, τέλος, προκύπτει το συμπέρασμα ότι το θεσμικό πλαίσιο πράγματι επιτελεί το ρόλο του επιτυγχάνοντας παράλληλα και τους στόχους του.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. Ελληνική

1. Παύλος Σπ. Περράτης «*Αμοιβαία Κεφάλαια*», εκδόσεις Παπαζήση 2007
2. Γ. Α. Καραθανάση-Γ.Α. Λυμπερόπουλου «*Αμοιβαία Κεφάλαια*», εκδόσεις Γ. Μπένου 2002
3. Π. Π. Αθανάσογλου «*Οργάνωση και Λειτουργία της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», εκδόσεις Σμπίλιας Α.Ε.Β.Ε 2004
4. Σπ. Α. Μούζουλας «*Το αμοιβαίο κεφάλαιο (οικο)νομική οντότητα*», εκδόσεις Σάκκουλα 2009
5. Σπ. Α. Μούζουλας «*Οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση*» Β΄ έκδοση Νομική Βιβλιοθήκη 2000
6. Νικ. Θ. Μυλωνάς «*Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*»-θεωρία και πρακτική», εκδόσεις Σάκκουλα 1999
7. Κ. Συριόπουλος «*Διεθνείς Κεφαλαιαγορές τόμος I-Θεωρία & Ανάλυση*», εκδόσεις Ανικούλα 1999
8. Σπ. Α. Μούζουλας «*Αμοιβαία Κεφάλαια*»- Νομική Βιβλιοθήκη 1991
9. Νικ. Δ. Φίλιππα «*Η Ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις*», εκδόσεις Μπάμπαλος Β. –Στυλιανίδης Σ. Ε.Ε 2010
10. Ετήσιες εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

B. Ξενόγλωσση

- **Mobius M.** “*Mutual Funds: an Introduction to the Core Concepts*”, John Wiley & Sons (2007)
- **Pozen, Robert C.** “*The Mutual Funds business*” 1998

Αρθρογραφία

- ✓ **N. Φράγκος** «*Hedge Funds: Γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο των συλλογικών επενδύσεων*» ΔΙΚΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΕΤΑΙΡΙΩΝ, Τεύχος 8-9/2004
- ✓ **Bogle j.** “*The Mutual Fund Industry 60 years later: For better or worse*”, Financial Analysts journal, 2005
- ✓ **Molly Mercer, Alan Palmiter, Ahmed Taha** «*Worthless warnings ; testing effectiveness of disclaimers in mutual fund advertisements*», journal of Empirical legal studies , Sept. 2010
- ✓ **Alternative Investment Management Association**, AIMA Journal 1990-2010
- ✓ **Χρήμα** μηνιαίο οικονομικό & επενδυτικό περιοδικό «*Αμοιβαία κεφάλαια vs Hedge Funds*» Απρίλιος 2009
- ✓ **Σπ. Μούζουλα** «*ο ρόλος των Hedge Funds στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση και η σκοπιμότητα ένταξης τους σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας*», ΔΙΚΑΙΟΡΑΜΑ ηλεκτρονικό περιοδικό δικηγόρων (τεύχος 18, 2009)

Κείμενα από Sites

<http://europa.eu/legislation>

<http://en.wikipedia.org>

www.bankofgreece.gr

www.aima.org