

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ  
(Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ)  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ: ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ  
(Σ.Σ.Ο.Ε.)**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΕΠΕΝΔΥΣΗ  
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

Βιβλιοθήκη ΤΕΙ/Μ



**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΤΖΕΦΡΩΝΗΣ ΖΩΗΣ  
ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ: ΜΑΝΩΛΑΚΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
Α.Μ.: 7956**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2005**

**Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Αριθ. Εισαγωγής

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πολλές επιχειρήσεις επενδύουν κάθε χρόνο τεράστια ποσά κεφαλαίων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα μηχανήματα, τα κτήρια, τα μεταφορικά μέσα, εξοπλισμός και άλλα. Όλες αυτές οι επενδύσεις χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Για το λόγο αυτό οι αποφάσεις που αφορούν την επένδυση πρέπει να είναι σωστές γιατί δεσμεύουν κεφάλαια για πολλά χρόνια και τυχόν μεταβολές δεν είναι δυνατό να γίνουν χωρίς ζημία για την επιχείρηση.

Οι αποφάσεις πάγιων επενδύσεων είναι αποφάσεις που αφορούν τη δυναμικότητα της επιχείρησης και οι οποίες αποβλέπουν στη μελλοντική πορεία της επιχείρησης, για βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο. Οι αποφάσεις αυτές είναι πιθανό να αναφέρονται στην ίδρυση ενός εργοστασίου, στην επέκταση των εγκαταστάσεων, στην αγορά νέων μηχανημάτων ή στην αντικατάσταση παλαιότερων και λιγότερων παραγωγικών εγκαταστάσεων.

Οι αποφάσεις επενδύσεων είναι πολύ σημαντικές και συνήθως λαμβάνονται από την ανώτατη ηγεσία της επιχείρησης. Οι αποφάσεις αυτές βασίζονται σε προβλέψεις για τη μελλοντική ζήτηση και λαμβάνονται κατόπιν προσεκτικής αναλύσεως και μελέτης από τη διεύθυνση χρηματοδότησεως της επιχειρήσεως σε συνάρτηση με τη διεύθυνση παραγωγής.

Η οριστική πολιτική επενδύσεων είναι απαραίτητη για να επιλύσει και να αναπτυχθεί η επιχείρηση. Επίσης η ανάπτυξη και η πρόοδος της οικονομίας επηρεάζεται από την ύπαρξη μεγάλου όγκου αποταμιεύσεων τις οποίες οι επιχειρήσεις διοχετεύουν αποτελεσματικά στις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Κατά τον τρόπο αυτό οι αποφάσεις επενδύσεων δεν επηρεάζουν μόνο τα συμφέροντα των μετόχων μιας επιχείρησης, αλλά και την πορεία της οικονομίας μιας χώρας. Οι αποφάσεις πάγιων επενδύσεων είναι σημαντικές για τους εξής ιδιαίτερους λόγους:

- 1) Απαιτούνται μεγάλα ποσά χρημάτων τα οποία πρέπει να εξασφαλίζονται πριν από την επένδυση. Η χρηματοδότησή τους είναι δύσκολη και το κόστος της είναι συνήθως υψηλό.

2)Τα κεφάλαια που επενδύονται σε ένα μακροχρόνιο έργο δεσμεύονται για πολλά χρόνια και επομένως η απόφαση για μια τέτοια επένδυση θα έχει συνέπειες για πολλά χρόνια στο μέλλον.

3)Είναι δύσκολο αν όχι αδύνατο να αντιστραφούν τα αποτελέσματα μιας λανθασμένης επένδυσης. Ο βαθμός ευελιξίας μειώνεται σημαντικά από μια μακροχρόνια επένδυση σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

4)Η απόκτηση των πάγιων στοιχείων απαιτεί λεπτομερή προγραμματισμό, συμπεριλαμβανομένων και την πρόβλεψη των πωλήσεων σ' αυτόν έτσι ώστε να επιτευχθεί ο καλύτερος δυνατός χρονικός διακανονισμός για την απόκτηση των στοιχείων αυτών. Αυτό σημαίνει ότι ο κεφαλαιουχικός εξοπλισμός θα πρέπει να είναι διαθέσιμος όταν ακριβώς χρειαστεί.

5)Πολλές φορές οι επενδύσεις αυτές αφορούν μεγάλα ποσά χρημάτων και όλη επιτυχία ή αποτυχία της επιχειρήσεως εξαρτάται από την συγκεκριμένη απόφαση για την επένδυση αυτή. Η επιχείρηση ενδέχεται να αποτύχει λόγω έλλειψης κεφαλαίων για την ικανοποιητική επένδυση ή εξαιτίας αδικαιολόγητης καθυστέρησης στην αντικατάσταση των παλαιότερων μηχανημάτων με σύγχρονο εξοπλισμό.

6)Ο προγραμματισμός των μακροχρόνιων επενδύσεων γίνεται για το μέλλον , το οποίο είναι αβέβαιο και είναι δύσκολο να προβλεφθεί, πολλές φορές μάλιστα μπορεί να μας επιφύλασσει και εκπλήξεις.

Συνήθως οι αποφάσεις μακροχρόνιων επενδύσεων προγραμματίζονται με μεγάλη προσοχή και λεπτομέρεια και λαμβάνονται για πολλά χρόνια στο μέλλον. Η διαδικασία η οποία ακολουθείται για τον καθορισμό του χρηματικού ποσού που θα διατεθεί για την απόκτηση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού καθώς και για τον προσδιορισμό των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τα οποία θα πρέπει να

Αποκτηθούν και του χρόνου αποκτήσεως αυτών ονομάζεται προϋπολογισμός κεφαλαίου ή προϋπολογισμός κεφαλαιουχικού εξοπλισμού

Όλοι μας επενδύουμε με σκοπό την υψηλότερη απόδοση από τις απλές τραπεζικές επιταγές. Όλοι επίσης θέλουμε να προβλέψουμε την επένδυση που θα δώσει την υψηλότερη δυνατή απόδοση. Είναι όμως αυτό εφικτό?

Τεχνολογικές καινοτομίες, φαρμακευτικές ανακαλύψεις, πολιτικά και κοινωνικά γεγονότα, ακόμα και καιρικά φαινόμενα μεταβάλλουν διαρκώς τα διεθνή οικονομικά δεδομένα επηρεάζοντας τότε θετικά και τότε αρνητικά ένα ούτως ή άλλως ευαίσθητο επενδυτικό τοπίο.

Εάν στα παραπάνω προσθέσουμε την πολυπλοκότητα και την αλληλεξάρτηση των παγκοσμίων αγορών καθώς και πρόσκαιρες συγκυρίες ή βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές κινήσεις, τότε μια σωστή πρόβλεψη για υψηλές αποδόσεις θυμίζει 'κέρμα στον αέρα'. Ο συνετός επενδυτής δεν χρειάζεται να προβλέπει, αλλά μπορεί και πρέπει να βασίζεται σε τρεις σημαντικούς παράγοντες: και ταυτόχρονα διαχρονικούς συμμάχους: τη ρευστότητα, τη διασπορά και τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσής του.

**Η ρευστότητα:** κρατήστε ένα μέρος της περιουσίας σας σε λογαριασμό άμεσης ρευστότητας (ταμειευτηρίου). Η ρευστότητα όχι μόνο δίνει την δυνατότητα να καλύπτετε τυχόν έκτατες οικονομικές ανάγκες, αλλά βοηθά επίσης να εκμεταλλεύεσθε πιθανές αρνητικές συγκυρίες πραγματοποιώντας νέες επενδύσεις σε χαμηλότερες τιμές.

**Η διασπορά:** η διασπορά των κεφαλαίων σε ποικίλες επενδύσεις εξομαλύνει τις διακυμάνσεις της αξίας της περιουσίας σας (μειώνοντας το ρίσκο και το άγχος) και παράλληλα προσφέρει τη δυνατότητα να εκμεταλλεύεσθε συγχρόνως περισσότερες κεφαλαιαγορές.

**Ο χρόνος:** μόνιμο χαρακτηριστικό των κεφαλαιαγορών είναι οι καθημερινές διακυμάνσεις που άλλοτε είναι σταδιακές και άλλοτε απότομες. Βασιζόμενοι στον ορθολογισμό και τα επιστημονικά δεδομένα οι επαγγελματίες διαχειριστές μπορούν να διογκώσουν τις στρεβλώσεις των αγορών, να επισημάνουν υπερτιμημένες ή υποτιμημένες αξίες και να αξιολογήσουν τις πιθανές μέσο-μακροπρόθεσμες προοπτικές τους, για λογαριασμό σας. Ωστόσο η τεχνογνωσία των διαχειριστών αποτυπώνονται στην τελική σας κερδοφορία, μόνο εάν τους προσφέρετε και τον απαραίτητο χρόνο.

Όσο πιο βραχυπρόθεσμος είναι ο στόχος σας, τόσο πιο μεγάλο είναι το περιθώριο να συμπεριλάβετε υψηλότερου ρίσκου τοποθετήσεις. Θυμηθείτε ότι υψηλότερο ρίσκο σημαίνει γενικά μεγαλύτερες διακυμάνσεις αλλά μακροπρόθεσμα, ενδεχόμενα υψηλότερη τελική απόδοση.

Όσο πιο βραχυπρόθεσμος είναι ο στόχος σας τόσο επιβάλλεται να είστε πιο συντηρητικοί. Χαμηλότερο ρίσκο σημαίνει μικρότερες διακυμάνσεις και περισσότερη σταθερότητα.

**ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ**  
**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ**  
**ΠΕΡΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ- ΣΧΕΔΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

### 1.1 Η Έννοια της Επένδυσης

Με τον όρο επένδυση εννοούμε μια πολυσύνθετη διαδικασία η οποία χρησιμοποιεί πόρους με απώτερο σκοπό να αποφέρει όφελος σ' εκείνους, που την πραγματοποιούν. Η χρησιμοποίηση αυτή των πόρων συνιστά το κόστος μιας επένδυσης ενώ τα οφέλη προκύπτουν από τον συνδυασμό και μετασχηματισμό των πόρων σε παραγωγική διαδικασία, η οποία προσφέρει αγαθά ή και υπηρεσίες. Το κόστος μιας επένδυσης είναι άμεσο και έμμεσο. Άμεσο κόστος είναι η φανερή διάθεση ή δαπάνη οικονομικών πόρων για την πραγματοποίηση της επένδυσης (π.χ. διάθεση γης, κεφαλαίου, εργασίας κλπ.) και για την παραγωγική λειτουργία της, το αποκαλούμενο λειτουργικό κόστος. Έμμεσο κόστος είναι μια σειρά από αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις ή επιπτώσεις που προκύπτουν από το πρόγραμμα της επένδυσης, όπως για παράδειγμα η αλλοίωση του φυσικού περιβάλλοντος ή η καταστροφή ενός αρχαιολογικού χώρου.

Οι ωφέλειες μιας επένδυσης είναι επίσης άμεσες και έμμεσες. Οι άμεσες ωφέλειες περιλαμβάνουν όλα τα έσοδα από την πώληση των αγαθών και των υπηρεσιών που παράγει το πρόγραμμα επένδυσης. Οι έμμεσες ωφέλειες περιλαμβάνουν όλες τις θετικές αναπτυξιακές επιδράσεις και επιπτώσεις, όπως είναι για παράδειγμα η χρησιμοποίηση των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών για την ανάπτυξη άλλων δραστηριοτήτων, η ενίσχυση της αναπτυξιακής ψυχολογίας από το πρόγραμμα επένδυσης, η τεχνική πρόοδος της χώρας κλπ.

Επίσης μπορούμε να δώσουμε και άλλους δυο ορισμούς για την επένδυση, έναν με την στενή έννοια του όρου και έναν με την ευρεία έννοια του όρου:

Επένδυση (με την στενή έννοια του όρου) καλείται η δέσμευση κεφαλαίου μιας οικονομικής μονάδας για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων τα οποία προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο σχετικά χρονικό διάστημα και συνδέονται με την ομαλή λειτουργία αυτής. Κατ' αυτήν την έννοια επένδυση νοείται: 1. Η απόκτηση παγίων περιουσιακών στοιχείων. 2. Η δημιουργία αποθέματος. 3. Η χορήγηση πιστώσεων σε πελάτες.

Επένδυση (με την ευρεία έννοια του όρου) καλείται η δέσμευση κεφαλαίου μιας οικονομικής μονάδας για την απόκτηση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της, τα οποία συνδέονται με την ομαλή λειτουργία αυτής. Υπό αυτή την έννοια νοείται και η δέσμευση κεφαλαίων για την απόκτηση αξιόγραφων και τραπεζικών καταθέσεων, εφόσον συνδέονται για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.

### 1.1.1 Κατηγορίες και αποφάσεις επενδύσεων

Ανάλογα με τον φορέα που ενδιαφέρεται για την υλοποίηση μιας επένδυσης τις διακρίνουμε σε:

1. Επενδύσεις κοινωνικού ενδιαφέροντος
2. Επενδύσεις ιδιωτικού ενδιαφέροντος
3. Επενδύσεις μεικτού ενδιαφέροντος

Στην περίπτωση που ο επενδυτής είναι μια επιχείρηση, είναι δυνατή η διάκριση των επενδύσεων σε επενδύσεις τακτικής σημασίας και σε επενδύσεις στρατηγικής σημασίας, ανάλογα με το σκοπό που επιδιώκει η επιχείρηση.

Οι επενδύσεις τακτικής σημασίας, αποσκοπούν στη διατήρηση της θέσεως, που έχει επιτύχει η επιχείρηση (π.χ. η αντικατάσταση του μηχανικού εξοπλισμού). Ως επενδύσεις στρατηγικής σημασίας θεωρούνται εκείνες, που αποσκοπούν στην επίτευξη νέων θέσεων από την επιχείρηση (π.χ. διάθεση πόρων για την ανάπτυξη νέων προϊόντων).

Στην περίπτωση που ο επιχειρηματικός φορέας προβεί στη μελέτη μιας μόνο επένδυσης μιλάμε για ανεξάρτητη, μεμονωμένη, επένδυση. Συνήθως, όμως, έχουμε την μελέτη περισσότερων επενδύσεων, οπότε κατά την αξιολόγηση τους θα πρέπει να γνωρίζουμε εάν η έγκριση κάποιας από αυτές συνεπάγεται την απόρριψη κάποιων άλλων, περίπτωση αμοιβαίων αποκλειόμενων επενδύσεων, ή την έγκριση περισσότερων από μίας, περίπτωση εξαρτημένων επενδύσεων. Οι διακρίσεις αυτές των επενδύσεων είναι χρήσιμες για τον ακριβή προσδιορισμό των εσόδων και των εξόδων που αναμένεται να προκύψουν.

Οι επενδύσεις έχουν πολύπλευρες και πολλαπλές επιπτώσεις στην οικονομική και κοινωνική ζωή μιας χώρας για πολλούς λόγους, κάποιιοι εξ' αυτών είναι:

1. -προσφέρουν νέες ευκαιρίες απασχόλησης και περιορίζουν έτσι την ανεργία
2. -αξιοποιούν αδρανείς εθνικούς πλουτοπαραγωγικούς πόρους
3. -επιταχύνουν τη διαδικασία οικονομικής ανάπτυξης
4. -αποτελούν το οργανικότερο μέσο καταπολέμησης του πληθωρισμού ,γιατί ενισχύουν την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών και την παραγωγικότητα
5. -προκαλούν πολυσχιδείς προωθητικές επιδράσεις στον παραγωγικό μηχανισμό της οικονομίας



6. -προβάλλουν το γόητρο της χώρας διεθνώς γιατί αποτελούν το κυριότερο μέσο ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας
7. -αποτελούν τον ασφαλέστερο αγωγό για την προαγωγή της τεχνολογικής προόδου ,δεδομένου ότι με τις επενδύσεις ενσωματώνεται στην παραγωγική διαδικασία η προχωρημένη τεχνολογία.

Επίσης οι επενδύσεις μπορούν να διακριθούν σε επενδύσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων και σε επενδύσεις κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.

Με τη σειρά τους οι επενδύσεις περιουσιακών στοιχείων μπορούν να διακριθούν :1)Με κριτήριο τον προορισμό τους :α)Υποχρεωτικές:καλούνται εκείνες οι επενδύσεις οι οποίες είναι απολύτως απαραίτητες για τη λειτουργία συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας. β)Αντικατάστασης:καλούνται εκείνες τις δεσμεύσεις κεφαλαίου, οι οποίες έχουν ως στόχο τη μείωση του κόστους συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας. γ)Επέκτασης:καλούνται εκείνες οι δεσμεύσεις κεφαλαίου, οι οποίες έχουν ως στόχο την αύξηση των εσόδων συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας. 2)Με κριτήριο τη συσχέτιση που παρουσιάζουν μεταξύ τους, οι επενδύσεις διακρίνονται σε α)Αμοιβαίως αποκλειόμενες:εννοούμε εκείνες τις επενδύσεις που η πραγματοποίηση της μιας αποκλείει τη διενέργεια της άλλης. β)Ανεξάρτητες:εννοούμε εκείνες τις επενδύσεις που η πραγματοποίηση της μιας δεν επηρεάζει τη διενέργεια της άλλης.

Οι επενδύσεις σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται σε:α)Επενδύσεις σε αποθέματα(πρώτες ύλες, ημιεπεξεργασμένα προϊόντα, έτοιμα προϊόντα). β)Επενδύσεις σε απαιτήσεις(περιλαμβάνονται κυρίως οι απαιτήσεις της επιχείρησης προς τους πελάτες της).γ)Επενδύσεις σε διαθέσιμα(μετρητά, οι κάθε μορφής καταθέσεις στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, χρεόγραφα που δύναται εύκολα να ρευστοποιηθούν).

Οι αποφάσεις που θα πάρουμε για μια επένδυση θα πρέπει να είναι εξασφαλισμένες και να παρέχουν κάποια σιγουριά για τον επενδυτή, για το λόγο αυτό θα πρέπει να αναφέρονται συγκεκριμένα στα εξής ερωτήματα:1)Ποια είναι η σκοπιμότητα της επένδυσης; Αξίζει να επενδύσουμε χρήματα σε ορισμένο έργο ή όχι; 2)Ποιο είναι το μέγεθος της επένδυσης; Θα μπορούμε να αξιοποιήσουμε το Α μέγεθος χρειάζομαστε μικρότερα μηχανήματα; 3)Στην περίπτωση κατά την οποία υπάρχουν διάφορες εναλλακτικές λύσεις, σε ποια από όλες συμφέρει περισσότερο να

## ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

επενδύσουμε τα χρήματά μας; 4) Συμφέρει περισσότερο να επενδύσουμε σε συγκεκριμένα πάγια στοιχεία ή μήπως συμφέρει περισσότερο να νοικιάσουμε νέα μηχανήματα; 5) Τι μας συμφέρει περισσότερο, να αγοράσουμε ένα ακίνητο ή να το κατασκευάσουμε οι ίδιοι. 6) Συμφέρει να νοικιάσουμε ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο ή να δανειστούμε χρήματα και να το αγοράσουμε. 7) Συμφέρει να αποφασίσουμε για μια επένδυση σήμερα ή να αναβάλλουμε τη λήψη της απόφασης για το μέλλον; 8) Σε ποια περιοχή συμφέρει περισσότερο να επενδύσουμε και για ποιο λόγο; Πολλά άλλα παρόμοια ερωτήματα.

Όλες οι παραπάνω ερωτήσεις μας βοηθούν να αποφασίσουμε την πραγματοποίηση της επένδυσης εκείνης, η οποία θα έχει την μεγαλύτερη απόδοση για την επιχείρηση. Σκοπός μας είναι η μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης ή μεγιστοποίησης των κερδών της. Η επένδυση η οποία θα εκλεγεί μεταξύ των άλλων εναλλακτικών λύσεων, θα πρέπει να έχει ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης το οποίο θέτει σαν προϋπόθεση η επιχείρηση, δηλαδή ένα ποσοστό απόδοσης το οποίο γίνεται δεκτό από την επιχείρηση. Η καλύτερη επένδυση είναι εκείνη η οποία παρουσιάζει το υψηλότερο ποσοστό απόδοσης.

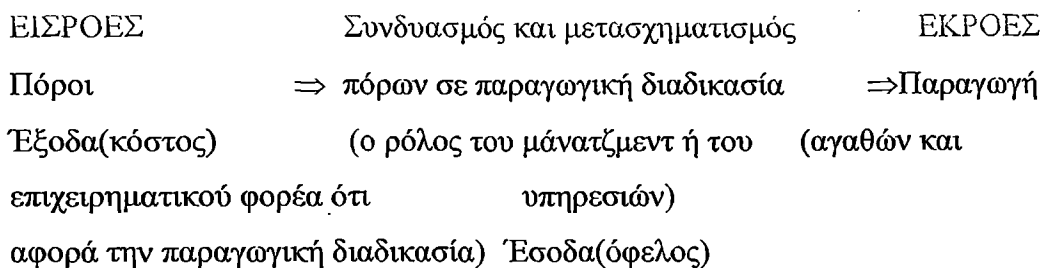
### 1.2 Σχέδιο επένδυσης

Το σχέδιο επένδυσης είναι μια πολυσύνθετη δραστηριότητα που αναλαμβάνει κάποιος χρηματοδοτικός φορέας και απαιτεί μια σειρά από καλά σχεδιασμένες αποφάσεις και ενέργειες διάθεσης σπάνιων πόρων (κόστος) για να δημιουργηθεί σε επιλεγμένη θέση μια νέα παραγωγική μονάδα ή να επεκταθεί η υφιστάμενη που έχει ορισμένο χρόνο ζωής και παράγει αγαθά και υπηρεσίες τα οποία ζητούνται στο εσωτερικό και το εξωτερικό. Τα κυριότερα στοιχεία του σχεδίου επένδυσης είναι τα εξής: 1) αποτελεί πολυσύνθετη δραστηριότητα που αναλαμβάνει κάποιος υπεύθυνος επιχειρηματικός φορέας ως επενδυτής, ο οποίος πρέπει να πάρει ορισμένες καλά μελετημένες και σχεδιασμένες αποφάσεις για την ολοκλήρωση του σχεδίου σε παραγωγική μονάδα. Ο επιχειρηματικός τομέας μπορεί να είναι ιδιώτης, Α.Ε., δημόσια επιχείρηση, συνεταιρισμός και άλλοι πολλοί φορείς. 2) απαιτεί τη διάθεση σπάνιων πόρων που συνιστούν το κόστος του. Οι πόροι που χρησιμοποιούνται εκφράζονται με χρηματικούς όρους ή χρηματοδότηση. 3) δημιουργεί μια νέα παραγωγική μονάδα ή επεκτείνει την ήδη υπάρχουσα. 4) γίνεται σε ορισμένο τόπο. 5) έχει ορισμένο χρόνο παραγωγικής ζωής. 6) παράγει αγαθά ή υπηρεσίες, που αποτελούν τις ωφέλειες ή τα έσοδά τους. 7) δημιουργείται κυρίως για να ικανοποιήσει

τη ζήτηση στη χώρα ή στο εξωτερικό για τα αγαθά ή τις υπηρεσίες που προσφέρει. Οι πόροι που χρησιμοποιούνται στο σχέδιο είναι το κόστος ή οι εισροές. Τα παραγόμενα αγαθά ή υπηρεσίες αποτελούν τις ωφέλειες ή τις εκροές του.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1-1**

Απλή σχηματική παρουσίαση του σχεδίου επένδυσης



**1.3. Ο πολυδιάστατος χαρακτήρας των σχεδίων επένδυσης**

Είναι απαραίτητο να επισημάνουμε ότι η προώθηση του σχεδίου επένδυσης δεν είναι εύκολη υπόθεση ,γιατί έχει πολυδιάστατο χαρακτήρα και πολλές απόψεις. Κάποιες από τις κυριότερες είναι:

1. -Η επιχειρηματική άποψη ως ανάληψη ευθυνών ,πρωτοβουλιών και κινδύνων
2. -Η τεχνική άποψη ως διαδικασία τεχνικό-οικονομικού συνδυασμού και μετασχηματισμού πόρων-εισροών σε παραγωγή-εκροή
3. -Η οικονομική άποψη ως εξασφάλιση της οικονομικής απόδοσης του σχεδίου επένδυσης
4. -Χρηματοδοτική άποψη που αναφέρεται της χρηματοδοτικής εφικτότητας για την εξασφάλιση των αναγκαίων χρηματικών κεφαλαίων
5. -Χωροταξική και περιβαλλοντική, που αναφέρεται στην επιλογή της άριστης τοποθεσίας
6. -Οργανωτική άποψη ως πρόβλημα εξασφάλισης της καλύτερης οργανωτικής δομής των παραγωγικών και άλλων λειτουργιών
7. -Διοικητική άποψη ως πρόβλημα επιλογής του καλύτερου δυνατού συστήματος μάνατζμέντ για τη διοίκηση όλων των υποθέσεων που αφορούν την πραγματοποίηση της λειτουργίας
8. -Κοινωνική και πολιτική άποψη που είναι αναγκαία , γιατί το παραγωγικό έργο δεν απομονώνεται από τον πολιτικό και κοινωνικό

περίγυρο, δεδομένου ότι μπορεί να παράγει κοινωνικά επιθυμητά ή ανεπιθύμητα αγαθά και ενδιαφέρει ζωηρά τους πολίτες , όταν επηρεάζει το ανθρώπινο περιβάλλον μέσα στο οποίο ζουν.

Η ολοκληρωμένη αξιολόγηση των σχεδίων επένδυσης περιλαμβάνει τη διεύρυνση της ευστάθειας όλων των παραπάνω απόψεων και κυρίως τη σύγκριση των ροών του κόστους και ωφελειών τους:1)από ιδιωτική-χρηματική άποψη και 2)οικονομική-κοινωνική άποψη.

#### 1.4 Διακρίσεις των σχεδίων επένδυσης

Υπάρχουν πολλές διακρίσεις των σχεδίων επένδυσης:

-Στη φυσική διάσταση το σχέδιο επένδυσης μπορεί να είναι μια νέα παραγωγική μονάδα, επέκταση της υπάρχουσας, ανακατασκευή ή εκσυγχρονισμός εξοπλισμού

-Από την άποψη της ένταξής τους στους κλάδους παραγωγής, τα σχέδια επένδυσης διακρίνονται σε αγροτικά, βιομηχανικά, ενεργειακά, τουριστικά και σχέδια μεταλλείων

-Από άποψη μεγέθους: μικρά, μεγάλα, μεσαία

-Από την άποψη του φορέα που ενδιαφέρεται για την προώθηση των σχεδίων τα διακρίνουμε σε: επενδυτικά σχέδια κοινωνικού ενδιαφέροντος τα οποία προωθούνται κατά κανόνα από κρατικούς φορείς ή άλλους παράλληλους και έχουν ως σκοπό την πραγματοποίηση έργων συλλογικής και κοινωνικής ωφελείας. Επενδυτικά ιδιωτικού ενδιαφέροντος , τα οποία προωθούνται από ιδιωτικούς φορείς και αποβλέπουν στην πραγματοποίηση έργων που έχουν σαν σκοπό την εξυπηρέτηση ιδιωτικών προτιμήσεων και κινήτρων. Σχέδια μικτού ή κοινού ενδιαφέροντος που πραγματοποιούνται από μικτούς, ιδιωτικούς, συνεταιριστικούς, κρατικούς ή ημικρατικούς φορείς.

-Από άποψη των σκοπών που επιδιώκουν: σχέδια επένδυσης απλού σκοπού και σχέδια πολλαπλού σκοπού(τεχνητό φράγμα)

-Από άποψη της ένταξης στη χρήση ή εισροή των βασικών συντελεστών παραγωγής:εντάσεως κεφαλαίου, εργασίας και εδαφικών πόρων.

-Από άποψη γεωγραφικής θέσης:τοπική, περιφερειακή, εθνική, κοινοτική, παγκόσμια

-Από άποψη κινδύνου:απολύτων εξασφαλισμένων έναντι του κινδύνου και της αβεβαιότητας, χαμηλού κινδύνου και υψηλού κινδύνου.

### 1.5 Φάσεις ολοκλήρωσης των σχεδίων επένδυσης

Α.Φάση προεπένδυσης η οποία περιλαμβάνει:1) Την αρχική επενδυτική ιδέα ή την επισήμανση της επενδυτικής ευκαιρίας.2)Προκαταρκτική επιλογή και περιγραφή του προτεινόμενου σχεδίου. 3)Την προκατασκευή και ολοκληρωμένη παρουσίαση του σχεδίου επένδυσης. Εδώ γίνεται η συστηματική αξιολόγηση του σχεδίου επένδυσης και περιλαμβάνει τα εξής δύο στάδια

→την ιδιωτική-χρηματική ανάλυση και

→ οικονομική και κοινωνική ανάλυση.

Β.Φάση προώθησης του σχεδίου η οποία περιλαμβάνει:1)Εκπόνηση των λεπτομερειακών κατασκευαστικών σχεδίων.2) Την οριστική ρύθμιση χρηματοδότησης του σχεδίου επένδυσης με την υπογραφή των δανειακών συμβολαίων.3)Διαδικασία επιλογής κατασκευαστών και προμήθειας των υλικών και του μηχανολογικού εξοπλισμού.4)Υπογραφή συμβολαίων ανάθεσης του έργου.

Γ.Φάση της επένδυσης όπου περιλαμβάνει:1)Τη χρονική κλιμάκωση και τον ταμειακό προγραμματισμό των κατασκευαστικών εργασιών.2)Την προετοιμασία εδαφικών εκτάσεων και των χώρων για την εγκατάσταση του εργοταξίου, τη χωροταξική διάταξη των έργων και την εκτέλεση των έργων υποδομής.3)Την κατασκευή των έργων πολιτικού μηχανικού.4)Την προμήθεια και εγκατάσταση των μηχανημάτων και εξοπλισμού.5)Την πρόληψη και εκπαίδευση του προσωπικού και την οργάνωση του δικτύου marketing.6)Τη θέση σε λειτουργίας της μονάδας και τις πρώτες δοκιμές.

Δ. Η φάση της λειτουργίας και παραγωγής, η οποία περιλαμβάνει:1)Την αρχική περίοδο παραγωγής και την παρακολούθηση της μονάδας ως προς τον ποιοτικό έλεγχο των παραγόμενων προϊόντων και τον έλεγχο της παραγωγικότητας.2)Την επιβεβαίωση των προβλέψεων και των χρηματικών ροών, την τήρηση των δανειακών υποχρεώσεων και του οικονομικού αποτελέσματος της επένδυσης στην αρχική φάση της λειτουργίας.

### 1.6 Η πρόταση για επένδυση

Η επιλογή μιας συγκεκριμένης επένδυσης κατά υποκλάδο ή προϊόν γίνεται με την πρόταση για επένδυση ή την αναγνωριστική μελέτη, η οποία λέγεται και επενδυτικό προφίλ και περιέχει τα εξής στοιχεία:

1. -το γενικότερο επενδυτικό κλίμα στη χώρα ή στην περιοχή
2. -την εσωτερική ζήτηση του προϊόντος
3. -τις εισαγωγές και εξαγωγές του προϊόντος
4. -την κρατική πολιτική
5. -τους διαθέσιμους πόρους για την πραγματοποίηση της ευκαιρίας επένδυσης
6. -το διαθέσιμο δίκτυο πωλήσεων
7. -και διάφορα άλλα στοιχεία που προσδιορίζουν τη θέση του προϊόντος.

Η πρόταση για επένδυση έχει σκοπό να πληροφορήσει και να προκαλέσει το επιχειρηματικό ενδιαφέρον και γι' αυτό ο βαθμός λεπτομέρειάς της δεν είναι υψηλός. Απλώς επισημαίνει και εντοπίζει την περιοχή στην οποία θα κατευθύνει το ενδιαφέρον του επενδυτή για παραπέρα διερεύνηση με την προμελέτη επένδυσης.

### **1.7 προμελέτη και μελέτη επένδυσης**

Εφόσον η πρόταση για επένδυση είναι θετική, προχωρούμε στην εκπόνηση της προμελέτης εφικτότητας, η οποία διερευνά την επιχειρησιακή ιδέα που προτείνει η πρόταση για επένδυση σε περισσότερο βάθος και από περισσότερες απόψεις. Γι' αυτό είναι λεπτομερέστερη και περισσότερο εκτεταμένη.

Σκοπός της προμελέτης εφικτότητας είναι:

-Να διαπιστώσει, αν η εξεταζόμενη ευκαιρία είναι πράγματι αποδοτική και συμφέρουσα.

-Να θεμελιωθεί, αν ενσταθεί η απόφαση για τη συνέχιση της παραπέρα διερεύνηση της ευκαιρίας επένδυσης, με την εκπόνηση μελέτης εφικτότητας.

-Να επισημάνει τις επιμέρους απόψεις που έχουν κρίσιμη σημασία και ιδιαίτερη βαρύτητα και γι' αυτό είναι απολύτως αναγκαία η περαιτέρω διερεύνησή τους με προτεινόμενες μελέτες υποστήριξης.

Μελέτη υποστήριξης είναι εξειδικευμένες έρευνες σε βάθος πάνω σε επιμέρους αντικείμενα του σχεδίου επένδυσης και θεωρούνται αναγκαία υποστήριξη κυρίως για τη μελέτη εφικτότητας των μεγάλων σχεδίων επένδυσης.

Τα επιμέρους αντικείμενα που μελετά η προμελέτη εφικτότητας είναι:

1. -Η ύπαρξη επιχειρηματικού ενδιαφέροντος και φορέα για ανάλυση του έργου.
2. -Η ύπαρξη αγοράς για τα προϊόντα της αγοράς.
3. -Η τεχνική εφικτότητα του σχεδίου επένδυσης.

4. -Η οικονομική αποδοτικότητα της.
5. -Η επάρκεια μάλιστα.

Μετά την προμελέτη εφικτότητας και εφόσον το συμπέρασμά της είναι θετικό, επακολουθεί η μελέτη εφικτότητας, η οποία είναι έρευνα και ανάλυση σε βάθος όλων των απόψεων του σχεδίου επένδυσης, ώστε να γίνει δυνατή η λήψη της οριστικής απόφασης για την απόρριψη ή αποδοχή της πρότασης για επένδυση.

Αν και τα επιμέρους προβλήματα ή αντικείμενα διαφέρουν ανάλογα με την επένδυση, εντούτοις στην ανάλυσή τους ακολουθείται μια ορισμένη σειρά κεντρικών θεμάτων, που είναι κοινή για όλα τα σχέδια επένδυσης. Γι' αυτό από τη διεθνή εμπειρία έχει υιοθετηθεί ένα ενιαίο και κοινό αποδεκτό πρότυπο δομής και ανάλυσης της μελέτης εφικτότητας των σχεδίων επένδυσης.

Πρέπει εξ' αρχής να τονιστεί ότι όλες οι απόψεις ή τα θέματα μιας μελέτης εφικτότητας αλληλεξαρτώνται και αλληλοεπηρεάζονται, άλλα σε υψηλό και άλλα σε χαμηλό βαθμό. Για το λόγο αυτό τα θέματα τα οποία περιλαμβάνονται στη μελέτη εφικτότητας δεν εξαρτώνται μεμονωμένα ή χωριστά, αλλά ακολουθούν μια προσέγγιση ανατροφοδότησης. Ο τελικός σκοπός της μελέτης εφικτότητας είναι να ελέγξει αν μια επενδυτική ιδέα ευσταθεί από όλες εκείνες τις απόψεις που είναι αναγκαίες για την προώθηση της, ώστε να αποτελέσει τελικά μια βιώσιμη και αποδοτική παραγωγική μονάδα. Συγκεκριμένα η μελέτη εφικτότητας μελετά τα εξής:

1. -Αν υπάρχει ικανός επιχειρηματικός φορέας που να αναλάβει το σχέδιο επένδυσης.
2. -Αν το μέγεθος της μονάδας είναι εφικτό ή άριστο.
3. -Αν η επιλογή της τοποθεσίας για την εγκατάσταση της μονάδας είναι η πιο ενδεδειγμένη από άποψη κόστους μεταφοράς.
4. -Αν η αξιολόγηση του σχεδίου επένδυσης από κοινωνική άποψη δίνει θετικά αποτελέσματα.
5. -Αν θα υπάρχουν τυχόν αρνητικές αντιδράσεις από την κοινή γνώμη για την πραγματοποίηση του σχεδίου επένδυσης.
6. -Αν η χρηματοδότηση τόσο κατά το στάδιο της μελέτης όσο και κατά το στάδιο της κατασκευής και λειτουργίας είναι επίσης εξασφαλισμένη.

### 1.8 Η οριστική μελέτη ή μελέτη εφαρμογής

Η οριστική μελέτη ή μελέτη εφικτότητας αναφέρεται στην εκπόνηση των λεπτομερειακών κατασκευαστικών σχεδίων και τον προγραμματισμό για την πραγματοποίηση του έργου έως και το στάδιο της έναρξης λειτουργίας της μονάδας παραγωγής. Ειδικότερα η οριστική μελέτη καλύπτει τα εξής κύρια αντικείμενα:

1. -Τον χρονικό και ταμειακό προγραμματισμό όλων των έργων και των εργασιών.
2. -Την εξασφάλιση των εκτάσεων και των χωρών για την εγκατάσταση του εργοταξίου και τη διάταξη των έργων.
3. -Τα λεπτομερή σχέδια εφαρμογής των έργων πολιτικού μηχανικού.
4. -Τη λεπτομερειακή περιγραφή της εγκατάστασης και διάταξης του μηχανολογικού εξοπλισμού και των άλλων εγκαταστάσεων παραγωγής.
5. -Τις οδηγίες για τα μέτρα ασφάλειας κατά τη διάρκεια των κατασκευαστικών έργων.
6. -Το πρόγραμμα πρόσληψης και εκπαίδευσης του εργατικού δυναμικού και των στελεχών.
7. -Την έναρξη λειτουργίας, τις δοκιμές και την παράδοση του έργου από την κατασκευαστική εταιρεία.

Η οριστική μελέτη ή μελέτη εφαρμογής, επειδή είναι κατ' ανάγκη λεπτομερειακή, έχει μεγάλη έκταση λόγω των πολλών τεχνικών στοιχείων που απαιτεί η εφαρμογή των σχεδίων στην πράξη. Γι' αυτό το κόστος της οριστικής μελέτης είναι σχετικά υψηλότερο, δεδομένου ότι απαιτούνται πολλές ανθρωπόωρες για τη λεπτομερή σχεδίαση υπό κλίμακα εφαρμογής, των τελικών σχεδίων των έργων πολιτικού μηχανικού και άλλων.

### 1.9 Χρονικός ορίζοντας του σχεδίου επένδυσης.

Όλα τα σχέδια επένδυσης χρησιμοποιούν ροές κόστους και ωφελειών που έχουν χρονική διάσταση. Επειδή ο χρόνος είναι θεμελιώδες στοιχείο στη λήψη αποφάσεων, αλλά και στις εκτιμήσεις στην αποδοτικότητα των σχεδίων επένδυσης, είναι αναγκαίο να προσδιορίζεται εκ των προτέρων η διάσταση του χρονικού ορίζοντα των σχετικών μεγεθών. Οι χρονικές διαστάσεις που ενδιαφέρουν στην ανάλυση σχεδίων είναι:



1. -Η περίοδος μελέτης που περιλαμβάνει τον χρόνο μελέτης και προγραμματισμού του σχεδίου επένδυσης.
2. -Η περίοδο κατασκευής, η οποία περιλαμβάνει τον χρόνο πραγματοποίησης του έργου.
3. -Ο χρόνος έναρξης της παραγωγής.
4. -Η περίοδος παραγωγικής λειτουργίας της μονάδας.
5. -Ο χρόνος λήξης της παραγωγικής ζωής του έργου.

Οι παραπάνω προδιαγραφές πρέπει να αναφέρονται ρητά σε κάθε σχέδιο επένδυσης.

### 1.10 Μετρήσεις και εκτιμήσεις

Η αξιολόγηση των σχεδίων επένδυσης ως εργασία σύγκριση των μεθόδων του κόστους και των ευκαιριών έχει έντονη ποσοτική διάσταση. Για να βρούμε τα οφέλη λειτουργιών του κόστους, καταφεύγουμε είτε σε μετρήσεις είτε σε εκτιμήσεις. Οι μετρήσεις γίνονται από επίσημες υπηρεσίες ή διεξάγονται επί τόπου από εμπειρογνώμονες και γι' αυτό θεωρούνται δεδομένες, δηλαδή δεσμεύουν την αξιολόγηση των σχεδίων.

Οι εκτιμήσεις δεν είναι μετρήσεις, αλλά υπολογισμοί με βάση την κρίση ή την εμπειρία ή τις πληροφορίες από αυθεντικές πηγές. Οι εκτιμήσεις είναι κυρίως τριών ειδών: α) αισιόδοξη ή υψηλή. β) πλέον πιθανή ή ενδιάμεση. γ) απαισιόδοξη ή χαμηλή.

### 1.11. Απαραίτητα στοιχεία για την αξιολόγηση των επενδύσεων.

Για την αξιολόγηση μιας επένδυσης απαιτούνται πολλές πληροφορίες από τις οποίες οι κυριότερες είναι:

1. -το καθαρό ποσό που απαιτείται για την επένδυση σήμερα, δηλαδή εκροή μετρητών που απαιτείται για την επένδυση.
2. -ποσά που θα απαιτηθούν στο μέλλον για την επένδυση. Συνήθως πολλές επενδύσεις απαιτούν, μετά την πάροδο ορισμένου χρόνου νέα εκροή μετρητών για γενική συντήρηση ή επισκευή, για αντικατάσταση ορισμένων εξαρτημάτων που γίνεται μια ή περισσότερες φορές κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής και άλλα.
3. -το κόστος κεφαλαίου της επένδυσης. Εάν πρόκειται να δανειστούμε τα απαραίτητα κεφάλαια τότε ποιο θα είναι το δανειακό επιτόκιο που

επιβαρύνει; Εάν όμως η επιχείρηση διαθέτει τα αναγκαία κεφάλαια για την επένδυση πόσο θα στοιχίσει σ' αυτή να δανειστεί;

4. -τα αναμενόμενα καθαρά έσοδα από την επένδυση. Αυτά είναι η καθαρή εισροή μετρητών, που προέρχεται από την επένδυση ως αποτέλεσμα αυτής.
5. -πολλές επενδύσεις δεν αναμένεται να αποφέρουν καθαρή εισροή μετρητών, αλλά έχουν ως αποτέλεσμα την αποφυγή εκροής μετρητών, δηλαδή την εξοικονόμηση μετρητών.
6. -το ποσοστό φόρου εισοδήματος, καθώς και τυχόν οι τυπικοί ή κοινοτικοί φόροι.
7. -το ποσοστό απόσβεσης και η τηρούμενη μέθοδος, όπως και η σκοπιμότητα χρησιμοποίησης κάθε μεθόδου.
8. -ο χρόνος διάρκειας της επένδυσης δεν είναι μόνο θέμα τεχνικό, αλλά και οικονομικό έτσι σε πολλές επενδύσεις η οικονομική ή ωφέλιμη ζωή, είναι πολύ μικρότερη από την πραγματική ζωή της επένδυσης.
9. -η υπολειμματική αξία της επένδυσης είναι η αξία της επένδυσης στο τέλος της ωφέλιμης ζωής της.
10. -η αξία εκποίησης μιας παλαιάς επένδυσης σε περίπτωση αντικατάστασής της από μια νέα επένδυση.
11. -το ποσοστό φορολογίας του κέρδους από μια τέτοια εκποίηση παλαιών περιουσιακών στοιχείων.
12. -τα φορολογικά κίνητρα και οι προνομιακές διευκολύνσεις και απαλλαγές για επενδύσεις σε ορισμένες περιοχές, που είναι λιγότερες ανεπτυγμένες.
13. -τα έξοδα λειτουργίας της νέας επένδυσης ή τα επιπλέον έξοδα λειτουργίας όταν η επένδυση αυτή αντικαθιστά μια παλαιότερη επένδυση.
14. -ο αριθμός πληθωρισμού και οι γενικότερες συνθήκες καθώς και η οικονομική σταθερότητα της χώρας.

#### **1.12. Χρηματοδότηση επενδύσεων.**

Η εκτίμηση του συνολικού κόστους επένδυσης προσδιορίζει το μέγεθος των πόρων που θα απαιτηθούν για να χρηματοδοτηθεί το σχεδιαζόμενο έργο και να γίνει παραγωγική μονάδα. Στη σύγχρονη οικονομία η διάθεση χρηματικών πόρων αποτελεί

αναγκαίο όρο προώθησης του σχεδίου επένδυσης στη φάση της πραγματοποίησης και λειτουργίας του έργου. Μόνο με την χρηματοδότηση είναι δυνατόν να κινητοποιηθούν οι αναγκαίοι πόροι για να υλοποιηθεί το σχέδιο επένδυσης.

Χρηματοδότηση είναι η διαδικασία υπολογισμού των αναγκαίων για την επιχείρηση κεφαλαίων προμήθειάς τους και καθορισμού του τρόπου, με του οποίου τα κεφάλαια αυτά πρέπει να κατανεμηθούν μεταξύ των διάφορων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Με τη χρηματοδότηση επεκτείνεται η δραστηριότητα των οικονομικών μονάδων πέρα από το όριο που προσδιορίζουν οι δικές τους δυνατότητες, αλλά και υποκινείται η δράση προσώπων, τα οποία είναι ικανά να αξιοποιήσουν τους υφιστάμενους πόρους ή νέες τεχνολογίες.

Υπό τη στενή έννοια η χρηματοδότηση συνίσταται στη χορήγηση χρημάτων με πίστωση. Με την ευρύτερή της όμως έννοια η χρηματοδότηση περιλαμβάνει και τη χορήγηση υλικών ή άυλων στοιχείων όπως ο τεχνικός εξοπλισμός, όπως και το προνόμιο ευρυσιτεχνείας με πίστωση του τμήματός τους. Επίσης στην ευρύτερη έννοια της χρηματοδότησης περιλαμβάνεται και η αυτοχρηματοδότηση, δηλαδή η χρησιμοποίηση δικών τους μέσων που προέρχονται από κέρδη της επιχείρησης ή από εισφορές εκείνων που συμμετέχουν σ' αυτή, γιατί είναι επιθυμητή η ανάπτυξη του έργου της οικονομικής μονάδας.

Με κριτήριο τη χρονική διάρκεια της εξυπηρέτησης των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων γίνεται η διάκριση των δανείων σε βραχυπρόθεσμα(έως ενός έτους), μεσοπρόθεσμα(έως τέσσερα έτη) και μακροπρόθεσμα(από πέντε έτη και άνω).

Οι επιχειρήσεις προσφεύγουν κατά κανόνα τόσο στη βραχυπρόθεσμη όσο και στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Ανάμεσα σ' αυτές τις δυο κατηγορίες πρέπει να υπάρχει μια λογική σχέση, η οποία διαφοροποιείται ανάλογα με το είδος της επιχείρησης. Η σχέση αυτή εξαρτάται από τη φύση, τη τεχνολογική τους σύγκρουση και από την πιστωτική πολιτική που ακολουθούν.

Η διαδικασία της χρηματοδότησης είναι σκόπιμο να διέπεται από ορισμένους κανόνες, γνωστούς ως αρχές χρηματοδότησης:

- 1)αρχή της ασφάλειας( κατοχύρωση της απόδοσης δανείου)
- 2)αρχή της αποδοτικότητας(προσδοκία ευνοϊκών αποτελεσμάτων)
- 3)αρχή της ρευστότητας(ετοιμότητα εξόφλησης των υποχρεώσεων στον προσυμφωνηθέντα χρόνο).

Μορφές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης:α)οι χορηγούμενες από τους πελάτες της επιχείρησης προκαταβολές για τις παραγγελίες, β)οι χορηγούμενες

εκπτώσεις από τους πελάτες, γ)τα μη διανεμηθέντα κέρδη, τα οποία παραμένουν στην εταιρεία μέχρι τη διανομή του μερίσματος, που γίνεται μετά την έγκριση του ισολογισμού από τη γενική συνέλευση, δ)οι δαπάνες και τα διάφορα έξοδα της επιχειρήσεως που οφείλονται, ενώ θα έπρεπε να είχαν καταβληθεί τη στιγμή που πραγματοποιήθηκαν, ε)βραχυπρόθεσμα δάνεια από εξωτραπεζικές πηγές, στ) βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός: ι) η προεξόφληση συναλλαγματικών και γραμματίων, ιι)τα διάφορα δάνεια με ενέχυρα, ιιι) τα δάνεια με τη χορήγηση εγγυητικών επιστολών.

Μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης:α)μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός, β)μέσω αναπτυξιακών νόμων, γ)με έκδοση ομολογιακού δανείου, δ)με χρηματοδοτική μίσθωση, με την οποία ο εκμισθωτής παρέχει την χρήση ενός πράγματος στο μισθωτή για ορισμένο χρόνο με περιοδικές πληρωμές και ανάληψη του κινδύνου από το μισθωτή. Επίσης οι χορηγούμενες από τους πελάτες της επιχείρησης προκαταβολές για της παραγγελίες, οι χορηγούμενες εκπτώσεις από τους προμηθευτές.

Μια μορφή χρηματοδότησης αποτελεί η χρηματοδοτική μίσθωση με την οποία ο εκμισθωτής παρέχει την χρήση ενός πράγματος στο μισθωτή για ορισμένο χρόνο με περιοδικές πληρωμές και ανάληψη του κινδύνου από το μισθωτή.

Φορείς χρηματοδότησης είναι κατά κανόνα οι τράπεζες και άλλοι πιστωτικοί οργανισμοί. Οι φορείς αυτοί είτε έχουν γενικότερο αντικείμενο και προβαίνουν σε κάθε είδος χρηματοδότησης, είτε εντοπίζουν την αποστολή τους σε ορισμένο κλάδο και τη χρηματοδότηση σε σύντομο ή μεγάλο χρονικό διάστημα. Η διαδικασία χρηματοδότησης είναι σκόπιμο να διέπεται από ορισμένους κανόνες, γνωστούς ως αρχές χρηματοδότησης:→αρχή ασφάλειας(κατοχύρωση της απόδοσης των δανείων)

→αρχή αποδοτικότητας(προσδοκία ευνοϊκών αποτελεσμάτων)

→αρχή της ρευστότητας(ετοιμότητα εξόφλησης των υποχρεώσεων)

Προκειμένου να υλοποιήσει μια εταιρία μια απόφαση επένδυσης θα πρέπει να εξασφαλίσει κάτω από τους πιο ευνοϊκούς όρους τα αναγκαία κεφάλαια. Ο όρος κεφάλαιο περιλαμβάνει κάθε μέσον πληρωμής (μετρητά, επιταγές, κλπ.), καθώς και τις πιστώσεις, που παρέχονται στην επιχείρηση από διάφορες πηγές (π.χ. τράπεζες, προμηθευτές πρώτων υλών ή μηχανικού εξοπλισμού κ.ά.).

## ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κεφάλαια διακρίνονται σε εσωτερικές και εξωτερικές. Οι εσωτερικές πηγές συνδέονται με τη δράση της ίδιας της επιχειρήσεως και αφορούν στα κέρδη που παρακρατούνται και τις αποσβέσεις πάγιων στοιχείων. Εξωτερικές πηγές κεφαλαίων είναι οι διάφορες κεφαλαιαγορές και οι χρηματαγορές, οργανωμένες και μη.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ**  
**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**  
**ΥΠΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ**

**ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Με τον όρο αξιολόγηση επενδύσεων υπό καθεστώς βεβαιότητας εννοούμε ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση μιας επένδυσης είναι απόλυτα σίγουροι για την πραγματοποίηση των διάφορων ροών που θα προκύψουν από αυτή. Κατά συνέπεια η διενέργεια της συγκεκριμένης επένδυσης δε συνεπάγεται κανένα επιχειρηματικό κίνδυνο για την οικονομική μονάδα. Στην εν λόγω κατηγορία περιλαμβάνονται οι ακόλουθοι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων:

1. μέθοδος του χρόνου επανείσπραξης της επένδυσης.
2. μέθοδος της μέσης ετήσιας αποδοτικότητας
3. μέθοδος αναγωγής σε παρούσες αξίες: α) μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας(ΚΠΑ). β) μέθοδος εσωτερικού βαθμού απόδοσης. γ) μέθοδος δείκτη αποδοτικότητας.

**2.1 Μέθοδος χρόνου επανείσπραξης**

Κατά την εφαρμογή αυτής της μεθόδου αξιολόγησης επενδύσεων, λαμβάνονται ως κριτήριο ο χρόνος που απαιτείται για την επανείσπραξης των χρημάτων που διατίθενται για την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης επένδυσης. Αν το εν λόγω χρονικό διάστημα είναι μικρότερο του ανώτατου αποδεκτού χρονικού διαστήματος για το σκοπό αυτό, τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή.

$$\text{Χρόνος επανείσπραξης της επένδυσης} = \frac{\text{συνολική καθαρή ροή}}{\text{ετήσια αύξηση καθαρών ταμειακών εισροών}}$$

Ως πλεονέκτημα της εν λόγω μεθόδου μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι απλή η εφαρμογή της και ότι χρησιμοποιείται κυρίως στις εξής περιπτώσεις:

1. -από επιχειρήσεις που έχουν ορισμένη ρευστότητα και ως εκ τούτου δίνουν μεγάλη βαρύτητα στο χρόνο επανείσπραξης των χρημάτων τους από τη διενέργεια μιας επένδυσης.
2. -σε περιόδους ασταθών οικονομικών και πολιτικών καταστάσεων ή ταχύτατων τεχνολογικών αλλαγών, όπου και πάλι ο χρόνος επανείσπραξης μιας επένδυσης είναι το πλέον σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση αυτής.
3. Ως μειονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι τα ακόλουθα:
4. -Δεν εξετάζει την αποδοτικότητα της επένδυσης.

- i. Δε λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η πραγματική αξία των ταμειακών εισροών μεταβάλλεται διαχρονικά.

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι το γεγονός ότι μας παρέχει χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με τον κίνδυνο και την ρευστότητα της επένδυσης. Έτσι όσο βραχύτερη είναι η περίοδος επανείσπραξης, τόσο μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος απώλειας και ζημιών από την επένδυση. Αυτό συμβαίνει γιατί η εκροή μετρητών που έγινε για την επένδυση θα καλυφθεί πολύ γρήγορα από την εισροή μετρητών λόγω της επενδύσεως. Για το λόγο αυτό η μέθοδος έχει ιδιαίτερη σημασία και βαρύτητα για τις επιχειρήσεις εκείνες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας ή ροής μετρητών.

Ως μειονέκτημα της μεθόδου αυτής μπορούμε να αναφέρουμε το ότι αποτελεί μια πρόχειρη και ημιτελική μέτρηση του κινδύνου από την επένδυση, χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις διακυμάνσεις των εισροών μετρητών.

Ως μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι αποτελεί μια πρόχειρη και ημιτελική μέτρηση του κινδύνου από την επένδυση, χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις διακυμάνσεις των εισροών μετρητών.

Η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επενδύσεις οι οποίες έχουν ομοιόμορφες καθαρές εισπράξεις στα διάφορα χρόνια της ωφέλιμης ζωής τους και εφόσον οι επενδύσεις που πρόκειται να συγκριθούν του συνολικού ποσού, έχουν την ίδια διάρκεια ωφέλιμης ζωής και δεν έχουν υπολειμματική αξία. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όταν υπάρχουν περισσότερα των δυο έργων, αμοιβαίως αποκλειόμενα.

#### Εφαρμογή

Η μεταποιητική εταιρεία Β επιθυμεί την αγορά ενός μηχανήματος κοπής μετάλλων σύγχρονης τεχνολογίας. Δίνονται τα παρακάτω:

1αξία νέου μηχανολογικού εξοπλισμού:500000

2έξοδα εγκατάστασης:50000

3κατώτατο αποδεκτό ποσοστό μέσης ετήσιας αποδοτικότητας 15%.

Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της ανωτέρω επένδυσης με τη μέθοδο της μέσης ετήσιας αποδοτικότητας . επίσης δίνεται ότι η μέση ετήσια αύξηση των καθαρών εσόδων θα είναι της τάξεως των 60000.

#### Λύση

Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος:



$$\begin{array}{r} \text{Μέση ετήσια αποδοτικότητα} = \text{μέση ετήσια αύξηση καθαρ εσοδ} \quad 60000 \\ \hline \text{συνολική καθαρή εκροή} \quad 550000 \end{array} \Rightarrow$$

⇒ χρόνος επανείσπραξης της επένδυσης = 3,57 έτη

(συμπέρασμα: εφ' όσον η ετήσια αποδοτικότητα είναι μικρότερη από το κατώτατο αποδεκτό όριο που θέτει η επιχείρηση, η επένδυση απορρίπτεται.)

## 2.2. Μέθοδος Μέσης Ετήσιας Αποδοτικότητας

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής λαμβάνεται ως κριτήριο η μέση ετήσια αποδοτικότητα της επένδυσης, δηλαδή το πηλίκο της μέσης ετήσιας αύξησης καθαρών εσόδων προς τη συνολική καθαρή δαπάνη που απαιτούνται για τη διενέργειά της. Αν η ετήσια μέση αποδοτικότητα της επένδυσης είναι μεγαλύτερη της κατώτατης αποδεκτής αντίστοιχης αποδοτικότητας που απαιτεί να έχουν οι επενδύσεις, τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή.

$$\begin{array}{r} \text{Μέση ετήσια αποδοτικότητα} \quad \text{μέση ετήσια αύξηση καθαρών εσόδων} \\ \text{Της επένδυσης} \quad = \frac{\text{-----}}{\text{Συνολική καθαρή εισροή}} \end{array}$$

Ως πλεονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι απλή η εφαρμογή της. Ως μειονεκτήματα αυτής σημειώνουμε τα ακόλουθα: α) χρησιμοποιεί ως παράμετρο τα καθαρά έσοδα και όχι τις ταμειακές εισροές και β) δε λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η πραγματική αξία των καθαρών εσόδων μεταβάλλεται διαχρονικά.

## 2.3. Μέθοδος αναγωγής σε Παρούσες Αξίες

Το πρόβλημα της σύγκρισης των ταμειακών ροών που πραγματοποιούνται σε διαφορετικές χρονικές περιόδους αντιμετωπίζεται επιτυχώς με την αναγωγή αυτών σε παρούσες αξίες που εφαρμόζεται με την εν λόγω μέθοδο.

$$P.A_0 = \frac{M.A_t}{(1+i)^t}$$

όπου Π.Α<sub>0</sub>:παρούσα αξία στο χρόνο μηδέν

M.A<sub>t</sub>:μελλοντική αξία στο χρόνο t

i.:προεξοφλητικό επιτόκιο

Έτσι λοιπόν δεν περιοριζόμαστε στη σύγκριση των ταμειακών εισροών και εκροών σε ονομαστικές αξίες, αλλά μετατρέπουμε πρώτα αυτές σε παρούσες αξίες και μετά πραγματοποιούμε την ανωτέρω σύγκριση. Επίσης έχουμε τρεις επιμέρους μεθόδους με τις οποίες μπορούμε να αξιολογήσουμε μια επένδυση, πραγματοποιώντας πρώτα αναγωγή σε παρούσες αξίες των ταμειακών ροών.

### 2.3.1. Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής λαμβάνεται ως κριτήριο η σύγκριση της Π.Α των ταμειακών εισροών και εκροών, δηλαδή αν το ύψος των διαχρονικά πραγματοποιημένων εισροών υπερβαίνει το ύψος της αρχικής εισροής. Για να πραγματοποιηθεί η ανωτέρω σύγκριση ταμειακών εισροών-εκροών, υπολογίζουμε την παρούσα αξία των προβλεπόμενων εισροών με τη βοήθεια ενός δεδομένου επιτοκίου(κ), το οποίο εκφράζει το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς. Με άλλα λόγια προεξοφλούμε τις ονομαστικές αξίες των ταμειακών εισροών σε παρούσες αξίες χρησιμοποιώντας το ανωτέρω επιτόκιο, το οποίο ονομάζεται συντελεστής προεξόφλησης.

$$K.P.A = \sum_{t=1}^n \frac{E\Sigma_t}{(1+K)^t} - EK_0$$

όπου EΣ<sub>t</sub>:ονομαστική αξία ταμειακών εισροών στο έτος t

n:έτη ωφέλιμου βίου επένδυσης

E.K<sub>0</sub>:αξία ταμειακών εισροών στο χρόνο μηδέν

K: συντελεστής προεξόφλησης

Ως πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής σημειώνουμε τα ακόλουθα:

-Λαμβάνει υπόψη της το γεγονός ότι η πραγματική αξία του χρήματος μεταβάλλεται διαχρονικά.

Η μέθοδος αυτή έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- (1)λαμβάνει υπόψη της την αξία του χρήματος στο χρόνο,
- (2)το παρόν θεωρείται σαν χρόνος αναφοράς και υπολογισμού της Κ.Π.Α,
- (3)η μέθοδος αυτή επιτρέπει την επανεπένδυση στο κόστος του κεφαλαίου,
- (4)η απόφαση που λαμβάνεται δεν επηρεάζεται από το ποσό της επένδυσης ή

τη διάρκεια του χρόνου.

Η κριτική κατά της μεθόδου αυτής αναφέρεται στα εξής;

(1)Με τη μέθοδο αυτή είναι δύσκολο να εκτιμήσουμε με αντικειμενικό τρόπο πολλά έργα μαζί, να τα ταξινομήσουμε ανάλογα με την αξία τους και να τα κατατάξουμε ανάλογα με την πραγματική προτεραιότητά τους.

(2)Η ακρίβεια της μεθόδου αυτής εξαρτάται άμεσα από την ακρίβεια της εκτίμησης του κόστους του κεφαλαίου, επειδή όμως είναι δύσκολο να υπολογιστεί με ακρίβεια το κόστος κεφαλαίου με ακρίβεια στην πράξη.

Όταν η Κ.Π.Α είναι πολύ μικρή θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη και άλλοι παράγοντες που δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν και να εκφραστούν αριθμητικά. Αυτοί είναι οι λεγόμενοι ποιοτικοί παράγοντες. Τέτοιοι είναι το κλίμα, το δίκτυο, το μεταφορικό δίκτυο και διάφοροι άλλοι παράγοντες.

Δύναται να χρησιμοποιηθεί προκειμένου να αξιολογηθούν περισσότερες της μιας επενδυτικές προτάσεις.

Ως μειονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου μπορούμε να αναφέρουμε το γεγονός ότι για την εφαρμογή της γίνεται δεκτή η υπόθεση ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο παραμένει σταθερό καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής της επένδυσης.

Εφαρμογή

Η βιομηχανική επιχείρηση (Γ) ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα μηχάνημα συσκευασίας αξίας 100000<sup>€</sup>, με ωφέλιμο βίο 3 χρόνια, το οποίο θ' αποφέρει ταμιακές εισροές της τάξεως των 50000<sup>€</sup> ετησίως. Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της ανωτέρω επένδυσης με τη μέθοδο της Κ.Π.Α, γνωρίζοντας ότι ο συντελεστής προεξόφλησης καθορίζεται σε 10%.

Λύση

$$n \quad E\Sigma_t$$

$$\Gamma \text{ γνωρίζοντας ότι ισχύει ο τύπος: } K.P.A = \sum_{t=1}^n [ \frac{E\Sigma_t}{(1+K)^t} ] - EK_0 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \text{Κ.Π.Α} = 50000 + \frac{50000}{(1+1,10)^1} + \frac{50000}{(1+1,10)^2} + \frac{50000}{(1+1,10)^3} + \frac{50000}{(1+1,10)^4} - 100000 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \text{Κ.Π.Α} = (45454,55 + 41322,31 + 37593,98) - 100000 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \text{Κ.Π.Α} = 124370,84 - 100000 \Rightarrow \text{Κ.Π.Α} = 24370,84$$

(Συμπέρασμα:εφ' όσον το σύνολο των ταμιακών εισροών είναι μεγαλύτερο της ταμιακής εκροής, η επένδυση γίνεται αποδεκτή.)

### 2.3.2 Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης

Και σε αυτή τη μέθοδο όπως και στην προηγούμενη μετατρέπουμε τις παρούσες αξίες των ταμιακών εισροών σε παρούσες αξίες με τη βοήθεια του επιτοκίου( $r$ ), το οποίο εκφράζει την απόδοση της επένδυσης. Πιο συγκεκριμένα με το επιτόκιο  $r$  εξισώνουμε την παρούσα αξία των ταμιακών εκροών με την παρούσα αξία των αντίστοιχων εισροών .

$$E.K_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E\Sigma_t}{(1+r)^t}$$

όπου  $E.K_0$ :αξία ταμιακών εκροών στο χρόνο μηδέν

$n$ :έτη ωφέλιμου βίου της επένδυσης

$r$ ::εσωτερικός βαθμός απόδοσης της επένδυσης.

Δηλαδή θα προσπαθήσουμε να υπολογίσουμε εκείνη τη τιμή της μεταβλητής ( $r$ ), η οποία θα μας δώσει  $\text{ΚΠΑ}=0$ .

Επίσης σαν κριτήριο της παραπάνω μεθόδου λαμβάνεται η σύγκριση του εσωτερικού βαθμού απόδοσης με το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς, το οποίο εκφράζει το ελάχιστο αποδεκτό ποσοστό απόδοσης που πρέπει να αποφέρει μια επένδυση.

Έτσι λοιπόν όταν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης μιας επένδυσης  $r$  υπερβαίνει το εν λόγω ισχύον επιτόκιο της αγοράς, τότε η επένδυση μπορεί να θεωρηθεί ως συμφέρουσα. Τέλος θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η εφαρμογή ης εν λόγω μεθόδου με χρήση του παραπάνω τύπου είναι σχεδόν αδύνατη χωρίς τη χρήση προγραμμάτων υπολογιστή και γι' αυτό προσπαθούμε να βρούμε την τιμή του  $r$  με

διαδοχικές προσεγγίσεις. Συγκεκριμένα προσπαθούμε να υπολογίσουμε εκείνες τις τιμές του  $r$  οι οποίες θα μας δώσουν αντίστοιχα την ελάχιστη θετική και στη συνέχεια την ελάχιστη αρνητική τιμή και ΚΠΑ.

Στη συνέχεια όταν θέλουμε να υπολογίσουμε επακριβώς την τιμή της μεταβλητής  $r$  εφαρμόζουμε τον τύπο.

Ως πλεονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου αξιολόγησης επενδύσεων μπορούμε να αναφέρουμε ότι λαμβάνει υπόψη της το γεγονός ότι η πραγματική αξία του χρήματος μεταβάλλεται διαχρονικά.

Ως μειονεκτήματα αυτής σημειώνουμε τα ακόλουθα:

1. -Η τιμή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης της επένδυσης  $r$  πρέπει να υπολογίζεται με διαδοχικές προσεγγίσεις, διαδικασία η οποία είναι πολλές φορές αρκετά επίπονη.
2. -Είναι δυνατό να παρουσιάζονται περισσότερες της μιας τιμές του εσωτερικού βαθμού απόδοσης  $r$  που να εξισώνουν την παρούσα αξία των εκροών της αυτής επένδυσης.

#### Εφαρμογή

Η μεταφορική εταιρεία TRANS ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα ανυψωτικό μηχανήμα αξίας 720000<sup>€</sup> με ωφέλιμο βίο πέντε έτη, το οποίο θα αποφέρει ταμιακές εισροές της τάξεως τάξεως των 224000<sup>€</sup> ετησίως. Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της ανωτέρω επένδυσης με τη μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης, γνωρίζοντας ότι το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης ανέρχεται σε 15%.

#### Λύση

I. Με προεξοφλητικό επιτόκιο 16%.

	έτη				
Ανάλυση ταμιακών εισροών	1	2	3	4	5
Ονομ. αξία ταμ. Εισροών (ΕΣ <sub>t</sub> )	224000	224000	224000	224000	224000
Παρούσα αξία 1 νομ/κης μον.	0.86207	0.74316	0.64066	0.55229	0.47611

$[1/(1+r_1)]$  όπου  $r_1=16\%$

παρούσα αξία ταμ. Εισρ. 193103.68 166467.84 143507.84 123712.96 106648.6

$[ΕΣ_t * 1/(1+r_1)^t]$

$K.P.A_1 = (193103,68 + 166467,84 + 143507,84 + 123712,96 + 106648,64) - 720000 \Rightarrow$

$\Rightarrow K.P.A = 13440,96$

II. Με προεξοφλητικό επιτόκιο 17%.

	έτη				
Ανάλυση ταμιακών εισροών	1	2	3	4	5
$EΣ_t$	224000	224000	224000	224000	224000
Παρούσα αξία 1 νομ/κής μονάδας	0,85470	0,73051	0,62437	0,53365	0,45611
Παρούσα αξία ταμιακών εισροών	191452,8	163634,2	139858,8	119537,6	102168,6

$$Κ.Π.Α_2 = (191452,8 + 163634,2 + 139858,8 + 119537,6 + 102168,6) - 720000 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow Κ.Π.Α_2 = -3347,84.$$

Εφ' όσον με  $r_1 = 16\%$  έχουμε  $Κ.Π.Α = 13440,96$  (θετικό αριθμό) και με  $r_2 = 17\%$  έχουμε  $Κ.Π.Α_2 = 3347,84$  (αρνητικό αριθμό), αυτό σημαίνει ότι η τιμή της μεταβλητής  $r$  που δίνει ( $Κ.Π.Α = 0$ ) θα είναι μεταξύ  $16\%$  και  $17\%$ .

Επειδή όμως και η τιμή του ισχύοντος επιτοκίου προεξόφλησης ( $i = 16.5\%$ ) είναι μεταξύ  $16\%$  και  $17\%$ , θα πρέπει να υπολογίσουμε επακριβώς την τιμή της μεταβλητής ( $r$ ), προκειμένου να τη συγκρίνουμε με το ( $i$ ).

Έτσι λοιπόν έχουμε:

$$r = r_1 + \left[ \frac{(r_2 - r_1) \cdot Κ.Π.Α_1}{Κ.Π.Α_1 - Κ.Π.Α_2} \right] \times Κ.Π.Α_1 \Rightarrow$$

$$0.17 - 0.16$$

$$\Rightarrow r = 0.16 + \left[ \frac{0.17 - 0.16}{13440.96 + 3347.84} \right] \times 13440.96 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow r = 16.80\%$$

(Συμπέρασμα: Εφ' όσον η απόδοση της επένδυσης είναι μεγαλύτερος του ισχύοντος επιτοκίου προεξόφλησης, η εν λόγω επένδυση γίνεται αποδεκτή.)

### 2.3.3 Μέθοδος Δείκτη Αποδοτικότητας

Μια άλλη παραλλαγή της βασικής μεθόδου αναγωγής σε παρούσες αξίες είναι και η μέθοδος του δείκτη αποδοτικότητας ( $\Delta A$ ). Ο δείκτης αυτός εκφράζει το πηλίκο της ΠΑ του συνόλου των καθαρών εισροών προς την αξία της αρχικής εκροής σύμφωνα με τον τύπο:

με τη μέθοδο αυτή λαμβάνεται ως κριτήριο η σύγκριση της τιμής του ΔΑ με την μονάδα. Πιο συγκεκριμένα μια επένδυση επιλέγεται όταν παρουσιάζει ΔΑ μεγαλύτερο της μονάδας. Επίσης θα πρέπει να σημειωθεί ότι όταν μια συγκεκριμένη επένδυση απολογείται τόσο με τη μέθοδο της ΚΠΑ όσο και με τη μέθοδο του ΔΑ τότε συνήθως καταλήγουμε στο αυτό συμπέρασμα και με τις δυο μεθόδους.

Όταν όμως αξιολογούμε δυο ή περισσότερες εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις με τις ανωτέρω μεθόδους αξιολόγησης επενδύσεων, τότε είναι πιθανό να καταλήξουμε σε διαφορετικά συμπεράσματα. Σ' αυτή την περίπτωση η επιλογή της μεθόδου ΚΠΑ είναι προτιμότερη, διότι το αποτέλεσμα της εφαρμογής της εκφράζει σε απόλυτους αριθμούς το πλεόνασμα ή μη των ταμειακών εισροών από τη διενέργεια συγκεκριμένης επένδυσης.

Ως πλεονέκτημα της εν λόγω μεθόδου μπορούμε να αναφέρουμε ότι λαμβάνει υπόψη της το γεγονός ότι η πραγματική αξία του χρήματος μεταβάλλεται διαχρονικά.

Όταν ο Δ.Α είναι μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι τα αναμενόμενα οφέλη είναι μεγαλύτερα από το κόστος της επένδυσης και άρα η επένδυση είναι αποδεκτή. Αν όμως ο Δ.Α είναι μικρότερος της μονάδας τότε η επένδυση πρέπει να απορριφθεί. Ο Δ.Α είναι ένα είδος αναλύσεως κόστους – ωφελειών και είναι πολύ χρήσιμος για την αξιολόγηση των επενδύσεων. Υπολογίζεται πολύ εύκολα και απαιτεί την ίδια ανάλυση και τα ίδια στοιχεία που απαιτούνται και για τη μέθοδο της Κ.Π.Α. Η μονή διαφορά με την Κ.Π.Α είναι ότι κατά τη μέθοδο της Κ.Π.Α παίρνουμε τη διαφορά των παρούσων αξιών των εισροών και των εκροών μετρητών, στον Δ.Α σχηματίζουμε τον λόγο των παρούσων αξιών των δυο αυτών ροών μετρητών. Με τον σχηματισμό του λόγου αυτού, ο δείκτης καθίσταται ανεξαρτήτως από την νομισματική μονάδα και παρουσιάζεται σε αντικειμενικές μονάδες ή μπορεί να εκφραστεί και σαν ποσοστό.

### Εφαρμογή

Μια μεταλλευτική εταιρεία ενδιαφέρεται για την αγορά ενός βαγονέτου μεταφοράς μεταλλεύματος αξίας 360000<sup>€</sup>.

Δίνονται τα παρακάτω: α. συνολική ταμιακή εκροή 360000<sup>€</sup>, β. ετήσια αύξηση ταμιακών εισροών (για πέντε χρόνια) 112000<sup>€</sup>, γ. συντελεστής προεξόφλησης 15%. Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της ανωτέρω επένδυσης:

1. με τη μέθοδο της Κ.Π.Α.
2. με τη μέθοδο του δείκτη αποδοτικότητας.

Λύση

I. Αξιολόγηση της επένδυσης με τη μέθοδο της Κ.Π.Α.

	Έτη				
	1	2	3	4	5
Ανάλυση ταμιακών εισροών					
ΕΣτ	112000	112000	112000	112000	112000
Παρούσα αξία 1 νομ/κης μονάδας	0,86957	0,75614	0,65752	0,571175	0,49718
Παρούσα αξία ταμιακών εισροών	97391,8	84687,6	73642,2	64036,0	55684,1
Κ.Π.Α=(97391,8+84687,6+73642,2+64036,0+55684,1)-360000⇒					
⇒Κ.Π.Α= 15441,92					

(Συμπέρασμα: εφ' όσον το σύνολο των ταμιακών εισροών είναι μεγαλύτερο της ταμιακής εκροής, η επένδυση γίνεται αποδεκτή.)

II. Αξιολόγηση με τη μέθοδο του Δ.Α.

	Έτη				
	1	2	3	4	5
Ανάλυση ταμιακών εισροών					
ΕΣτ	112000	112000	112000	112000	112000
Παρούσα αξία 1 νομ/κης μονάδας	0,86957	0,75614	0,65752	0,571175	0,49718
Παρούσα αξία ταμιακών εισροών	97391,8	84687,6	73642,2	64036,0	55684,1
	97391,8+84687,6+73642,2+64036,0+55684,1				
Δ.Α=-----⇒					
	360000				

⇒Δ.Α=1,0428

(Συμπέρασμα:εφ' όσον η τιμή του δείκτη αποδοτικότητας είναι μεγαλύτερη από τη μονάδα, η επένδυση γίνεται αποδεκτή.)

**2.3.4. Μέθοδος του ομοιόμορφου ετήσιου κόστους.**

Η μέθοδος του ομοιόμορφου ετήσιου κόστους συνίσταται στην αρχή της ομοιόμορφης και ισοδύναμης κατανομής του κόστους της επένδυσης σ' όλα τα χρόνια της ωφέλιμης ζωής της επενδύσεως για την οποία αναμένονται έσοδα, έτσι ώστε το κόστος αυτό να συσχετίζεται με τα έσοδα της ίδιας περιόδου. Επομένως και για τη μέθοδο αυτή χρειαζόμαστε τις ίδιες πληροφορίες που είναι απαραίτητες για τις



άλλες μεθόδους που αναλύσαμε παραπάνω. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συνήθως για αξιολόγηση εναλλακτικών ευκαιριών επενδύσεων. Η επένδυση η οποία θα παρουσιάσει το μικρότερο ετήσιο κόστος θα θεωρηθεί η καλύτερη και οικονομικότερη, εφόσον βέβαια δεν υπάρχουν άλλοι ποιοτικοί παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη.

Εφαρμογή.

Έστω ότι η επιχείρηση ΑΒΓ και Σια ΑΕΒΕ εξετάζει την περίπτωση παραγωγής ενός νέου προϊόντος, η οποία μπορεί να επιτευχθεί με την αγορά δυο διαφορετικών μηχανών, της μηχανής τύπου Α ή της μηχανής τύπου Β.

Η μηχανή τύπου Α υπολογίζεται να έχει κόστος 80000<sup>€</sup> ωφέλιμη ζωή 4 χρόνια και υπολειμματική αξία μηδέν. Αναμένεται να αποφέρει ετήσια έσοδα 55000<sup>€</sup> και απαιτεί έξοδα λειτουργίας κάθε χρόνο 32000<sup>€</sup>. τα έξοδα λειτουργίας περιλαμβάνουν τα άμεσα υλικά , άμεση εργασία, ενοίκια , ηλεκτρικό, ασφάλιστρα και μισθούς διοικητικών υπαλλήλων.

Η μηχανή τύπου Β έχει κόστος 100000<sup>€</sup> ωφέλιμη ζωή 6 χρόνια και υπολειμματική αξία 10000<sup>€</sup>. τα ετήσια έσοδα από τη μηχανή αυτή υπολογίζονται σε 55000<sup>€</sup> ενώ τα ετήσια έσοδα λειτουργίας υπολογίζονται σε 30000<sup>€</sup> το χρόνο για τα τρία πρώτα χρόνια και σε 35000<sup>€</sup> το χρόνο για τα επόμενα χρόνια. Το κόστος του κεφαλαίου ανέρχεται σε 10%.

Ποια από τις δυο μηχανές συμφέρει την επιχείρηση.

Λύση.

Θα εξετάσουμε πρώτα την επένδυση Α.

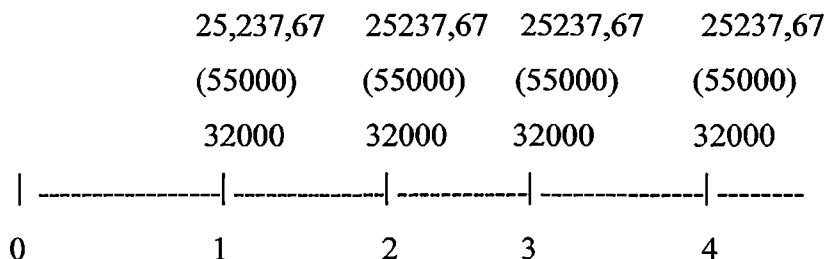
Έσοδα	(55000)	(55000)	( 55000)	( 55000)	
Έξοδα	80000	32000	32000	32000	32000
	-----	-----	-----	-----	-----
	0	1	2	3	4 χρόνια

Υποθέτουμε ότι τα έσοδα εισπράττονται στο τέλος του έτους και τα έξοδα καταβάλλονται επίσης στο τέλος του έτους. Επίσης στη μέθοδο αυτή θεωρούμε τα έσοδα σαν αρνητικό κόστος και γι' αυτό τα παρουσιάζουμε σε παρένθεση. Στη συνέχεια θα πρέπει να υπολογίσουμε και το ετήσιο ισοδύναμο κόστος το οποίο συνδέεται με την πληρωμή των 80000<sup>€</sup> (στην αρχή του πρώτου έτους).

Το ετήσιο ισοδύναμο ποσό που αναλογεί στις 80000<sup>€</sup> ισούται με :

$$\begin{array}{r} 80000 \\ \text{-----} = 25237,67\epsilon \\ 3,169865 \end{array}$$

συγκεντρώνουμε όλα τα στοιχεία στο διάγραμμα που έχουμε:

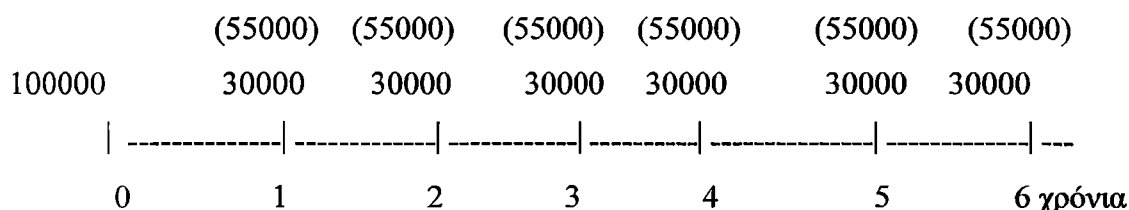


Το ετήσιο ομοιόμορφο καθαρό κόστος της επενδύσεως Α είναι ίσο με:

Ετήσιο κόστος κεφαλαίου επενδύσεως	25,238
Ετήσια έξοδα λειτουργίας	32,000
Ετήσια έσοδα	-55000
	-----

Ετήσιο ομοιόμορφο καθαρό κόστος 2,238

Για την επένδυση Β θα έχουμε τα αντίστοιχα παρακάτω στοιχεία:



Παρατηρούμε ότι στην επένδυση Β έχουμε υπολειμματική αξία 10000<sup>€</sup> στο τέλος του έκτου χρόνου και ότι τα έξοδα λειτουργίας δεν είναι ομοιόμορφα σ' όλη τη διάρκεια των 6 ετών. Επομένως υπάρχει ανάγκη να υπολογίσουμε τα ισοδύναμα ετήσια έξοδα όχι μόνο για την αρχική επένδυση, αλλά και για τα έξοδα λειτουργίας και την υπολειμματική αξία.

Το αρχικό κόστος της επενδύσεως μετατρέπεται στο αναλογούν ετήσιο ισοδύναμο όπως και παραπάνω:

$$\begin{array}{r} 100000 \\ \text{-----} = 22960,73 \\ 4,355261 \end{array}$$

Για την υπολειμματική αξία βρίσκουμε πρώτα την παρούσα αξία των 10000<sup>€</sup> σήμερα και κατόπιν το ετήσιο ισοδύναμο ποσό, δηλαδή:

$$\frac{10000 \cdot 0,564474}{4,355261} = 1269^{\text{€}}$$

Για τα έξοδα λειτουργίας θα βρούμε την παρούσα αξία σήμερα των 30000<sup>€</sup> των τριών πρώτων ετών και των 35000<sup>€</sup> των τριών τελευταίων ετών σήμερα και κατόπιν θα βρούμε τα ετήσια ισοδύναμα έξοδα ως εξής:

$$[30000 \cdot 2,486852 + 35000(4,355261 - 2,486852)] : 4,355261 = 32145^{\text{€}}$$

Τέλος τα έσοδα δίνονται επί ετήσιας βάσης ομοιόμορφα και κατά συνέπεια δεν χρειάζονται προσαρμογή. Αν όμως δεν δίνονταν ομοιόμορφα κάθε χρόνο τότε θα έπρεπε να ακολουθηθεί η ίδια διαδικασία, όπως και με τα έξοδα παραπάνω.

22961	22961	22961	22961	22961	22961	22961
(1,296)	(1,296)	(1,296)	(1,296)	(1,296)	(1,296)	(1,296)
32145	32145	32145	32145	32145	32145	32145
(55000)	(55000)	(55000)	(55000)	(55000)	(55000)	(55000)
----- ----- ----- ----- ----- ----- -----						
0	1	2	3	4	5	6 χρόνια

Για να βρούμε το ετήσιο ομοιόμορφο επιτόκιο για την επένδυση B προσθέτουμε τα παραπάνω τέσσερα ποσά και έχουμε τα εξής:

Ομοιόμορφο ετήσιο ισοδύναμο αρχικής επενδύσεως			22961
>>	>>	υπολειμματικής αξίας	-1296
>>	>>	εξόδων λειτουργίας	32145
>>	>>	εσόδων	-55000
			-----
σύνολο			-1190

Άρα το αντίστοιχο συνολικό ομοιόμορφο επιτόκιο και για τις δυο επενδύσεις είναι:

- Επένδυση A: 2238<sup>€</sup>
- Επένδυση B: -1190<sup>€</sup>

Το συμπέρασμα το οποίο προκύπτει είναι ότι όταν οι δυο επενδύσεις έχουν διαφορετική διάρκεια ωφέλιμης ζωής θα πρέπει να προβλέψουμε τι θα συμβεί στο χρονικό διάστημα κατά το οποίο μια επένδυση πρέπει να αντικατασταθεί από μια άλλη για να συνεχίσει να προσφέρει υπηρεσίες μέχρι την ίδια περίοδο χρόνου με τις άλλες επενδύσεις.

Ανακεφαλαιώνοντας μπορούμε να πούμε ότι η επένδυση Α μας δίνει συνολικό ετήσιο ισοδύναμο κόστος +2238<sup>€</sup>, θα μας δώσει ποσοστό αποδόσεως της επένδυσης των 80000<sup>€</sup> μικρότερο του 10% που είναι το κόστος του κεφαλαίου, ενώ αντίθετα η επένδυση Β θα μας δώσει ποσοστό αποδόσεως της επενδύσεως των 100000<sup>€</sup> μεγαλύτερο του 10%. Θα μπορούσαμε επίσης να πούμε ότι η επένδυση Β δίνει ποσοστό αποδόσεως 10% το χρόνο και επιπρόσθετα αποδίδει ένα ποσό 1190 το χρόνο.

Ετήσιο κόστος μεθόδου Α και της νέας επενδύσεως αντικαταστάσεως:

$$(-1511 * 6,710081 - 291 * 6,710081 * 0,463193) : 9,818147 = -1126^€$$

συγκρίνοντας τώρα τις δυο επενδύσεις έχουμε τα εξής :

	ετήσιο ισοδύναμο κόστος επενδύσεως
επένδυση στην μέθοδο Α και στη συνέχεια αντικατάστασης αυτής	-1126 <sup>€</sup>
Επένδυση στην μέθοδο Β	-1167 <sup>€</sup>

Η επένδυση στην μέθοδο Β (κόστος = -1167<sup>€</sup> ) με τα νέα δεδομένα φαίνονται περισσότερο συμφέρουσα από την επένδυση στη μέθοδο Α και την αντικατάστασης αυτής (κόστος = -1126<sup>€</sup> ). Παρόλα αυτά όμως η διαφορά μεταξύ των δυο περιπτώσεων είναι πολύ μικρή και γι' αυτό θα πρέπει να παίξουν αποφασιστικό ρόλο οι ποιοτικοί παράγοντες, που δεν μπορούν να εκφραστούν αριθμητικά.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ**  
**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**  
**ΥΠΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Με τον όρο αξιολόγηση επενδύσεων υπό καθεστώς κίνδυνου εννοούμε ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης δεν είναι απόλυτα σίγουροι, για την πραγματοποίηση των διάφορων ταμειακών εισροών κυρίως, που θα προκύψουν από αυτή. Δηλαδή οι ταμειακές εισροές είναι τυχαίες μεταβλητές αλλά με γνωστές πιθανότητες εναλλακτικών τιμών που δύναται αυτές να βρουν.

Σ' αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνονται οι ακόλουθοι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων:

1. μέθοδοι έμμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου. Με τις μεθόδους αυτές γίνεται προσπάθεια έμμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου κατά την αξιολόγηση των επενδύσεων.

Πιο αναλυτικά έχουμε:

α)Μεθόδους προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου.

β)Μέθοδος ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα.

2.Μέθοδος άμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου. Με τις μεθόδους αυτές γίνεται προσπάθεια άμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου κατά την αξιολόγηση επενδύσεων. Πιο αναλυτικά έχουμε:

α)Μέθοδος πλήρους ανεξαρτησίας ταμειακών εισροών.

β)Μέθοδος μερικής συσχέτισης ταμιακών εισροών.

γ)Μέθοδος διαδοχικών αποφάσεων.

### **3.1. Μέθοδος προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου**

Η μέθοδος αυτή έχει σαν κέντρο βάρους το προεξοφλητικό επιτόκιο (κ). Έτσι λοιπόν κατά την εφαρμογή αυτής το προεξοφλητικό επιτόκιο λαμβάνει μεγαλύτερη ή μικρότερη τιμή, ανάλογα με τον αν κρίνεται ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος της υπό αξιολόγησης επένδυσης είναι μικρότερος ή μεγαλύτερος του αντίστοιχου κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση από τις ήδη υπάρχουσες δραστηριότητες. Επίσης θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την εφαρμογή της μεθόδου προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου χρησιμοποιούμε τον γνωστό τύπο της ΚΠΑ. Αυτό σημαίνει ότι κατά την αξιολόγηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης με την παρούσα μέθοδο, λαμβάνεται ως κριτήριο η σύγκριση σε παρούσες αξίες των ταμειακών εισροών-εκροών. Ως πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής, μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι απλή στην εφαρμογή της. Ως μειονέκτημα θεωρείται το γεγονός ότι η αναπροσαρμογή του προεξοφλητικού επιτοκίου γίνεται κατά τρόπο σχετικά αυθαίρετο και ανάλογα με την πληροφόρηση που διαθέτει ο κάθε επιχειρηματίας.

### **3.2. Μέθοδος ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα.**

Μ' αυτή τη μέθοδο προσαρμόζουμε τις ταμειακές εισροές που αναμένονται από μια επένδυση αξιολογούμενη υπό καθεστώς κινδύνου, με τέτοιο τρόπο ώστε να

## ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ισοδυναμούν με αντίστοιχες εισροές όταν αξιολογείται υπό καθεστώς βεβαιότητας.

Αυτό επιτυγχάνεται με τον τύπο:

$$K.P.A = \sum_{t=1}^n \frac{\alpha_t * E\Sigma_t}{(1+K)^t} - EK_0$$

όπου:

K.P.A: καθαρή παρούσα αξία.

EΣ<sub>t</sub>: ονομαστική αξία ταμιακών εισροών στο έτος (t)

n : έτη ωφέλιμου βίου της επένδυσης

α<sub>t</sub> : συντελεστής προσαρμογής ταμιακών εισροών με αντίστοιχες υπό καθεστώς βεβαιότητας .

K: συντελεστής προεξόφλησης

EK<sub>0</sub>: αξία ταμιακών εκροών στο χρόνο μηδέν.

Θα πρέπει να επισημάνουμε και τα ακόλουθα:

1.Ο συντελεστής προσαρμογής των ταμιακών εισροών λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδέν και του ένα.

2.Όσο πιο μεγάλος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος που αναλαμβάνει μια επιχείρηση τόσο η τιμή του συντελεστή α<sub>t</sub> τείνει στο μηδέν.

Ως πλεονέκτημα της μεθόδου μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι απλή στην εφαρμογή της.

Ως μειονέκτημα θεωρείται το γεγονός ότι η προσαρμογή των ταμιακών εισροών με αντίστοιχες υπό καθεστώς βεβαιότητας γίνεται κατά τρόπο σχετικά αυθαίρετο και ανάλογα με την πληροφόρηση που διαθέτει η κάθε επιχείρηση.

### Εφαρμογή

Η μεταφορική επιχείρηση SPEED επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια επένδυση ύψους 850000<sup>€</sup> με ωφέλιμο βίο 4 χρόνια.

Δίνονται τα παρακάτω:

ετήσια αύξηση ταμιακών εισροών 400000<sup>€</sup>.

συντελεστής προσαρμογής για κάθε ένα από τα τέσσερα έτη ωφέλιμου βίου της επένδυσης. α<sub>1</sub>=0,9/ α<sub>2</sub>=0,8/ α<sub>3</sub>=0,7/ α<sub>4</sub>=0,6

προεξοφλητικό επιτόκιο 10%.

Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της ανωτέρω επένδυσης με τη μέθοδο της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα.

### Λύση



Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος:

$$K.P.A = \sum_{t=1}^n \frac{\alpha_t * E_{\Sigma t}}{(1+K)^t} - EK_0 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow K.P.A = \frac{0,9*400000}{1+0,10} + \frac{0,8*400000}{(1+0,10)} + \frac{0,7*400000}{(1+0,10)} + \frac{0,6*400000}{(1+0,10)} - 850000 \Rightarrow K.P.A = 116615,39$$

(συμπέρασμα: εφ’ όσον το σύνολο των ταμιακών εισροών είναι μεγαλύτερο της ταμιακής εκροής, η επένδυση γίνεται αποδεκτή)

### 3.3. Μέθοδος άμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου

Οι μέθοδοι αυτοί θεωρούνται οι πλέον αξιόλογοι, διότι απευθύνονται άμεσα στις κατανομές πιθανοτήτων των εναλλακτικών τιμών που δύναται να λάβουν οι ταμειακές εισροές από τη διενέργεια μιας επένδυσης.

Βασική προϋπόθεση εφαρμογής των μεθόδων αυτών είναι ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση επενδύσεων, θα πρέπει να δύναται να προσδιορίσουν τις πιθανότητες πραγματοποίησης των ταμιακών εισροών από τη διενέργεια συγκεκριμένης επένδυσης με τη βοήθεια στατιστικών δεδομένων ή και την με την ανάλυση παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν το κόστος και την απόδοση των ταμιακών ροών της δεδομένης επιχείρησης.

Τέλος οι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων με άμεση αντιμετώπιση του επιχειρηματικού κινδύνου διακρίνονται ως ακολούθως;

- α) Μέθοδος πλήρους ανεξαρτησίας ταμιακών εισροών.
- β) Μέθοδος μερικής συσχέτισης ταμιακών εισροών.
- γ) Μέθοδος διαδοχικών αποφάσεων.

#### 3.3.1. Μέθοδος πλήρους ανεξαρτησίας ταμιακών εισροών.

Σύμφωνα με την ανωτέρω μέθοδο αξιολόγησης επενδύσεων, λαμβάνεται ως δεδομένο ότι η πιθανότητα P3 διενέργειας της ταμειακής εισροής ΕΣ3 δεν εξαρτάται καθόλου από τις πιθανότητες P1 και P2 πραγματοποίησης αντίστοιχων εισροών ΕΣ2 και ΕΣ1 κατά τα προηγούμενα έτη. Έτσι έχουμε :

$$\mu = \sum_{i=1}^n (P_i * E\Sigma_t) \quad \sigma^2 = \sum_{i=1}^n [ P_i * (E\Sigma_i - E\Sigma_t)^2 ]$$

$$K.P.A = \sum_{t=1}^n \frac{E\Sigma_t}{(1+K)^t} - EK_0 \quad \sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{\sigma_t^2}{(1+K)^{2t}}}$$

όπου: ΕΣt : μέση τιμή των ταμιακών εισροών κατά το έτος (t) και (t=1,2,3.....n)

i= εναλλακτικές τιμές ταμιακών εισροών που προβλέπονται για κάθε έτος ωφέλιμου βίου της επένδυσης και αντίστοιχων πιθανοτήτων (P) πραγματοποίησης αυτών και (i= 1,2,3.....μ)

μ: συνολικός αριθμός εναλλακτικών τιμών ταμιακών εισροών που προβλέπονται για κάθε έτος ωφέλιμου βίου της επένδυσης και αντίστοιχων πιθανοτήτων πραγματοποίησης αυτών.

σ: διακύμανση μέσων τιμών των ταμιακών εισροών κατά το έτος (t)

K: συντελεστής προεξόφλησης

n: έτη ωφέλιμου βίου της επένδυσης

K.P.A : καθαρή παρούσα αξία των μέσων τιμών

σ: μέση απόκλιση τετραγώνου των επιμέρους διακυμάνσεων

EK<sub>0</sub>: ταμιακή εκροή στο χρόνο μηδέν.

Επίσης στη μέθοδο πλήρους ανεξαρτησίας των ταμιακών εισροών λαμβάνονται ως κριτήριο η σύγκριση μεταξύ πιθανοτήτων πραγματοποίησης ΚΠΑ.

Συγκεκριμένα θα πρέπει η ανώτατη αποδεκτή από την επιχείρηση πιθανότητα πραγματοποίησης αρνητικής ΚΠΑ ή η κατώτατη αποδεκτή πιθανότητα πραγματοποίησης θετικής ΚΠΑ, να είναι ανάλογα μεγαλύτερη ή μικρότερη από τις

αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησης ΚΠΑ που συνδέονται με τη διενέργεια της επένδυσης.

Τέλος αξίζει να αναφερθεί ότι η παρούσα μέθοδος αξιολόγησης επενδύσεων θεωρείται από τις πλέον σημαντικές διότι παρέχει όχι μόνο πληροφορίες για το ύψος της αναμενόμενης ΚΠΑ που θα προκύψει από μια συγκεκριμένη επένδυση, αλλά και καθορίζει τις πιθανότητες που υφίσταται αναφορικά μ' ένα επιθυμητό ή ανεπιθύμητο ύψος της ΚΠΑ, το οποίο είναι δυνατόν να προκύψει από την εν λόγω επένδυση.

### 3.3.2. Μέθοδος μερικής συσχέτισης ταμειακών εισροών

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή λαμβάνεται ως δεδομένο ότι η πιθανότητα  $P_3$  διενέργειας της ταμειακής εισροής  $ΕΣ_3$  εξαρτάται μερικώς από τη πιθανότητα  $P_2$  και  $P_1$  πραγματοποίησης αντίστοιχων εισροών  $ΕΣ_1$  και  $ΕΣ_2$  κατά τα προηγούμενα έτη.

Έτσι έχουμε τους εξής τύπους:

$$n \quad ΕΣ_{ti}$$

$$Κ.Π.Α = \sum_{t=1}^n \left[ \frac{ΕΣ_{ti}}{(1+K)^t} \right] - ΕΚ_0$$

$$\lambda$$

$$Κ.Π.Α = \sum_{j=1}^{\lambda} (Κ.Π.Α_j * P_j)$$

$$\lambda$$

$$\sigma = \sqrt{\sum_{j=1}^{\lambda} [(Κ.Π.Α_j - Κ.Π.Α)^2 * P_j]}$$

όπου:

$ΕΣ_{ti}$ : εναλλακτική ταμιακή εισροή κατά το έτος (t) και (t=1,2,3.....n)

n: έτη ωφέλιμου βίου της επένδυσης

K: συντελεστής προεξόφλησης

i: εναλλακτικές τιμές ταμιακών εισροών που προβλέπονται για κάθε έτος ωφέλιμου βίου της επένδυσης

μ: συνολικός αριθμός εναλλακτικών τιμών ταμιακών εισροών για κάθε έτος ωφέλιμου βίου της επένδυσης

j: συνδυασμός ταμιακών εισροών διαφορετικών ετών

$ΕΚ_0$  : ταμιακή εκροή στο χρόνο μηδέν

$\lambda$ : συνολικός αριθμός συνδυασμών ταμιακών εισροών διαφορετικών ετών

$P_j$  : πιθανότητα πραγματοποίησης επιμέρους (Κ.Π.Α)

—

Κ.Π.Α : καθαρή παρούσα αξία των επιμέρους Κ.Π.Α<sub>j</sub>

Επίσης επισημαίνεται ότι στη μέθοδο της μερικής συσχέτισης ταμιακών εισροών λαμβάνεται ως κριτήριο η σύγκριση μεταξύ πιθανοτήτων πραγματοποίησης.

Συγκεκριμένα θα πρέπει η ανώτατη αποδεκτή από την επιχείρηση πιθανότητα αρνητικής ΚΠΑ ή η κατώτατη αποδεκτή πιθανότητα πραγματοποίησης ΚΠΑ, να είναι ανάλογα μεγαλύτερη ή μικρότερη από τις αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησης ΚΠΑ που συνδέονται με τη διενέργεια της επένδυσης.

Η μέθοδος αυτή θεωρείται από τις πλέον σημαντικές, διότι παρέχει στους υπεύθυνους της επιχείρησης όχι μόνο πληροφορίες για το ύψος της αναμενόμενης ΚΠΑ που θα προκύψει από μια συγκεκριμένη επένδυση, αλλά και καθορίζει τις πιθανότητες που υφίστανται αναφορικά μ' ένα ανεπιθύμητο ή ένα επιθυμητό ύψος ΚΠΑ, το οποίο είναι δυνατόν να προκύψει από την εν λόγω επένδυση.

#### Εφαρμογή

Η μεταφορική επιχείρηση Ε επιθυμεί τη διενέργεια μιας επένδυσης δυο εκατομμυρίων ευρώ με ωφέλιμο βίο 2 έτη.

Δίνονται τα παρακάτω:

Α) το ύψος των ταμιακών εισροών με τις αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησης αυτών, για κάθε έτος ωφέλιμου βίου της επένδυσης:

	Έτος 1 <sup>ο</sup>		Έτος 2 <sup>ο</sup>	
E1j	P(E2j)	E2j	P(E2j/E1j)	
0	0,5	0	0,4	
		2	0,6	
2	0,5	2	0,3	
		3	0,2	
		4	0,5	

Β) η πιθανότητα  $P(E_2)$  πραγματοποίησης δεδομένης ταμιακής εισροής, εξαρτάται μερικώς από την πιθανότητα  $P(E_1)$  πραγματοποίησης αντίστοιχης εισροής κατά το προηγούμενο έτος.

Γ) ο συντελεστής προεξόφλησης ανέρχεται στο 10%

Δ) οι τιμές που δύνανται να λάβει η Κ.Π.Α της επένδυσης σχηματίζουν κανονική κατανομή.

Ζητείται να γίνει αξιολόγηση της μερικής συσχέτισης των ταμιακών εισροών, γνωρίζοντας ότι η επιχείρηση θεωρεί ως κατώτατη αποδεκτή πιθανότητα πραγματοποίησης θετικής Κ.Π.Α 90%.

Λύση

Για την αξιολόγηση της εν λόγω επένδυσης εργαζόμαστε ως ακολούθως:

Εύρεση της (Κ.Π.Α.) των συνδυασμών των ταμιακών εισροών για όλα τα έτη της επένδυσης. Α) Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος:

$$K.P.A = \sum_{t=1}^n \frac{ESt_i}{(1+K)^t} - EK_0 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow K.P.A_1 = \left[ \frac{0}{(1+0,10)} + \frac{0}{(1+0,10)^2} \right] - 2 \Rightarrow K.P.A_1 = -2 \Rightarrow$$

$$B) K.P.A_2 = \left[ \frac{0}{(1+0,10)^2} + \frac{2}{(1+0,10)^2} \right] - 2 \Rightarrow K.P.A_2 = -0,35$$

$$Γ) K.P.A_3 = \left[ \frac{0}{(1+0,10)^2} + \frac{2}{(1+0,10)^3} \right] - 2 \Rightarrow K.P.A_3 = 1,47$$

$$Δ) K.P.A_4 = \left[ \frac{2}{(1+0,10)^2} + \frac{2}{(1+0,10)^2} \right] - 2 \Rightarrow K.P.A_4 = 2,3$$

$$E) K.P.A_5 = \left[ \frac{2}{(1+0,10)^2} + \frac{4}{(1+0,10)^2} \right] - 2 \Rightarrow K.P.A_5 = 3,13$$

## ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Γνωρίζουμε ότι η πιθανότητα πραγματοποίησης δυο μη ανεξάρτητων γεγονότων (E1) και (E2) ισούται με την πιθανότητα πραγματοποίησης του πρώτου επί την πιθανότητα πραγματοποίησης του δεύτερου. Επομένως ισχύει η σχέση:

$$P(E1 \cap E2) = P(E1) * P(E1/E2)$$

Έτσι λοιπόν έχουμε:

$$A) P_j = P(E1_j) * P(E1_i/E2_i) \Rightarrow P1 = (E1\alpha) * P(E2\alpha/E1\alpha) \Rightarrow$$

$$\Rightarrow P1 = 0,50 * 0,40 \Rightarrow P1 = 0,2$$

$$B) P2 = (E1\alpha) * P(E2\beta/E1\alpha) \Rightarrow P2 = 0,50 * 0,60 = 0,30$$

$$\Gamma) P3 = (E1\beta) * P(E2\gamma/E1\beta) \Rightarrow P3 = 0,50 * 0,30 = 0,15$$

$$\Delta) P4 = (E1\beta) * P(E2\delta/E1\beta) \Rightarrow P4 = 0,50 * 0,20 = 0,10$$

$$E) P5 = (E1\beta) * P(E2/E1\beta) \Rightarrow P5 = 0,50 * 0,50 = 0,25$$

Εύρεση της Κ.Π.Α των επιμέρους (Κ.Π.Α.j)

Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος :

$$\text{---} \quad \lambda$$

$$\text{Κ.Π.Α} = \sum_{j=1} (\text{Κ.Π.Α}_j * P_j) \Rightarrow$$

$$j=1$$

---

$$\text{Κ.Π.Α} = -2 * 0,20 + (-0,35) * 0,3 + 1,47 * 0,15 + 2,3 * 0,10 + 3,13 * 0,25 \Rightarrow$$

---

$$\text{Κ.Π.Α} = 0,72$$

Εύρεση της μέσης απόκλισης τετραγώνου των επιμέρους (Κ.Π.Α.j)

Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος:

$$\lambda \quad \text{---}$$

$$\sigma = \sqrt{\sum_{j=1} [(Κ.Π.Α}_j - \text{Κ.Π.Α}) * P_j]} \Rightarrow$$

$$j=1$$

$$\Rightarrow \sigma = \sqrt{(-2 - 0,72) * 0,20 + (-0,35 - 0,72) * 0,30 + (1,47 - 0,72) * 0,15 + (2,30 -$$

$$0,72) * 0,10 + (3,13 - 0,72) * 0,25} \Rightarrow$$

$$\sigma = \sqrt{3,60} \Rightarrow \sigma = 1,90$$

Εύρεση της πιθανότητας πραγματοποίησης θετικής Κ.Π.Α από τη διενέργεια της επένδυσης:

A. μετατροπή των τιμών της κανονικής κατανομής Κ.Π.Α (0,72/1,90) σε τιμές της τυπικής κανονικής Z(0/1)

$$\text{Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος } Z_1 = \frac{\chi_1 - \chi}{\sigma} \Rightarrow$$

$$\Rightarrow Z_1 = \frac{\text{Κ.Π.Α}_1 - \text{Κ.Π.Α}}{\sigma} = \frac{0 - 0,72}{1,90} \Rightarrow Z_1 = -0,38$$

β. εύρεση της πιθανότητας  $P(Z > -0,38) = P(Z < 0,38)$  ως συμμετρικές επιφάνειες και  $P(Z < 0,38) = 0,6480$

άρα  $P(Z > -0,38) = 0,6480$

γ. εύρεση της πιθανότητας  $P(\text{Κ.Π.Α} > 0)$

Γνωρίζουμε ότι ισχύει:  $P(\text{Κ.Π.Α} > 0) = P(Z > -0,38) \Rightarrow$   
 $\Rightarrow P(\text{Κ.Π.Α} > 0) = 0,6480 \Rightarrow P(\text{Κ.Π.Α} > 0) = 64,80\%$

(Συμπέρασμα: εφ’ όσον η πιθανότητα πραγματοποίησης θετικής Κ.Π.Α από τη διενέργεια της επένδυσης  $P(\text{Κ.Π.Α} > 0) = 64,80\%$  είναι μικρότερη της κατώτατης αποδεκτής πιθανότητας για την ίδια παράμετρο που καθορίζει η επιχείρηση  $P(\text{Κ.Π.Α} > 0) \geq 90\%$ , επομένως η ανωτέρω επένδυση απορρίπτεται.)

**3.3.3. Μέθοδος διαδοχικών αποφάσεων.**

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται προκειμένου να αποτυπώσουμε την περίπτωση εκείνη όπου ο οικονομικά υπεύθυνος μιας επιχείρησης έχει να επιλέξει μεταξύ δυο ή περισσότερων εναλλακτικών επενδυτικών προτάσεων, με δυνατότητα παρέμβασης στην εξέλιξη αυτών. Έτσι λοιπόν η ολοκλήρωση κάθε πρότασης προϋποθέτει τη λήψη σειράς διαδοχικών αποφάσεων, ανάλογα με τα γεγονότα που συμβαίνουν. Η όλη διαδικασία εφαρμογής της ανωτέρου μεθόδου απεικονίζεται γραφικά μ’ ένα δενδροειδές διάγραμμα, το οποίο ονομάζεται <<Δένδρο αποφάσεων>> και με τη χρησιμοποίηση των περαιτέρω τύπων:

$$\text{Κ.Π.Α} = \sum_{t=1}^n \left[ \frac{E\Sigma_{ti}}{(1+K)^t} \right] - EK_0$$

— λ

$$Κ.Π.Α = \sum_{j=1} (Κ.Π.Α_j * P_j)$$

### Εφαρμογή

Η κατασκευαστική επιχείρηση Β επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια διαφημιστική εκστρατεία διάρκειας τριών μηνών και έχει να επιλέξει μεταξύ δυο εναλλακτικών προτάσεων, οι οποίες παρουσιάζουν τα παρακάτω δεδομένα:

#### A. Ημερήσιος τύπος:

1. δαπάνη διαφήμισης 1500<sup>€</sup>
2. πιθανότητα να είναι αποτελεσματική – μη αποτελεσματική η ανωτέρω δαπάνη, 40% και 60% αντίστοιχα
3. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών και για τους τρεις μήνες 2300<sup>€</sup>
4. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών και για τους τρεις μήνες (εφόσον δεν είναι αποτελεσματική ) 230<sup>€</sup>. στη συνέχεια θα πρέπει να ληφθεί απόφαση, στο τέλος του πρώτου μήνα, αν θα υποβληθεί η επιχείρηση σε μια επιπρόσθετη δαπάνη διαφήμισης (εφ' όσον δεν είναι αποτελεσματική η αρχική) της τάξεως των 600<sup>€</sup> .
5. πιθανότητα να είναι αποτελεσματική- μη αποτελεσματική η ανωτέρω επιπρόσθετη δαπάνη, 70% και 30% αντίστοιχα.
6. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών κατά το δεύτερο και τρίτο μήνα (εφ' όσον είναι αποτελεσματική) 3000<sup>€</sup>.
7. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών για το δεύτερο και τρίτο μήνα (εφ' όσον δεν είναι αποτελεσματική) 230<sup>€</sup>.

#### B. Τηλεόραση:

1. δαπάνη διαφήμισης 230<sup>€</sup>.
2. πιθανότητα να είναι αποτελεσματική – μη αποτελεσματική η ανωτέρω δαπάνη, 60% και 40% αντίστοιχα.
3. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών και για τους τρεις μήνες (εφ' όσον είναι αποτελεσματική) 4500<sup>€</sup>.
4. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών και για τους τρεις μήνες (εφ' όσον δεν είναι αποτελεσματική) 300<sup>€</sup>. στη συνέχεια θα πρέπει να



αποφασισθεί, στο τέλος του πρώτου μήνα, αν θα επιβληθεί η επιχείρηση σε μια επιπρόσθετη δαπάνη διαφήμισης (εφ' όσον δεν είναι αποτελεσματική η αρχική ) της τάξεως των 1500<sup>€</sup>.

5. πιθανότητα να είναι αποτελεσματική – μα αποτελεσματική επιπρόσθετη δαπάνη, 80%και 20% αντίστοιχα.
6. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών κατά το δεύτερο και τρίτο μήνα (εφ' όσον είναι αποτελεσματική) 4500<sup>€</sup>.
7. αύξηση μηνιαίων ταμιακών εισροών κατά το δεύτερο και τρίτο μήνα (εφ' όσον είναι αποτελεσματική) 300<sup>€</sup>.

Ζητούνται τα ακόλουθα : α) να απεικονισθούν σε πίνακα οι καθαρές ταμιακές εισροές και εκροές που προκύπτουν από τους συνδυασμούς αποφάσεων- γεγονότων των εναλλακτικών προτάσεων, β) να κατασκευασθεί το δένδρο αποφάσεων στο οποίο να καταχωρηθεί η Κ.Π.Α των ταμιακών εισροών και εκροών που προκύπτουν από κάθε συνδυασμό αποφάσεων – γεγονότων των εναλλακτικών προτάσεων για διαφήμιση, γ) να γίνει αξιολόγηση των ανωτέρω εναλλακτικών προτάσεων για διαφήμιση και να επιλέγει η πλέον συμφέρουσα, γνωρίζοντας ότι ο συντελεστής προεξόφληση ανέρχεται σε 10% το μήνα.

#### Λύση

A) για να απεικονίσουμε σε πίνακα τις καθαρές ταμιακές εισροές και εκροές από τις δυο εναλλακτικές προτάσεις διαφήμισης εργαζόμαστε ως ακολούθως:

Εύρεση των ταμιακών εισροών και εκροών που προκύπτουν από τους συνδυασμούς αποφάσεων- γεγονότων των δυο εναλλακτικών προτάσεων διαφήμισης.

Συνδυασμοί αποφάσεων εναλλακτικών προτάσεων	Μήνες		
	0	1	2
<b>I. ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ ΤΥΠΟΣ</b>			
A.Αποτελεσματική αρχική δαπάνη	-1500	2300	2300
B. Μη αποτελεσματική αρχική δαπάνη			
1. Επιπρόσθετη δαπάνη			
α.αποτελεσματική επιπρόσθετη δαπάνη	-1500	230	2400(3000-600)
β. Μη αποτελεσματική δαπάνη	-1500	230	-370
2.όχι επιπρόσθετη δαπάνη	-1500	230	230
<b>II ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ</b>			
A.Αποτελεσματική αρχική δαπάνη	-3000	4500	4500

**B. Μη αποτελεσματική αρχική δαπάνη**

1. επιπρόσθετη δαπάνη	-3000	300	3000
α. αποτελεσματική επιπρόσθετη δαπάνη			
B .μη αποτελεσματική	-3000	300	-1200
2. Όχι επιπρόσθετη δαπάνη	-3000	300	300

B)για την κατασκευή του δένδρου αποφάσεων και για τη καταχώρηση σ' αυτό της Κ.Π.Α των ταμιακών εισροών και εκροών εργαζόμαστε ως εξής:

Εύρεση της Κ.Π.Α<sub>j</sub> των ταμιακών εισροών και εκροών που προκύπτουν από κάθε συνδυασμό αποφάσεων- γεγονότων των δυο εναλλακτικών προτάσεων:

γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος:

$$Κ.Π.Α = \sum_{t=1}^n \frac{E_{\Sigma t_i}}{(1+K)^t} - EK_0 \Rightarrow$$

επομένως θα ισχύουν τα εξής:

$$\Rightarrow Κ.Π.Α_1 = \left[ \frac{2300}{(1+0,10)} + \frac{2300}{(1+0,10)^2} + \frac{2300}{(1+0,10)^3} \right] - 1500 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow Κ.Π.Α_1 = 4421,06$$

$$Κ.Π.Α_2 = \left[ \frac{230}{(1+0,10)} + \frac{230}{(1+0,10)^2} + \frac{230}{(1+0,10)^3} \right] - 1500 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow Κ.Π.Α_2 = 2948,2$$

$$Κ.Π.Α_3 = \left[ \frac{230}{(1+0,10)} + \frac{(-370)}{(1+0,10)^2} + \frac{230}{(1+0,10)^3} \right] - 1500 \Rightarrow Κ.Π.Α_3 = -1423,77$$

ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

$$K.P.A_4 = \left[ \frac{230}{(1+0,10)} + \frac{230}{(1+0,10)^2} + \frac{230}{(1+0,10)^3} \right] - 1500 \Rightarrow K.P.A_4 = -927,9$$

$$K.P.A_5 = \left[ \frac{4500}{(1+0,10)} + \frac{4500}{(1+0,10)^2} + \frac{4500}{(1+0,10)^3} \right] - 1500 \Rightarrow K.P.A_5 = 8193,38$$

$$K.P.A_6 = \left[ \frac{300}{(1+0,10)} + \frac{300}{(1+0,10)^2} + \frac{300}{(1+0,10)^3} \right] - 3000 \Rightarrow K.P.A_6 = 3135,53$$

$$K.P.A_7 = \left[ \frac{300}{(1+0,10)} + \frac{(-1200)}{(1+0,10)^2} + \frac{300}{(1+0,10)^3} \right] - 3000 \Rightarrow K.P.A_7 = -3493,45$$

$$K.P.A_8 = \left[ \frac{300}{(1+0,10)} + \frac{300}{(1+0,10)^2} + \frac{300}{(1+0,10)^3} \right] - 3000 \Rightarrow K.P.A_8 = -2253,78$$

Γ) για την αξιολόγηση των δυο εναλλακτικών προτάσεων διαφήμισης εργαζόμαστε ως εξής: εύρεση της Κ.Π.Α των επιμέρους Κ.Π.Α<sub>j</sub> σε περίπτωση μη αποτελεσματικής αρχικής δαπάνης διαφήμισης μέσου του ημερησίου τύπου και διενέργειας επιπρόσθετης δαπάνης.

$$K.P.A = \sum_{j=1}^{\lambda} (K.P.A_j * P_j) \Rightarrow$$

$$\Rightarrow K.P.A = 2948,2 * 0,70 + (-1423,77) * 0,30 = 1636,61$$

Σχολιασμός: θα πρέπει η επιχείρηση να λάβει την απόφαση για επιπρόσθετη δαπάνη, διότι η αναμενόμενη Κ.Π.Α που προκύπτει (1636,61) είναι κατά πολύ

Εύρεση της Κ.Π.Α της συνολικής δαπάνης διαφήμισης μέσου του ημερησίου μέσου:

$$\text{Κ.Π.Α} = \sum_{j=1}^{\lambda} (\text{Κ.Π.Α}_j * P_j) = 4421,06 * 0,40 + 1636,61 * 0,60 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \text{Κ.Π.Α} = 2786,39$$

Σχολιασμός: εφ' όσον λαμβάνεται σα δεδομένο ότι η επιχείρηση θα πρέπει να αποφασίσει για επιπρόσθετη δαπάνη, σε περίπτωση μη αποτελεσματικής διαφήμισης μέσω του ημερησίου τύπου κατά το τέλος του πρώτου μήνα ευνόητο είναι ότι η Κ.Π.Α που θα προκύψει από τη συνολική δαπάνη διαφήμισης αυτού του μέσου θα υπολογισθεί λαμβάνοντας υπόψη την Κ.Π.Α που αντιστοιχεί στην περίπτωση αποτελεσματικής αρχικής δαπάνης (4421,06) και στην περίπτωση διενέργειας επιπρόσθετης δαπάνης (1636,61).

Εύρεση της Κ.Π.Α των επιμέρους Κ.Π.Α<sub>j</sub> σε περίπτωση μη αποτελεσματικής ανοχικής δαπάνης διαφήμισης μέσου της τηλεόρασης και διενέργειας επιπρόσθετης δαπάνης :

$$\text{Κ.Π.Α} = \sum_{j=1}^{\lambda} (\text{Κ.Π.Α}_j * P_j) = 3135,53 * 0,8 + (-3493,45) * 0,2 \Rightarrow$$

$$\text{Κ.Π.Α} = 1809,73$$

Σχολιασμός : η επιχείρηση θα πρέπει να λάβει την απόφαση για επιπρόσθετη δαπάνη διότι η αναμενόμενη Κ.Π.Α που προκύπτει απ' αυτή την πρόταση (1809,73) είναι κατά πολύ μεγαλύτερη της τιμής της Κ.Π.Α (-2253,78) που αντιστοιχεί στην αντίθετη απόφαση για μη διενέργεια επιπρόσθετης δαπάνης.

Εύρεση Κ.Π.Α της συνολικής δαπάνης διαφήμισης μέσου της τηλεόρασης:

$$\text{Κ.Π.Α} = \sum_{j=1}^{\lambda} (\text{Κ.Π.Α}_j * P_j) = 8193,38 * 0,60 + 1809,73 * 0,40 \Rightarrow$$

$$\text{Κ.Π.Α} = 5639,92$$

Σχολιασμός : εφ όσον η Κ.Π.Α που θα προκύψει από την πρόταση διαφήμισης μέσω της τηλεοράσεως είναι μεγαλύτερη της τιμής της αντίστοιχης παραμέτρου που θα προκύψει από την πρόταση διαφήμισης μέσω του ημερησίου τύπου, η πρώτη πρόταση θα πρέπει να γίνει δεκτή.

Παρατήρηση : είναι προφανές ότι η μέθοδος των διαδοχικών αποφάσεων, η λήψη της ορθής απόφασης (1) εξαρτάται από τη λήψη της ορθής απόφασης (2). Για το λόγο αυτό η ορθολογική διαδικασία για τη λήψη της τελικής απόφασης ακολουθεί αντίστροφη πορεία, δηλαδή με αξιολόγηση πρώτα των πλέον απομακρυσμένων χρονικά αποφάσεων από την τρέχουσα περίοδο.

Ως κριτήριο της μεθόδου αυτής λαμβάνονται η ΚΠΑ που προκύπτει από τις διαφορετικές επενδυτικές προτάσεις. Δηλαδή επιλέγεται η πρόταση εκείνη, η οποία παρουσιάζει την υψηλότερη ΚΠΑ.

Τα δένδρα αποφάσεων είναι οι διαγραμματικές ροές με τις οποίες απεικονίζεται η λογική δομή των προβλημάτων. Με την χρησιμοποίηση των δένδρων αποφάσεων είναι δυνατό να δει κανείς τις κατευθύνσεις που μπορεί να πάρουν οι ενέργειες από διάφορα σημεία αποφάσεων.

Τα δένδρα αποφάσεων μπορεί να είναι χρήσιμα γιατί σπάνια υπάρχουν επαρκείς πληροφορίες για τη λήψη μιας απόφασης και γιατί απεικονίζουν μελλοντικά σημεία αποφάσεων και πιθανά τυχαία γεγονότα καθώς και τις πιθανότητες να συμβούν αυτά τα γεγονότα.

Το σημαντικό στη θεώρηση των δένδρων αποφάσεων είναι ότι προσφέρουν ορισμένα στοιχεία στα στελέχη που πρόκειται να λάβουν τις αποφάσεις. Πρώτα από όλα πρέπει τους επιτρέπει να αντιληφθούν τις κυριότερες τουλάχιστον εναλλακτικές λύσεις που μπορούν να ακολουθήσουν και το γεγονός ότι ακόλουθες αποφάσεις μπορεί να εξαρτώνται από μελλοντικά γεγονότα. Έπειτα, ενσωματώνοντας στο δένδρο τις πιθανότητες διάφορων γεγονότων να συμβούν, είναι δυνατό να κατανοήσουν την πραγματική πιθανότητα που έχει μια απόφαση να οδηγήσει σε επιθυμητά αποτελέσματα κάτι που ενδεχομένως να απέχει αρκετά από μια αρχική εκτίμηση. Παρά το γεγονός ότι η διερεύνηση των δυνατοτήτων εφαρμογής των δένδρων αποφάσεων και η χρησιμοποίησή τους από σημαντικό αριθμό διοικητικών στελεχών δεν έχει μεγαλύτερο των δυο δεκαετιών, κατά κοινή ομολογία η συμβουλή τους στο χώρο του προγραμματισμού και της λήψης αποφάσεων είναι μεγάλη. Οι λόγοι είναι ότι ωθούν στην αντικατάσταση μεγάλων περιοχών προσωπικής εκτίμησης από συγκέντρωση της προσοχής σε κρίσιμα σημεία της απόφασης, ότι

εξωτερικεύουν κρίσιμα θέματα συχνά κρυμμένα μέσα στο πρόβλημα και κυρίως ότι αποκαλύπτουν βήμα προς βήμα τους συλλογισμούς τους οποίους λαμβάνονται με αποφάσεις κάτω από συνθήκες κινδύνου ή αβεβαιότητας.

Ένα δέντρο αποφάσεων παρουσιάζει τη διαδοχή πιθανών διοικητικών αποφάσεων και των αναμενόμενων αποτελεσμάτων τους υπό κάποιες συνθήκες ή προϋποθέσεις.

Η κατασκευή του δέντρου αποφάσεων ξεκινά με την αρχική απόφαση και κινείται διεξοδικά μέσω μιας σειράς συνεχόμενων γεγονότων και αποφάσεων. Σε κάθε σημείο που πρέπει να ληφθεί μια απόφαση ή ένα γεγονός διαφορετικό μπορεί να λάβει χώρα, το κλαδί του δέντρου χωρίζεται σε τόσα παρακλάδια όσα και το σύνολο των προβλεπόμενων αποτελεσμάτων. Στα δένδρα αποφάσεων απεικονίζεται η λογική δομή των προβλημάτων. Με την χρησιμοποίηση των δένδρων αποφάσεων είναι δυνατό να δει κανείς τις κατευθύνσεις που μπορούν να πάρουν οι ενέργειες από διάφορα σημεία αποφάσεων. Επίσης τα δένδρα είναι χρήσιμα γιατί απεικονίζουν μελλοντικά σημεία αποφάσεων και πιθανά τυχαία γεγονότα καθώς και πιθανότητες να συμβούν αυτά τα γεγονότα. Γενικά τα δένδρα αποφάσεων μπορεί να φανούν πολύ χρήσιμα στην αξιολόγηση των επενδύσεων. Εάν οι ταμειακές ροές είναι μικρότερες το σχέδιο μπορεί να επαναπροσδιορισθεί ή να εγκαταλειφθεί. Εάν οι ταμειακές ροές είναι μεγαλύτερες απ' αυτές που προβλέφθηκαν μπορεί να αποφασισθεί η επέκταση του σχεδίου ή η ανάληψη ενός άλλου. Ένα μεγάλο μειονέκτημα των δένδρων αποφάσεων είναι ότι εισέρχονται πολλές μεταβλητές στην ανάλυση και μπορούν να γίνουν τόσο πολύπλοκα που είναι δυνατό να μπερδέψουν παρά να βοηθήσουν το διευθυντικό στέλεχος. Πάντως πρέπει να τονιστεί ότι η σημασία των δένδρων αποφάσεων είναι να απεικονίσουν τις μελλοντικές ευκαιρίες που μπορεί να έχει μια εταιρεία και κατά συνέπεια πρέπει να κριθούν μ' αυτό το κριτήριο και όχι με το αν μπορούν να γίνουν εύκολα κατανοητά.

**ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ**

**ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ**

**ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ**  
**ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΓΙΑ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ**  
**ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**



### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με τον όρο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο εννοούμε ένα σύνολο περιουσίας που αποτελείται από μια ή περισσότερες κατηγορίες επενδυτικών τοποθετήσεων σε προϊόντα των κεφαλαιαγορών ή χρηματαγορών.

Ως βασικές κατηγορίες των ανωτέρω επενδυτικών τοποθετήσεων θα μπορούσαμε ν' αναφέρουμε τη δέσμευση του κεφαλαίου σε:

- μετοχές.
- ομολογίες.
- έντοκα γραμμάτια δημοσίου.
- τραπεζικές καταθέσεις.
- εμπορεύματα.
- συνάλλαγμα.
- αμοιβαία κεφάλαια.
- παράγωγα προϊόντα.

Οπότε όταν μιλάμε για διαχείριση χαρτοφυλακίου εννοούμε την προσπάθεια μεγιστοποίησης της απόδοσης συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου με ταυτόχρονη προσπάθεια ελαχιστοποίησης του επενδυτικού κινδύνου.

#### 4.1. Μετοχές.

Με βάση την ισχύουσα νομοθεσία προβλέπονται τα εξής για τις μετοχές:

1. 1.Για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές ελληνικών Α.Ε δεν εκδίδονται πλέον αντίστοιχοι τίτλοι και οι υφιστάμενοι τίτλοι παύουν να ενσωματώνουν μετοχικά δικαιώματα.
2. 2.Οι ανωτέρω μετοχές κατοχυρώνονται πλέον στο αρχείο Ανώνυμης Εταιρείας Αποθεμάτων και παρακολουθούνται με καταχωρήσεις στα εν λόγω αρχεία.
3. 3.Αν πραγματοποιηθεί μεταβολή της ονομαστικής αξίας εισηγμένων ονομαστικών μετοχών, ή μετατραπούν αυτές σε μετοχές άλλης κατηγορίας, δεν εκδίδονται νέοι τίτλοι, απλώς η εκδότρια εταιρεία ενεργεί τις ανάλογες εγγραφές στα βιβλία της και ενημερώνει την Α.Ε.Αποθ για κατοχύρωση αυτών στα αρχεία της.
4. 4.Μετά από κάθε εκποίηση μετοχών, η εκδότρια εταιρεία διαβιβάζει στην Α.Ε.Αποεθ, σχετική κατάσταση μετοχών και μετόχων προκειμένου η τελευταία να ενημερώνει τα αρχεία της. Σε περίπτωση

που η εκποίηση αφορά ονομαστικές μετοχές, η εκδότρια εταιρεία ενεργεί τις ανάλογες εγγραφές στα αρχεία της.

5. Η μεταβίβαση ανωνύμων μετοχών που είναι εγγεγραμμένες στα αρχεία της ισχύει από την καταχώρησή της στα εν λόγω αρχεία.
6. Τέλος η αξίωση του μετόχου Α.Ε για έκδοση μετοχικού τίτλου, επανέρχεται σε ισχύει όταν η εν λόγω εταιρεία διαγραφεί από το Χ.Α.

#### 4.2. Ομολογίες.

Με τον όρο εννοούμε τα επιμέρους ίσα τμήματα στα οποία υποδιαιρείται ένα ομολογιακό δάνειο.

Με τον όρο τοκομερίδια εννοούμε τις μικρές αποδείξεις που είναι προσαρτημένες στο σώμα και αντιπροσωπεύουν τον τόκο που δικαιούται ο κάτοχός της. Με βάση τα' ανωτέρω μπορούμε να διατυπώσουμε τα εξής:

-οι ομολογίες ενσωματώνουν το δικαίωμα είσπραξης του τόκου του κεφαλαίου που <<δάνεισε>> ο ομολογιούχος στο φορέα έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

-τα τοκομερίδια ενσωματώνουν το δικαίωμα είσπραξης του τόκου για το κεφάλαιο που <<δάνεισε>> ο ομολογιούχος στο φορέα έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

Οι ομολογίες διακρίνονται με κάποια κριτήρια σε διάφορες κατηγορίες, οι οποίες είναι:

1.τον τρόπο έκδοσης τους:α)ομολογίες ονομαστικές, αναγράφεται στο σώμα το ονομαστικό ονοματεπώνυμο του κομιστή:ι)ομολογίες μεικτές υ)ομολογίες σε διαταγή .β) ομολογίες στον κομιστή, μεταβιβάζονται με απλή παράδοση.

2.τις επιπλέον δυνατότητες που προσφέρουν:α)λαχειοφόρος ομολογίες(δίνουν το δικαίωμα στους κατόχους τους συμμετοχής σε κληρώσεις χρηματικών λαχνών),β) ομολογίες σε συμμετοχή στα κέρδη(δίνουν το δικαίωμα στους κατόχους τους συμμετοχής στα κέρδη που αποκτά ο φορέας έκδοσης του ομολογιακού δανείου),γ) ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές(δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να μετατρέψουν τις ομολογίες σε μετοχές)

3.τις παρεχόμενες εγγυήσεις:α) συνήθεις ομολογίες(ο κάτοχος δεν έχει άλλη εγγύηση, πέραν της οικονομικής επιφάνειας του

εκδότη),β)προνομιούχες μετοχές (ο κάτοχός της διασφαλίζεται με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία του εκδότη)

4.του φορέα έκδοσης:

α)ομολογίες δημοσίου τομέα

β)ομολογίες οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης

γ)ομολογίες ιδιωτικού τομέα .

Σκόπιμο κρίνεται να αναφέρουμε τις διαφορές μεταξύ ομολογίας και μετοχών για καλύτερη κατανόηση αυτών:

1.α)ο μέτοχος είναι συνιδιοκτήτης των υπολοίπων μετοχών στην Α.Ε

β)ο ομολογιούχος είναι δανειστής του φορέα έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

2.α)ο μέτοχος λαμβάνει μέρος μόνο κατά τις χρήσεις που η Α.Ε πραγματοποιεί κέρδη.

β)ο ομολογιούχος εισπράττει τόκο, ανεξάρτητα της πραγματοποίησης ή όχι κερδών από μέρος του φορέα που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο.

3.α)η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών δύναται να παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις

β) η χρηματιστηριακή τιμή των ομολογιών δεν διαφέρει κατά πολύ της αντίστοιχης ονομαστικής.

4.α)το μέρος των μετοχών φορολογείται προ τη διανομή τους

β)οι τόκοι ορισμένων ομολογιών απαλλάσσονται της φορολογίας.

### 4.3. Ομόλογα.

Με τον όρο ομόλογα εννοούμε ανώνυμους τίτλους ομολογιακών δανείων που εκδίδει το ελληνικό δημόσιο ή άλλοι συλλογικοί φορείς του δημοσίου ή του ιδιωτικού τομέα.

Τα κριτήρια με βάση τα οποία γίνεται η διάκριση των ομολόγων σε διάφορες κατηγορίες είναι:

1.τη διάρκειά της:

α)δυο ετών, β)τριών ετών, γ)πέντε ετών,δ)επτά ετών, ε)δέκα ετών.

2.το νόμισμα που εκδίδονται:

α)ομόλογα άνευ τοκομεριδίων(ο τόκος καταβάλλεται κατά τη ληκτική τους ημερομηνία)

β)ομόλογα με τοκομερίδια(ο τόκος καταβάλλεται ανά εξάμηνο ή έτος).

3.φορέας έκδοσης:

α)δημόσιο. β)δήμων, γ)οργανισμών, δ)τραπεζών, ε)επιχειρήσεων.

4.τον σκοπό έκδοσης τους:

α)επενδυτικά, β)στεγαστικά, γ)κάλυψης οικονομικών αναγκών του δημοσίου τομέα.

Οι διαφορές μεταξύ ομολογιών και ομολόγων είναι οι εξής:

1.α)τα ομόλογα έχουν διάρκεια συνήθως μέχρι δέκα έτη

β)οι ομολογίες έχουν διάρκεια συνήθως μεγαλύτερη από δέκα έτη.

2.α)η διάθεση ομολογιών δεν συνδυάζεται με έκδοση συγκεκριμένου αριθμού αντίστοιχων τίτλων

β)η διάθεση ομολογιών συνδυάζεται με έκδοση συγκεκριμένου αριθμού αντίστοιχων τίτλων.

3.α)το κεφάλαιο των ομολόγων συνήθως ανατοκίζεται και ο τόκος καταβάλλεται με την εξόφλησή τους

β)το κεφάλαιο των ομολογιών δεν ανατοκίζεται και ο τόκος καταβάλλεται τμηματικά.

#### **4.4. Έντοκα γραμμάτια δημοσίου.**

Με τον όρο έντοκα γραμμάτια δημοσίου εννοούμε ανώνυμους τίτλους δανεισμού που εκδίδεται συνήθως ο δημόσιος τομέας, προκειμένου να καλύψει τις τρέχουσες χρηματοδοτικές ανάγκες του. Ως βασικά χαρακτηριστικά των εν λόγω τίτλων είναι τα εξής:

1.στην Ελλάδα εκδίδονται από το υπουργείο οικονομικών και οικονομίας και διατίθενται την τελευταία ημέρα του μήνα από την τράπεζα της Ελλάδος, τις εμπορικές τράπεζες και τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα.

2.Η διάρκειά τους αποτελεί συνήθως τμήμα του έτους και στη χώρα μας η εν λόγω διάρκεια είναι τρίμηνη, εξάμηνη ή ετήσια.

3.Δύναται να ανανεωθούν μια μόνο φορά, με χρονική διάρκεια ίση με την αρχική.

4.Η τιμή διάθεσή τους είναι πάντοτε μικρότερη της αναγραφόμενης και η διαφορά, μεταξύ των δύο ανωτέρω τιμών αποτελεί την αμοιβή του αγοραστή του τίτλου, ο οποίος παραιτείται από τη δυνατότητα παρούσας χρησιμοποίησης κεφαλαίου προκειμένου να έχει την εν λόγω δυνατότητα

ο εκδότης του τίτλου. Κατά μια άλλη άποψη τα Ε.Γ.Δ εκδίδονται με τη μορφή προεξοφλήματος, αφού στο χρόνο αγοράς των εν λόγω τίτλων η τιμή διάθεσης αυτών είναι μικρότερη της αναγραφόμενης κατά ένα ποσό το οποίο εκφράζει κάποιο επιτόκιο προεξόφλησης.

5. Οι αναλογούντες τόκοι καταβάλλονται κατά την αγορά των ανωτέρω τίτλων. Με άλλα λόγια ο αγοραστής των Ε.Γ.Δ προεισπράττει τον τόκο που δικαιούται από τη διάθεση του κεφαλαίου του στον εκδότη αυτών.

6. Τα Ε.Γ.Δ είναι χρηματικοί τίτλοι ελεύθερα μεταβιβαζόμενοι, εύκολα ρευστοποιούνται και οι τόκοι τους δεν φορολογούνται.

Τα Ε.Γ.Δ εκδίδονται από δύο φορείς:

-το δημόσιο και ονομάζονται TREASURY BILLS

-τις επιχειρήσεις και ονομάζονται CORPORATE BILLS.

Τα Ε.Γ.Δ διατίθενται στον υποψήφιο αγοραστή που προσφέρει την υψηλότερη τιμή διάθεσης.

Τέλος ο τόκος που προσφέρεται από τα Ε.Γ.Δ επηρεάζεται άμεσα από το ύψος του επιτοκίου που ισχύει στην αγορά.

-αν το ύψος των επιτοκίων

διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα ο φορέας έκδοσης των έντοκων γραμματίων είναι υποχρεωμένος να διατηρήσει μεγάλη διαφορά μεταξύ αναγραφόμενης τιμής και διάθεσης αυτών, προκειμένου να κάνει ελαστική την απόκτηση των εν λόγω τίτλων.

-αν το ύψος των επιτοκίων διαμορφώνεται σε χαμηλά επίπεδα, ο φορέας έκδοσης των εντόκων γραμματίων έχει τη δυνατότητα διαμόρφωσης μικρής διαφοράς μεταξύ αναγραφόμενης τιμής και τιμής διάθεσης αυτών.

#### **4.5. Αμοιβαία Κεφάλαια.**

Με τον όρο αμοιβαία κεφάλαια εννοούμε ένα σύνολο περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα από ένα από πρόσωπα και συγκεντρώνονται από εισφορές υποψηφίων αποταμιευτών-επενδυτών. Με βάση την ισχύουσα νομοθεσία, οι εν λόγω εισφορές επιτρέπεται να επενδύονται σε:

1. -κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου.
2. -κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου αξιών κράτους μέλους της Ε.Ε.

3. -λοιπές κινητές αξίες και πιστωτικούς τίτλους με την προϋπόθεση ότι το σύνολο των αξιών αυτών δεν υπερβαίνει το 10% της καθαρής αξίας του Α.Κ.

Η περιουσία ενός Α.Κ διαιρείται σε ίσα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Ο αριθμός των μεριδίων ενός Α.Κ αυξάνεται όταν νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό.

Όσο αφορά τη αξία της περιουσίας ενός Α.Κ και των μεριδίων αυτού, έχουμε ν'αναφέρουμε τα παρακάτω:

-με τον όρο ενεργητικό Α.Κ εννοούμε το σύνολο της περιουσίας ενός Α.Κ εκπεφρασμένο σε τρέχουσες τιμές.

-με τον όρο καθαρή αξία ενεργητικού Α.Κ εννοούμε το υπόλοιπο που απομένει αν από το ενεργητικό του εν λόγω κεφαλαίου αναφέρουμε:

- α)την αμοιβή της Α.Ε Διαχείρισης
- β)την αμοιβή του θεματοφύλακα
- γ)τις δαπάνες που βαραίνουν το Α.Κ
- δ)τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους

-με τον όρο καθαρή αξία μεριδίου εννοούμε την αξία που προκύπτει αν την καθαρή αξία του ενεργητικού ενός Α.Κ τη διαιρέσουμε με τον αριθμό των μεριδίων αυτού.

-με τον όρο τιμή διάθεσης μεριδίου εννοούμε την καθαρή αξία αυτού προσαυξημένη με την προμήθεια διάθεσής του.

-με τον όρο τιμή εξαγοράς μεριδίου εννοούμε την καθαρή αξία αυτού μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς του.

#### 4.5.1 Διαχείριση Α.Κ.

Η διαχείριση Α.Κ. είναι αντικείμενο Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς χορηγείται άδεια σύστασης συγκεκριμένου Α.Κ. Για το σκοπό αυτό η ενδιαφερόμενη Α.Ε. Διαχείρισης υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα παρακάτω:

1. .Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο πρέπει να είναι συνολικής αξίας τουλάχιστον 600000<sup>€</sup>

2. Δήλωση τράπεζας που λειτουργεί στην Ελλάδα, που θ'αναφέρει ότι δέχεται να κατατίθενται σ'αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία του αμοιβαίου κεφαλαίου και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα του εν λόγω κεφαλαίου.
3. Κανονισμό του Α.Κ. ,ο οποίος είναι υπογεγραμμένος τόσο από την Α.Ε. Διαχείρισης όσο και από το θεματοφύλακα.

Για τη χορήγηση της άδειας σύστασης της άδειας σύστασης του Α.Κ. ελέγχεται η νομιμότητα του κανονισμού αυτού και αναλαμβάνει την εμπορική μέριμνα για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των μεριδιούχων, καθώς και η νόμιμη συνθήκη του ενεργητικού του Α.Κ.

Μέσα σε 3 μήνες από τη χορήγηση της άδειας σύστασης του Α.Κ. θα πρέπει η Α.Ε. Διαχείρισης να προσκομίσει στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς βεβαίωση του θεματοφύλακα για την κατάθεση των στοιχείων του αρχικού ενεργητικού κεφαλαίου αυτού. Διαφορετικά η Ε.Κ. ανακαλεί την άδεια σύστασης του Α.Κ. Επίσης επιτρέπεται η διαφήμιση προς το κοινό του Α.Κ. μόνο μετά τη δημοσίευση της άδειας σύστασής του. Έτσι λοιπόν σε κάθε διαφήμιση θα πρέπει να αναγράφεται και ο αριθμός απόφασης της Ε.Κ. με την οποία έχει χορηγηθεί η άδεια σύστασής του.

Ως χαρακτηριστικά των Α.Κ. αναφέρουμε τα ακόλουθα:

1. Δεν αποτελούν νομικά πρόσωπα.
2. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικός και εξωδίκως από τις αντίστοιχες Α.Ε. Διαχείρισης, ως προς τις έννομες σχέσεις που προκύπτουν από τη διαχείριση των Α.Κ. καθώς και για τα δικαιώματα της επί των στοιχείων του ενεργητικού αυτών.
3. οι μεριδιούχοι ευθύνονται για πράξεις ή παραλήψεις των Α.Ε.Δ και των θεματοφυλάκων κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.
4. η διάρκεια λειτουργίας των Α.Κ δεν περιορίζεται χρονικώς.
5. η περιουσία των Α.Κ διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου.
6. η συμμετοχή σε Α.Κ αποδεικνύεται με τον ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από την αντίστοιχη Α.Ε.Δ και προσυπογράφεται από τον θεματοφύλακα αυτού.

Οι τίτλοι μεριδίου εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου και θα πρέπει να περιέχουν:

1. την ονομασία του Α.Κ
2. τον αριθμό αδειάς αυτού
3. την επωνυμία της αντίστοιχης Α.Ε.Δ και . του αντίστοιχου θεματοφύλακα του αμοιβαίου
4. τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο
5. το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση της κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων
6. βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

Όσο αφορά τα μερίδια Α.Κ παρατηρούμε τα εξής:

1.για την απόκτηση μεριδίων Α.Κ απαιτούνται:

-γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ

-αποδοχή του κανονισμού του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου

-ολοσχερή καταβολή στο θεματοφύλακα της τιμής διάθεσης των μεριδίων σε μετρητά ή κινητές αξίες, εφόσον η Α.Ε.Δ έχει δεχθεί τις εν λόγω αξίες.

2.η τιμή διάθεσης των μεριδίων είναι η αντίστοιχη της ημέρας υποβολής της αίτησης απόκτησης των μεριδίων.

3.η Α.Ε.Δ δύναται να διαθέτει τα μερίδια των Α.Κ και μέσω αντιπροσώπων της.

4.όταν ο υποψήφιος μεριδιούχος καταβάλλει την αξία του μεριδίου στην Α.Ε.Δ η εν λόγω εταιρεία δικαιούται να καταθέσει το αντίστοιχο χρηματικό ποσό ή κινητές αξίες στο θεματοφύλακα του Α.Κ. Σε περίπτωση που Α.Ε.Δ καθυστερήσει την κατάθεση και ο μεριδιούχος υποστεί ζημιά, η εν λόγω εταιρεία υποχρεούται να τον αποζημιώσει.

#### 4.5.2. Διακρίσεις των Α.Κ.

Τα Α.Κ τα διακρίνουμε σε κατηγορίες ανάλογα με κάποια κριτήρια:

1)Την προέλευση των κινητών αξιών:Α)εγχώρια , τα οποία επενδύονται σε κινητές αξίες του εσωτερικού. Β )εξωτερικού , τα οποία επενδύονται σε κινητές αξίες του εξωτερικού και Γ)σε διεθνή, τα οποία επενδύονται τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

2)Το βασικό αντικείμενο επένδυσης των Α.Κ:

Α)Διαχειρίσεις διαθεσίμων ή χρηματαγορών:τα Α.Κ τα οποία υπάγονται σε αυτή την κατηγορία λαμβάνουν την συγκεκριμένη ονομασία διότι επενδύουν κυρίως σε προϊόντα των χρηματαγορών και ένα μόνο ποσοστό σε τίτλους σταθερού



εισοδήματος. Πιο αναλυτικά τα εν λόγω Α.Κ επενδύουν συνήθως στις ακόλουθες κινητές αξίες:ι)καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα, ιι)καταθέσεις σε ξένο νόμισμα, ιιι)έντοκα γραμμάτια δημοσίου, ιιιι)ομόλογα δημοσίου και τραπεζών.

Για το λόγο αυτό τα Α.Κ διαχείρισης διαθεσίμων θεωρούνται ως τα πλέον ασφαλή, αλλά σε μικρή απόδοση και ενδείκνυται κυρίως σε βραχυχρόνιες επενδύσεις. Β)Ομολόγων ή σταθερού εισοδήματος(BOND FUNDS). Τα Α.Κ της κατηγορίας αυτής λαμβάνουν τη συγκεκριμένη ονομασία, διότι επενδύουν κυρίως σε ομόλογα και ομολογίες.

Πιο συγκεκριμένα επενδύουν συνήθως στις παρακάτω κινητές αξίες:ι)ομόλογα δημοσίων οργανισμών εσωτερικού, ιι)ομόλογα δημοσίων οργανισμών εξωτερικού, ιιι)ομόλογα Ο.Τ.Α, ιιιι)ομόλογα άνευ τοκομεριδίων και ιιιιι)ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων.

Ένα μικρό ποσοστό αυτών επενδύεται σε Ε.Γ.Δ καθώς και ένα ακόμη μικρότερο ποσοστό σε μετοχές εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο.

3)Μετοχικά ή αναπτυξιακά(stock funds):τα Α.Κ κεφάλαια που υπάγονται σ' αυτή την κατηγορία λαμβάνουν τη συγκεκριμένη ονομασία διότι επενδύουν τόσο κατά ένα μεγάλο ποσοστό σε μετοχές εταιριών εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών και σε ξένα χρηματιστήρια. Απευθύνεται κυρίως σε επενδυτές που επιδιώκουν μεγαλύτερες αποδόσεις, ενώ ταυτόχρονα είναι διατεθειμένοι να αντιμετωπίσουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο.

4)Μικτά (balance funds):τα Α.Κ που υπάγονται σε αυτή την κατηγορία λαμβάνουν την συγκεκριμένη ονομασία γιατί επενδύουν τόσο σε προϊόντα των χρηματαγορών όσο και των κεφαλαιαγορών. Επενδύουν κυρίως σε:

- έντοκα γραμμάτια δημοσίου
- ομόλογα διαφόρων εκδοτών
- μετοχές εταιριών εισηγμένες στο χρηματιστήριο
- ομολογίες διαφόρων εκδοτών

και στοχεύουν στην εξασφάλιση του εισοδήματος όσο και στην πραγματοποίηση κερδών. Τα μικτά κεφάλαια σε γενικές γραμμές ενδείκνυται για μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε άτομα που επιθυμούν ένα σχετικό εισόδημα, χωρίς όμως σημαντικές διακυμάνσεις.

5)ειδικού τύπου(special funds).

-επενδύσεις σε δικαιώματα, δηλαδή η διαχειρίστρια εταιρεία του συγκεκριμένου Α.Κ αγοράζει το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης μετοχών σε συγκεκριμένες τιμές.

-χρηματιστηριακών δεικτών, όπου κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα είναι η αναλογία των διαφόρων κατηγοριών μετοχών στο συγκεκριμένο Α.Κ ακολουθεί την αναλογία των εν λόγω μετοχών κατά τη διαμόρφωση του γενικού δείκτη σε συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά. Στόχος του είναι να επιτύχει την απόδοση του γενικού δείκτη συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς.

Άρα ο επενδυτής συμμετέχει σ' ένα index funds όταν:

-έχει πληροφορίες ότι ο γενικός δείκτης της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς έχει καλή απόδοση

-θέλει να αποφύγει την παρακολούθηση της εξέλιξης των χρηματιστηριακών τιμών μετοχών που τον ενδιαφέρουν ή όταν δεν έχει τις κατάλληλες γνώσεις γι' αυτή την ενασχόληση

-επενδύσεις σε μερίδια άλλων Α.Κ, αυτό το Α.Κ προκύπτει όταν μια μεγάλη Α.Ε.Δ αποφασίσει τη δημιουργία ενός νέου Α.Κ, επενδύοντας σε μερίδια που ήδη έχει υπό τη διαχείρισή της.

Η σύνθεση του εν λόγω Α.Κ είναι συνήθως 60% σε μερίδια μετοχικών Α.Κ και 40% σε μερίδια ομολογιακών Α.Κ.

-αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας. Τα εν λόγω Α.Κ είναι ένα σύνολο περιουσίας που σχηματίζεται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα από ένα πρόσωπα και συγκεντρώνονται από εισφορές υποψηφίων αποταμιευτών επενδυτών.

#### **4.5.3.Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα.**

Πλεονεκτήματα:

1.Ευρύ πεδίο επιλογών:Η μεγάλη ποικιλία Α.Κ που υπάρχει τόσο στην ελληνική αγορά όσο και διεθνώς παρέχει τη δυνατότητα στον υποψήφιο επενδυτή να ικανοποιήσει κάθε επιλογή του.

2.Ποικιλία επιλογών απόκτησης μεριδίων:Μερίδια Α.Κ δύναται να αποκτήσει ο υποψήφιος επενδυτής από περισσότερες πηγές απ' ότι άλλες παραδοσιακές κινητές αξίες.

3.Ανταγωνιστικές επιδόσεις:Η αγορά μερισμάτων Α.Κ εξασφαλίζει ικανοποιητικές αποδόσεις, ανταγωνιστικές συνήθων των υπολοίπων επενδύσεων σε κινητές αξίες.

Συγκεκριμένα:

Α)Η επιλογή μετοχικών Α.Κ οδηγούν συνήθως σε υψηλές αποδόσεις ανταγωνιστικές των αντίστοιχων αποδόσεων της τοποθέτησης κεφαλαίων σε μετοχές εταιριών εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Β)Η επιλογή Α.Κ σταθερού εισοδήματος ή μικτού τύπου οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις, αλλά οπωσδήποτε ανταγωνιστικές των αντίστοιχων αποδόσεων της τοποθέτησης κεφαλαίου σε ομόλογα ή άλλες παραδοσιακές κινητές αξίες.

4)Επαγγελματική διαχείριση μεριδίων:Ένα από τα πλέον σημαντικά πλεονεκτήματα που παρέχουν τα Α.Κ στους μεριδιούχους είναι ότι η διαχείριση των χρημάτων τους γίνεται από στελέχη των Α.Ε.Δ που διαθέτουν μεγάλη επαγγελματική εμπειρία και άριστο επίπεδο γνώσεων.

Συγκεκριμένα για κάθε Α.Κ υπάρχει ένας διαχειριστής υπεύθυνος για :α)την παρακολούθηση των τάσεων των χρηματιστηριακών αγορών, β)την ερευνά και ανάλυση των διαφόρων παραγωγικών κλάδων της οικονομίας, γ)την ανάλυση των χρηματιστηριακών δεδομένων των επιχειρήσεων, δ)την αναζήτηση ευκαιριών στις χρηματιστηριακές αγορές και ε)τη λήψη αποφάσεων για αγορά ή πώληση κινητών αξιών.

5)Συνεχής ενημέρωση για την επένδυση:Η ενημέρωση για την πορεία της δέσμευσης κεφαλαίων σε κινητές αξίες , είναι μια από τις βασικές απαιτήσεις του επενδυτή.

Στην περίπτωση των Α.Κ η εν λόγω ενημέρωση δεν απαιτεί ειδικές γνώσεις, είναι απλή και πραγματοποιείται ως ακολούθως:α)με τη δημοσίευση της καθαρής αξίας των μεριδίων, β)με την αποστολή από τις Α.Ε.Δ στους μερισματούχους φυλλαδίων σε τακτά χρονικά διαστήματα και γ)με τη δυνατότητα επικοινωνίας των μερισματούχων με ειδικευμένους υπαλλήλους που διαθέτουν οι Α.Ε.Δ για ενημέρωση των πελατών τους.

6)Διασφάλιση σε περίπτωση απώλειας των τίτλων. Το γεγονός ότι τα μερίδια των Α.Κ αποτελούν ονομαστικούς τίτλους, διασφαλίζει τον επενδυτή ότι και στην περίπτωση απώλειας αυτών δεν υφίστανται κίνδυνος απώλειας του κεφαλαίου τους το οποίο δύναται να εισπράξει ακολουθώντας την απαραίτητη νομική διαδικασία.

## ΕΠΕΝΔΥΣΗ-ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

7) Μείωση επενδυτικού κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται στην περίπτωση των Α.Κ με την τακτική που ακολουθούν οι Α.Ε.Δ να επενδύουν τα χρήματα των μεριδιούχων σε πολλές και διαφορετικές κινητές αξίες επιτυγχάνοντας κατά τον τρόπο αυτό μεγαλύτερη διασπορά.

8) Υπαρξη άρτιου θεσμικού πλαισίου .Ο θεσμός των Α.Κ θεωρείται ασφαλής και φερέγγυος διότι βασίζεται τόσο στην ύπαρξη ενός άρτιου νομοθετικού πλαισίου.

9) Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων. Η μη δέσμευση χρημάτων για συγκεκριμένο διάστημα παρέχει τη δυνατότητα στο μεριδιούχο άμεσης ρευστοποίησης των τίτλων του ανά πάσα στιγμή και αποτελεί ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα των Α.Κ.

10) Σχετικά χαμηλό ύψος προμηθειών και εξόδων. Αναφορικά με τις προμήθειες των Α.Ε.Δ για τις υπηρεσίες που παρέχουν στους πελάτες τους έχουμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα: α)είναι αρκετά χαμηλές ως συνέπεια του ανταγωνισμού που υπάρχει στον κλάδο των Α.Κ, β) παραμένουν συγκριτικά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες προμήθειες σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε.

Όσον αφορά τα έξοδα που βαραίνουν κάθε Α.Κ είναι γεγονός ότι ποικίλουν τόσο μεταξύ των διαφόρων Α.Ε.Δ όσο και μεταξύ των Α.Κ της ίδιας εταιρείας.

Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι όταν αποφεύγονται οι συχνές αγορές και ρευστοποιήσεις μεριδίων Α.Κ περιορίζονται σημαντικά οι δαπάνες που βαραίνουν αυτά. Εξάλλου δεν πρέπει να μας διαφεύγει το γεγονός ότι τα Α.Κ δεν είναι βραχυχρόνια επένδυση και ως εκ τούτου ενδείκνυται κυρίως για μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες δεσμεύσεις κεφαλαίων.

11) Δυνατότητα επανεπένδυσης εσόδων. Οι Α.Ε.Δ δύναται να διανέμουν μέρος στο τέλος του έτους, το οποίο προέρχεται από τις παρακάτω κινητές αξίες των χαρτοφυλακίων τους: α)τόκος ομολόγων και άλλων προϊόντων των χρηματαγορών, β)μερίσματα μετοχών και γ)έσοδα από πώληση μετοχών σε τιμή υψηλότερη της αντίστοιχης κτήσεως αυτών.

Τα έσοδα που θα προκύψουν από την ανωτέρω πώληση μετοχών δε διανέμονται εξ' ολοκλήρου στους δικαιούχους, αλλά μόνο ένα τμήμα αυτών. Το μέρος που δικαιούται κάθε μερισματούχος δύναται να εισπραχθεί ή να επανεπενδυθεί σε μερίδια του συγκεκριμένου Α.Κ.

### Μειονεκτήματα:

Κατ' αρχήν ως μειονέκτημα των Α.Κ δυνάμεθα να αναφέρουμε το γεγονός ότι αυτά δεν ενδείκνυται για τις παρακάτω κατηγορίες ενδιαφερομένων:

1.Επενδυτές με εξειδικευμένους στόχους, είναι αλήθεια ότι το κάθε Α.Κ δύναται να εξυπηρετεί συγκεκριμένους στόχους, όταν όμως ο συγκεκριμένος επενδυτής έχει κάποιους εξειδικευμένους στόχους υπάρχει το ενδεχόμενο αδυναμίας εξυπηρέτησης από τα υπάρχοντα Α.Κ σε μια συγκεκριμένη αγορά.

2.Επενδυτές με εμπειρία στη διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών. Όταν ο υποψήφιος επενδυτής έχει εμπειρία στη δημιουργία και διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών, συνήθως προβαίνει στην ανάλογη επένδυση αποφεύγοντας να συμμετέχει σε ανάλογο Α.Κ κυρίως διότι κατ' αυτόν τον τρόπο δεν επιβαρύνεται με επιπλέον έξοδα και προμήθειες που απαιτούν τα Α.Κ.

3.Επενδυτές που επιθυμούν αποκλειστικά απόκτηση προϊόντων των χρηματαγορών. Όταν ο υποψήφιος επενδυτής ενδιαφέρεται μόνο για προϊόντα των χρηματαγορών αποφεύγει συνήθως να συμμετέχει σε αντίστοιχο Α.Κ, για τους ήδη αναφερθέντες λόγους.

#### **4.6. Παράγωγα προϊόντος.**

Ως παράγωγα προϊόντος νοούνται:συμβάσεις – συμβόλαια επί χρηματοοικονομικών μέσων, συμβάσεις –συμβόλαια με προθεσμία και ανταλλαγής δικαιωμάτων επί κινητών αξιών, χρηματιστηριακών μέσων της χρηματαγοράς, συναλλάγματος και επιτοκίων.

Με τον όρο χρηματοοικονομικά μέσα εννοούμε:κινητές αξίες και μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, τίτλους της χρηματαγοράς , τίτλους προθεσμιακών χρηματοπιστωτικών συμβάσεων, προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου, δικαιώματα προαίρεσης για την αγορά ή πώληση οποιουδήποτε από τους ανωτέρω τίτλους.

Με τον όρο κινητές αξίες εννοούμε:μετοχές και λοιπές αξίες με χαρακτηριστικά μετοχών, ομολογίες και λοιποί χρεωστικοί λογαριασμοί που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, κάθε άλλος τίτλος που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης και ο οποίος παρέχει δικαίωμα απόκτησης άλλης κινητής αξίας.

Με τον όρο τίτλοι της χρηματαγοράς εννοούμε τα χρηματοπιστωτικά μέσα που συνήθως αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην χρηματαγορά.

#### 4.6.1. Κατηγορίες παραγώγων προϊόντων.

Α) Συμβάσεις/ συμβόλαια δικαιώματος προαίρεσης. Με τους όρους αυτούς νοούνται οι έγγραφες συμφωνίες με τις οποίες ο ένας εκ των συμβαλλομένων (πωλητής) παρέχει το δικαίωμα στον άλλο συμβαλλόμενο (τον αγοραστή) να αγοράσει απ' αυτόν ή να πουλήσει σ' αυτόν το αντικείμενο της συγκεκριμένης συμφωνίας, σε καθορισμένη τιμή και εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος.

Μια σύμβαση δικαιώματος προαίρεσης δύναται να έχει ως αντικείμενο:

- μετοχές
- δέσμη χρεογράφων
- συνάλλαγμα
- εμπορεύματα
- χρηματοπιστηριακούς και εμπορευτικούς δείκτες.

Οι συμβάσεις/ συμβόλαια δικαιώματος διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες με βάση κάποια κριτήρια:

1. Αντικείμενο Δικαιώματος-> δικαίωμα ->σε μετοχές

->δέσμη χρεογράφων

->συνάλλαγμα

->εμπορεύματα

->χρηματοπιστηριακούς και εμπορευματικούς

δείκτες

2. Την τυποποίηση ή όχι των όρων άσκησης του δικαιώματος

->συμβατικό (είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μεταξύ αγοραστή και πωλητή και την εφαρμογή των εν λόγω όρων)

->καταχωρημένο (γίνεται με βάση τυποποιημένους όρους)

3. Το είδος του δικαιώματος ->αγοράς (παρέχεται η δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει μια ποσότητα περιουσιακών στοιχείων σε συγκεκριμένη τιμή σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα)

->πώλησης (να πουλήσει)

->αγοράς/πώλησης (αγοράσει ή να πουλήσει μία στην ίδια συγκεκριμένη τιμή και εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος)

->αγοράς/πώλησης (δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει μία ποσότητα περιουσιακών στοιχείων σε μία συγκεκριμένη τιμή και εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος).

4.Το χρόνο άσκησης του δικαιώματος Δικαίωμα

α)Αμερικανικού Τύπου:Η άσκηση του εν λόγω δικαιώματος δύναται αν πραγματοποιηθεί σε οποιαδήποτε ημερομηνία εντός του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος ισχύος αυτού

β)Ευρωπαϊκού Τύπου:Η άσκηση του εν λόγω δικαιώματος δύναται αν πραγματοποιηθεί σε ορισμένη ημερομηνία εντός του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος ισχύος αυτού.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ**  
**ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ**



### 5.1. Επενδυτικά προϊόντα

Με τον όρο επένδυση σταθερού εισοδήματος εννοούμε τη δέσμευση κεφαλαίου σε προϊόντα κυρίως των χρηματαγορών τα οποία παρουσιάζουν περιορισμένο επενδυτικό κίνδυνο. Η συμμετοχή των επενδύσεων σταθερού εισοδήματος στη διαμόρφωση οποιουδήποτε χαρτοφυλακίου θεωρείται επιβεβλημένη διότι με τις εν λόγω επενδύσεις επιτυγχάνεται:

-Αύξηση της ρευστότητας του χαρτοφυλακίου.

-Δυνατότητα του επενδυτή να συμμετέχει:

α)σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου

β)σε εκδόσεις μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιακών δανείων

γ)σε καταθέσεις σε υψηλό επιτόκιο τραπεζικών λογαριασμών.

Ως επενδυτικά προϊόντα σταθερού εισοδήματος αναφέρουμε τα ακόλουθα:

1.Καταθέσεις ταμειυτηρίων.

2.Καταθέσεις προθεσμίας

3.Ευέλικτοι λογαριασμοί:Κύρια χαρακτηριστικά αυτών είναι-η απόλυτη δυνατότητα ρευστοποίησης –το κλιμακούμενο επιτόκιο –η ύπαρξη συμπληρωματικών παροχών.

Οι τράπεζες μέσω των ευέλικτων λογαριασμών στοχεύουν στη δημιουργία ενός επενδυτικού προϊόντος, ανταγωνιστικού των εκτός τραπεζικών επενδυτικών λύσεων, παράλληλα όμως έχουν και σαν επιδίωξη τη μείωση του αριθμού των λογαριασμών των διαφόρων πελατών, προκειμένου να περιορίσουν το κόστος λειτουργίας τους.

4.Καταθέσεις συναλλάγματος

5.Private Banking: είναι οι καταθέσεις των ιδιωτών που παρουσιάζουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά:-η διάρκειά τους είναι σαφώς μεγαλύτερη από ένα έτος και απαιτούν ένα ελάχιστο ποσό κατάθεση(30000<sup>€</sup>).

6.Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων των οποίων τα κύρια χαρακτηριστικά τους είναι:-η διάρκειά τους δεν ξεπερνά το ένα έτος –απαιτούν ένα ελάχιστο ποσό κατάθεσης και έχουν μεγάλη ρευστοποίηση.

7.Συμφωνίες επαναφοράς(repos):οι εν λόγω συμφωνίες έχουν συνήθως ως αντικείμενο τίτλους του δημοσίου και πραγματοποιούνται μεταξύ τραπεζών και ιδιωτών. Ως χαρακτηριστικά τους μπορούμε να διακρίνουμε τα παρακάτω:-η δυνατότητα ρευστοποίησης τίτλων δημοσίου εκ μέρους των τραπεζών και η

απόκτηση κεφαλαίων για ένα συγκεκριμένο διάστημα –η υψηλότερη απόδοση –ο μηδενικός πιστωτικός κίνδυνος και η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησή τους.

9.Ομόλογα δημοσίου των οποίων η διάρκεια τους είναι μεγαλύτερη του ενός έτους και το επιτόκιο τους είναι σταθερό ή κυμαινόμενο και διαμορφώνεται συνήθως σ' ένα επίπεδο υψηλότερο του αντίστοιχου επιτοκίου των Ε.Γ.Δ ή του ρυθμού πληθωρισμού.

10.Ομολογίες δημοσίου τομέα και ΟΤΑ:ως κύριο χαρακτηριστικά τους μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι μακροχρόνιοι δαμειακοί τίτλοι, οι τόκοι τους δεν φορολογούνται και έχουν άμεση δυνατότητα ρευστοποίησης.

11.Αμοιβαία κεφάλαιο διαχείρισης διαθεσίμων.

12.Αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος.

## **5.2. Μορφές επενδυτικού και στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου**

Με τον όρο επενδυτικό κίνδυνο εννοούμε τον κίνδυνο που προκύπτει από την πραγματοποίηση μιας επένδυσης.

Πιο αναλυτικά έχουμε τις παρακάτω μορφές επενδυτικού κινδύνου:

1. Κίνδυνος του εκδότη-ο κίνδυνος αυτός εκφράζει το ενδεχόμενο της απώλειας της απόδοσης της επένδυσης, λόγω αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του άλλου συμβαλλόμενου μέρους.
2. Ο κίνδυνος μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών-ο ανωτέρω κίνδυνος εκφράζει το ενδεχόμενο υποτίμησης ή σημαντικής διολίσθησης του νομίσματος, στο οποίο έχει γίνει μια κατάθεση.
3. Ο κίνδυνος της μεταβολής του πληθωρισμού- ο εν λόγω κίνδυνος εκφράζει το ενδεχόμενο η πραγματική αξία μιας επένδυσης να μειωθεί διαχρονικά, λόγω υψηλού ρυθμού πληθωρισμού κατά το ίδιο χρονικό χρονικό διάστημα.
4. Ο κίνδυνος της μεταβολής των επιτοκίων-ο ανωτέρω κίνδυνος εκφράζει το ενδεχόμενο μείωσης της τιμής μιας επένδυσης λόγω αύξησης των επιτοκίων.
5. Κίνδυνος ανάκλησης- ο εν λόγω κίνδυνος εκφράζει το ενδεχόμενο ο φορέας έκδοσης τίτλων σταθερού εισοδήματος να ανακαλέσει μέρος ή το σύνολο αυτού πριν από τη λήξη του, κάνοντας χρήση σχετικών όρων του εν λόγω δανείων. Σε αυτή την περίπτωση οι επενδυτές στους ανωτέρω τίτλους, υπάρχει το ενδεχόμενο να υποστούν είτε μείωση

της προβλεπόμενης απόδοσης της επένδυσής τους είτε περιορισμό της δυνατότητας επανεπένδυσης της

### **Στρατηγικές διαχείρισης του κινδύνου**

1.Στρατηγική των ομολόγων κλιμακούμενης διάρκειας: Η στρατηγική αυτή βασίζεται στη λογική ότι το χαρτοφυλάκιο τίτλων σταθερού εισοδήματος, που η λήξη τους επιμερίζεται στο μέλλον, έχει μικρότερο βαθμό κινδύνου από ένα αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο ομολόγων με μεγαλύτερη μέση διάρκεια μέχρι τη λήξη τους και με μικρότερη διασπορά στις ημερομηνίες λήξης.

2.Στρατηγική των ομολόγων μικρής και μεγάλης διάρκειας – η εν λόγω στρατηγική συνιστάται στη δημιουργία χαρτοφυλακίου τίτλων σταθερού εισοδήματος, με την επιλογή περισσότερων ομολόγων περιορισμένης διάρκειας, χωρίς να υπάρχουν αντίστοιχοι τίτλοι μέσης διάρκειας.

Κατ' αυτό τον τρόπο επιδιώκονται τα ακόλουθα:

A)μείωση του επενδυτικού κινδύνου, σε σχέση με αντίστοιχες επενδύσεις μεγαλύτερης διάρκειας μέχρι τη λήξη τους.

B)αύξησης της απόδοσης, σε σχέση με αντίστοιχες επενδύσεις μικρότερης διάρκειας μέχρι τη λήξη τους.

3.Στρατηγική του απρόσβλητου χαρτοφυλακίου-η εν λόγω στρατηγική συνίσταται στην προσπάθεια δημιουργίας χαρτοφυλακίου τίτλων σταθερού εισοδήματος, οι οποίοι να αποδίδουν ένα ελάχιστο κεφάλαιο σε συγκεκριμένα τακτά χρονικά διαστήματα, ώστε να καλύπτονται υπάρχουσες υποχρεώσεις του επενδυτή.

4.Στρατηγική της συνταύτισης των ταμειακών ροών-στόχος της εν λόγω στρατηγικής είναι να συνδυάζονται οι ημερομηνίες λήξης τίτλων σταθερού εισοδήματος με τις αντίστοιχες ημερομηνίες κάλυψης συγκεκριμένων ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ**  
**ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ**

### 6.1. Μέθοδος σταθερής σχέσης μετοχών-ομολόγων

Η εν λόγω μέθοδος συνίσταται στη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου το οποίο να περιλαμβάνει δυο είδη κινητών αξιών:

- τίτλων σταθερού εισοδήματος για τον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου.
- μετοχών, για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων.

Μια γενική αρχή, η οποία ακολουθείται κατά τη μέθοδο αυτή είναι η ακόλουθη:

1.όταν η αγοραία(χρηματιστηριακή) τιμή των μετοχών έχει ανοδική πορεία, ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου πουλάει ομόλογα και επενδυτική τα χρήματα αγοράζοντας μετοχές.

2.όταν η αγοραία τιμή των μετοχών έχει καθοδική πορεία, τότε ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου πουλάει τις μετοχές και επενδύει τα χρήματα αγοράζοντας ομόλογα.

Ως πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου αναφέρουμε τα ακόλουθα:

-ανταποκρίνεται στη βασική αρχή του συνετού επενδυτή στο χρηματιστήριο, σύμφωνα με την οποία υποστηρίζεται η άποψη ότι θα πρέπει να αγοράζει κανείς φθηνά και να πουλάει ακριβά. Μ' άλλα λόγια αγοράζει κάποιος χρηματιστηριακούς τίτλους όταν οι τιμές τους ακολουθούν καθοδική πορεία και να πωλεί αυτούς όταν οι τιμές τους ακολουθούν ανοδική πορεία.

-ενδείκνυται κυρίως για αγοραπωλησίες κινητών αξιών σε χρηματιστήρια αναπτυσσόμενων χωρών, όπου παρατηρούνται συνήθως μεγάλες μεταβολές στη διαμόρφωση του Γ.Δ.Τ. λόγω του ότι εξασφαλίζει περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου και ταυτόχρονα ικανοποιητική απόδοση.

Ως μειονεκτήματα αναφέρουμε τα παρακάτω:

1. -δε λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές στις τιμές των τίτλων σταθερού εισοδήματος με αποτέλεσμα να υπάρχει αδυναμία εφαρμογής ορισμένες φορές της αρχής του συνετού επενδυτή.- δε λαμβάνει υπόψη της τις μεταβολές των πραγματικών τιμών των μετοχών λόγω του ότι θεωρεί ότι εκφράζονται από τις μεταβολές των αγοραίων τιμών αυτών.
2. -λαμβάνει υπόψη της τις τιμές του συνόλου των μετοχών και όχι τις τιμές των μετοχών μεμονωμένων εταιρειών.

### 6.2. Μέθοδος ασφαλείας επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

Η μέθοδος αυτή συνιστάται στη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου το οποίο να περιλαμβάνει δύο είδη κινητών αξιών:

1. -τίτλων σταθερού εισοδήματος, οι οποίοι δεν μπορεί να μην επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις, αλλά διασφαλίζουν το ύψος του κεφαλαίου που επενδύεται.
2. -μετοχών, οι οποίες δύνανται να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις, αλλά δεν διασφαλίζουν το ύψος του κεφαλαίου που επενδυτή.

Συμπληρωματικά αξίζει να σημειωθεί ότι η εν λόγω μέθοδος διαχείρισης χαρτοφυλακίου εφαρμόζεται κυρίως από επενδυτές οι οποίοι δεν επιθυμούν η τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου τους μειωθεί κάτω από ένα συγκεκριμένο ποσό.

Προκειμένου να εφαρμόσει τη μέθοδο αυτή χρησιμοποιούμε τον τύπο:

Επένδυση σε μετοχές =  $M * (\text{αξία χαρτοφυλακίου} - \text{όριο ασφαλείας})$

Όπου  $M$ : το μεγαλύτερο ποσοστό μείωσης του αρχικού κεφαλαίου που προβλέπει ο επενδυτής.

Σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο έχουμε τα ακόλουθα:

1. -όταν η τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου αυξάνει, θα πρέπει ο επενδυτής να πραγματοποιεί αγορά μετοχών, προκειμένου και πάλι να παραμείνει αμετάβλητο το εν λόγω όριο.
2. -όταν η τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου μειώνεται, θα πρέπει ο επενδυτής να προβαίνει σε πώληση των μετοχών, προκειμένου να μην έχουμε μεταβολή του ορίου ασφαλείας.

### 6.3. Μέθοδος Μουαγιέν.

Κατά τη μέθοδο αυτή ο επενδυτής διαθέτει ένα σταθερό χρηματικό ποσό, προκειμένου ν' αγοράζει ορισμένες μετοχές του χαρτοφυλακίου του σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Η εφαρμογή της μεθόδου Μουαγιέν απαιτεί να ισχύουν οι παρακάτω προϋποθέσεις:

1. -οι πραγματικές τιμές των μετοχών να είναι υψηλότερες από τις αγοραίες.

2. -οι τυχόν παρουσιαζόμενες κάμψεις των αγοραίων τιμών αυτών να είναι πρόσκαιρες και σε σύντομο χρονικό διάστημα να προσεγγίζουν τις πραγματικές.

Ως μειονέκτημα της εν λόγω μεθόδου αναφέρουμε τα ακόλουθα:

1. -απαιτεί την ύπαρξη συγκεκριμένου χρηματικού κεφαλαίου το οποίο θα πρέπει να είναι στη διάθεση του επενδυτή προκειμένου να χρηματοδοτεί την εφαρμογή της.
2. -δεν ενδείκνυται η εφαρμογή της, για μετοχές ενός και μόνο φορέα αλλά για το χαρτοφυλάκιο διαφορετικών μετοχών.
3. -εάν δεν ισχύουν οι δύο προϋποθέσεις υλοποίησης της μεθόδου Μουαγιέν η τυχόν εφαρμογή της ενδέχεται να έχει αρνητικά αποτελέσματα.

### ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

προφίλ  
επενδυτή

Περιγραφή

οφέλη

		ικανοποιητική
	έχει βραχυπρόθεσμο	απόδοση σε σχέση με τους
	χρονικό ορίζοντα.επιθυμεί	καταθετικούς λογαριασμούς με
	υψηλή ρευστότητα με άμεση	πολύ χαμηλές διακυμάνσεις.
	πρόσβαση στο μεγαλύτερο	Υψηλή ρευστότητα. Διασπορά
	τμήμα του χαρτοφυλακίου.	χαρτοφυλακίου. Υπεύθυνη
	Επιζητά ικανοποιητικές	διαχείριση για δυνατότητα
	αποδόσεις, υψηλότερες από	εκμετάλλευσης ευκαιριών
	αυτές των καταθετικών	κυρίως στη
	λογαριασμών, σε συνδυασμό	χρηματαγορά.τακτική
	με όσο το δυνατό χαμηλότερες	ενημέρωση, ταχύτητα,
<b>βραχυπρόθεσμο</b>	διακυμάνσεις. χρονικός	διαφάνεια, αξιοπιστία, mobile
<b>χαμηλού ρίσκου</b>	ορίζοντας:1-2 έτη	banking, electronic banking

Έχει βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Επιθυμεί υψηλή ρευστότητα με άμεση πρόσβαση στο μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου του. Κατανοεί την έννοια της διακύμανσης και δέχεται να αναλάβει περιορισμένο βαθμό κινδύνου για τις επενδύσεις του. Επιζητά ικανοποιητικές αποδόσεις, υψηλότερες από αυτές των βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων, σε συνδυασμό με σχετικά χαμηλές διακυμάνσεις. χρονικός ορίζοντας: μέχρι 2 έτη

ικανοποιητική απόδοση σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε συνδυασμό με σχετικά χαμηλές διακυμάνσεις. Υψηλή ρευστότητα. Διασπορά χαρτοφυλακίου. Υπεύθυνη διαχείριση για δυνατότητα εκμετάλλευσης ευκαιριών κυρίως στις ομολογιακές αγορές στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Τακτική ενημέρωση, ταχύτητα, διαφάνεια, αξιοπιστία electronic banking, mobile banking

**βραχυπρόθεσμο μεσαίου ρίσκου**

Έχει μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Επιζητά ικανοποιητικές αποδόσεις, υψηλότερες από αυτές των καταθετικών λογαριασμών, σε συνδυασμό με χαμηλές διακυμάνσεις. Επιθυμεί να διατηρεί ικανοποιητική ρευστότητα ώστε να είναι σε θέση να αξιοποιήσει ευκαιρίες που παρουσιάζονται κυρίως στη χρηματαγορά. Επιζητά επαγγελματική διαχείριση. χρονικός ορίζοντας: 2-5 έτη

προοπτική ικανοποιητικής απόδοσης σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε συνδυασμό με χαμηλές διακυμάνσεις. Υψηλή ρευστότητα. Διασπορά χαρτοφυλακίου.

**μεσοπρόθεσμο χαμηλού ρίσκου**

Έχει μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Κατανοεί την έννοια της διακύμανσης και δέχεται να αναλάβει περιορισμένο βαθμό κινδύνου για τις επενδύσεις του. Επιζητά ικανοποιητικές αποδόσεις, υψηλότερες από αυτές των συντηρητικών τοποθετήσεων σε συνδυασμό με μέτριες διακυμάνσεις. Επιθυμεί να διατηρεί ικανοποιητική ρευστότητα ώστε να είναι σε θέση να αξιοποιήσει αποτελεσματικά ευκαιρίες που παρουσιάζονται τόσο στις αγορές ομολόγων, όσο και στις μετοχικές αγορές στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Προσδοκά υψηλές αποδόσεις από τις επενδύσεις του αποδοχόμενος υψηλές διακυμάνσεις στο χαρτοφυλάκιο του. Χρονικός ορίζοντας: 2-5 έτη

προοπτική ικανοποιητικής απόδοσης σε σχέση με τις συντηρητικές τοποθετήσεις σε συνδυασμό με μέτριες διακυμάνσεις στην απόδοση χαρτοφυλακίου. Διασπορά χαρτοφυλακίου.

**μεσοπρόθεσμο μεσαίου ρίσκου**



**μεσοπρόθεσμο  
υψηλού ρίσκου**

Έχει μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Κατανοεί τον κίνδυνο των μετοχικών τοποθετήσεων. Προσδοκά υψηλές αποδόσεις από τις επενδύσεις του αποδεχόμενος υψηλές διακυμάνσεις στο χαρτοφυλάκιό του. Κατανοεί τα οφέλη της διασποράς στις τοποθετήσεις του. Η επαγγελματική, δυναμική και ευέλικτη διαχείριση αποτελεί βασική Προοπτική για υψηλή επιδίωξη του προκειμένου να είναι σε απόδοση, ευρεία κλαδική και θέση να εκμεταλλευτεί νέες γεωγραφική διασπορά στις δυτικές γεωγραφική διασπορά ευκαιρίες, χρονικός ορίζοντας: 2-5 έτη. χαρτοφυλακίου.

**μακροπρόθεσμο  
χαμηλού ρίσκου**

Έχει μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Επιζητά ικανοποιητικές αποδόσεις, υψηλότερες από αυτές των καταθετικών λογαριασμών, σε συνδυασμό με χαμηλές διακυμάνσεις. Επιθυμεί να διατηρεί ικανοποιητική ρευστότητα ώστε προοπτική ικανοποιητικής να είναι σε θέση να αξιοποιήσει απόδοσης σε σχέση με τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται κυρίως βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε συνδυασμό στη χρηματαγορά. Επιζητά τοποθετήσεις σε συνδυασμό επαγγελματική διαχείριση, χρονικός με σχετικά χαμηλές ορίζοντας: μεγαλύτερος από 5 έτη. διακυμάνσεις

**μακροπρόθεσμο  
μεσαίου ρίσκου.**

Έχει μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Κατανοεί την έννοια της διακύμανσης και δέχεται να αναλάβει περιορισμένο βαθμό κινδύνου για τις επενδύσεις του. Επιζητά ικανοποιητικές αποδόσεις, υψηλότερες από αυτές των συντηρητικών τοποθετήσεων σε συνδυασμό με μέτριες διακυμάνσεις. Επιθυμεί επαγγελματική διαχείριση ώστε να είναι σε θέση να αξιοποιήσει επαγγελματικά ευκαιρίες προοπτική ικανοποιητικής που παρουσιάζονται τόσο στις αγορές απόδοσης σε σχέση με τις μολόγων, όσο και στις μετοχικές συντηρητικές τοποθετήσεις αγορές στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. σε συνδυασμό με μέτριες Χρονικός ορίζοντας: μεγαλύτερος από 5 διακυμάνσεις στην απόδοση έτη. του χαρτοφυλακίου.

εχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα.Κατανοεί προοπτική για μέγιστη τον κίνδυνο των μετοχικών απόδοση με ενδεχόμενες τοποθετήσεων.Προσδοκά υψηλές υψηλές διακυμάνσεις. αποδόσεις από τις επενδύσεις του Ευρεία κλαδική και αποδεχόμενος υψηλές διακυμάνσεις γεωγραφική διασπορά στο χαρτοφυλάκιό του. Κατανοεί τα χαρτοφυλακίου. Δυναμική οφέλη της διασποράς στις τοποθετήσεις και ευέλικτη επαγγελματική του. Η επαγγελματική δυναμική και διαχείριση και εκμετάλλευση ευέλικτη διαχείριση αποτελεί βασική ευκαιριών κυρίως στις επιδίωξη του προκειμένου να είναι σε μετοχικές και ομολογιακές θέση να εκμεταλλευτεί νέες επενδυτικές αγορές, διεθνώς Τακτική ευκαιρίες. χρονικός ορίζοντας: ενημέρωση, διαφάνεια και μεγαλύτερος από 5 έτη αξιολοπιστία.

**μακροπρόθεσμο  
υψηλού κινδύνου.**

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Οι επενδύσεις αποτελούν ένα σημαντικό παράγοντα ανάπτυξης όχι μόνο στον ιδιωτικό τομέα, αλλά αποτελούν και ένα σημαντικό δείκτη ανάπτυξης σε εθνικό επίπεδο. Προβάλλουν τη χώρα και ταυτοχρόνως τη βοηθούν σε διάφορους οικονομικούς και κοινωνικούς τομείς.

Η διαδικασία ανάληψης και πραγματοποίησης μιας επένδυσης δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που την επηρεάζουν, όπως οικονομικοί, κοινωνικοί, πολιτικοί και λοιποί. Το πρώτο βήμα για την ανάληψη μιας επένδυσης είναι η εξεύρεση των απαιτούμενων οικονομικών πόρων, από αξιόπιστους χρηματοδοτικούς φορείς(είτε κρατικούς, είτε ιδιωτικούς). Επιπλέον θα πρέπει να έχει γίνει σχετική έρευνα στην αγορά για να ελέγξουν κατά πόσο το προϊόν της επένδυσης έχει μέλλον στην αγορά ή όχι.

Πριν την ανάληψη μιας επένδυσης θα πρέπει ο φορέας, ο οποίος την έχει αναλάβει, να έχει μελετήσει όλους τους πιθανούς κινδύνους αποτυχίας και ταυτοχρόνως να είναι γνωστές οι ταμειακές ροές που θα αποφέρει η επένδυση. Σε περίπτωση όπου οι ταμειακές εισροές δεν είναι αρνητικές, τότε η επένδυση θα πρέπει να απορριφθεί πριν ακόμα ξεκινήσει η πραγματοποίησή της. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να έχει γίνει σχετική μελέτη είτε από ειδικούς είτε από τα διευθυντικά στελέχη με ειδικές μεθόδους, οι οποίες μπορούν να μας δώσουν στοιχεία σχετικά με την πορεία της επένδυσης στο μέλλον.

Σε περίπτωση όπου η επένδυση θα αφορά χαρτοφυλάκιο σκόπιμο κρίνεται ο εκάστοτε επενδυτής να συμβουλευεται ειδικούς οι οποίοι διαθέτουν κάποια εμπειρία και γνώση πάνω σ' αυτό το θέμα.

A.Groppello, Ehsan Nikbakht: “Χρηματοοικονομική” εκδ. Barron’s ελλην. Έκδοση κλειδάριθμος, Αθήνα 2004

E.J.Mc Laney: “Business Finance for Decision Makers”, εκδ.Pitman, London 1991

Φιλιππάκος .....

Γ.Κορρές-Στ.Δρακόπουλος: “Χρηματοοικονομική ανάλυση & Διοίκηση Παραγωγής”, εκδ. Έλλην, Αθήνα 1999

Δ.Ντόβας: “Χρηματοοικονομική Διοίκηση”, διδακτικές σημειώσεις Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου, Μεσολόγγι 2000

Γ.Α.Καραθανάση: “Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής διοίκησης & Χρηματοοικονομικές αγορές” εκδ. Μπένος, Αθήνα 1996

Μ.Α.Αλεξανδρίδης, “Διαχείριση Επενδύσεων”, εκδ. Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 2005-12-04

Α.Τσαγκλάκανος, “Αξιολόγηση και Χρηματοδότηση Επενδύσεων I-II-III”.εκδ.Παπαζήση, Θεσσαλονίκη 1996

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή	1
----------	---

### **ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ**

### **ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**

#### **ΠΕΡΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ-ΣΧΕΔΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

1.1 Η έννοια της επένδυσης	6
1.1.1 Κατηγορίες και αποφάσεις επενδύσεων	7
1.2 Σχέδιο επένδυσης	9
1.3 Ο πολυδιάστατος χαρακτήρας του σχεδίου επένδυσης	10
1.4 Διακρίσεις των σχεδίων επένδυσης	11
1.5 Φάσεις ολοκλήρωσης των σχεδίων επένδυσης	12
1.6 Πρόταση για επένδυση	12
1.7 Προμελέτη και μελέτη επένδυσης	13
1.8 Η οριστική μελέτη ή μελέτη εφαρμογής	15
1.9 Χρονικός ορίζοντας του σχεδίου επένδυσης	15
1.10 Μετρήσεις και εκτιμήσεις	16
1.11 Απαραίτητα στοιχεία για την αξιολόγηση των επενδύσεων	16
1.12 Χρηματοδότηση επενδύσεων	17

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

#### **ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΥΠΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ**

2.1 Μέθοδος χρόνου επανείσπραξης	22
2.2 Μέθοδος μέσης ετήσιας αποδοτικότητας	24
2.3 Μέθοδος αναγωγής σε παρούσες αξίες	24
2.3.1 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας	25
2.3.2 Μέθοδος εσωτερικού βαθμού απόδοσης	27
2.3.3 Μέθοδος δείκτη αποδοτικότητας	29
2.3.4 Μέθοδος του ομοιόμορφου ετήσιου κόστους	31

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΥΠΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

3.1 Μέθοδος προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου	38
3.2 Μέθοδος ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα	38
3.3 Μέθοδος άμεσης αντιμετώπισης του επιχειρηματικού κινδύνου	40
3.3.1 Μέθοδος πλήρους ανεξαρτησίας ταμειακών εισροών	40
3.3.2 Μέθοδος μερικής συσχέτισης ταμειακών εισροών	42
3.3.3 Μέθοδος διαδοχικών αποφάσεων	46

## **ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ**

### **ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΓΙΑ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

4.1 Μετοχές	56
4.2 Ομολογίες	57
4.3 Ομόλογα	58
4.4 Έντοκα γραμμάτια δημοσίου	59
4.5 Αμοιβαία κεφάλαια	60
4.5.1 Διαχείριση Α.Κ	61
4.5.2 Διακρίσεις των Α.Κ	59
4.5.3 Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα	65
4.6 Παράγωγα προϊόντος	68
4.6.1 Κατηγορίες παραγώγων προϊόντων	69

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ**

5.1 Επενδυτικά προϊόντα	72
5.2 Μορφές επενδυτικού και στρατηγικού κινδύνου	73

Στρατηγικές διαχείρισης του κινδύνου

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ**

6.1 Μέθοδος σταθερής σχέσης μετοχών ομόλογων	76
--	----

6.2 Μέθοδος ασφάλειας επενδυτικού χαρτοφυλακίου	77
6.3 Μέθοδος Μουαγιέν	73
Προτάσεις χαρτοφυλακίου	78
Βιβλιογραφία	82
Περιεχόμενα	83

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

**1 ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΔΕΝΔΡΟΥ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ**

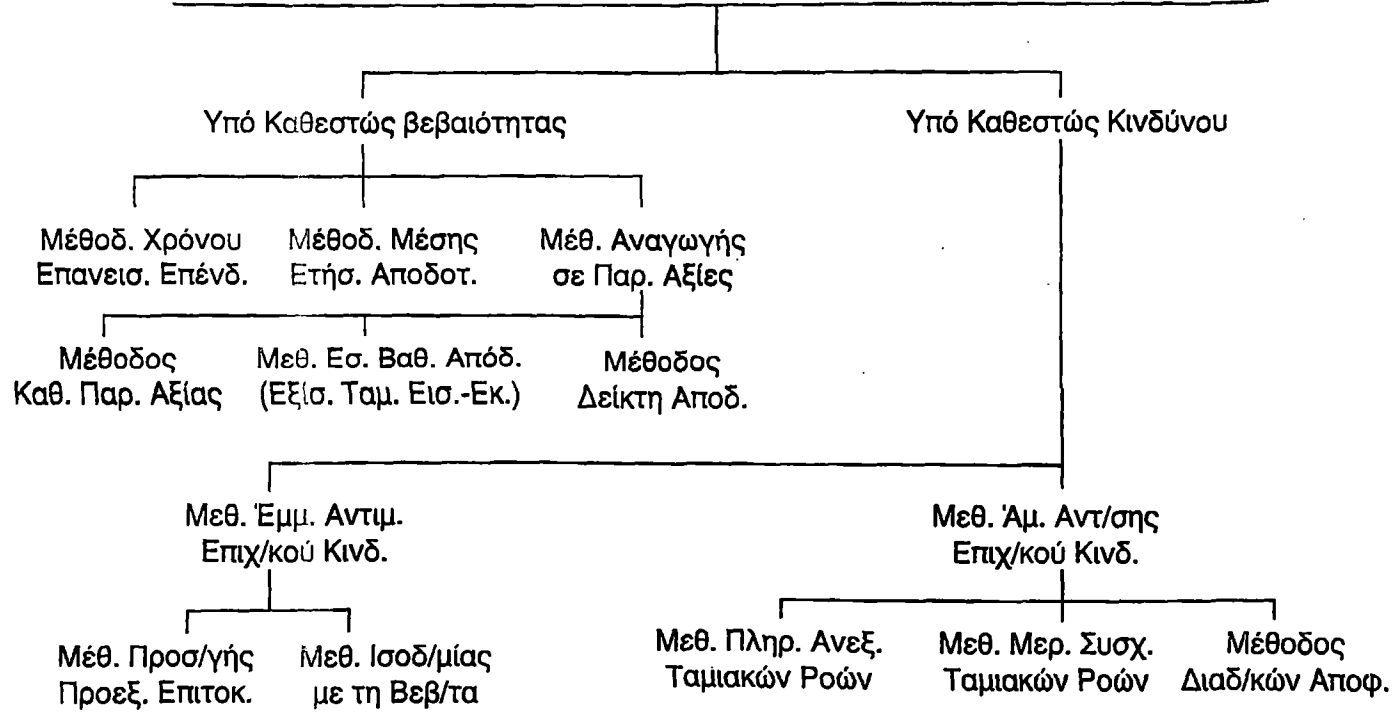
**2 ΠΙΝΑΚΕΣ**

**3 ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑΣ ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΔΕΙΩΝ  
ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ**



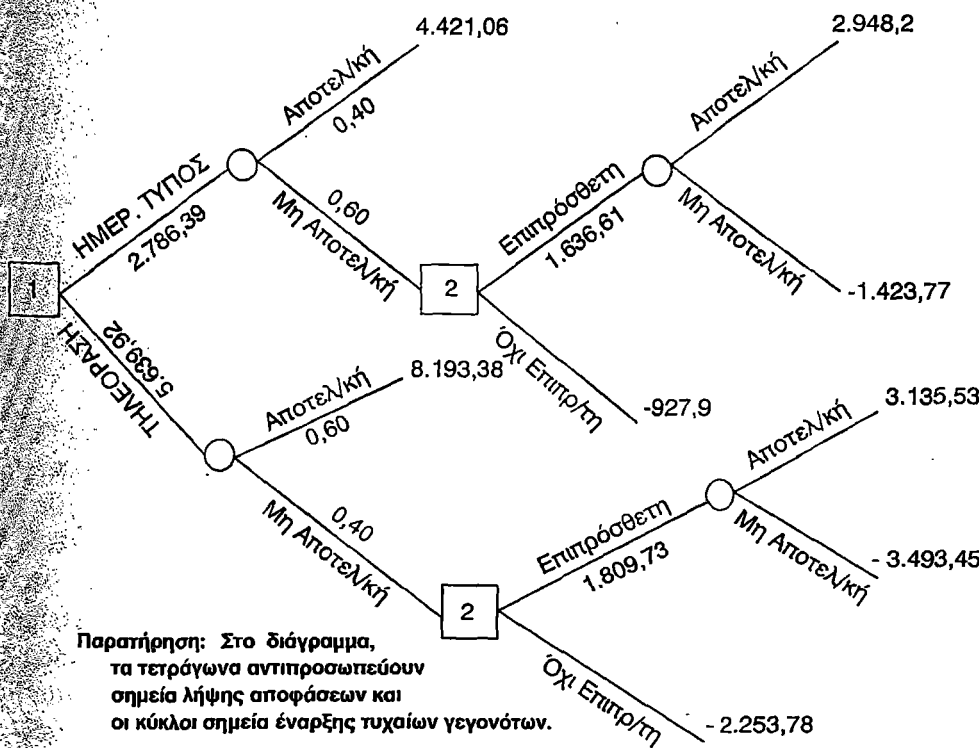
Διάγραμμα 1

**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (ΜΕΤΑΠΟΙΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ)**



Μέρος Πρώτο Κεφάλαιο 2ο

Γραφική απεικόνιση «δένδρου αποφάσεων»



γ. Για την αξιολόγηση των δύο εναλλακτικών προτάσεων διαφήμισης εργαζόμεθα ως ακολούθως:

Εύρεση της καθαρής παρούσας αξίας (μαθηματική ελπίδα) των επιμέρους (Κ.Π.Α.), σε περίπτωση μη αποτελεσματικής αρχικής δαπάνης διαφήμισης μέσου του ημερήσιου τύπου και διενέργειας επιπρόσθετης δαπάνης.

$$\text{Γνωρίζουμε ότι ισχύει ο τύπος: } \overline{\text{Κ.Π.Α.}} = \sum_{j=1}^{\lambda} (\text{Κ.Π.Α.}_j \times P_j) \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \overline{\text{Κ.Π.Α.}} = 2.948,2 \times 0,70 + (-1.423,77) \times 0,30 \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \overline{\text{Κ.Π.Α.}} = 2.063,74 - 427,13 \Rightarrow \overline{\text{Κ.Π.Α.}} = 1.636,61.$$

χολιασμός: Ευρισκόμενος στο στάδιο (2) ο υπεύθυνος για την αξιολόγηση της πρότασης για διαφήμιση μέσου του του ημερήσιου τύπου, θα πρέπει να λάβει την απόφαση για επιπρόσθετη

Ετη	Ε Π Ι Τ ό Κ Ι ο									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
1	0,99010	0,98039	0,97007	0,96154	0,95238	0,94340	0,93458	0,92593	0,91743	0,90909
2	0,98030	0,96117	0,94260	0,92456	0,90703	0,89000	0,87344	0,85734	0,84168	0,82645
3	0,97059	0,94232	0,91514	0,88900	0,86384	0,83962	0,81630	0,79383	0,77218	0,75131
4	0,96098	0,92385	0,88849	0,85480	0,82270	0,79209	0,76290	0,73503	0,70843	0,68301
5	0,95147	0,90573	0,86261	0,82193	0,78353	0,74726	0,71299	0,68058	0,64993	0,62092
6	0,94204	0,88797	0,83748	0,79031	0,74622	0,70496	0,66634	0,63017	0,59627	0,56447
7	0,93272	0,87056	0,81309	0,75992	0,71068	0,66506	0,62275	0,58349	0,54703	0,51316
8	0,92348	0,85349	0,78941	0,73069	0,67684	0,62741	0,58201	0,54027	0,50187	0,46651
9	0,91434	0,83675	0,76642	0,70259	0,64461	0,59190	0,54393	0,50025	0,46043	0,42410
10	0,90529	0,82035	0,74409	0,67556	0,61391	0,55839	0,50835	0,46319	0,42241	0,38554
11	0,89632	0,80426	0,72242	0,64958	0,58468	0,52679	0,47509	0,42888	0,38753	0,35049
12	0,88745	0,78849	0,70138	0,62460	0,55684	0,49697	0,44401	0,39711	0,35553	0,31863
13	0,87866	0,77303	0,68095	0,60057	0,53032	0,46884	0,41496	0,36770	0,32618	0,28966
14	0,86996	0,75787	0,66112	0,57747	0,50507	0,44230	0,38782	0,34046	0,29925	0,26333
15	0,86135	0,74301	0,64186	0,55526	0,48102	0,41726	0,36245	0,31524	0,27454	0,23939
16	0,85282	0,72845	0,62317	0,53391	0,45811	0,39365	0,33873	0,29189	0,25187	0,21763
17	0,84438	0,71416	0,60502	0,51337	0,43630	0,37136	0,31657	0,27027	0,23107	0,19784
18	0,83602	0,70016	0,58739	0,49363	0,41552	0,35034	0,29586	0,25025	0,21199	0,17986
19	0,82774	0,68043	0,57029	0,47464	0,39573	0,33051	0,27651	0,23171	0,19449	0,16351
20	0,81954	0,67297	0,55367	0,45639	0,37689	0,31180	0,25842	0,21455	0,17843	0,14864
21	0,81143	0,65978	0,53755	0,43883	0,35894	0,29415	0,24151	0,19866	0,16370	0,13513
22	0,80340	0,64684	0,52189	0,42195	0,34185	0,27750	0,22571	0,18394	0,15018	0,12285
23	0,79544	0,63414	0,50669	0,40573	0,32557	0,26180	0,21095	0,17031	0,13778	0,11168
24	0,78757	0,62172	0,49193	0,39012	0,31007	0,24698	0,19715	0,15770	0,12640	0,10153
25	0,77977	0,60953	0,47760	0,37512	0,29530	0,23300	0,18425	0,14602	0,11597	0,09230

Έτη	Ε Π Ι Τ Ο Κ Ι Ο									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
1	0,90090	0,89286	0,88496	0,87719	0,86957	0,86207	0,85470	0,84746	0,84034	0,83333
2	0,81162	0,79719	0,78315	0,76947	0,75614	0,74316	0,73051	0,71818	0,70616	0,69444
3	0,73119	0,71178	0,69305	0,67497	0,65752	0,64066	0,62437	0,60863	0,59342	0,57870
4	0,65873	0,63552	0,61332	0,59208	0,57175	0,55229	0,53365	0,51579	0,49867	0,48225
5	0,59345	0,56743	0,54276	0,51937	0,49718	0,47611	0,45611	0,43711	0,41905	0,40188
6	0,53464	0,50663	0,48032	0,45559	0,43233	0,41044	0,38984	0,37043	0,35214	0,33490
7	0,48166	0,45235	0,42506	0,39964	0,37594	0,35383	0,33320	0,31392	0,29592	0,27908
8	0,43393	0,40388	0,37616	0,35056	0,32690	0,30503	0,28487	0,26604	0,24867	0,23257
9	0,39092	0,36061	0,33288	0,30751	0,28426	0,26295	0,24340	0,22546	0,20897	0,19381
10	0,35218	0,32197	0,29459	0,26974	0,24718	0,22668	0,20804	0,19106	0,17560	0,16151
11	0,31728	0,28748	0,26070	0,23662	0,21494	0,19542	0,17781	0,16192	0,14756	0,13459
12	0,28584	0,25667	0,23071	0,20756	0,18691	0,16846	0,15197	0,13722	0,12400	0,11216
13	0,25751	0,22917	0,20416	0,18207	0,16253	0,14523	0,12989	0,11629	0,10420	0,09346
14	0,23199	0,20462	0,18068	0,15971	0,14133	0,12520	0,11102	0,09855	0,87757	0,07789
15	0,20900	0,18270	0,15989	0,14010	0,12289	0,10793	0,09489	0,08352	0,07359	0,06491
16	0,18829	0,16312	0,14150	0,12289	0,10686	0,09304	0,08110	0,07078	0,06184	0,05409
17	0,16963	0,14564	0,12522	0,10780	0,09393	0,08021	0,06932	0,05998	0,05196	0,04507
18	0,15282	0,13004	0,11081	0,09456	0,08080	0,06914	0,05925	0,05083	0,04367	0,03756
19	0,13768	0,11611	0,09806	0,08295	0,07026	0,05961	0,05064	0,04308	0,03669	0,03130
20	0,12403	0,10367	0,08678	0,07276	0,06110	0,05139	0,04328	0,03651	0,03084	0,02608
21	0,11174	0,09256	0,07680	0,06383	0,05313	0,04430	0,03699	0,03094	0,02591	0,02174
22	0,10067	0,08264	0,06796	0,05599	0,04620	0,03819	0,03162	0,02622	0,02178	0,01811
23	0,09069	0,07379	0,06014	0,04911	0,04017	0,03292	0,02702	0,02222	0,01830	0,01509
24	0,08170	0,06588	0,05322	0,04308	0,03493	0,02838	0,02310	0,01883	0,01538	0,01258
25	0,07361	0,05882	0,04710	0,03779	0,03038	0,02447	0,01974	0,01596	0,01292	0,01048

Έτη	Ε Π Ι Τ Ω Κ Ι Ο									
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
1	0,82645	0,81967	0,81301	0,80645	0,80000	0,79365	0,78740	0,78125	0,77519	0,76923
2	0,68301	0,67186	0,66098	0,65036	0,64000	0,62988	0,62000	0,61035	0,60093	0,59172
3	0,56447	0,55071	0,53738	0,52449	0,51200	0,49991	0,48819	0,47684	0,46583	0,45517
4	0,46651	0,45140	0,43690	0,42297	0,40960	0,39675	0,38440	0,37253	0,36111	0,35013
5	0,38554	0,37000	0,35520	0,34111	0,32768	0,31488	0,30268	0,29104	0,27993	0,26993
6	0,31863	0,30328	0,28878	0,27509	0,26214	0,24991	0,23833	0,22737	0,21700	0,20718
7	0,26333	0,24859	0,23478	0,22184	0,20972	0,19834	0,18766	0,17764	0,16822	0,15937
8	0,21763	0,20376	0,19088	0,17891	0,16777	0,15741	0,14776	0,13878	0,13040	0,12259
9	0,17986	0,16702	0,15519	0,14428	0,13422	0,12493	0,11635	0,10842	0,10109	0,09430
10	0,14864	0,13690	0,12617	0,11635	0,10737	0,09915	0,09161	0,08470	0,07836	0,07254
11	0,12285	0,11221	0,10258	0,09383	0,08590	0,07869	0,07214	0,06617	0,06075	0,05580
12	0,10153	0,09198	0,08339	0,07567	0,06872	0,06245	0,05680	0,05170	0,04709	0,04292
13	0,08391	0,07539	0,06780	0,06103	0,05498	0,04957	0,04472	0,04039	0,03650	0,03302
14	0,06934	0,06180	0,05512	0,04921	0,04398	0,03934	0,03522	0,03155	0,02830	0,02540
15	0,05731	0,05065	0,04481	0,03969	0,03518	0,03122	0,02773	0,02465	0,02194	0,01954
16	0,04736	0,04152	0,03643	0,03201	0,02815	0,02478	0,02183	0,01926	0,01700	0,01503
17	0,03914	0,03403	0,02962	0,02581	0,02252	0,01967	0,01719	0,01505	0,01318	0,01156
18	0,03235	0,02789	0,02408	0,02082	0,01801	0,01561	0,01354	0,01175	0,01022	0,00889
19	0,02673	0,02286	0,01958	0,01679	0,01441	0,01239	0,01066	0,00918	0,00792	0,00684
20	0,02209	0,01874	0,01592	0,01354	0,01153	0,00983	0,00839	0,00717	0,00614	0,00526
21	0,01826	0,01536	0,01294	0,01092	0,00922	0,00780	0,00661	0,00561	0,00476	0,00405
22	0,01509	0,01259	0,01052	0,00880	0,00738	0,00619	0,00520	0,00438	0,00369	0,00311
23	0,01247	0,01032	0,00855	0,00710	0,00590	0,00491	0,00410	0,00342	0,00286	0,00239
24	0,01031	0,00846	0,00695	0,00573	0,00472	0,00390	0,00323	0,00267	0,00222	0,00184
25	0,00852	0,00693	0,00565	0,00462	0,00378	0,00310	0,00254	0,00209	0,00172	0,00142

**Πίνακας 2<sup>ος</sup>**  
**Συνάρτηση Κατανομής  $\Phi(Z)$  της  $X = N(0,1)$**

z	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09
0,0	0,5000	0,5040	0,5080	0,5120	0,5160	0,5199	0,5239	0,5279	0,5319	0,5359
0,1	0,5398	0,5438	0,5478	0,5517	0,5557	0,5596	0,5636	0,5675	0,5714	0,5753
0,2	0,5793	0,5832	0,5871	0,5910	0,5948	0,5987	0,6026	0,6064	0,6103	0,6141
0,3	0,6179	0,6217	0,6255	0,6293	0,6331	0,6368	0,6406	0,6443	0,6480	0,6517
0,4	0,6554	0,6591	0,6628	0,6664	0,6700	0,6736	0,6772	0,6808	0,6844	0,6879
0,5	0,6915	0,6950	0,6985	0,7019	0,7054	0,7088	0,7123	0,7157	0,7190	0,7224
0,6	0,7257	0,7290	0,7324	0,7357	0,7389	0,7422	0,7454	0,7486	0,7517	0,7549
0,7	0,7580	0,7611	0,7642	0,7673	0,7704	0,7734	0,7764	0,7794	0,7823	0,7852
0,8	0,7881	0,7910	0,7939	0,7967	0,7995	0,8023	0,8051	0,8078	0,8106	0,8133
0,9	0,8159	0,8186	0,8212	0,8238	0,8264	0,8289	0,8315	0,8340	0,8365	0,8389
1,0	0,8413	0,8438	0,8461	0,8485	0,8508	0,8531	0,8554	0,8577	0,8599	0,8621
1,1	0,8643	0,8665	0,8686	0,8708	0,8729	0,8749	0,8770	0,8790	0,8810	0,8830
1,2	0,8849	0,8869	0,8888	0,8907	0,8925	0,8944	0,8962	0,8980	0,8997	0,9015
1,3	0,9032	0,9049	0,9066	0,9082	0,9099	0,9115	0,9131	0,9147	0,9162	0,9177
1,4	0,9192	0,9207	0,9222	0,9236	0,9251	0,9265	0,9279	0,9292	0,9306	0,9319
1,5	0,9332	0,9345	0,9357	0,9370	0,9382	0,9394	0,9406	0,9418	0,9429	0,9441
1,6	0,9452	0,9463	0,9474	0,9484	0,9495	0,9505	0,9515	0,9525	0,9535	0,9545
1,7	0,9554	0,9564	0,9573	0,9582	0,9591	0,9599	0,9608	0,9616	0,9625	0,9633
1,8	0,9641	0,9649	0,9656	0,9664	0,9671	0,9678	0,9686	0,9693	0,9699	0,9706
1,9	0,9713	0,9716	0,9726	0,9732	0,9738	0,9744	0,9750	0,9756	0,9761	0,9767
2,0	0,9772	0,9779	0,9783	0,9788	0,9793	0,9798	0,9803	0,9808	0,9812	0,9817
2,1	0,9821	0,9826	0,9830	0,9834	0,9838	0,9842	0,9846	0,9850	0,9854	0,9857
2,2	0,9861	0,9864	0,9868	0,9871	0,9875	0,9878	0,9881	0,9884	0,9887	0,9890
2,3	0,9893	0,9896	0,9898	0,9901	0,9904	0,9906	0,9909	0,9911	0,9913	0,9916
2,4	0,9918	0,9920	0,9922	0,9925	0,9927	0,9929	0,9931	0,9932	0,9934	0,9936
2,5	0,9938	0,9940	0,9941	0,9943	0,9945	0,9946	0,9948	0,9949	0,9951	0,9952
2,6	0,9953	0,9955	0,9956	0,9957	0,9959	0,9960	0,9961	0,9962	0,9963	0,9964
2,7	0,9965	0,9966	0,9967	0,9968	0,9969	0,9970	0,9971	0,9972	0,9973	0,9974
2,8	0,9974	0,9975	0,9976	0,9977	0,9977	0,9978	0,9979	0,9979	0,9980	0,9981
2,9	0,9981	0,9982	0,9982	0,9983	0,9984	0,9984	0,9985	0,9985	0,9986	0,9986
<b>z</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
$\Phi(x)$	0,99865	0,99904	0,99931	0,99952	0,99966	0,99976	0,999841	0,999928	0,999968	0,999997

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΕΥΤΕΡΟ**  
**N. 1806/1988 (Φ.Ε.Κ. 207/20-9-1988)**

**«Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια  
 αξιών και άλλες διατάξεις»**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄**

**Εποπτεία**

**Άρθρο 1**

α χρηματιστήρια αξιών εποπτεύει ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας.

Όπου στη νομοθεσία για τα χρηματιστήρια αξιών προβλέπεται αρμοδιότητα του Υπουργού Εμπορίου νοείται αρμοδιότητα του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

Όπου στο νόμο αυτόν προβλέπεται αρμοδιότητα υπουργού, νοείται αντίστοιχα ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας, εκτός αν η συγκεκριμένη διάταξη ορίζει διαφορετικά. Όπου στο νόμο αυτό, αναφέρεται η λέξη χρηματιστήριο, νοείται χρηματιστήριο αξιών.

Με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καταρτίζεται κανονισμός εποπτείας. Με τον κανονισμό αυτόν μπορούν να ανατεθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκτός από τις αρμοδιότητες που της απονέμει η κείμενη νομοθεσία, και άλλοι ορισμοί εποπτείας των χρηματιστηρίων. Επίσης με τον ίδιο κανονισμό μπορούν να ανατεθούν σε όργανα και υπηρεσίες του χρηματιστηρίου αρμοδιότητες από τις αρμοδιότητες που η κείμενη νομοθεσία παρέχει στον Υπουργό. Ο κανονισμός τροποποιείται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τα όργανα εποπτείας δικαιούνται να ελέγχουν τα βιβλία και τα στοιχεία των χρηματιστηρίων, τα μέλη των χρηματιστηρίων και οι επιχειρήσεις των οποίων τα χρεόγραφα έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Τα ελεγχόμενα φυσικά και νομικά πρόσωπα υποχρεούνται να

παρέχουν στα όργανα εποπτείας όλα τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την άσκηση του ελέγχου.

Ο κανονισμός εποπτείας προβλέπει, σε ορισμένες περιπτώσεις, την άσκηση τακτικού ή έκτακτου ελέγχου από ειδικευμένους ελεγκτές και υποχρεώνει τα ελεγχόμενα φυσικά και νομικά πρόσωπα να υποβάλλουν, περιοδικώς ή κατά περίπτωση, στα όργανα της εποπτείας στοιχεία αναγκαία για την άσκηση του ελέγχου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

### Μέλη του Χρηματιστηρίου

#### Άρθρο 2

Τακτικά μέλη του χρηματιστηρίου είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Έκτακτα μέλη του είναι οι αντικριστές. Όπου στο νόμο αυτό αναφέρεται «μέλος του χρηματιστηρίου», νοείται χρηματιστής και χρηματιστηριακή εταιρία.

#### Άρθρο 3

1. Η χρηματιστηριακή εταιρία είναι ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.
2. Το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος δραχμών εβδομήντα εκατομμυρίων που πρέπει να έχουν καταβληθεί ολοσχερώς κατά τη σύστασή της εταιρίας. Το όριο αυτό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
3. Οι μετοχές της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας είναι ονομαστικές. Η μεταβίβασή τους για οποιαδήποτε νομική αιτία, με εξαίρεση την κληρονομική διαδοχή και τη γονική παροχή, χωρίς προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, είναι άκυρη, εκτός αν με τη μεταβίβαση ή και με αυτή, ο αποκτών δεν συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου. Για τη χορήγηση της άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκτιμά την καταλληλότητα του αποκτώντος για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας.
4. Δεν μπορεί να είναι μέτοχος ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας χρηματιστής, αντικρυστής, χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία, προσωπική εταιρία της περίπτωσης V της παραγράφου 3 του άρθρου 12 του ν. 3632/1928 (Φ.Ε.Κ. 137) ή οργανισμός που



ει αποκλειστικό σκοπό τις συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες, συμβατική μεταβίβαση μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας σε πρόσωπο από τα παραπάνω αναφερόμενα είναι άκυρη απέναντι στην εταιρία. Πρόσωπο από τα παραπάνω αναφερόμενα, στο οποίο ριέχονται αιτία θανάτου μετοχές ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας, στερείται το δικαίωμα παράστασης και ψήφου στις γενικές συνελεύσεις μετόχων και το δικαίωμα ελέγχου της εταιρίας.

Τ' εξαίρεση επιτρέπεται στους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους, διλαμβανομένων και των χρηματιστών που έχουν διοριστεί χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι, και στους αντικρουστές να είναι μέτοχοι της εταιρίας που τους έχει διορίσει εκπρόσωπο ή αντικρουστή αντίστοιχα.

#### Άρθρο 4

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας σύμφωνα με τις διατάξεις των ανώνυμων εταιριών, απαιτείται να καταβληθεί προηγουμένως σε ειδικό λογαριασμό, σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, καθώς και να δοθεί άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Για τη χορήγηση της άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, την αξιοπιστία και την πείρα των εκπροσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετόχων που διαθέτουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας. Δεν επιτρέπεται σε τράπεζες να είναι μέτοχοι σε περισσότερες από μία ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες.

Για άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με τις προϋποθέσεις της προηγούμενης παραγράφου, απαιτείται και για τη μετατροπή ανώνυμης εταιρίας σε χρηματιστηριακή.

Για την εγκατάσταση και λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπής χρηματιστηριακής εταιρίας απαιτείται και άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη χορήγηση της οποίας συνεκτιμώνται τα στοιχεία που αναφέρονται στην παράγραφο 1. Για να χορηγηθεί η παραπάνω άδεια, η αλλοδαπή εταιρία πρέπει να αποδεικνύει ότι είναι ήδη μέλος χρηματιστηρίου αξιών της αλλοδαπής και ότι έχει καταθέσει σε ειδικό λογαριασμό, σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, μέχρι να δοθεί η άδεια εγκατάστασης της εταιρίας, ίδια κεφάλαια ύψους ίσου με το προβλεπόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο για τις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες. Η χορήγηση της παραπάνω άδειας τελεί

υπό τον όρο της αμοιβαιότητας. Οι αλλοδαπές χρηματιστηριακές εταιρίες που λειτουργούν στην Ελλάδα υποχρεούνται να συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρίες. Τα παραπάνω αναφερόμενα ίδια κεφάλαιά τους επέχουν θέση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

4. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παύεται μέλος της διοίκησης της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας, αν δε συντρέχει στο πρόσωπό του η κατά την παράγραφο 1 αξιοπιστία. Η αντικατάσταση του μέλους που παύεται γίνεται σύμφωνα με το καταστατικό της εταιρίας και τη νομοθεσία για τις ανώνυμες εταιρίες.
5. Σε περίπτωση που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει ότι συντρέχουν προϋποθέσεις που θα οδηγούσαν σε απόρριψη της αίτησης χορήγησης άδειας σύμφωνα με το δεύτερο εδάφιο της πρώτης παραγράφου, υποβάλλει πρόταση στον Υπουργό, που μπορεί να αποφασίσει να αποφασίσει την άρση της άδειας λειτουργίας της χρηματιστηριακής εταιρίας.

### Άρθρο 5

1. Αν κατά το κλείσιμο του ισολογισμού της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας οι υποχρεώσεις της υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια, η εταιρία υποχρεούται, μέσα στους έξι πρώτους μήνες της επόμενης διαχειριστικής χρήσης, να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο ώστε οι υποχρεώσεις της να μην υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια.
2. Ως «ίδια κεφάλαια» και «υποχρεώσεις» θεωρούνται για την εφαρμογή της διάταξης της προηγούμενης παραγράφου, οι κατηγορίες Α και Γ του υποδείγματος της παραγράφου 4.1.103 του άρθρου 1 του π.δ. 1123/1980 (Φ.Ε.Κ. 283).
3. Αν η εταιρία δεν αυξήσει το κεφάλαιό της, σύμφωνα με την παράγραφο 1, η άδεια λειτουργίας της ανακαλείται, ύστερα από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
4. Οι διατάξεις του άρθρου αυτού ισχύουν αναλόγως και για τις αλλοδαπές χρηματιστηριακές εταιρίες που θα λειτουργούν στην Ελλάδα, σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 4 του νόμου αυτού.

### Άρθρο 6

1. Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία διορίζει εκπροσώπους της, οι οποίοι ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι.

Όπου στην κείμενη νομοθεσία για τα χρηματιστήρια απαιτείται ενέργεια χρηματιστή για τη χρηματιστηριακή συναλλαγή, η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία δεσμεύεται μόνο αν η ενέργεια έγινε από το χρηματιστηριακό της εκπρόσωπο. Στην παραπάνω εκπροσώπηση περιλαμβάνονται και οι διαπραγματεύσεις για τη σύναψη χρηματιστηριακής σύμβασης και η λήψη εντολής για τη σύναψή της. Κατά τα λοιπά, η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία εκπροσωπείται έναντι τρίτων κατά τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρίες.

Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται:

- α. Χρηματιστής, οπότε και αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματός του.
- β. Αυτός που επιτυγχάνει σε ειδικές εξετάσεις που διεξάγονται σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 10, εφ' όσον έχει τα προσόντα διορισμού χρηματιστή που προβλέπονται από την παράγραφο 3 του ίδιου άρθρου.

Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται και ανακαλείται σύμφωνα με τις διατάξεις για την εκπροσώπηση που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας και με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες με την επιφύλαξη των παραγράφων 3, 5 και 6 του άρθρου αυτού. Σύμβαση εργασίας μεταξύ ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας και χρηματιστηριακού εκπροσώπου είναι πάντοτε αόριστου χρόνου.

Ο κατά την παράγραφο 1 διορισμός χρηματιστηριακού εκπροσώπου εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφ' όσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις της παραγράφου 3.

Κατ' εξαίρεση, μέχρις ότου εκδοθεί η υπουργική απόφαση που προβλέπεται στην παράγραφο 2 του άρθρου 10 και πάντως όχι μετά την 31.12.1989, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να εγκρίνει διορισμό χρηματιστηριακού εκπροσώπου, ο οποίος δεν έχει λάβει μέρος στις παραπάνω ειδικές εξετάσεις, εφ' όσον, λόγω του επαγγέλματός του, έχει επαρκή γνώση και πείρα των θεμάτων της κεφαλαιαγοράς και πληρούνται στο πρόσωπό του οι προϋποθέσεις συμμετοχής στις εξετάσεις που προβλέπονται στην παράγραφο 3 του άρθρου 10.

Για τον επαναδιορισμό αυτού του χρηματιστηριακού εκπροσώπου δεν ισχύει ο χρονικός περιορισμός της παραγράφου αυτής.

Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος μιας ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας δεν μπορεί να είναι συγχρόνως και εκπρόσωπος άλλης.

Με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθο-

ρίζεται ο ανώτατος αριθμός των χρηματιστηριακών εκπροσώπων κάθε ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας, οι οποίοι επιτρέπεται να παρίστανται στις δημόσιες συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου και η διαδικασία ενημέρωσης του χρηματιστηρίου για τον διορισμό χρηματιστηριακού εκπροσώπου και ρυθμίζονται τα ειδικά θέματα και οι αναγκαίες λεπτομέρειες για την εφαρμογή του άρθρου αυτού.

9. Η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία μπορεί να ορίζει αντικρουστές, με τις ίδιες προϋποθέσεις και με την ίδια διαδικασία που ορίζονται, σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, οι αντικρουστές των χρηματιστών. Με απόφαση του Υπουργού ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ορίζεται ο ανώτατος αριθμός των αντικρουστών που μπορεί να έχει κάθε μέλος του χρηματιστηρίου. Ο αντικρουστής δεν επιτρέπεται να παρέχει τις υπηρεσίες του σε περισσότερα από ένα μέλη του χρηματιστηρίου συγχρόνως.

### **Άρθρο 7**

1. Όπου στην κείμενη νομοθεσία για τα χρηματιστήρια αξιών γενικώς αναφέρεται η λέξη «χρηματιστής», από την ισχύ του νόμου αυτού νοείται ως χρηματιστής και η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία.
2. Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι υπόκεινται στις ίδιες ποινικές και διοικητικές κυρώσεις με τους χρηματιστές.
3. Διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας που καθιερώνουν ασυμβίβαστο με τα έργα του χρηματιστή εφαρμόζονται αναλόγως και για το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο και την ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία.

### **Άρθρο 8**

1. Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος που προβλέπεται από τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρίες ασκείται στις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες από ορκωτό λογιστή.
2. Καταχωρήσεις που προβλέπονται από το άρθρο 73 του ν. 2190/1920, όπως ισχύει, γίνονται στο μητρώο που γίνονται οι καταχωρίσεις των τραπεζικών εταιριών.

### **Άρθρο 9**

1. Από την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού δνε επιτρέπεται να συσταθεί εταιρία σύμφωνα με τις διατάξεις της περίπτωσης V της παραγράφου 3 του άρθρου 12 του ν. 3632/1928, όπως ισχύουν.

Οι προσωπικές εταιρίες που έχουν ιδρυθεί σύμφωνα με τις διατάξεις της περίπτωσης V της παραγράφου 3 του άρθρου 12 του ν. 3632/1928 και λειτουργούν κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου διέπονται από τις διατάξεις αυτές και υπόκεινται στην εποπτεία που προβλέπεται από το άρθρο 1 του παρόντος νόμου. Οι προσωπικές αυτές εταιρίες διεξάγουν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές που επιτρέπονται σε χρηματιστή.

Χρηματιστής που είναι εταίρος σε προσωπική εταιρία δεν μπορεί να ασκεί αυτοτελώς το επάγγελμα του χρηματιστή και δεν μπορεί να διοριστεί χρηματιστηριακός εκπρόσωπος εκτός αν αποχωρήσει από την προσωπική αυτή εταιρία.

Διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας που καθιερώνουν ασυμβίβαστο με τα έργα του χρηματιστή εφαρμόζονται αναλόγως και για τις προσωπικές εταιρίες του άρθρου αυτού.

### Άρθρο 10

Χρηματιστής διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αυτός που συγκεντρώνει τα προσόντα που προβλέπονται στην παράγραφο 3 του άρθρου αυτού και έχει επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις.

Με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του διοικητικού συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, καθορίζονται ο τρόπος διεξαγωγής των εξετάσεων και η εξεταστέα ύλη και ρυθμίζεται κάθε ειδικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια. Με τις εξετάσεις σκοπείται η ανάδειξη προσώπων που έχουν την απαιτούμενη ικανότητα, εμπειρία και αξιοπιστία για την άσκηση του επαγγέλματος του χρηματιστή.

Αυτός που συμμετέχει στις ειδικές εξετάσεις της παραγράφου 1 πρέπει:

- α) Να έχει ηλικία τουλάχιστον είκοσι πέντε ετών.
- β) Να είναι πτυχιούχος ανώτατου εκπαιδευτικού ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι. Κατ'εξαιρέση, οι κατά την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού εν ενεργεία αντικρυστές μπορούν να μετάσχουν στις εξετάσεις χωρίς να έχουν πτυχίο ανώτατου εκπαιδευτικού ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι., εάν κατά την ημέρα υποβολής της αίτησης για συμμετοχή στις εξετάσεις έχουν ασκήσει επί πέντε τουλάχιστον έτη το επάγγελμα του αντικρυστή.
- γ) Αν υπέχει στρατιωτικές υποχρεώσεις να τις έχει εκπληρώσει ή να έχει απαλλαγεί από αυτές.
- δ) Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα διορισμού σε θέση δημόσιου υπαλλήλου.

- γ) Το είδος και τις κατηγορίες των στοιχείων στα οποία επιτρέπεται να επενδύεται το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
  - δ) Την τιμή των μεριδίων, του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο σύστασής του.
  - ε) Τις προμήθειες και λοιπές αμοιβές που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, καθώς και το τρόπο υπολογισμού αυτών των αμοιβών.
  - στ) Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου στους μεριδιούχους.
  - ζ) Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
  - η) Μνεία της διάρκειας του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία μπορεί να είναι ορισμένου ή αορίστου χρόνου.
2. Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας τροποποιείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, από κοινού, σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 23 παράγραφοι 2 και 3 του ν. 1969/1991.

### **Άρθρο 9**

#### *Ενημερωτικό δελτίο, εκθέσεις και καταστάσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου*

1. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, το οποίο περιέχει υποχρεωτικά τα παρακάτω στοιχεία:
- α) Τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και το επενδυτικό του πρόγραμμα.
  - β) Την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου και παρουσίαση της επενδυτικής πολιτικής του, του τρόπου διάθεσης των μεριδίων του και των σημείων διάθεσης και εξαγοράς τους και απολογιστικά οικονομικά στοιχεία του αμοιβαίου κεφαλαίου.
  - γ) Το περιεχόμενο της ανακοίνωσης της αρμόδιας αρχής για τη σύσταση και την έγκριση του καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπου αναγράφεται η επωνυμία και ο αριθμός μητρώου αυτής της εταιρίας.

- ι) Σύντομη εξειδίκευση του φορολογικού καθεστώτος που διέπει το αμοιβαίο κεφάλαιο.
  - κ) Την ταυτότητα των προσώπων που είναι αρμόδια για τον έλεγχο των εκθέσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου και του ορκωτού εκτιμητή του άρθρου 6 παρ. 8 του παρόντος νόμου.
  - λ) Τη νομική φύση του δικαιώματος που αντιπροσωπεύει το μερίδιο.
  - μ) Την έδρα, διεύθυνση, ημερομηνία σύστασης και διάρκεια, τα ίδια κεφάλαια και το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς και την ταυτότητα και τα καθήκοντα των μελών των οργάνων διοίκησης, διεύθυνσης και εποπτείας και μνεία των κυριότερων δραστηριοτήτων που ασκούν αυτά τα πρόσωπα, εκτός εταιρίας, εφ' όσον αυτές οι δραστηριότητες έχουν σημασία για αυτή.
  - ν) Την ταυτότητα των μελών της Επενδυτικής Επιτροπής της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
  - ξ) Τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ.
    - α) Τη νομική μορφή, επωνυμία και έδρα του Θεματοφύλακα.
    - β) Την επωνυμία και ιδιότητα εξωτερικού συμβούλου επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και, εφ' όσον η αμοιβή του καταβάλλεται από το αμοιβαίο κεφάλαιο, τα κύρια σημεία της σύμβασης μεταξύ αυτού και της εταιρίας, με εξαίρεση τα στοιχεία που αφορούν την αμοιβή του.
    - γ) Κάθε άλλο αναγκαίο για τον επενδυτή στοιχείο, που θα του επιτρέψει να λάβει πλήρη και τεκμηριωμένη γνώμη για την επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο.
- Στο ενημερωτικό δελτίο προσαρτώνται η τελευταία ετήσια ή εξαμηνιαία έκθεση ή έκθεση του λογιστικού τους ελέγχου και του εκτιμητή του άρθρου 6 παρ. 8 του παρόντος νόμου.
- Εάν το αμοιβαίο κεφάλαιο διαθέτει μερίδια σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει να αναγράφονται πληροφορίες για τα μέτρα που λαμβάνονται σε αυτό το κράτος, ώστε να διενεργούνται οι πληρωμές στους μεριδιούχους, η εξαγορά, η εξόφληση των μεριδίων και οι δημοσιεύσεις που αφορούν το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, στο οποίο περιέχονται υποχρεωτικά τα παρακάτω στοιχεία:

### A. ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

1. Επενδυτικοί στόχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου.
2. Τόπος όπου θεωρείται ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει την έδρα του.
3. Αναφορά για ποιον επενδυτή έχει σχεδιαστεί το αμοιβαίο κεφάλαιο.
4. Ενημέρωση για τον επενδυτικό κίνδυνο.
5. Περιγραφή του φορολογικού συστήματος του αμοιβαίου κεφαλαίου.
6. Κόστος και δαπάνες που βαρύνουν τον επενδυτή στο αμοιβαίο κεφάλαιο.
7. Συχνότητα δημοσίευσης τιμής των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

### B. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

1. Λεπτομερής ανάλυση για τον τρόπο και τόπο διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων και ρυθμίσεις πληρωμών προς τους μεριδιούχους.
2. Κανόνες αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
3. Λεπτομέρειες για τις περιοδικές εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου.

### Γ. ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

#### α) Αμοιβαίο Κεφάλαιο

1. Ημερομηνία έναρξης λειτουργίας.
2. Κανονισμός αμοιβαίου κεφαλαίου ή τόπος όπου είναι δυνατόν να τον προμηθευτεί ο επενδυτής.
3. Ημερομηνίες λογιστικών καταστάσεων.
4. Ορκωτοί ελεγκτές.
5. Θεματοφύλακας και υπο - θεματοφύλακας.

#### β) Α.Ε.Δ.Α.Κ.

1. Επωνυμία, διεύθυνση.
  2. Ημερομηνία σύστασης.
  3. Άλλα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται.
  4. Λεπτομερείς πληροφορίες για μέλη διοικητικού συμβουλίου και για ανώτερα στελέχη.
  5. Ύψος μετοχικού κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων.
3. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, μπορεί να ορίζονται επιπλέον στοιχεία,



τα οποία περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο ή στο απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.

4. Εντός δύο (2) μηνών από το πέρας κάθε ημερολογιακού εξαμήνου ή από το πέρας κάθε διαχειριστικού έτους, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει, αντίστοιχα, εξαμηνιαία και ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, το περιεχόμενο των οποίων καθορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η πρώτη ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να καλύπτει διάστημα μεγαλύτερο του ημερολογιακού έτους ώστε η ημερομηνία κατάρτισής της να συμπέσει με το πέρας της πρώτης διαχειριστικής χρήσης. Εάν το πέρας του πρώτου ημερολογιακού εξαμήνου του έτους κατά το οποίο συστάθηκε το αμοιβαίο κεφάλαιο απέχει λιγότερο από τρεις (3) μήνες από την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου, επιτρέπεται να παραληφθεί, για το εξάμηνο αυτό, η κατάρτιση της εξαμηνιαίας έκθεσης. Στις περιπτώσεις των δύο προηγούμενων εδαφίων δεν επιτρέπεται η εξαγορά μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου μέχρι τη δημοσίευση ετήσιας ή εξαμηνιαίας έκθεσης. Η ετήσια και η εξαμηνιαία έκθεση ελέγχονται από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την έκθεση του ορκωτού εκτιμητή ως προς την εκτίμηση της αξίας των ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
5. Αν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. διαχειρίζεται και αμοιβαία κεφάλαια του ν. 1989/1991, στο ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, στο απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και τις ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις γίνεται υποχρεωτικά σχετική αναφορά. Επιτρέπεται η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου ή απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου, καθώς και ετήσιας ή εξαμηνιαίας έκθεσης, που θα περιλαμβάνουν το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ., εφ' όσον στα δελτία ή τις εκθέσεις περιέχεται το σύνολο των στοιχείων που απαιτούνται για κάθε τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου και αυτά τα στοιχεία εξειδικεύονται χωριστά για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.
6. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου καταρτίζει εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Κατ' εξαίρεση, εφ' όσον η πρώτη κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, κατ' εφαρμογή του άρθρου 5 παρ. 4 του παρόντος νόμου, καταρτιστεί με ημερομηνία που δεν θα συμπίπτει με το πέρας ημερολογιακού εξαμήνου, η δεύτερη κατάσταση επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να συνταχθεί στο τέλος του αμέσως επόμενου ημερολογιακού εξαμήνου, εφ' όσον, από την ημερομηνία

κατάρτισης της πρώτης κατάστασης μέχρι την ημερομηνία της δεύτερης μεσολαβεί διάστημα μικρότερο των εννέα (9) μηνών. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιλαμβάνει ως προς τα ακίνητα, την περιγραφή του καθενός από αυτά, το σκοπό για τον οποίο προορίζεται να χρησιμοποιηθεί, την εμπορική του αξία, σε σχέση με την αντικειμενική του αξία, εφ' όσον αυτή έχει ορισθεί, καθώς και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο κρίνεται χρήσιμο για την αξιολόγηση των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ως προς τα δικαιώματα επικαρπίας ή ψιλής κυριότητας ακινήτων, όπως και ως προς τα δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου, η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων περιέχει υποχρεωτική περιγραφή του δικαιώματος, την πραγματική αξία του, σε σχέση με την πραγματική και την αντικειμενική αξία του ακινήτου στο οποίο αναφέρεται, καθώς και οποιοδήποτε άλλο πρόσφορο στοιχείο για την αξιολόγηση των συγκεκριμένων επενδύσεων. Στην κατάσταση αυτή γίνεται αναφορά στα ακίνητα των δύο τελευταίων εδαφίων της παρ. 3 του άρθρου 6, του παρόντος νόμου και κυρίως στις προοπτικές χρησιμοποίησής τους ως χωριστά ακίνητα. Η αξία των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου προσδιορίζεται με βάση τα οριζόμενα στο άρθρο 6 παράγραφοι 7 και 9 του παρόντος νόμου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί, με απόφασή της, να καθορίζει το ειδικότερο περιεχόμενο της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων ελέγχεται από ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος δεσμεύεται από την έκθεση του ορκωτού εκτιμητή ως προς την εκτίμηση της αξίας των ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Το ενημερωτικό δελτίο, το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο, οι ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, όπως και οι εξαμηνιαίες καταστάσεις επενδύσεων, υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τίθενται στην διάθεση του κοινού στα σημεία διάθεσης των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Κάθε διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας που περιέχει άμεσα ή έμμεσα πρόσκληση προς διάθεση μεριδίων, πρέπει να αναφέρει τον τόπο στον οποίο διατίθεται στο κοινό το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και την ένδειξη ότι η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας δεν έχει εγγυημένη απόδοση.
8. Η καθαρή αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, όπως προσδιορίζεται με βάση τις παραγράφους 7 έως 9 και 11 του άρθρου 6 του παρόντος νόμου, ο αριθμός των μεριδίων του,

η αξία του μεριδίου, η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς του, υπολογίζονται κάθε εργάσιμη ημέρα και δημοσιεύονται σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες οικονομικές και μία ημερήσια πολιτική εφημερίδα της αμέσως επόμενης ημέρας με μέριμνα της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

9. Οι δαπάνες δημοσιεύσεων που δεν είναι υποχρεωτικές από το νόμο ή από απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, βαρύνουν την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

### **Άρθρο 10**

#### *Διαχειριστική χρήση*

Η διαχειριστική χρήση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος. Ειδικά η πρώτη διαχειριστική χρήση, μπορεί να υπερβεί το ημερολογιακό έτος και να επεκταθεί μέχρι το πέρας του αμέσως επόμενου από τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου έτους.

### **Άρθρο 11**

#### *Μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου*

1. Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου, ακίνητης περιουσίας διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Η αρχική αξία των μεριδίων πρέπει να είναι τουλάχιστον πέντε εκατομμυρίων (5.000.000) δραχμών.
2. Τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας είναι άυλα. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο καταχωρείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων. Όλες οι εγγραφές στο μητρώο αυτό γίνονται και παρακολουθούνται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οι καταχωρήσεις στο μητρώο μεριδιούχων περιλαμβάνουν υποχρεωτικά τα στοιχεία του άρθρου 19 παρ. 3 του ν. 1969/1991. Ο μεριδιούχος λαμβάνει βεβαίωση συμμετοχής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο, εφ' όσον ζητήσει αυτή. Η βεβαίωση συμμετοχής του προηγούμενου εδαφίου δεν είναι αξιόγραφο και έχει αποδεικτική ισχύ.
3. Οι διατάξεις του ν. 5638/1932 «περί καταθέσεως εις κοινόν λογαριασμόν» εφαρμόζονται ανάλογα και στα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας.
4. Για τη μεταβίβαση των μεριδίων εφαρμόζεται η παρ. 5 του άρθρου 19 του ν. 1969/1991. Η ενεχυρίαση των μεριδίων διενεργείται με τους κανόνες της παρ. 7 του άρθρου 19 του ν. 1969/1991.
5. Η διάθεση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιου-

σίας πραγματοποιείται με τους όρους των άρθρων 20 και 21 του ν. 1969/1991, που εφαρμόζονται ανάλογα. Επιτρέπεται το αντίτιμο της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο να καταβληθεί με τη μορφή ακίνητης περιουσίας, κατά την έννοια του άρθρου 6 παρ. 2 του παρόντος νόμου, εφ' όσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεχθεί αυτή την καταβολή. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για να δεχθεί την καταβολή του προηγούμενου εδαφίου εξετάζει και κατά πόσο το συγκεκριμένο ακίνητο ανταποκρίνεται στους όρους που έχει θέσει το επενδυτικό σχέδιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η καταβολή το αντίτιμου με εισφορά ακινήτου στο αμοιβαίο κεφάλαιο προϋποθέτει την προηγούμενη αποτίμησή του, με τους όρους του άρθρου 6 παράγραφοι 7 έως και 9 του παρόντος νόμου.

6. Εφ' όσον το αντίτιμο της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας καταβληθεί με εισφορά ακινήτου, με τους όρους της προηγούμενης παραγράφου, ο μεριδιούχος που εισέφερε αυτό δεν δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του για πέντε (5) έτη από την ημερομηνία της αποδοχής της αίτησης συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

## Άρθρο 12

### *Εξαγορά μεριδίων*

1. Η εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, εφ' όσον ζητηθεί από μεριδιούχο, είναι υποχρεωτική για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προϋποθέτει την υποβολή γραπτής αίτησης προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σύμφωνα με τους όρους που καθορίζονται στον κανονισμό. Η αίτηση εξαγοράς των μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας μπορεί να υποβληθεί οποτεδήποτε. Σε καμία περίπτωση δεν επιτρέπεται η εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου, πριν από την κατάρτιση της κατάστασης επενδύσεων που προβλέπεται στο άρθρο 5 παρ. 4 του παρόντος νόμου.
2. Τα μερίδια εξαγοράζονται στη τιμή εξαγοράς μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης για την εξαγορά. Η τιμή εξαγοράς προσδιορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 6 παράγραφοι 8 έως και 12 του παρόντος νόμου, με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας. Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται σε μετρητά, εντός δεκαπέντε (15) ημερολογιακών ημερών, από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης.
3. Για την αναστολή εξαγοράς των μεριδίων εφαρμόζεται ανάλογα η παρ. 4 του άρθρου 25 του ν. 1969/1991.

**Άρθρο 13***Δάνεια, πιστώσεις και εγγυήσεις*

1. Επιτρέπεται η σύναψη δανείων για λογαριασμό αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και η παροχή πιστώσεων σε αυτό για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνουν το ένα τρίτο (1/3) του συνόλου των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ακίνητη περιουσία. Τα δάνεια συνάπτονται και οι πιστώσεις παρέχονται από πιστωτικό ίδρυμα. Τα δάνεια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ή για την ικανοποίηση αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι πιστώσεις μπορούν να δίδονται μόνο για την αξιοποίηση ακινήτων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το σύνολο των δανείων, που θα λαμβάνονται και των πιστώσεων που θα δίδονται για την αποπεράτωση ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το ποσό που θα αναγράφεται στο πρόγραμμα της παρ. 2 περίπτωση β' του άρθρου 6 του παρόντος νόμου.
2. Για την εξασφάλιση των δανείων και πιστώσεων της προηγούμενης παραγράφου επιτρέπεται να συνιστώνται βάρη επί των κινητών ή ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
3. Το άρθρο 31α του ν. 1969/1991 εφαρμόζεται αναλόγως στις περιπτώσεις των προηγούμενων παραγράφων.

**Άρθρο 14***Η διανομή των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου*

1. Με την επιφύλαξη της επόμενης παραγράφου, οι κάθε είδους πρόσοδοι του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας διανέμονται στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης σύμφωνα με τα οριζόμενα στον κανονισμό του, αφού προηγηθεί η αφαίρεση των δαπανών που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο.
2. Η διανομή των κερδών από την πώληση κινητών αξιών διενεργείται μόνο εφ' όσον αυτά τα κέρδη δεν εξουδετερώνονται από ενδεχόμενες κεφαλαιακές ζημιές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν μέχρι το τέλος της χρήσης.

### **Άρθρο 15**

#### *Απαγόρευση μεταβίβασης ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου σε συγκεκριμένα πρόσωπα*

Απαγορεύεται η μεταβίβαση ακινήτων του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας σε ιδρυτές, μετόχους, μέλη του διοικητικού συμβουλίου, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή αγχιστείας.

### **Άρθρο 16**

#### *Συνέλευση των μεριδιούχων - Διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου*

1. Οι διατάξεις του άρθρου 45 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται και στα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας. Για την εφαρμογή της παραγράφου 2 αυτού του άρθρου, το χρονικό διάστημα των τριμήνων, με βάση το οποίο υπολογίζεται η περίοδος αναφοράς, ορίζεται σε εξάμηνο.
2. Σε περίπτωση διάλυσης του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας, εκτός από την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή που προβλέπεται στην παρ. 3 του άρθρου 45 του ν. 1969/1991, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, για τα ακίνητα του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή.

### **Άρθρο 17**

#### *Συγχώνευση αμοιβαίων κεφαλαίων*

1. Επιτρέπεται η συγχώνευση αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας με τους όρους που ορίζονται στις διατάξεις του άρθρου 45α του ν. 1969/1991, που εφαρμόζονται ανάλογα.
2. Σε περίπτωση συγχώνευσης αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας, συντάσσεται και έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών, ως προς τα ακίνητα των αμοιβαίων κεφαλαίων, που δεσμεύει τον ορκωτό ελεγκτή.
3. Η αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που μετέχουν στη συγχώνευση, μπορεί να αποφασιστεί και να ισχύσει για το διάστημα από την ημερομηνία λήψης της απόφασης για τη συγχώνευση μέχρι το πέρας της διαδικασίας της συγχώνευσης.

**Άρθρο 18***Ευθύνη και παραίτηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα*

1. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας οφείλουν να ενεργούν, κατά την άσκηση των καθηκόντων, τους, κατά τρόπο ανεξάρτητο μεταξύ τους και αποκλειστικά προς το συμφέρον των μεριδιούχων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με απόφαση της, ορίζει τον τρόπο και τις ειδικότερες υποχρεώσεις για τη διασφάλιση της τήρησης των όρων του προηγούμενου εδαφίου.
2. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας ευθύνονται έναντι των μεριδιούχων και μεταξύ τους, για κάθε αμέλεια, ως προς την εκτέλεση των καθηκόντων τους.
3. Η διατάξη του άρθρου 29 του ν. 1969/1991 έχει εφαρμογή και για την παραίτηση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. από τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου.
4. Σε περίπτωση παραίτησης του Θεματοφύλακα από τα καθήκοντα του, εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθρου 31 του ν. 1969/1991.

**Άρθρο 19***Εποπτεία - Κυρώσεις*

1. Οι διατάξεις των άρθρων 46, 47 και 49δ, 49στ του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται ανάλογα. Όπου σε αυτές γίνεται αναφορά, σε άλλες διατάξεις του ν. 1969/1991 νοούνται οι αντίστοιχες διατάξεις του παρόντος νόμου. Επίσης, όπου γίνεται αναφορά σε αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς νοούνται οι αντίστοιχες αποφάσεις της Επιτροπής που προβλέπονται στον παρόντα νόμο.
2. Οι διατάξεις του άρθρου 15 του ν. 1969/1991 εφαρμόζονται ανάλογα και στις Α.Ε.Δ.Α.Κ.

**Άρθρο 20***Φορολογία αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων*

1. Η διάθεση και εξαγορά των μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και η διάλυσή του, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτου από το αμοιβαίο κεφάλαιο, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση

- υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς το αμοιβαίο κεφάλαιο απαλλάσσονται κατά ποσοστό είκοσι τοις εκατό (20%) από του εκάστοτε ισχύοντος φόρου μεταβίβασης ακινήτων.
2. Η φορολόγηση των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου ακινήτων γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 48 παράγραφοι 2 και 3 του ν. 1969/1991 όπως ισχύει. Με την φορολογία αυτήν εξαντλείται κάθε φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του.
  3. Δεν οφείλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας του άρθρου 24 του ν. 2459/1997 (Φ.Ε.Κ. 17 Α' /18-2-1997) για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
  4. Η πρόσθετη αξία, που προκύπτει από την εξαγορά μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας σε τιμή ανώτερη από την τιμή κτήσης τους από τον μεριδιούχο, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων.
- .....

#### **Άρθρο 54**

Η ισχύς του νόμου αυτού αρχίζει από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στις επιμέρους διατάξεις του.

Παραγγέλομε τη δημοσίευση του παρόντος στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και την εκτέλεσή του ως Νόμου του Κράτους.

Αθήνα, 29 Δεκεμβρίου 1999