

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ
ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ ΓΑΒΡΙΛΑΚΗΣ

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ:
ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ ΣΑΒΟΥΪΔΑΚΗΣ Α.Μ. 4981
ΑΝΤΩΝΙΑ ΤΑΜΠΑΚΑΚΗ Α.Μ. 5807**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Επενδυτικές Αποφάσεις υπό συνθήκες βεβαιότητας

1.1 Εισαγωγή

Με τον όρο «επένδυση» δεχόμαστε ότι εννοούμε τόσο την απόφαση για επένδυση, όσο και το κεφάλαιο που θα έχει επενδυθεί. Ισοδυναμεί με τη στέρηση μιας βέβαιης σημερινής απολαβής σε αντάλλαγμα μιας μελλοντικής αποδόσεως. Επομένως, η επενδυτική απόφαση είναι ένας διαχρονικός κερδοσκοπικός μηχανισμός, που περιέχει κάποιο βαθμό κινδύνου¹.

Στο πρώτο κεφάλαιο θα επιχειρηθεί μία σύντομη ανάλυση του τι συμβαίνει σε μία επιχείρηση όταν αποφασίζει να πραγματοποιήσει μία επένδυση σε «καθεστώς βεβαιότητας», όταν δηλαδή γνωρίζει με βεβαιότητα τι πρόκειται να συμβεί στην επένδυσή της, ποιες θα είναι οι εισροές και ποιες οι εκροές που συνδέονται με αυτήν. Με την έννοια αυτή η λήψη αποφάσεων υπό συνθήκες βεβαιότητας είναι μία διαδικασία που προωθεί μία απλοποιημένη εκδοχή της πραγματικότητας και στοχεύει κυρίως στην κατάκτηση της έννοιας της χρονικής αξίας του χρήματος και της έννοιας των χρηματοοικονομικών ροών, έννοιες οι οποίες θα αναλυθούν παρακάτω. Επίσης, στο ίδιο κεφάλαιο θα εξεταστούν θεωρητικά η διαδικασία κατά την οποία οι επιχειρήσεις λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις καθώς και οι κυριότερες εξ' αυτών.

1.2 Το Θεωρητικό Υπόβαθρο της Διαδικασίας Λήψεως Αποφάσεων και η Χρονική Αξία του Χρήματος

1.2.1. Η διαδικασία λήψεως χρηματοδοτικών αποφάσεων

Όλες οι αποφάσεις στηρίζονται στη λογική της σύγκρισης εναλλακτικών καταστάσεων, των οποίων η αποτίμηση γίνεται με την «αξιακή μέθοδο». Ως αξιακή μέθοδος νοείται η διαδικασία διαμόρφωσης της αξίας μέσω του συστήματος των τιμών. Έτσι διαμορφώνεται το ευρύτερο πλαίσιο στο οποίο λαμβάνονται αποφάσεις. Η διαδικασία αυτή προκύπτει από τη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς, μπορεί όμως, με

¹ Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1985, σελ.252

ορισμένες προσαρμογές, να εφαρμοστεί και σε συστήματα αποφάσεων τα οποία δε στηρίζονται αποκλειστικά στις αρχές λειτουργίας της αγοράς. Ακόμα και το Δημόσιο μπορεί να χρησιμοποιήσει ανάλογα συστήματα κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.² Για παράδειγμα, έστω ότι μία ιδιωτική εταιρία θέλει να επενδύσει στη κατασκευή μονάδας παραγωγής ενέργειας σε μία συγκεκριμένη περιοχή. Στην ελεύθερη οικονομία θα βρει όλες τις σχετικές πληροφορίες (νομική βάση, κόστος εγκατάστασης και υλικών, μισθοί, κτλ) που χρειάζεται προκειμένου να πάρει ή όχι την απόφαση για τη συγκεκριμένη επένδυση. Οι ίδιες αυτές πληροφορίες, με σχετικές προσαρμογές, θα πρέπει να αξιοποιηθούν και απ' το Δημόσιο σε περίπτωση ανάλογου ενδεχόμενου, παρόλο που οι αντικειμενικοί στόχοι του (κέρδος ως κοινωνική ευημερία) είναι διαφορετικοί από αυτούς της ιδιωτικής εταιρίας. Έτσι, βλέπουμε ότι οι βασικές τεχνικές λήψης επενδυτικών αποφάσεων έχουν γενικότερη χρήση και αφορούν κυρίως επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

Με δεδομένη την ύπαρξη της αξιακής μεθόδου απαιτούνται τρεις προϋποθέσεις προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις. Η ανυπαρξία μίας από αυτές ή η μη τήρησή τους οδηγεί στην αδυναμία λήψης αποφάσεων. Με λίγα λόγια πρέπει:

- Να υπάρχει ένα κέντρο αποφάσεων
- Να υπάρχουν εναλλακτικές καταστάσεις σύγκρισης
- Να υπάρχει ένας στόχος που πρέπει να επιτευχθεί

Θεωρείται δεδομένο ότι ο κύριος στόχος για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων είναι η μεγιστοποίηση του οφέλους του επενδυτή. Ακόμα και όταν δεν ταυτίζεται ως πρόσωπο ο κάτοχος των πόρων που διατίθενται για επένδυση (π.χ. μέτοχοι) με τον διαχειριστή των πόρων αυτών, υποθέτουμε ότι η μεγιστοποίηση του οφέλους του διαχειριστή οδηγεί σε μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων³.

Δύο ακόμα σημαντικά ζητήματα που προκύπτουν, όσον αφορά τη διαδικασία που τηρείται για τη λήψη αποφάσεων, είναι ο ρόλος του κέρδους και του χρόνου. Κάθε στοιχείο κεφαλαίου αποτιμάται με βάση τα κέρδη και τις ζημιές που προκαλεί στους κατόχους του. Αυτό γίνεται με την πάροδο του χρόνου η διάσταση του οποίου εισάγεται στην ανάλυση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων.³

² Π.Ε. Πετράκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Α', Αθήνα 2002, σελ.26

³ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π.,σελ.27

1.2.2. Το δίλλημα «κατανάλωση ή επένδυση» – χρονική αξία χρήματος

Το κρίσιμο ερώτημα που συγκεντρώνει την προσοχή όλων και καλείται να απαντηθεί, είναι αν θα πρέπει κάποιος να δεσμεύει πόρους σε επενδυτικές χρήσεις και τι μέγεθος θα πρέπει να έχουν οι πόροι αυτοί. Υποθέτουμε ότι οι επενδυτικές αποφάσεις αυτές αφορούν μία περίοδο. Οι πόροι που δεσμεύονται σήμερα, στην έναρξη της περιόδου, θα επιστρέψουν πίσω μία ποσότητα πόρων στο τέλος της περιόδου αυτής. Επίσης υποθέτουμε ότι όλα είναι γνωστά και χωρίς κίνδυνο και ακόμα, δεν υπάρχει αγορά κεφαλαίου αλλά μόνο φυσικές επενδύσεις. Είναι λογικό, λοιπόν, ότι όταν οι διαχειριστές μιας επιχείρησης αποφασίζουν να επενδύσουν ένα μέρος από τα έσοδα της επιχείρησης (αδιανέμητα κέρδη), στερούν αυτό το ποσό από τα σημερινά κέρδη τους (μερίσματα τακτικά και έκτακτα) άρα και από την κατανάλωση τους, στοχεύοντας στην αύξηση των μελλοντικών τους κερδών. Κατά συνέπεια, για να έχει λογική η απόφαση αυτή θα πρέπει η μελλοντική κατανάλωση να είναι μεγαλύτερη απ' αυτή που στερούνται οι μέτοχοι σήμερα.

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις συμπεραίνουμε πως είναι αναγκαίο ένα κριτήριο που να μπορεί να λειτουργήσει σαν ένδειξη ότι οι πόροι που θα δεσμευτούν θα αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη. Εφόσον μπορούμε να αποτιμήσουμε τη σημερινή κατανάλωση και την προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσης με τις ίδιες μονάδες μέτρησης, το ζητούμενο είναι πόσες μονάδες μελλοντικής κατανάλωσης ζητούμε για να είμαστε διατεθειμένοι να στερηθούμε μία σημερινή. Ουσιαστικά δηλαδή το κριτήριο αυτό θα πρέπει να ορίζει μία «σχέση ανταλλαγής» μεταξύ της παρούσας και της μελλοντικής μονάδας κατανάλωσης.

Έστω λοιπόν ότι για να στερηθούμε μία μονάδα κατανάλωσης σήμερα πρέπει να ωφεληθούμε 1,20 μονάδες στο μέλλον.

Συνεπώς: $(1,20/1,00) - 1 = 0,20$ ή 20%

Στο συγκεκριμένο παράδειγμα το κριτήριο λήψης επενδυτικών αποφάσεων είναι το 20%, με την έννοια ότι είμαστε διατεθειμένοι να αναλάβουμε τις επενδύσεις με απόδοση 20%⁴.

Πολλοί επενδυτές καταφεύγουν στην αποταμίευση, ως μια μορφή επένδυσης, προσδοκώντας στη μεταβολή της αξίας του χρήματος στο μέλλον. Η διαχρονική αξία του χρήματος καθορίζεται με τη χρησιμοποίηση επιτοκίων, η οποία είναι συνήθως διαδικασία λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων σε θέματα οικονομικής, λογιστικής και χρηματοοικονομικής φύσης. Σχέδια μελλοντικής καταναλώσεως είναι

⁴ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π.,σελ.32

προτιμότερα από τα παρόντα, καθώς τα τρέχοντα σχέδια βασίζονται στην τρέχουσα κατανομή του εισοδήματος, άρα αποταμιεύοντας σήμερα επιτυγχάνουμε ανακατανομή των μελλοντικών εισοδημάτων μας, περισσότερο σύμφωνη με τις προτιμήσεις μας⁵. Βασιζόμενοι στην προϋπόθεση της βεβαιότητας, δηλαδή της πλήρους γνώσης των γεγονότων του μέλλοντος, γνωρίζουμε με βεβαιότητα από πριν ότι τα εισοδήματά μας θα διακυμανθούν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

1.2.3. Ανάπτυξη, μεγέθυνση και παραγωγικότητα

Υπάρχει πολύ μεγάλη σχέση μεταξύ των επιχειρηματικών αποφάσεων, και ειδικότερα των επενδυτικών επιχειρηματικών αποφάσεων, και της διαδικασίας ανάπτυξης και μεγέθυνσης της οικονομίας. Η βάση της σχέσης αυτής βρίσκεται στο γεγονός ότι οι επενδύσεις δημιουργούν απόδοση η οποία ουσιαστικά αυξάνει τον πλούτο της οικονομίας. Κατά συνέπεια οι επενδυτικές αποφάσεις, και ιδιαίτερα οι επιχειρηματικές, και η μεγέθυνση των επιχειρήσεων και του επιχειρηματικού τομέα γενικότερα, συνδέονται άμεσα με τη διαδικασία μεγέθυνσης μιας οικονομίας και τη διεύρυνση του πλούτου της⁶.

Η μεγέθυνση των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται πάντα με αύξηση των κεφαλαίων που απασχολούν και συνοδεύεται ενίοτε από ποσοτική αύξηση των προϊόντων που παράγουν ή από επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε νέα προϊόντα. Οι επιλογές των μορφών μεγέθυνσης μιας επιχείρησης δεν είναι αποτέλεσμα μόνο της επέκτασης της αγοράς την οποία προμηθεύει με προϊόντα αλλά είναι επίσης ένα από τα κεντρικά αντικείμενα της στρατηγικής της επιχείρησης. Οι επιλογές που θα πρέπει να εξετάζει κάθε επιχείρηση στα πλαίσια του στρατηγικού τους σχεδιασμού θα μπορούσαν να είναι οι εξής:

- i) Αύξηση της παραγωγής και πώλησης των προϊόντων που παράγει η επιχείρηση λόγω επέκτασης της κατανάλωσής τους, χωρίς μεταβολή στα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών. Ένα τυπικό παράδειγμα αυτής της μορφής μεγέθυνσης είναι οι εταιρίες πετρελαιοειδών, των οποίων η μεγέθυνση προήλθε, κατά κύριο λόγο, εξαιτίας της τεράστιας επέκτασης στη χρήση πετρελαιοκαυσίμων.

⁵ Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1985, σελ.276 - 279

⁶ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π.,σελ.37-38

- ii) Αύξηση της δραστηριότητας με παραγωγή νέων διαφοροποιημένων μορφών του προϊόντος, οι οποίες απευθύνονται σε διαφορετικές εισοδηματικές κατηγορίες και καταναλωτικές προτιμήσεις. Τυπικό παράδειγμα, οι αυτοκινητοβιομηχανίες οι οποίες επεκτείνουν τις πωλήσεις τους με νέα μοντέλα διαφόρων επιπέδων απόδοσης και πολυτέλειας. Η διαφοροποίηση των προϊόντων αποτελεί μέθοδο μεταβολής στην ποιότητά τους.
- iii) Αύξηση της δραστηριότητας με τη χρήση της ίδιας τεχνολογίας για παραγωγή νέων προϊόντων ή με τη χρήση νέας τεχνολογίας για την παραγωγή του ίδιου προϊόντος. Στην πρώτη περίπτωση περιλαμβάνεται και η αξιοποίηση των υποπροϊόντων κάποιας τεχνολογίας.
- iv) Αύξηση της δραστηριότητας με την καθετοποίηση της παραγωγής. Καθετοποίηση σημαίνει ότι η επιχείρηση επεκτείνεται στην παραγωγή ειδών που μέχρι τώρα αγόραζε ή στην παραπέρα μεταποίηση προϊόντων που μέχρι τώρα πουλούσε. Τα πλεονεκτήματα της καθετοποίησης, από την πλευρά των επιχειρήσεων, προέρχονται συχνά από τον καλύτερο έλεγχο που αυτές ασκούν στη διαχείριση των εισροών και των εκροών τους.
- v) Αύξηση της δραστηριότητας με την εξαγορά άλλης επιχείρησης ή την συγχώνευση επιχειρήσεων. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση μεγεθύνεται με την προσθήκη ενός ήδη λειτουργικού επιχειρηματικού οργανισμού. Η εξαγορά (ή συγχώνευση) παρουσιάζει το πλεονέκτημα ότι δε χρειάζεται να στηθεί από την αρχή μια νέα δραστηριότητα που αποκτάται έτοιμη και δρομολογημένη. Από την άλλη πλευρά όμως, η εξαγορά παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι απαιτεί τη συγχώνευση δυο ήδη λειτουργούντων οργανισμών, κάτι το οποίο μπορεί να δημιουργήσει οργανωτικά και λειτουργικά προβλήματα στην επιχείρηση. Γι' αυτόν το λόγο, από άποψη στρατηγικής, πρέπει πάντοτε να ζυγίζονται οι σχετικές ωφέλειες και το κόστος μιας έτοιμης επιχείρησης σε σύγκριση με την ανάληψη πρωτογενούς επενδυτικής δραστηριότητας⁷.

Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η ουσιαστική επίδραση των επενδύσεων στον πλούτο μιας κοινωνίας ασκείται μέσω της ανόδου της παραγωγικότητάς της. Έτσι, ουσιαστικά μέσω της διαδικασίας της δημιουργίας εξωτερικών οικονομιών κλίμακας και της μεγέθυνσης της οικονομίας αναμένεται μέση βελτίωση της παραγωγικότητας σε μια οικονομία, άρα και διεύρυνση του πλούτου της.

⁷ Σ.Τ. Θωμαδάκης «Εισαγωγή στην Οικονομική των Επιχειρήσεων», Αθήνα 1990, σελ. 26-28

Αξίζει να σημειωθεί ότι η έννοια του πλούτου σήμερα είναι περισσότερο διευρυμένη απ' ότι στο παρελθόν. Έτσι, πλούτος σήμερα μπορεί να θεωρηθεί π.χ. η υπολογιστική δύναμη των υπολογιστών, οι τεχνολογικές εξελίξεις στο χώρο της βιογενετικής κτλ. Με τις μεθόδους κεφαλαιοποίησης χρηματοοικονομικών ροών που προϋπήρχαν, εντοπίζεται πλούτος εκεί που στο παρελθόν ήταν ανύπαρκτος. Επιπροσθέτως, με τα νέα χρηματοδοτικά προϊόντα μετατρέπεται σε πλούτο ένας μεγάλος όγκος μελλοντικών χρηματικών ροών. Φαίνεται εξάλλου ότι η αποτίμηση άυλων επενδύσεων παίζει πολύ μεγαλύτερο ρόλο απ' ότι στο παρελθόν.⁸

1.2.4. Η επένδυση ως χρηματοοικονομική ροή

Ο βασικός οικονομικός ορισμός της επένδυσης σχετίζεται με το γεγονός της στέρησης ισόποσων πόρων από τη σημερινή κατανάλωση και την προσδοκία μεγέθυνσης των μελλοντικών καταναλώσεων. Όμως, η προσέγγιση αυτή, παρόλο που είναι ακριβής, δε μας βοηθάει περισσότερο στην κατανόηση της διαδικασίας λήψης της τελικής απόφασης για τη δέσμευση ή όχι των πόρων στις επενδυτικές αποφάσεις.

Η προσέγγιση που είναι πλέον απαραίτητη να υιοθετηθεί σχετίζεται με τις χρηματικές εισροές και εκροές, που προκαλούνται άμεσα ή έμμεσα από την πραγματοποίηση ή όχι της επένδυσης. Έτσι, καταρχήν πρέπει να κατανοήσουμε ότι η επένδυση προκαλεί μία χρηματική εκροή κατά την πρώτη περίοδο και συνήθως μια σειρά εισροών κατά τις επόμενες περιόδους. Στην πραγματικότητα υπάρχουν πολλές φορές επενδύσεις, οι οποίες προκαλούν καταρχήν μια εισροή (δάνειο) και στη συνέχεια εκροές (τοκοχρεωλυτικές δόσεις). Έτσι, για να γίνει κατανοητή η βασική αυτή έννοια της επένδυσης, σημαντικό δεν είναι ούτε η σειρά ούτε ο τύπος των εισροών-εκροών, αλλά να λάβουμε υπ' όψιν ότι η επένδυση σημαίνει χρηματοοικονομική ροή.⁹ Με αυτή τη λογική βλέπουμε ότι μία επένδυση παραγωγής ηλεκτρικών μηχανών δεν είναι, όσον αφορά την αξιολόγηση των επενδύσεων, η κατασκευή του εργοστασίου (κτίριο, μηχανήματα, εργάτες κ.λπ.) αλλά είναι η εκροή μιας σειράς χρηματοοικονομικών ποσών και η εισροή μιας άλλης σειράς χρηματοοικονομικών ροών.

Συνήθως το πρόβλημα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων σχετικά με την πραγματοποίηση ή όχι μιας επένδυσης, είναι το να καθορίσουμε σωστά τη χρηματοοικονομική ροή που συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με την επένδυση. Γι' αυτόν το λόγο το ζήτημα της λήψης των επενδυτικών

⁸ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π.,σελ. 37-38

⁹ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π.,σελ. 39-40

αποφάσεων είναι ένα σοβαρότατο οικονομικό πρόβλημα που απαιτεί ορθολογισμό, ρεαλισμό και διεισδυτικότητα στην οργάνωσή του. Τα προβλήματα αξιολόγησης των επενδυτικών αποφάσεων συνήθως εμφανίζονται στο κομμάτι της απόφασης και όχι τόσο στις απαιτούμενες τεχνικές και μεθόδους προσέγγισης.

Τα συνηθέστερα λάθη που γίνονται από τους αναλυτές κατά τη διαδικασία προσδιορισμού των χρηματοοικονομικών ροών που συνδέονται με μία επένδυση είναι τα ακόλουθα:

- (1) Δεν υπολογίζεται σωστά το ύψος της επένδυσης. Για παράδειγμα, εκτιμείται το κόστος της κατασκευής του κτιρίου μίας βιομηχανικής εγκατάστασης αλλά δεν υπολογίζεται σωστά το κόστος της κατασκευής του δρόμου που αναγκάζεται να επωμιστεί η επιχείρηση.
- (2) Αγνοείται το γεγονός ότι η εμφάνιση λειτουργικών ελλειμμάτων στην πορεία της επένδυσης απαιτεί χρηματοδότηση, που είναι στην πράξη συμπληρωματικές επενδυτικές ενέργειες.
- (3) Δεν υπολογίζονται σωστά οι τόκοι, οι αποσβέσεις και το κόστος ευκαιρίας της χρήσης εισροών.
- (4) Δεν υπολογίζονται σωστά οι επενδύσεις σε ανθρώπινο δυναμικό και σε ζητήματα τεχνολογίας και έρευνας.¹⁰

1.3 Βασικές επενδυτικές αποφάσεις

Οι βασικότερες επενδυτικές αποφάσεις που μπορούν να αναλυθούν με βάση τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων είναι οι ακόλουθες:

1. **Υλοποίηση νέας επένδυσης:** Πραγματοποίηση ή μη μιας νέας επενδυτικής δαπάνης. Να δεσμευτούν πόροι για την ανέγερση του εργοστασίου;
2. **Απόφαση αντικατάστασης:** Σήμερα η επιχείρηση χρησιμοποιεί τρεις μηχανές παραγωγής, η κάθε μία από τις οποίες έχει αποσβεστεί σ' ένα βαθμό και έχει ποσό λειτουργικών δαπανών. Πρέπει να αντικαταστήσουμε κάποια απ' αυτές (ή όλες) με άλλη νεότερης τεχνολογίας και διαφορετικό κόστος λειτουργίας ή όχι;
3. **Το μέγεθος της επιχειρηματικής επένδυσης:** Τι παράγωγή θέλουμε να έχει η μονάδα μας μετά το πέρας της όποιας επένδυσης;
4. **Ενοικίαση ή αγορά:** Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) της χρησιμότητας ενός αγαθού είναι γνωστικό αντικείμενο που αναλύεται εκτενώς στα πλαίσια της τραπεζικής οικονομικής. Εδώ

¹⁰ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π..

μας ενδιαφέρει μόνο ένας τύπος μίσθωσης. Πρόκειται για την απόκτηση της χρησιμότητας του αγαθού με την μορφή της πληρωμής κατά τακτά χρονικά διαστήματα ενός συγκεκριμένου ποσού. Ο τρόπος αυτός της απόκτησης της χρησιμότητας αντιδιαστέλλεται από την απόκτηση της χρησιμότητάς του με αγορά και με την απόκτηση και της κυριότητάς του. Είναι προφανές ότι τα οφέλη που προκύπτουν από την απόκτηση της χρησιμότητας ενός εξοπλισμού είναι ανεξάρτητα από τον τρόπο απόκτησής της (αγορά ή ενοικίαση). Ανεξάρτητα είναι και τα λειτουργικά έξοδα που προκαλεί. Σχετικές είναι μόνο οι χρηματοδοτικές ροές που προκαλούνται και στις δύο περιπτώσεις και που σχετίζονται με τον τρόπο χρηματοδότησης της χρησιμότητας του αγαθού. Έτσι, το ερώτημα που προκύπτει σ' αυτή την περίπτωση είναι εάν συμφέρει την επιχείρηση να αγοράσει ή να ενοικιάσει ένα μηχάνημα;

5. **Αγορά ή παραγωγή:** Μία επιχείρηση παραγωγής ηλεκτρικών συσκευών αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο να κατασκευάζει η ίδια εξαρτήματα που μέχρι τώρα αγοράζει από άλλες επιχειρήσεις, εξειδικευμένες στην παραγωγή αυτών των εξαρτημάτων.
6. **Επενδύσεις σε γη και οικοδομές:** Μια επένδυση σε γη ή σε οικοδομές έχει ιδιαιτερότητες που συνδέονται κυρίως με το φορολογικό καθεστώς και την απόδοσή τους.
7. **Επαναχρηματοδότηση του χρέους:** Μια επιχείρηση έχει μια συγκεκριμένη οργάνωση χαρτοφυλακίου παθητικού. Έτσι το 25% των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί είναι ίδια κεφάλαια υπό μορφή κοινών μετοχών, το 45% βραχυπρόθεσμα χρέη με 19% επιτόκιο και το 30% μακροχρόνιο χρέος υπό μορφή ομολογιακού δανείου με 13% απόδοση. Πρέπει να αντικατασταθεί μέρος του βραχυπρόθεσμου χρέους με άλλη μορφή υποχρεώσεων;¹¹

¹¹ Π.Ε. Πετράκης, ο.π.π..σελ 41-42

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Λήψη Αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας

2.1 Εισαγωγή

Η ανάλυση που έγινε μέχρι τώρα προϋποθέτει ότι γνωρίζουμε με βεβαιότητα το μέλλον. Σ' αυτό το κεφάλαιο εισάγονται οι έννοιες του αβεβαιότητας και του κινδύνου. Θα πρέπει λοιπόν να διαμορφώσουμε τεχνικές επενδυτικών αποφάσεων οι με τις οποίες θα μπορούμε να λαμβάνουμε αποφάσεις για το περίπλοκο και αβέβαιο μέλλον. Οι τεχνικές αυτές θα πρέπει να αντλούν πληροφορίες για το μέλλον από όλες τις πηγές που διαθέτουμε σήμερα.

2.2 Τι είναι αβεβαιότητα και τι κίνδυνος

Κίνδυνος είναι μια κατάσταση κατά την οποία δεν μπορεί κανένας να γνωρίζει με βεβαιότητα το αποτέλεσμα μιας ενέργειας, αλλά μπορεί να περιγράψει τα ενδεχόμενα αποτελέσματα, καθώς και την πιθανότητα αυτά να συμβούν. Για παράδειγμα, αν στρίψουμε ένα κέρμα κανείς δε γνωρίζει εκ των προτέρων με ποιά πλευρά θα πέσει, αλλά γνωρίζει ότι τα ενδεχόμενα είναι μόνο δύο (κορώνα ή γράμματα) και μάλιστα, με ίσες πιθανότητες να συμβούν, 50%.¹²

Κατά καιρούς από διάφορα οικονομικά στελέχη και ερευνητές έχουν χρησιμοποιηθεί διάφοροι όροι που κατηγοριοποιούν τον κίνδυνο, όπως ο «επιχειρηματικός κίνδυνος», που αναφέρεται στην αδυναμία να προβλεφθούν με ακρίβεια τα μελλοντικά έσοδα, έξοδα και κατ' επέκταση των κερδών μίας επιχείρησης. Άλλη διάκριση του κινδύνου είναι ο «χρηματοοικονομικός κίνδυνος», ο οποίος χρησιμοποιείται για να αποδώσει το ενδεχόμενο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων ή την πιθανότητα οικονομικών απωλειών ή πιο συγκεκριμένα την εκδοχή ότι η επιχείρηση δε θα είναι σε θέση να πληρώσει τους τόκους και τα χρεολύσια της, μερικά ή ολικά. Με άλλα λόγια, ενώ ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης, ο χρηματοοικονομικός απορρέει από την έκδοση χρεογράφων σταθερού κόστους εκ μέρους της, δηλαδή χρέους και προνομιούχων μετοχών. Ο «κίνδυνος της αγοράς» αναφέρεται σε απρόβλεπτες μεταβολές τιμών στις

¹² Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών», Αθήνα 2005, σελ. 44.

χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές, ενώ ο «κίνδυνος των επιτοκίων» στις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Τέλος, ο «κίνδυνος του πληθωρισμού» αναφέρεται σε απρόβλεπτες διακυμάνσεις του γενικού δείκτη τιμών, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την αγοραστική δύναμη του χρήματος.¹³

Συχνά γίνεται σύγχυση μεταξύ κινδύνου και αβεβαιότητας. Αβεβαιότητα είναι η κατάσταση όπου όχι μόνο δε γνωρίζουμε εκ των προτέρων το αποτέλεσμα μιας ενέργειας, αλλά δε μπορούμε και να περιγράψουμε τα ενδεχόμενα ή τις πιθανότητες να συμβούν. Με άλλα λόγια, η αβεβαιότητα είναι μια προχωρημένη κατάσταση κινδύνου. Όπου αδυνατούμε να τον περιγράψουμε. Ένα ανάλογο παράδειγμα, είναι η επένδυση σε μια χώρα χωρίς οργανωμένη κεφαλαιαγορά ή αυστηρή εποπτεία για τις επενδύσεις, τη φορολογία ή ακόμα και τη διασφάλιση του δικαιώματος της ιδιωτικής περιουσίας. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, ο προσδιορισμός της προσδοκώμενης απόδοσης δεν είναι πλήρως δυνατός. Στην περίπτωση αυτή, για τον προσδιορισμό κάποιας εκτίμησης της απόδοσης (αναγκαία για τη λήψη απόφασης), δημιουργούνται υποκειμενικές πιθανότητες και αντίστοιχες εκδοχές.¹⁴

2.3 Αιτίες που δημιουργούν τον κίνδυνο

Οι βασικές αιτίες που οδηγούν την απόδοση μιας επένδυσης να μεταβάλλεται είναι πολλές. Πρωταρχικές αιτίες είναι η διαρκής εναλλαγή των φυσικών φαινομένων καθώς και οι οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές ανακατατάξεις σε τοπικό, εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο. Οι αιτίες αυτές αποτελούν τη βάση για τη σωστή λειτουργία κάθε ατομικής, κρατικής και επιχειρηματικής συμπεριφοράς. Πέρα από αυτές τις αιτίες, βέβαια, η παρουσία του ανθρώπινου παράγοντα σε συνδυασμό με τη χρήση της τεχνογνωσίας και τεχνολογίας δημιουργεί συνθήκες επιτυχίας ή και αποτυχίας σε ήδη ανειλημμένες δραστηριότητες καθώς και στις προσδοκώμενες να αναληφθούν. Εάν σε αυτά προστεθεί ο ανταγωνισμός που δημιουργείται μεταξύ διαφόρων φορέων οικονομικής διαχείρισης σε εθνικό επίπεδο, τότε μία προσπάθεια για να επιτύχει θα πρέπει να είναι ανταγωνιστικά η καλύτερη. Ως εκ τούτου, ο κίνδυνος της επίτευξης κέρδους γίνεται μεγαλύτερος. Αν μάλιστα επιτραπεί και σε επιχειρήσεις εκτός των συνόρων να ανταγωνιστούν στο ίδιο επίπεδο με τις εγχώριες επιχειρήσεις, τότε είναι ευνόητη η αύξηση της αβεβαιότητας στον προσδιορισμό της καθαρής χρηματοροής.¹⁵

¹³ Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Αθήνα 1985, σελ.387-388

¹⁴ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών», Αθήνα 2005, σελ. 44.

¹⁵ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών», σελ. 44-45.

Σε μια κλειστή οικονομία οι κίνδυνοι αντιμετωπίζονται ενδογενώς και σε κεντρικό επίπεδο, με αποτέλεσμα να μην εμφανίζονται σε επίπεδο επιχειρήσεων ή ατόμων. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι οι κίνδυνοι απαλείφονται, αλλά αντιθέτως συγκεντρώνονται στο επίπεδο του κράτους που εάν δεν κάνει τις απαραίτητες ενέργειες να τους αντιμετωπίσει, οι κίνδυνοι αυτοί θα μεταφερθούν στα άτομα και τις επιχειρήσεις σωρευτικά. Χαρακτηριστικό αυτού του γεγονότος είναι το παράδειγμα της κατάρρευσης των κομμουνιστικών συστημάτων της ανατολικής Ευρώπης και της Σοβιετικής Ένωσης από τα συσσωρευμένα προβλήματα και την αδυναμία των ηγετών τους να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο σε κεντρικό επίπεδο.¹⁶

Σε μία ανοικτή και ελεύθερη οικονομία οι κίνδυνοι είναι συνυφασμένοι με κάθε είδους δραστηριότητα ασκεί το άτομο ή η εταιρεία. Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται τόσο από τις μακροοικονομικές μεταβολές και εξελίξεις στην εγχώρια οικονομία, όσο και από τις οικονομικές και πολιτικές αλλαγές στον ευρύτερο διεθνή χώρο. Χαρακτηριστικό το παράδειγμα των κινδύνων που δημιουργούνται από τις πολεμικές συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή, στο Αφγανιστάν, στο Ιράκ, όπως και η προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης αφενός για οικονομική και νομισματική ενοποίηση και αφετέρου για πολιτική ενοποίηση και διεύρυνση.

Η όξυνση του ανταγωνισμού είναι επίσης απόρροια της άρσης των περιορισμών διακίνησης εμπορευμάτων και κεφαλαίων, στα πλαίσια συμφωνιών και η πεποίθηση ότι μόνο η ύπαρξη υγιών οικονομικών μονάδων δύναται να βελτιώσει την οικονομική θέση μιας χώρας. Η τάση αυτή της παγκόσμιας άρσης των κάθε είδους περιορισμών επιτρέπει την έκθεση και την μεγαλύτερη επιρροή των οικονομικών αποτελεσμάτων μιας χώρας και μιας επιχείρησης σε μια άλλη χώρα με αποτέλεσμα την αυξανόμενη εξάρτηση των οικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης από εξωτερικά γεγονότα και εξελίξεις.

Στη χώρα μας που συμμετέχει στους ευρωπαϊκούς πολιτικούς και στρατιωτικούς θεσμούς και διεκδικεί ισότιμη θέση στην Ενωμένη Ευρώπη μέσα από την επιδιωκόμενη σύγκλιση, το φαινόμενο της σταδιακής αύξησης του κινδύνου είναι αισθητό σε πολλούς τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται από τη μεταβολή των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ με τα άλλα νομίσματα, των χρηματιστηριακών αξιών και γενικά της μεταβολής των ρυθμών εξέλιξης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Από τις μεταβολές αυτές επηρεάζεται η κερδοφορία και η ανταγωνιστική θέση των επιχειρήσεων

¹⁶ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών», σελ. 45.

στην αγορά αλλά και ολόκληρων κλάδων της εθνικής οικονομίας, όπως οι τράπεζες, ο τουρισμός, η ναυτιλία, η βιομηχανία, το εμπόριο.

2.4 Η δημιουργία του κινδύνου στις κεφαλαιαγορές

Ο βαθμός επηρεασμού από τους κινδύνους και άλλες μεταβλητές, είναι διαφορετικός για κάθε κλάδο. Έτσι, για παράδειγμα, μια αύξηση επιτοκίων θα επηρεάσει διαφορετικά τον τραπεζικό και ασφαλιστικό τομέα απ' ότι τον τομέα μεταποίησης, εμπορίου, τροφίμων και ποτών. Επίσης, μια αύξηση της τιμής του χρυσού, θα επηρεάσει κυρίως τον τομέα της αργυροχρυσοχοΐας, ενώ μια αύξηση στην τιμή του αργύρου, εκτός από τον τομέα της αργυροχρυσοχοΐας θα επηρεάσει και άλλους βιομηχανικούς χώρους που κάνουν εκτενή χρήση αργύρου, όπως για παράδειγμα, τα φωτογραφικά εργαστήρια.

Κατά γενικό κανόνα η μεταβλητή που επηρεάζει σημαντικά όλους ανεξαιρέτως τους κλάδους και τις οικονομικές δραστηριότητες είναι τα επιτόκια. Σε όλες τις περιπτώσεις η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση την αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας, καθώς η παρούσα αξία τους ελαττώνεται.

Για να κατανοήσουμε την επίδραση της μεταβολής των επιτοκίων, θα ερευνήσουμε το παράδειγμα μιας επιχείρησης του μεταποιητικού τομέα. Σε μια αύξηση των επιτοκίων ο μεταποιητικός τομέας θα επηρεαστεί αρνητικά. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι με την αύξηση των επιτοκίων αφενός αυξάνεται το κόστος δανεισμού της επιχείρησης και αφετέρου μειώνεται η δυνατότητα σε άλλες επιχειρήσεις (πελάτες της εταιρείας) να δανειστούν επωφελώς και να επεκτείνουν τις εργασίες τους με αποτέλεσμα να μη μπορούν να απορροφήσουν τα έτοιμα προϊόντα. Αποτέλεσμα αυτών των επιπτώσεων θα είναι τα αυξημένα χρηματοοικονομικά έξοδα και οι μειωμένες πωλήσεις που μαζί θα μειώσουν τα καθαρά κέρδη. Με δεδομένες λιγότερες χρηματοροές γίνεται φανερό ότι η αξία της επιχείρησης θα μειωθεί. Ακόμα, η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε αύξηση και το προεξοφλητικό επιτόκιο, η οποία οδηγεί σε ακόμα μεγαλύτερη μείωση την παρούσα αξία της επιχείρησης. Η πιθανότητα μείωσης της αξίας της επιχείρησης επιφέρει επιπρόσθετο κίνδυνο στον όποιο επιχειρηματικό κίνδυνο είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση.

Βέβαια, ο κίνδυνος συνοδεύει όλες τις επιχειρηματικές δραστηριότητες που αναπτύσσουν οι επιχειρήσεις. Εάν αυτές προσπαθούσαν να προστατευθούν από όλους τους κινδύνους που οι δραστηριότητες αυτές ενέχουν, τότε δε θα μπορούσαν να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές που προσφέρει το ακίνδυνο αξιόγραφο. Και πράγματι αυτό που παρατηρούμε στην πράξη δεν είναι

το ακραίο φαινόμενο της πλήρους εξουδετέρωσης όλων των επιχειρηματικών κινδύνων που ελλοχεύουν, αλλά κάποιας μορφής περιορισμού τους. Η παντελής έλλειψη ελέγχου κάποιων κινδύνων αποτελεί επίσης ακραίο φαινόμενο στη σημερινή εποχή σε χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Αντίθετα, σε χώρες όπου η ανάπτυξη αγορών δεν έχει προχωρήσει, το φαινόμενο της αδυναμίας περιορισμού των κινδύνων είναι εγγενές.¹⁷

2.5 Συσχέτιση κινδύνου και απόδοσης

Όταν επενδύουμε σε περισσότερα από ένα περιουσιακά στοιχεία, οποιασδήποτε μορφής, θεωρούμε ότι δημιουργούμε ένα χαρτοφυλάκιο. Κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει μια αναμενόμενη απόδοση αλλά διαθέτει και ένα βαθμό κινδύνου, που είναι η διασπορά των αποδόσεων του γύρω από τη μέση απόδοσή του.

Σε μια αγορά υπάρχει ένα σύνολο επενδυτικών ευκαιριών, οι οποίες θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως ένα χαρτοφυλάκιο. Το χαρτοφυλάκιο αυτό χαρακτηρίζεται κυρίως από τον συστηματικό κίνδυνο. Συστηματικός κίνδυνος καλείται ο κίνδυνος που οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν γενικά την οικονομία μιας χώρας, όπως είναι οι εγχώριες και διεθνείς οικονομικές (π.χ. πληθωρισμός, επιτόκια, φορολογία κλπ) και πολιτικές (π.χ. πόλεμοι) εξελίξεις.¹⁸ Οι επιμέρους επενδυτικές ευκαιρίες που παρέχει το χαρτοφυλάκιο αυτό χαρακτηρίζονται και από μη συστηματικό κίνδυνο, αυτόν δηλαδή που αναφέρεται στην ίδια την εταιρεία και έχει να κάνει με επιδόσεις της εταιρείας, όπως είναι η ρευστότητα, οι πωλήσεις, τα κέρδη, η ανάπτυξη, ο δανεισμός κ.λπ.

Εάν ακολουθήσουμε μια στρατηγική συγκρότησης ενός μεγάλου χαρτοφυλακίου η οποία θα χαρακτηρίζεται από μια πλήρη αλληλεξουδετέρωση του κινδύνου των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων, θα μπορούσαμε θεωρητικά να εξαλείψουμε πλήρως τον μη συστηματικό κίνδυνο. Τον συστηματικό κίνδυνο, όμως, δε θα μπορούσαμε ποτέ να τον εξαλείψουμε πλήρως.¹⁹

Το ολοκληρωμένο χαρτοφυλάκιο επενδυτικών ευκαιριών μιας οικονομίας είναι αρκετά δύσκολο να περιγραφεί. Έτσι, οι εναλλακτικές δυνατότητες επενδύσεων μπορούν να πραγματοποιούνται στον

¹⁷ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγωγών», σελ. 46-47.

¹⁸ Ν. Γαβριλάκης, «Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγωγών – Σημειώσεις Παραδόσεων», Ηράκλειο 2004, σελ. 44.

¹⁹ Π.Ε. Πετράκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Α', Αθήνα 2002, σελ. 227.

πραγματικό και στο νομισματικό τομέα. Ο πραγματικός τομέας περιλαμβάνει επενδύσεις σε ένα από τους τρεις βασικούς τομείς, τον πρωτογενή, τον δευτερογενή και τον τριτογενή. Ο νομισματικός τομέας μπορεί να περιλαμβάνει επενδύσεις σε ένα πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα νομίσματα, ομολογίες διαφόρων ειδών, μετοχές πολλών εταιρειών κ.λπ.. Κανονικά, ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να περιλαμβάνει τις δυνατότητες επενδύσεων στην επίσημη και την ανεπίσημη οικονομία καθώς και σε τομείς που είναι δύσκολο να περιγραφούν ως προς τα χαρακτηριστικά τους, όπως είναι τα έργα τέχνης. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι είναι αρκετά δύσκολο να υπολογίσουμε τα χαρακτηριστικά ενός ολοκληρωμένου χαρτοφυλακίου μιας οικονομίας, ιδίως αν αυτή είναι διεθνοποιημένη. Επειδή όμως συχνά έχουμε την ανάγκη να υπολογίζουμε τα χαρακτηριστικά μίας οικονομίας μπορούμε να επικεντρώσουμε την προσοχή μας στην αγορά κεφαλαίων. Η αγορά κεφαλαίων περιλαμβάνει κυρίως δύο είδη, την αγορά μετοχών και την αγορά ομολόγων. Όπως είναι γνωστό, σε ένα χρηματιστήριο προσφέρονται και τα δύο είδη κεφαλαιακών στοιχείων, καθώς και ένα πλήθος άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων κ.λπ.²⁰

Οι σχέσεις κινδύνου και απαιτούμενης απόδοσης σε ένα χαρτοφυλάκιο περιγράφονται με βάση τρεις επιμέρους γραμμικές σχέσεις: Την Γραμμή Κεφαλαιαγοράς, την Γραμμή Αγοράς Μετοχών και την Χαρακτηριστική Γραμμή Μετοχής. Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς συνδέει κίνδυνο και απαιτούμενη απόδοση σε χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές και κεφαλαιακά στοιχεία χωρίς κίνδυνο (π.χ. κρατικά ομόλογα). Η Γραμμή Αγοράς Μετοχών συνδέει πάλι την απαιτούμενη απόδοση και κίνδυνο, αλλά ο κίνδυνος εκφράζεται μέσω ενός συντελεστή (β) και εφαρμόζεται σε χαρτοφυλάκιο που περιέχει μόνο μετοχές, δηλαδή κεφαλαιακά στοιχεία με αυξημένο κίνδυνο. Τέλος, η Χαρακτηριστική Γραμμή Μετοχής συνδέει την απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής με τον κίνδυνο που εκφράζεται και πάλι μέσω του συντελεστή β . η απαιτούμενη απόδοση εκφράζεται ως υπερβάλλουσα στη βέβαιη απόδοσή της σε σύγκριση με την βέβαιη απόδοση, την απόδοση δηλαδή των κεφαλαιακών στοιχείων που δεν περιέχουν κίνδυνο.²¹

²⁰ Π.Ε. Πετράκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Α', Αθήνα 2002, σελ. 228.

²¹ Π.Ε. Πετράκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Α', Αθήνα 2002, σελ. 240 - 241.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Επενδυτικές Τεχνικές

3.1 Γενικά

Το κυριότερο στοιχείο που μπορεί να χαρακτηρίσει την επιτυχία ή όχι μιας επένδυσης, είναι αυτό της αποδοτικότητας. Η αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου θα μπορούσε να οριστεί ως η απόδοση που επιτυγχάνει ένα χαρτοφυλάκιο σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων συγκρίνεται σε σχέση με την απόδοση ανάλογων δεικτών και αμοιβαίων κεφαλαίων που ανήκουν στην ίδια κατηγορία. Επειδή υπάρχουν άμεσα και απώτερα οφέλη για τους διαχειριστές από την υψηλή κατάταξη στη βαθμολογία, ο τρόπος διαχείρισης του χαρτοφυλακίου αναδεικνύεται ως το κύριο μέλημα των διαχειριστών. Έτσι, οι διαχειριστές καταφεύγουν σε διάφορες τεχνικές και διαμορφώνουν τις δικές τους επενδυτικές φιλοσοφίες, ώστε να μπορούν να επωφελούνται από τυχόν μεταβολές στο επενδυτικό περιβάλλον σε όσο το δυνατό μικρότερο χρονικό διάστημα.²²

Μια επενδυτική φιλοσοφία οριοθετεί τα στοιχεία και τις μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη για την δημιουργία και την αναθεώρηση ενός χαρτοφυλακίου, καθώς επίσης προσδιορίζει τους στόχους και τη χρονική διάρκεια που θα έχουν αυτοί. Το σημαντικότερο για τη δημιουργία μιας επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η συνέπεια εφαρμογής της όχι μόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου αλλά και από περίοδο σε περίοδο. Παρακάτω θα αναφερθούμε στις φιλοσοφίες που βασίζονται είτε στην ανάλυση θεμελιωδών μεταβλητών, είτε στην τεχνική ανάλυση.

3.2 Επενδυτικές Φιλοσοφίες

3.2.1 Θεμελιώδης Ανάλυση

Σύμφωνα με αυτή τη φιλοσοφία, η επιλογή των αξιόγραφων προς επένδυση γίνεται με βάση τις πληροφορίες για τα πραγματικά στοιχεία και την αξία του ενεργητικού, όπως αυτά αντικατοπτρίζονται σε διάφορα μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως, καθώς και

²² Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 121

των αριθμοδεικτών τους, το μέγεθος των καθαρών χρηματοροών που αναμένονται στο μέλλον ή στα παράγωγα των χρηματοροών αυτών όπως είναι τα μερίσματα, είτε στα συγκριτικά μεγέθη μιας εταιρείας με τα μέσα μεγέθη που επικρατούν στην αγορά, όπως π.χ. ο λόγος τιμής προς κέρδη (P/E), το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης ή της τιμής του αξιόγραφου. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στη θεμελιώδη ανάλυση αναφέρονται ως μια προσπάθεια αναγνώρισης της αξίας του αξιόγραφου σε σχέση με την αξία που αποδίδεται στην αγορά.²³ Επειδή οι τιμές που παρατηρούνται στην αγορά δύναται να υπερεκτιμούν ή να υποεκτιμούν την αξία του αξιόγραφου, η θεμελιώδης ανάλυση υποβοηθείται από τη συγκριτική ανάλυση μεταξύ αξιόγραφων που θα οδηγήσουν σε εξάλειψη τυχόν προσωρινών αποκλίσεων από τις πραγματικές τιμές.

Εκτός από τη συγκριτική ανάλυση υπάρχει και η ανάλυση των προσδοκιών, όπου σύμφωνα με αυτή, οι τιμές που παρατηρούνται στην κεφαλαιαγορά αντικατοπτρίζουν ορθά τις παρούσες συνθήκες. Όμως, οι τιμές στο μέλλον θα αλλάξουν και θα αντικατοπτρίζουν τις συνθήκες που θα ισχύουν τότε. Επομένως, η ενδεδειγμένη ανάλυση προϋποθέτει την πρόβλεψη των συνθηκών που θα ισχύσουν στο μέλλον.

Ένα τρίτο κομμάτι της θεμελιώδους ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός της απόλυτης ή εσωτερικής αξίας. Σύμφωνα με αυτή, η αξία μιας μετοχής προσδιορίζεται ανεξάρτητα από την αγοραία της τιμή, από μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν μεγέθη όπως το ενεργητικό, τα κέρδη, τα μερίσματα, συγκεκριμένες προβλέψεις καθώς και την ποιότητα διαχείρισης. Πιο συγκεκριμένα, η εσωτερική αξία μιας μετοχής βρίσκεται από τα προβλεπόμενα μελλοντικά κέρδη που θα δημιουργήσει η εταιρεία ανά μετοχή πολλαπλασιαζόμενα με ένα κατάλληλο παράγοντα κεφαλαιοποίησης, το γνωστό P/E, δηλαδή τον λόγο της τιμής προς τα κέρδη.

3.2.2 Τεχνική Ανάλυση

Μια δεύτερη επενδυτική φιλοσοφία που ακολουθείται είναι αυτή της τεχνικής ανάλυσης. Η φιλοσοφία αυτή απορρίπτει τη θεμελιώδη ανάλυση ως εργαλείο απόκτησης γνώσης της αξίας μιας εταιρείας και κατ' επέκταση των αξιόγραφών της. Αυτό που έχει σημασία για την τεχνική ανάλυση, είναι το κλίμα που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά και κατ' επέκταση η συμπεριφορά των τιμών ενός αξιόγραφου κατά το παρελθόν σε συνεχείς περιόδους διαπραγμάτευσης. Έτσι, η τιμή μιας μετοχής και κατά συνέπεια η αξία που αποδίδεται σε μια εταιρεία

²³ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 122

δεν είναι συνάρτηση των χρηματοροών που απορρέουν αλλά των τιμών που διαμορφώθηκαν σε προηγούμενες περιόδους.

Η τεχνική ανάλυση διακρίνεται σε διάφορα είδη, ανάλογα με τις αρχές στις οποίες βασίζεται. Η παλαιότερη και η πλέον γνωστή, είναι η δημιουργία διαγραμμάτων και σχημάτων, όπου παρατηρώντας τις μεταβολές των τιμών επιδιώκεται να διαπιστωθεί η ύπαρξή τους με προβλεπόμενη κατ' ακολουθία εξέλιξη. Τα διάφορα σχήματα και σχεδιασμοί πιστεύεται ότι αντικατοπτρίζουν την ακολουθία αγορών και πωλήσεων, τη συγκέντρωση και κατανομή χρημάτων ή την ψυχολογία της αγοράς.

Τέλος, μια άλλη κατηγορία τεχνικών αναλυτών μελετά τον σφυγμό της αγοράς. Σύμφωνα μ' αυτήν, εάν είναι πολλοί αυτοί που πιστεύουν ότι η αγορά θα έχει άνοδο, τότε η αγορά είναι έτοιμη για πτώση, καθώς αυτοί θα επιζητήσουν να αποκομίσουν τα κέρδη τους και αντίστροφα.²⁴

3.2.3 Συνδυασμός Θεμελιώδους και Τεχνικής Ανάλυσης

Μία Τρίτη επενδυτική φιλοσοφία θα μπορούσε να αποτελέσει ένας συνδυασμός των δύο προηγούμενων φιλοσοφιών. Στη φιλοσοφία αυτή η θεμελιώδης ανάλυση παίζει τον βασικό ρόλο της δημιουργίας του χαρτοφυλακίου καθώς και των βασικών αναθεωρήσεων του, βασιζόμενη σε οικονομικά στοιχεία και θεμελιώδεις μεταβλητές τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο, πχ τα επιτόκια, ο πληθωρισμός ή το ποσοστό μεταβολής του Α.Ε.Π., όσο και σε επίπεδο επιχείρησης, όπως οι χρηματοροές, τα μερίσματα, ο δείκτης P/V κ.λπ.. Η τεχνική ανάλυση αντίθετα, έχει ρόλο αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου σε βραχυπρόθεσμη βάση χωρίς να διαταράσσονται τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου. Έτσι, η τεχνική ανάλυση δεν υποκαθιστά τη θεμελιώδη, αλλά υποβοηθά τους διαχειριστές να επωφεληθούν από πρόσκαιρες ανισορροπίες στις τιμές και να διεκδικούν καλύτερες βαθμολογίες στο τέλος του έτους.²⁵

Στην πράξη ο παραπάνω συνδυασμός όντως χρησιμοποιείται. Συχνά, τα υποδείγματα τεχνικής ανάλυσης και τα αποτελέσματα της τεχνικής ανάλυσης συγκρίνονται με τις αξιολογήσεις που προσφέρει η θεμελιώδης ανάλυση. Δεν θα πρέπει όμως να γίνεται υπερβολική χρήση των στρατηγικών αυτών γιατί υπάρχει ο κίνδυνος μεταβολής του χαρτοφυλακίου. Ιδιαίτερα σε ρηχές αγορές ο χρόνος επίτευξης ισορροπίας μετά από μια αναταραχή μπορεί να είναι αρκετά μεγάλος ώστε να υπερβεί μια διαχειριστική περίοδο, με αποτέλεσμα τόσο ο κίνδυνος όσο και η απόδοση του χαρτοφυλακίου να τροποποιηθούν

²⁴ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 123

²⁵ Ο.π.π., σελ. 124

σημαντικά και να επιδράσουν αρνητικά στην βαθμολογική κατάταξη του αμοιβαίου κεφαλαίου.

3.3 Τεχνικές Επενδυτικών Στρατηγικών

3.3.1 Γενικά

Οι επενδυτικές στρατηγικές δεν είναι αυτόνομες τεχνικές αλλά πηγάζουν από μια επενδυτική φιλοσοφία. Είναι η πρακτική εφαρμογή μιας φιλοσοφίας για το πώς τοποθετούνται οι επενδύσεις και ως εκ τούτου αφορά συγκεκριμένες παραμέτρους κινδύνου, απόδοσης, βαθμού διαφοροποίησης, επιλέξιμων κλάδων, χρόνου και γεωγραφικής θέσης για τις οποίες επιλέγονται τα αξιόγραφα. Η επιλογή αυτών των παραμέτρων εξαρχής, καθώς και τα όρια μέσα στα οποία θα κυμαίνονται κατά τις τακτές ή έκτακτες αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου συνιστούν μια την εφαρμογή μιας επενδυτικής στρατηγικής. Αντικείμενο μελέτης έχουν γίνει δύο επενδυτικές στρατηγικές, στις οποίες θα αναφερθούμε παρακάτω. Πρόκειται για την συμπεριφορά της στιγμιαίας επένδυσης και την τεχνική της συμπεριφοράς αγέλης.

3.3.2 Συμπεριφορά Στιγμιαίας Επένδυσης

Η τακτική της στιγμιαίας επένδυσης είναι αυτή της αγοράς μετοχών που είχαν επιτυχείς αποδόσεις και της πώλησης αυτών που είχαν κακές. Η τακτική αυτή εφαρμόζει έναν απλοϊκό κανόνα, ότι το παρελθόν θα επαναληφθεί με τον ίδιο τρόπο, ώστε ο επενδυτής τρέχει να αποκτήσει τα επιτυχημένα αξιόγραφα και να απορρίψει τα αποτυχημένα που τυχόν έχει στην κατοχή του. Παρόλο που μια τέτοια τεχνική δεν αναδεικνύει τις ικανότητες του διαχειριστή να αναλύει με επιτυχία τα αξιόγραφα που επιλέγονται για το χαρτοφυλάκιο, εν τούτοις είναι μία εφαρμόσιμη τεχνική.

Σύμφωνα με έρευνες για την συμπεριφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν γίνει από την δεκαετία του 1970 μέχρι και τις μέρες μας, δείχνουν μία τάση των αμοιβαίων κεφαλαίων να ακολουθούν τις επενδυτικές επιλογές των επιτυχημένων αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία με αυτά και τα συναγωνίζονται.²⁶ Από τις έρευνες αυτές προκύπτει και το γεγονός της ασυμμετρίας στη στιγμιαία επένδυση, όπως αυτή εφαρμόζεται στην επένδυση σε αμοιβαία

²⁶ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 125-127

κεφάλαια. Έτσι, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια επιδίδονται στην αγορά επιτυχημένων αξιογράφων, δεν επιδίδονται με τον ίδιο βαθμό στην πώληση των αποτυχημένων που θα πιθανά να έχουν, κάτι το οποίο πολύ πιθανά οφείλεται στην άρνηση των διαχειριστών να αποδεχτούν ότι έκαναν λανθασμένη εκτίμηση ή ακόμα και στην αδυναμία τους να απεγκλωβιστούν από μετοχές λόγω υψηλού κόστους ρευστοποίησης.

3.3. Συμπεριφορά Αγέλης

Η τακτική της συμπεριφοράς αγέλης αναφέρεται στην αγορά ή πώληση των ίδιων αξιογράφων την ίδια περίοδο. Στο βαθμό που οι επενδυτικές κινήσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνονται κατόπιν μεθοδευμένης έρευνας και ικανής ανάλυσης των δεδομένων της αγοράς και των μελλοντικών προσδοκιών τότε είναι λογικό να υπάρχει αποτίμηση αυτών των κινήσεων. Αυτή είναι μια κλασική προσπάθεια των σχετικά απληροφόρητων επενδυτών να επωφεληθούν από τους πληροφορημένους και τις κινήσεις που αυτοί κάνουν, συνήθως με κάποιο κόστος. Όταν όμως οι κινήσεις αυτές ακολουθούνται από επίσης πληροφορημένους επενδυτές όπως είναι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, τότε υπάρχει αδυναμία εξήγησης. Θα μπορούσε βέβαια να διαπιστώσει κάποιος εσφαλμένα συμπεριφορά αγέλης σε περιπτώσεις που οι διαχειριστές ακολουθούν τον ίδιο απλοϊκό τρόπο επένδυσης.²⁷

²⁷ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 127

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και η εξέλιξή τους

4.1 Τι Είναι Τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι δεξαμενές χρημάτων που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών (ατομικών ή θεσμικών). Σκοπός των επενδυτών και κατά συνέπεια των κεφαλαίων είναι η επένδυση των συγκεντρωμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε αμοιβαία κεφάλαια, κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Ο επενδυτής έχει την επιλογή, εάν το θέλει, να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο του οποίου η επένδυση απέτυχε το στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας.

Η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ακίνδυνες ή κινδυνοφόρες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Η εξέλιξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα, ήταν τόσο ραγδαία ώστε να αποτελεί σήμερα την πιο επιτυχημένη χρηματοπιστωτική αγορά στην Ελλάδα. Η εξέλιξη αυτή συμπίπτει με την απελευθέρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και με τη διαρκώς ενισχυόμενη θέση των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς. Χαρακτηριστικό της εξέλιξης αυτής είναι ότι τα επενδυμένα ποσά σε αμοιβαία κεφάλαια από 147 δις. δραχμές το 1990 αυξήθηκαν κατά 64 φορές έως το τέλος Ιανουαρίου

1999 αγγίζοντας τα 9,3 τρισεκατομμύρια δραχμές. Η επιτυχής μακροοικονομική πολιτική που εφαρμόζεται στην ελληνική οικονομία βοήθησε στη μεταφορά κεφαλαίων από τραπεζικές καταθέσεις. Έτσι κατά το τέλος του 1996 τα ποσά που είχαν επενδυθεί στα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούσαν το 22% των καταθέσεων ενώ εκτινάχθηκαν στο 39% το 1997. Η αντίστοιχη αύξηση των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ που δεσπόζουν παγκοσμίως συγκεντρώνοντας σχεδόν τα 2/3 των συνολικών κεφαλαίων του κλάδου ήταν περίπου 6 φορές στο διάστημα 1990-96.

Η επιτυχία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μεγάλο βαθμό έγκειται στα πλεονεκτήματα που συγκεντρώνει η συλλογική επένδυση σε σχέση με την ατομική. Η ύπαρξη πολλών και ανεξάρτητων μεριδιούχων επιτρέπει στο αμοιβαίο κεφάλαιο να διατηρεί επαρκή ρευστότητα ικανή να ανταποκριθεί στις εκάστοτε ανάγκες τους. Τέλος, η στενά εποπτευόμενη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων εγγυάται την προστασία των επενδυτών από διαχειριστικές καταχρήσεις και πρακτικές οι οποίες αντιβαίνουν το πνεύμα των δεσμεύσεων που αναγράφονται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η καθημερινή δημοσιότητα και αναφορά στην αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί συνεχή έλεγχο της πορείας των επενδύσεων και υποβοηθά τον έγκαιρο προσδιορισμό των αποκλίσεων από τους επενδυτικούς στόχους. Επιπλέον, ο συνεχής έλεγχος της αξίας της επένδυσης επιτρέπει στους επενδυτές να αναπροσαρμόσουν την επενδυτική τους πολιτική πουλώντας τα μερίδια του Χ αμοιβαίου κεφαλαίου και αγοράζοντας τα μερίδια του Ψ.²⁸

Η καθαρή αξία των επενδύσεων δια του αριθμού των μεριδίων που κατέχουν οι επενδυτές αποτελεί την καθαρή αξία του κάθε μεριδίου. Ο αριθμός των μεριδίων αυτών δεν παραμένει σταθερός καθώς σε ημερήσια βάση νέοι επενδυτές προσφέρουν χρήματα σε αντάλλαγμα μεριδίων ενώ παλιοί μεριδιούχοι επιστρέφουν τα μερίδιά τους σε αντάλλαγμα τη χρηματική τους αξία. Λόγω της αυξομείωσης των κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται ότι είναι ανοικτού τύπου. Υπάρχουν όμως και τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου. Αυτά είναι γνωστά στην Ελλάδα ως Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Χ.Ε.). Οι Εταιρείες αυτές είναι επίσης δεξαμενές χρημάτων μόνο που η ονομαστική αξία των κεφαλαίων τους δεν αυξομειώνεται. Τα επενδυμένα κεφάλαια παραμένουν ως έχουν από τη σύσταση της εταιρείας έως ότου η εταιρεία επενδύσεων αποφασίσει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Η αγοραία αξία των κεφαλαίων της εταιρείας επενδύσεων αυξομειώνεται καθημερινά ανάλογα με τις μεταβολές της αξίας των αξιογράφων του χαρτοφυλακίου.

²⁸ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 27-29.

Η πολυμορφία και η εξειδίκευση που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν οι σημαντικοί λόγοι που τα ανέδειξαν σε κυρίαρχες μορφές συλλογικών επενδύσεων. Στην Ελλάδα το 1973 υπήρχαν δύο αμοιβαία κεφάλαια και μία εταιρεία επενδύσεων. Κατά το τέλος του 1998 υπήρχαν εκατόν εβδομήντα οκτώ αμοιβαία κεφάλαια και δεκαεπτά εταιρείες επενδύσεων. Παράλληλα, τα τετρακόσια δισ. δραχμές επενδυμένα στις εταιρείες επενδύσεων στο τέλος του 1998 αποτελούσαν το 4,3% των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων σε συλλογικές επενδύσεις.

4.2 Παγκόσμια Εξέλιξη

α. Γενικά:

Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σημείωσε αλματώδη ανάπτυξη από τα τέλη της δεκαετίας του 1980, περίοδος που συμπίπτει χρονικά με την απελευθέρωση των αγορών παγκοσμίως, με την αποδέσμευση δηλαδή πόρων από το Δημόσιο και μεταφορά τους στον ιδιωτικό τομέα, όπως και με την παγκοσμιοποίηση των αγορών αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων.

β. Η.Π.Α:

Η απαρχή των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων ανάγεται στο δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα όπου στην Αγγλία αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου (E.E.X.) βοήθησαν στη χρηματοδότηση της Αμερικάνικης οικονομίας μετά τον εμφύλιο πόλεμο (1861-1865). Τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου δημιουργήθηκαν το 1924 στις Η.Π.Α. και ήταν η μειοψηφία των συλλογικών επενδύσεων καθώς τα Α/Κ κλειστού τύπου (E.E.X.) κυριαρχούσαν σε κεφάλαια και αριθμό.

Η κυριαρχία των επενδυτικών εταιρειών (E.E.X.) επρόκειτο να σταματήσει κατά τη δεκαετία του 1930 από τις μεγάλες ζημιές που προκλήθηκαν λόγω προηγούμενων ανειλημμένων κερδοσκοπικών θέσεων. Η μεγάλη κρίση του 1929 και η μετέπειτα παρατεταμένη οικονομική ύφεση απ-αξίωσε τη θέση των επενδυτικών εταιρειών με αποτέλεσμα να στιγματισθούν. Τα αμοιβαία κεφάλαια, ως η άλλη απομένουσα συλλογική επιλογή, επωφελήθηκαν ως ένα βαθμό από την εξέλιξη αυτή προσελκύοντας ολοένα και περισσότερα κεφάλαια. Στα τέλη της δεκαετίας του 1930, η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων απειλήθηκε από καταχρήσεις εις βάρος των επενδυτών που ενώ αφορούσε τις E.E.X. μόνο, επηρέασε όλο τον κλάδο της συλλογικής επένδυσης. Η εμπιστοσύνη όμως των επενδυτών εδραιώθηκε ξανά με την Πράξη για τις Επενδυτικές Εταιρείες που ψηφίστηκε το 1940. Ακόμη και

σήμερα οι περισσότερες από τις αρχές της αποτελούν καθημερινή πρακτική των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α. και διεθνώς.

Έως και το 1950 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων πλησίασε τα 100 και τα κεφάλαιά τους ξεπέρασαν τα 2,5 δισ. δολάρια, σχεδόν τρεις φορές περισσότερα από τα κεφάλαια των επενδυτικών εταιρειών. Το 1960 τα κεφάλαια των αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθαν στα 17 δισ. δολάρια, τουλάχιστον οκτώ φορές περισσότερα από τα κεφάλαια των E.E.X.. Κατά την ίδια δεκαετία, τα αμοιβαία κεφάλαια ανέπτυξαν ισχυρό ανταγωνισμό μεταξύ τους σε μια προσπάθεια να αυξήσουν το ενεργητικό τους, στοιχείο που αποτελούσε ισχυρό κίνητρο μεγιστοποίησης των αποδοχών των διαχειριστών τους. Ως εκ τούτου, μεγάλη προσπάθεια έγινε για την αύξηση της αποδοτικότητας και την όσο καλύτερη θέση στον πίνακα αξιολόγησης.

Οι μέχρι τότε επενδυτικές επιλογές και στρατηγικές που εφάρμοζαν τα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια δεν διέφεραν ιδιαίτερα μεταξύ τους, και ως εκ τούτου ούτε και οι αποδόσεις που προσέφεραν απείχαν πολύ. Για να διαφοροποιηθούν και να διακριθούν από τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνοντας καλύτερες αποδόσεις, ένας αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισε να μεταβάλλει τις επενδυτικές τακτικές αναλαμβάνοντας βέβαια μεγαλύτερους κινδύνους. Οι κερδοσκοπικού είδους τεχνικές περιελάμβαναν προώθηση μετοχών, δανεισμό και επένδυση σε μετοχικές αξίες, ακόμα και αγορά δικαιωμάτων. Όμως, με την πρώτη οικονομική ύφεση του 1969-70, οι επακόλουθες ζημιές εξουδετέρωσαν τα αρχικά κέρδη που είχαν επιτύχει οδηγώντας τα στην αφάνεια, όπως είχε γίνει και με τις E.E.X. σαράντα χρόνια νωρίτερα. Η οικονομική ύφεση που επακολούθησε και ο πληθωρισμός καθήλωσαν τα ενεργητικά των αμοιβαίων κεφαλαίων στα επίπεδα των 45 δισ. δολαρίων καθ' όλη τη δεκαετία του 1970. Σε ένα βαθμό τα κεφάλαια διατηρήθηκαν στο επίπεδο αυτό με τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθέσιμων που σε περιόδους υψηλών και ευμετάβλητων επιτοκίων επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των αντίστοιχα συγκρίσιμων τραπεζικών καταθέσεων.

Περαιτέρω εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σηματοδοτείται από το γεγονός ότι διευρύνονται οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων όπως είναι τα αφορολόγητα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης, τα ποικίλα αμοιβαία κεφάλαια ξένων, διεθνών και αναδυόμενων αγορών και τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών.

Ενώ το 1940 το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α. ήταν μόνο το 42% των συνολικών κεφαλαίων, το 1996 αποτελούσε το 96,8%. Επίσης ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων από 68 το 1940 αυξήθηκε 92 φορές σε 56 έτη και έφτασε τα 6.270. Τα συνολικά επενδυμένα κεφάλαια στις αρχές του 1997 έφταναν τα 3,5 τρις. δολάρια. Από το 1990 έως το 1996 το μέγεθος του ενεργητικού των

αμοιβαίων κεφαλαίων εξαπλασιάστηκε. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως σε νέες πωλήσεις και στην αύξηση της αξίας των μεριδίων ως απόρροια της μείωσης των επιτοκίων και της αύξησης των τιμών των ομολογιών και των μετοχών. Επειδή το 75% του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι επενδυμένα σε ομολογίες και μετοχές, η αύξηση των αξιών τους οδήγησε σε ανάλογη αύξηση του ενεργητικού του κλάδου.

Μεταξύ των αλλαγών και των τάσεων στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη δεκαετία του 1990 είναι η αύξηση του αριθμού και των κεφαλαίων που ανήκουν σε τραπεζικούς οργανισμούς. Έτσι, ενώ το 1987 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που ανήκει σε τράπεζες αντιστοιχούσε στο 9%, στο τέλος του 1997 το ποσοστό αυτό έφτασε στο 25% του συνόλου. Παρόμοια εξέλιξη εμφανίζει και ο ρυθμός αύξησης του ενεργητικού τους που κατά το 1997 αυξήθηκε κατά 36% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ η αντίστοιχη αύξηση των μη τραπεζικών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μόνο 27%. Η τάση της ισχυροποίησης της παρουσίας των τραπεζών στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνέπεια των συγχωνεύσεων των αμερικανικών τραπεζών και η ανάπτυξη τους σε ολόκληρο το φάσμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ο περιορισμός σε αποκλειστικά τραπεζικές υπηρεσίες που ίσχυε από το 1934 απαλείφθηκε με την χαλάρωση της Νομοθετικής Πράξης των Glass - Stegall που έθεσε τους περιορισμούς. Η είσοδος των τραπεζών σε μια καθιερωμένη αγορά γίνεται είτε με την εξαγορά επενδυτικών εταιρειών, είτε με την προσέλκυση διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίοι αναλαμβάνουν τη διαχείριση των τραπεζικών αμοιβαίων κεφαλαίων.²⁹

γ. Ευρώπη και άλλες ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές:

Παρά την αδιαμφισβήτητη κυριαρχία των Η.Π.Α. στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο από πλευράς μεγέθους ενεργητικού και αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων, όσο και από πλευράς προσφερόμενων υπηρεσιών, και οι υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες προώθησαν τον θεσμό της συλλογικής επένδυσης.

Παρόλο που οι συνθήκες εξέλιξης του θεσμού είναι ιδιάζουσες σε κάθε χώρα τόσο χρονικά όσο και ποιοτικά, σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά όπως είναι η σημερινή, σημασία έχει η ύπαρξη συνθηκών όπου οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιήσουν όλα τα εργαλεία διαχείρισης ώστε να επιτύχουν τους επενδυτικούς σκοπούς τους σε μια διαρκώς αυξανόμενη ανταγωνιστική αγορά. Ενώ είναι δύσκολη η συγκέντρωση στοιχείων για κάθε μια αγορά

²⁹ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 36-39.

αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργεί στον κόσμο, υπάρχουν στοιχεία για τις πιο σημαντικές από αυτές.

Σύμφωνα με στοιχεία του Investment Company Institute των Η.Π.Α., στις αρχές του 1998 οι Η.Π.Α. διατηρούν το μεγαλύτερο κομμάτι της αγοράς με ποσοστό 61,6% και ακολουθούν η Γαλλία (9,3%), η Ιαπωνία (7,3%), το Ηνωμένο Βασίλειο (3,5%), ο Καναδάς (2,7%), η Ισπανία (2,5%) κλπ.

δ. Ελλάδα

Η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά έγινε το 1970 με την υπογραφή του Νομοθετικού Διατάγματος 608/70. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που άρχισε τη λειτουργία του το 1972 ήταν το «Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ερμής Δυναμικό» από την Εμπορική Τράπεζα. Μετά από μερικούς μήνες, στις αρχές του 1973, η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στην ίδρυση του «Αμοιβαίου Κεφαλαίου Δήλος Μικτό». Για τα επόμενα 16 χρόνια τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούσαν ολόκληρη την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα, καθώς δεν ιδρύθηκε κάποιο άλλο.

Ο λόγος για τους οποίους δεν εισήχθησαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά, ανάγονται σε μια σειρά από πολιτικά και οικονομικά γεγονότα. Η ρευστότητα στην πολιτική ζωή που έφερε η Μεταπολίτευση και η εναλλαγή της εξουσίας οδήγησε το χρηματιστήριο σε πτωτική πορεία και σε αφάνεια. Η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το σύστημα κανόνων που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός υγιούς και σταθερού πλαισίου, καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Έτσι, δεν υπήρχε αντικείμενο εργασιών για τα αμοιβαία κεφάλαια πέρα των μετοχικών που κι αυτά, όμως, αντιμετώπιζαν πρόβλημα διαχείρισης λόγω πτωτικής πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το ενδιαφέρον για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας του 1980 λόγω της θέσπισης σειράς μέτρων για την φιλελευθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η αναμενόμενη αναγέννηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών αναβίωσε το ενδιαφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να επεκταθούν στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι, κατά το 1989 ιδρύεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από την Interamerican. Στη συνέχεια, μέσα στο 1990, ιδρύονται τέσσερα ακόμα από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρείες. Η τάση ανάπτυξης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε με ακόμη μεγαλύτερους ρυθμούς στα επόμενα χρόνια, με αποτέλεσμα στο τέλος

του 1998 να υπάρχουν 178 ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια και 81 ξένων κεφαλαιαγορών.³⁰

Τον Νοέμβριο του 2004 ψηφίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή νέος νόμος (3283/2004) για τα αμοιβαία κεφάλαια και τις Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), σύμφωνος με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με τη βοήθεια και του νόμου αυτού, δημιουργούνται νέες δυνατότητες και νέα δυναμική για τα Α/Κ και τις Α.Ε.Δ.Α.Κ., διευκολύνεται η κυκλοφορία προϊόντων και εταιρειών στις χώρες της Ε.Ε., δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την ανάπτυξη νέων προϊόντων, ενισχύεται η διαφάνεια στη διαχείριση, αυξάνεται η πληροφόρηση των επενδυτών και παράλληλα, προστατεύονται ακόμα περισσότερο τα δικαιώματά τους. Στα τέλη του 2005, στην Ελληνική Αγορά υπήρχαν 25 Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζονταν 258 συνολικά Α/Κ, με συνολικό ενεργητικό περίπου 27,9 δισ. ευρώ.

Στις αρχές Απριλίου του 2008 στην ελληνική χρηματαγορά διαπραγματευόταν 259 αμοιβαία κεφάλαια, από τα οποία τα 155 εσωτερικού και τα 104 εξωτερικού. Το σύνολό τους αποτελούσαν από 92 μετοχικά (33 εξ. – 59 εσωτ.), 62 ομολογιακά (38 εξ. – 24 εσωτ.), 49 μικτά (21 εξ. – 28 εσωτ.) και 26 αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (5 εξ. – 21 εσωτ.). Επίσης, υπάρχουν και 30 αμοιβαία κεφάλαια (7 εξ. – 23 εσωτ.), αποκαλούμενα ως “funds of funds”,³¹ τα οποία εισήχθησαν στην ελληνική αγορά με τον νόμο 3283/2004 και σταδιακά κερδίζουν έδαφος και στην Ελλάδα. Βασικό τους χαρακτηριστικό είναι ότι επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια, εξασφαλίζοντας καλύτερη διασπορά.³² Το συνολικό ενεργητικό της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο αυτή αγγίζει τα 21,5 δισ. ευρώ.

³⁰ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 43-48

³¹ Τα στατιστικά στοιχεία προέρχονται από την εφημερίδα «Έθνος της Κυριακής», 6 Απριλίου 2008.

³² Α. Μάρκου, «Οι συλλογικές μορφές επένδυσης», εφημερίδα «Το Βήμα», 4 Νοεμβρίου 2007.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

5.1 Γενικά

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη κι αν η εταιρεία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται κι άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπάρχοντων αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψήφιων επενδυτών που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται μπορούμε να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια στις εξής κατηγορίες: α) διαχείρισης διαθεσίμων, β) σταθερού εισοδήματος, γ) ομολογιών, δ) μετοχών, ε) μικτά, στ) διεθνή, ζ) εμπορευμάτων, η) δεικτών, θ) ειδικών κατηγοριών

Στη συνέχεια γίνεται παρουσίαση της κάθε κατηγορίας αμοιβαίου κεφαλαίου ξεχωριστά.

α) ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις, κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια (ένα με δύο έτη το πολύ) όπως για παράδειγμα σε υψηλότοκες καταθέσεις *termos*, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, *swaps*, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και κατά το πλείστον σταθερή απόδοση η οποία προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Βέβαια στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει

σημαντικές μεταπτώσεις, η απόδοση καταλήγει να είναι σταθερή και η ρευστότητα υψηλή. Συνήθως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στη διατραπεζική αγορά που οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις απ' ότι άλλων ειδών αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης οι χαμηλές ή μηδενικές προμήθειες εισόδου - εξόδου είναι ένα επιπλέον κίνητρο επένδυσης σε αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια. Σύμφωνα με τον νέο νόμο, τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων δεν επιτρέπεται να επενδύουν καθόλου σε μετοχές (με τον παλαιό νόμο επιτρεπόταν η τοποθέτηση μέχρι 10% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές). Αυτά είναι τα κύρια χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων του είδους αυτού και προτείνεται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

β) ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν κατά το πλείστον μια βέβαιη απόδοση ετησίως. Τίτλοι που προσφέρουν σταθερή και προβλέψιμη απόδοση είναι τα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών εταιρειών ή τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών ή και ξένων εταιρειών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση αυτών των τίτλων γίνεται υπό τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρεία στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, οι τόκοι αυτοί αποδίδονται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι διασφαλίζεται ένα σταθερό ετήσιο εισόδημα για τους μεριδιούχους. Αυτό δε σημαίνει ότι και η συνολική απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εισοδήματος θα παραμείνει σταθερή. Κατά ένα μέρος η απόδοση αυτή πηγάζει από την υπεραξία ή ζημία που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των τίτλων επένδυσης ως αποτέλεσμα μεταβολής άλλων παραγόντων όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, ο όγκος βιομηχανικής παραγωγής, η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κτλ.

γ) ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς καθώς και ομολογίες εταιρειών (αυτές οι επενδύσεις καταλαμβάνουν τουλάχιστον το 65% του χαρτοφυλακίου). Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιρειών προς διαπραγμάτευση τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους είναι παρόμοια

των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Εν γένει εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις δύο προηγούμενες κατηγορίες που αναφέρθηκαν αλλά λόγω της παροχής σημαντικού εισοδήματος που αντλείται από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός είναι μετριασμένος. Η καθημερινή αποτίμηση του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτού του τύπου γίνεται βάση των τρεχουσών τιμών των ομολόγων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ όπως διαμορφώνονται στη δευτερογενή αγορά των Ομολόγων και όπως αποτυπώνεται στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Διαπραγματεύσεως Άυλων Τίτλων (ΗΔΑΤ). Έτσι είναι αναμενόμενο, η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων Ομολογιών να κυμαίνεται ανάλογα με την πορεία των αγορών η οποία επηρεάζεται από μακροοικονομικές συνθήκες της οικονομίας όπως τα παρεμβατικά επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών, τα επιτόκια των νέων εκδόσεων τίτλων του Δημοσίου κάθε διάρκειας, τον πληθωρισμό, την ανεργία, την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κτλ. Από τη στιγμή που η χώρα μας εντάχθηκε στην ΟΝΕ και το νόμισμά μας είναι πλέον το ευρώ είναι πιο ασφαλείς οι συνθήκες της αγοράς και έτσι απομακρύνεται το ενδεχόμενο κερδοσκοπικών πιέσεων στην αγορά ομολόγων και επομένως δεν αναμένονται και υψηλές διακυμάνσεις στις τιμές τους.

δ) ΜΙΚΤΑ

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά όπως εισόδημα και ανάπτυξη, αναλαμβάνουν επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όσο και σε ομολογίες και μετοχές. Με τον τρόπο αυτόν επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα καθώς διαθέτουν μεγαλύτερη ευελιξία ως προς τις τοποθετήσεις τους(και επομένως και ως προς τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και το εύρος των αποδόσεων που στοχεύουν). Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά σε νέους επενδυτές(και για σχετικά χαμηλού ύψους χαρτοφυλάκια τα οποία δεν προσφέρονται για διασπορά σε διαφορετικά προϊόντα)που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είτε που δεν επιθυμούν να έχουν μια βραχυχρόνια επένδυση. Οι επενδύσεις των μικτών μετοχικών κεφαλαίων σε κάποια κατηγορία δεν πρέπει να ξεπερνούν το 65% του καθαρού ενεργητικού τους για παράδειγμα όχι πάνω από 65% σε μετοχές ή ομόλογα, ενώ επιβάλλεται να τοποθετούνται κατ' ελάχιστον κατά 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.

ε) ΜΕΤΟΧΙΚΑ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΑ)

Είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές(τουλάχιστον κατά 65%). Το υπόλοιπο ποσοστό τους βρίσκεται σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις που εξασφαλίζουν την απαιτούμενη ρευστότητα στα αμοιβαία κεφάλαια καθώς και σε ομολογιακούς τίτλους κρατικούς ή εταιρικούς. Το είδος αυτό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές(προνομιούχες και κοινές)δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα(εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και εφόσον υπάρχουν κέρδη). Αν υπολογισθεί και η απόδοση που επηρεάζεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου που χαρακτηρίζεται από μεγάλη μεταβλητότητα, τότε η συνολική απόδοση ενός μετοχικού κεφαλαίου αναμένεται να εμφανίζει μεγάλη διακύμανση. Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό κινδύνου που ενυπάρχει σε ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας ή και οι εξειδικεύσεις που ενδεχομένως το χαρακτηρίζουν(π.χ. τοποθετήσεις σε μετοχές μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης, στο χρηματοοικονομικό κλάδο, στην υψηλή τεχνολογία, σε αναδυόμενες αγορές κτλ). Για παράδειγμα υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε εταιρείες που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα. Αυτά αναφέρονται ως μετοχικά εισοδήματος. Επίσης υπάρχουν τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους μέσω εταιρειών που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση ενώ ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις τους με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης.

στ) ΔΙΕΘΝΗ

Οι παγκόσμιες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας οδήγησαν στην πιο ελεύθερη διακίνηση προϊόντων και κεφαλαίων μεταξύ των χωρών. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού σε όλα τα επίπεδα, γεγονός που οδήγησε σε μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι, ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια ξένη χώρα εστιάζεται όχι μόνο στην ισοτιμία συναλλάγματος αλλά και στις μεταβολές της συγκριτικής οικονομικής κατάστασης των δύο χωρών. Μια μεταβολή των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ συμπαρασύρει όχι μόνο τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά και τα επίπεδα τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια καθώς και τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως.

Έτσι, καθίσταται απαραίτητη η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων της χώρας μας σε χρηματιστηριακούς τίτλους άλλων χωρών. Με την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων δίνεται η δυνατότητα

σε αμοιβαία κεφάλαια να τοποθετήσουν κεφάλαια σε τίτλους κοινοτικών χωρών ή και μη κοινοτικών χωρών (ΗΠΑ, Άπω Ανατολή). Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων και κατά πόσο είναι εισοδήματος ή αναπτυξιακό. Η επένδυση σε ένα διεθνές αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά πλεονεκτήματα καθώς όχι μόνον αντιμετωπίζεται επιτυχώς ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος κεφαλαίου. Αυτή η κατηγορία έπαψε να διαπραγματεύεται στην ελληνική χρηματαγορά με τον νόμο 3283/2004 ο οποίος άλλαξε το μέχρι τότε ισχύον πλαίσιο.

ζ) ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων έχουν εισαχθεί πρόσφατα στη διεθνή οικογένεια αμοιβαίων κεφαλαίων παρ' όλο που στην Ελλάδα ακόμη δεν επιτρέπονται. Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Τα συμβόλαια αυτά που καλύπτουν μεγάλο αριθμό εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε προθεσμιακές αγορές που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ρευστότητα όπως Chicago Board of Trade, New York Futures Exchange, London International Financial Futures Exchange κλπ. Μεταξύ των προϊόντων και τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεων μπορούμε να αναφέρουμε το σιτάρι, το καλαμπόκι, τον χρυσό, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου ΗΠΑ κτλ. Ο κίνδυνος που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων είναι σημαντικός παρά τη διαφοροποίηση που επιτυγχάνεται. Μάλιστα η συνεχώς επιδιωκόμενη διαφοροποίηση απορροφά ένα σημαντικό ποσό από τη συνολική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη μορφή κόστους συναλλαγής και αμοιβών στους συμβούλους επενδύσεων εμπορευμάτων.

η) ΔΕΙΚΤΩΝ

Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν τα κεφάλαιά τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες, εμπορεύματα. Οι δείκτες αυτοί μπορούν να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα). Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής εκάστου στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό είναι και το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει γιατί απλοποιείται εξ ολοκλήρου η επενδυτική στρατηγική με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου που υπάρχει σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχει εδώ. Έτσι ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επένδυσης και άλλων αναλυτών πρόβλεψης των οικονομικών προοπτικών.

θ) ΕΙΔΙΚΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ

Στρατηγική των κλαδικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών πχ. υψηλής τεχνολογίας, ένδυσης Κατασκευών, εταιρειών ενέργειας. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που τυχάνει να σχετίζεται με ένα συγκεκριμένο κλάδο. Για το λόγο αυτό σημαντικό είναι το είδος της αντιστάθμισης που οι διαχειριστές θα επιλέξουν να εισαγάγουν στο χαρτοφυλάκιο επιμερίζοντας ένα τμήμα των κεφαλαίων σε ομολογίες ή και μετοχές που δεν ανήκουν στον εξειδικευμένο κλάδο.³³

³³ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 68-73.

5.2 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Ελληνικής Χρηματαγοράς

Πλέον, σύμφωνα με τον νόμο 3283/2004 τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται σε Α/Κ εσωτερικού και εξωτερικού. Ως Εσωτερικού χαρακτηρίζονται αυτά που επενδύουν στην Ελληνική αγορά. Με την παλαιότερη νομοθεσία υπήρχε και η κατηγορία των Διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων που είχαν την δυνατότητα να επενδύουν τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, χωρίς όμως να γίνεται σαφής διαχωρισμός από τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού, γι' αυτό και με τον νέο νόμο καταργήθηκαν. Κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες, διακρίνεται με το νέο νομοθετικό πλαίσιο στις εξής υποκατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων:

- Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων
- Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια
- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Αναπτυξιακά)
- Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

5.3 Παραδείγματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων Που Υπάρχουν Στην Ελληνική Αγορά³⁴

Παρακάτω θα παρακολουθήσουμε μερικά παραδείγματα για το πώς λειτουργούν κάποια ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια. Η επιλογή τους είναι τυχαία.

5.3.1 INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Κατηγορία: ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Επενδυτικός σκοπός:

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με

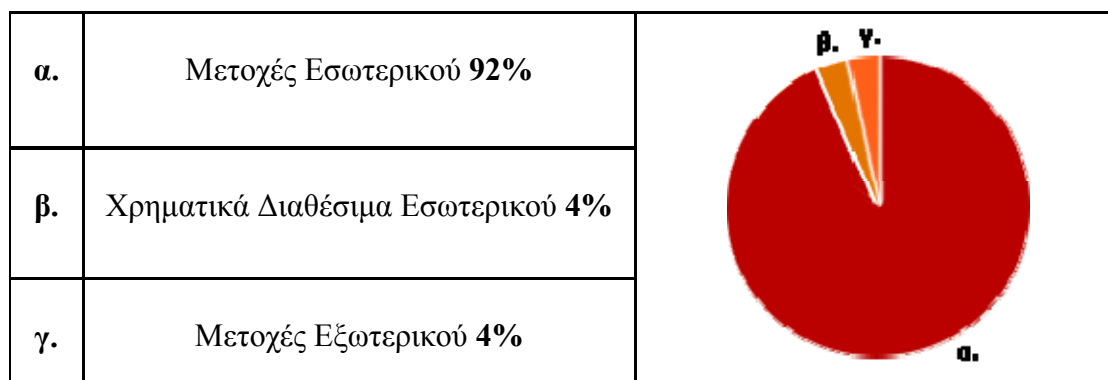
³⁴ Οι πληροφορίες σχετικά με τα Α/Κ που παρουσιάζονται εδώ έχουν αντληθεί από τα ενημερωτικά δελτία που διένειμαν οι αντίστοιχες Α.Ε.Δ.Α.Κ.

αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ελληνική αγορά, και κυρίως μετοχικούς τίτλους εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης που παρουσιάζουν ικανοποιητικούς οικονομικούς δείκτες και προοπτική αξιόλογης κερδοφορίας και κατέχουν δεσπόζουσα θέση στον κλάδο τους. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Απευθύνεται:

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι υψηλού επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν να συμμετέχουν σε διευρυμένο χαρτοφυλάκιο μετοχικών τίτλων ελληνικών εταιριών που συνδυάζουν τα ανωτέρω στοιχεία, με στόχο την επίτευξη, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, κερδών από την υπεραξία και τις μερισματικές αποδόσεις των τίτλων αυτών.

ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (31/12/06)



5.3.2 ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιδιώκει να επιτύχει τις υψηλότερες δυνατές αποδόσεις, με στόχο την υπερκάλυψη του αρχικού ενεργητικού του σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, μέσω της υπεραξίας των επενδύσεων

που πραγματοποιεί και των προσόδων που εισπράττει. Ειδικότερα, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο στοχεύει, κατά την λήξη των πέντε ετών από την ημερομηνία έναρξης λειτουργίας του, στην επίτευξη απόδοσης που θα συναρτάται σε ποσοστό τουλάχιστον:

- α. 40% της θετικής σωρευτικής μεταβολής του Δείκτη DJ Eurostoxx 50® κατά την ίδια περίοδο, ή
- β. 40% της απόλυτης αρνητικής σωρευτικής μεταβολής του Δείκτη DJ Eurostoxx 50® κατά την ίδια περίοδο.

Επενδυτική Πολιτική:

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του στην αλλοδαπή και σε κρατικά ή/και εταιρικά ομόλογα και ομολογίες, διαπραγματευόμενα σε οργανωμένες αγορές, υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, που έχουν εκδοθεί είτε με την εγγύηση κράτους μέλους του ΟΟΣΑ ή από δημόσιους οργανισμού, υπερεθνικά ιδρύματα, επιχειρήσεις και διαπραγματεύονται σε οργανωμένες διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Δευτερευόντως το Αμοιβαίο Κεφάλαιο:

- α) επενδύει σε άλλες κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς, ομολογίες ή ομόλογα, τραπεζικές καταθέσεις και μερίδια ή μετοχές Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), όχι όμως άνω του 10% σε μετοχές και μετοχικούς ΟΣΕΚΑ,
- β) συνάπτει, μέχρι την 45η ημέρα από την έναρξη της διάθεσης των μεριδίων του και στο πλαίσιο της αποτελεσματικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του, συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης πενταετούς διάρκειας στον Δείκτη Eurostoxx 50® με αναγνωρισμένους επενδυτικούς οίκους.

5.3.3 ΕΡΜΗΣ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Επενδυτικοί και οικονομικοί στόχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η αύξηση της αξίας του ενεργητικού του μέσω υπεραξίας και εισοδήματος από συνδυασμό κυρίως μετοχικών και ομολογιακών τίτλων στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Η επενδυτική πολιτική των ανωτέρω βασίζεται κυρίως σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών και ομολογιακών τίτλων κυρίως στην ελληνική αγορά και δευτερευόντως σε άλλα μέσα της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος εσωτερικού – εξωτερικού. Η ευελιξία που χαρακτηρίζει την επενδυτική του πολιτική και η ποικιλία των επενδυτικών εργαλείων που δύναται να χρησιμοποιήσει, του επιτρέπει να διαμορφώνει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του προσαρμοζόμενο στις

εκάστοτε συνθήκες της αγοράς έχοντας κατ' ελάχιστον) 10% του καθαρού ενεργητικού σε ομολογιακούς τίτλους εσωτερικού και β) 10% του καθαρού ενεργητικού σε μετοχικούς τίτλους εσωτερικού. Το δε μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού του.

Η επιλογή των μετοχικών τίτλων γίνεται κυρίως από τίτλους που περιλαμβάνονται στον Γενικό Δείκτη του ΧΑ. Οι ομολογιακοί τίτλοι είναι κυρίως ελληνικά κρατικά και εταιρικά ομόλογα. Η μέθοδος διαχείρισης είναι ενεργητική ως προς την κατανομή του ενεργητικού στις διάφορες κατηγορίες επενδύσεων και ως προς την επιλογή συγκεκριμένων τίτλων.

Απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετηθούν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ομολογιακών τίτλων και προϊόντων της χρηματαγοράς της ελληνικής κυρίως αγοράς αναλαμβάνοντας μέτριο επενδυτικό κίνδυνο, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ως δείκτης αναφοράς (benchmark) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου θα είναι συνδυασμός του Γενικού Δείκτη ΧΑ κατά 55% και του Euribor μηνός κατά 45%.

Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν βασίζεται σε στρατηγική συχνών εναλλαγών των στοιχείων του ενεργητικού του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η Λειτουργία Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

6.1 Η Ενημέρωση Του Κοινού

Για την απόκτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλει αίτηση στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. όπου θα αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. από την πλευρά της πρέπει να παραδώσει δωρεάν το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να πληροφορηθεί ο υποψήφιος μεριδιούχος για μια σειρά από σημαντικά χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου, όπως τον Κανονισμό, την ημερομηνία σύστασής του, στοιχεία για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τη διεύθυνσή της, τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια που πιθανώς διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς και το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της, το θεματοφύλακα και τους τυχόν υπάρχοντες εξωτερικούς συμβούλους επενδύσεων και γενικά όλα τα στοιχεία που θα βοηθήσουν τον υποψήφιο μεριδιούχο να αποφασίσει για την αγορά μεριδίων ή όχι. Για το λόγο αυτό προσφέρονται οι τελευταίες εκθέσεις του εξαμήνου και του έτους μαζί με την έκθεση των ορκωτών λογιστών.

Πιο συγκεκριμένα, και πάντα με σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3283/2004, θα πρέπει καθημερινά να δημοσιεύονται στοιχεία που αφορούν το ενεργητικό του κάθε Α/Κ, τα μερίδια και τις τιμές του κάθε μεριδίου (καθαρή, συμμετοχής, εξαγοράς) και αφορούν δύο εργάσιμες μέρες πριν. Επίσης, δημοσιεύονται οι ημερήσιες μεταβολές της καθαρής τιμής τους, καθώς και οι αποδόσεις τους από την αρχή κάθε έτους. Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης πρέπει να δημοσιεύεται σε μια ημερήσια και σε μια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του Α/Κ, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης και ο τρόπος διάθεσης των κερδών του.

Επίσης, σύμφωνα με τον ίδιο νόμο, πρέπει να βρίσκονται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού, μέσα στο πρώτο δίμηνο από τη λήξη κάθε εξαμήνου και αφού ελεγχθούν από ορκωτούς λογιστές και υποβληθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Εξαμηνιαία και Ετήσια Έκθεση, οι οποίες καταγράφουν την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ την αντίστοιχη χρονική στιγμή. Η Ετήσια Έκθεση συντάσσεται υποχρεωτικά από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης, η οποία συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος με εξαίρεση την πρώτη

χρήση, που μπορεί να είναι και μικρότερη του έτους. Πιο συγκεκριμένα, οι εκθέσεις αυτές περιλαμβάνουν τα εξής:

- α. Την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ, δηλαδή το είδος και την ποσότητα των στοιχείων του ενεργητικού.
- β. Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης και τυχόν διανεμόμενα ή επανεπενδυμένα κέρδη
- γ. Συνολικές εισροές και εκροές, την υπεραξία των επενδύσεων του Α/Κ, και γενικά όλες τις μεταβολές.
- δ. Τα μερίδια του Α/Κ που διατέθηκαν και εξαγοράστηκαν, καθώς επίσης και τα κυκλοφορούντα μερίδια στην αρχή και στο τέλος της χρήσης.
- ε. Την καθαρή τιμή του μεριδίου, όπως και το ύψος των υποχρεώσεων του Α/Κ.
- στ. Τα στοιχεία του ενεργητικού του Α/Κ ταξινομημένα κατά τις ειδικότερες κατηγορίες και κατά τα βασικότερα κριτήρια της επενδυτικής του στρατηγικής με αναφορά στο ποσοστό κάθε κατηγορίας.
- ζ. Συγκριτικό πίνακα των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων, όπου είναι εμφανείς οι καθαρές τιμές και η αξία του καθαρού ενεργητικού στο τέλος κάθε χρήσης.
- η. Τον δείκτη Συνολικών Εσόδων του Α/Κ (συνολικό λειτουργικό κόστος προς τον μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ).
- θ. Κάθε άλλη σημαντική πληροφορία που επιτρέπει στους επενδυτές να διαμορφώσουν γνώμη για την δραστηριότητα του Α/Κ και τα αποτελέσματά του.

Σύμφωνα με τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεώνονται να στέλνουν κάθε τρίμηνο στους πελάτες τους ενημέρωση σχετικά με την αποτίμηση των επενδύσεών τους που πρέπει να συμπεριλαμβάνουν τις προμήθειες διαχείρισεως της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ως ποσοστό που επιβαρύνει το Α/Κ, καθώς και τις προμήθειες Θεματοφυλακής. Επίσης, πρέπει να αναφέρεται η απόδοση του τρέχοντος έτους καθώς και τριετίας των Α/Κ.

6.2 Μεριδιούχοι, Εταιρεία Διαχείρισης Και Θεματοφύλακας

6.2.1 ΟΙ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ

Όπως κάθε χρηματική δεξαμενή, έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια τελούν υπό διαχείριση και διαχειριστικό έλεγχο. Ενώ η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων σε άλλους θεσμικούς επενδυτές (πχ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες) δεν αποτελεί αναγκαστικά στοιχείο διατήρησης ή περαιτέρω προσέλκυσης πελατών, στην περίπτωση των αμοιβαίων

κεφαλαίων η απόδοση που επιτυγχάνουν σε χώρες με ανεπτυγμένο τον ανταγωνισμό στην αγορά, είναι καθοριστική της περαιτέρω πορείας τους. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ πελατών και μετόχων. Οι πελάτες απολαμβάνουν συνήθως κάποια σταθερή απόδοση που τους έχει υποσχεθεί εξαρχής, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα οφέλη από μια καλή διαχείριση και υφίστανται τις ζημιές από μια κακή.

Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων, πελάτες και μέτοχοι είναι το ίδιο. Οι επιπτώσεις μιας καλής ή κακής διαχείρισης που αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις επηρεάζουν όλους τους μεριδιούχους κατά το ίδιο ποσοστό και ανάλογα με τον αριθμό μεριδίων που κατέχουν κατά απόλυτο μέγεθος. Ο αριθμός μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα μερίδια αποκτώνται με την πληρωμή της αξίας για κάθε ένα, τη συγκεκριμένη ημέρα αγοράς. Η αξία αυτή μεταβάλλεται καθημερινά καθώς οι κινητές αξίες στις οποίες είναι επενδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγμάτευσης και ως εκ τούτου αυξομειώσεων. Όμως, τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο όπως είναι οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων E.E.X.(αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου). Ο λόγος είναι ότι από τη στιγμή που οι αξίες στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διαπραγματεύσιμες, η αξία των μεριδίων που είναι συνάρτηση των διαπραγματεύσιμων αυτών τιμών είναι πλήρως προσδιορισμένη και στο τέλος της ημέρας ανακοινώσιμη δημόσια. Με τον τρόπο προσδιορισμού της αξίας ως ανωτέρω οι επενδυτές αδυνατούν να τιμολογήσουν τις ικανότητες των διαχειριστών, όπως αυτό συμβαίνει με τις EEX.

Έτσι, τα μερίδια αγοραπωλούνται από το αμοιβαίο κεφάλαιο χωρίς κάποια έκπτωση ή πριμ που να αντικατοπτρίζει τι ικανότητες αυτές. Παρά την ικανοποιητική τιμολόγηση των μεριδίων όταν οι επενδύσεις γίνονται σε διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες, σημαντικό ποσοστό επενδύσεων σε μη διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες δημιουργεί πρόβλημα στην ορθή τιμολόγηση ενώ ενέχει σοβαρούς επενδυτικούς κινδύνους.

6.2.2 Η ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Αγοράζοντας μερίδια οι επενδυτές εναποθέτουν τα χρήματά τους στο διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι άλλος παρά μια εταιρεία διαχείρισης, η Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Η εταιρεία αυτή, η οποία πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει, είναι ανώνυμη εταιρεία

και διαχειρίζεται συνήθως ολόκληρη την οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια διαφόρων κατηγοριών. Η εταιρεία αυτή έχει την αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές και την καθημερινή επέμβαση στις αγορές εφόσον κριθεί αναγκαία. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει μια Επενδυτική Επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. διευρύνεται με άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς και των διεθνών τάσεων.

Η εταιρεία διαχείρισης είναι πολύ σημαντική για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται για κάθε διαχειριστική αμέλεια. Σε μεγάλο βαθμό η επιτυχία μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. στηρίζεται στα άτομα της διαχειριστικής ομάδας και την εμπειρία και το ταλέντο που διαθέτουν στη διαχείριση.

6.2.3 Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι από τις πιο εγγυημένες επενδυτικές επιλογές όχι τόσο όσον αφορά τις αποδόσεις, όσο τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων και των επενδυμένων χρημάτων. Σε αυτό συντελούν τόσο οι νόμοι όσο και ο θεματοφύλακας που είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Έτσι αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Ο ρόλος του θεματοφύλακα επαφίεται κυρίως σε τραπεζικά ιδρύματα. Ο ρόλος αυτός εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα πληρωμών και εισπράξεων. Οι υπηρεσίες διαφύλαξης χρημάτων που προσφέρονται στα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθεις υπηρεσίες που προσφέρονται και σε άλλους πελάτες. Για το λόγο αυτό η προκαθορισμένη αμοιβή για το θεματοφύλακα που εμπεριέχεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ανταγωνιστική και σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Γενικά ο θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμίας και ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του. Η ευθύνη του δε μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές

της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εκτός αν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

6.3 Μεριδία, Τιμές Και Κόστη

Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Μπορεί όμως η Α.Ε.Δ.Α.Κ. να χρησιμοποιεί και αντιπροσώπους της για να διαθέσει τα μερίδια αυτά. Στην περίπτωση αυτή ως αντιπρόσωποι μπορούν να λειτουργήσουν μόνο Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες και μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Μεριδία είναι οι τίτλοι ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει ο μεριδιούχος. Οι τίτλοι αυτοί αποκτώνται με την καταβολή της τιμής διάθεσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο και εξαγοράζονται μόνο από το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Όμως, μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαίτησης. Επίσης επιτρέπεται σε περίπτωση ασφάλειας ζωής, και κατόπιν συμφωνίας, η αποζημίωση να γίνεται με τη μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αντί μετρητών. Τέλος, επιτρέπεται η μεταβίβαση των μεριδίων μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή. Έτσι, με τους τρόπους αυτούς αποδίδεται μεγαλύτερη χρησιμότητα στα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο αριθμός των μεριδίων κατά τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνάρτηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου και προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του γεγονότος ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοικτού τύπου, ο αριθμός μεριδίων δεν παραμένει σταθερός. Κάθε φορά που προσελκύονται νέοι μεριδιούχοι, δημιουργούνται νέα μερίδια ανάλογα με τα χρήματα που εισρέουν. Αντίστοιχα, κάθε φορά που οι μεριδιούχοι πωλούν τα μερίδιά τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο αριθμός των μεριδίων ελαττώνεται κατά αντιστοιχία της μείωσης του ενεργητικού.

Από τη στιγμή που δημιουργηθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο και εγκριθεί η λειτουργία του, είναι υποχρεωμένο να προσφέρει νέα μερίδια με βάση την τιμή που προσδιορίζεται την ημέρα εκείνη. Για αυτό το λόγο απαιτείται ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλλει γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. όπου αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλει την τιμή διάθεσης σε μετρητά, ή ακόμα και κινητές αξίες εφόσον συμφωνήσει η Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Η τιμή που είναι σημείο

αναφοράς για την αξία των μεριδίων βασίζεται στην αξία των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί. Πιο συγκεκριμένα, στο τέλος της ημέρας και με το κλείσιμο του χρηματιστηρίου υπολογίζεται η συνολική αξία των τίτλων που κατέχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση τον αριθμό του και την τιμή κλεισίματος. Για τους τίτλους που δεν διακινήθηκαν, χρησιμοποιούνται οι τιμές της προηγούμενης διαπραγμάτευσης ενώ για τίτλους που δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, οι τιμές κτήσης. Στις αξίες αυτές προστίθενται άλλες αξίες όπως τα χρήματα που δεν έχουν ακόμα επενδυθεί, ή όποιες καταθέσεις και μετρητά διαθέτει το αμοιβαίο κεφάλαιο για να εκτελεί τις εκάστοτε εξαγορές ή πληρωμές προς τρίτους που προκύπτουν. Το σύνολο των ανωτέρω αξιών αποτελεί την αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Και ενώ δε δημιουργείται πρόβλημα για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχικών τίτλων στο τέλος της ημέρας, πρόβλημα παρουσιάζεται στην αποτίμηση των ομολόγων λόγω της χρόνιας ανεπάρκειας της δευτερογενούς αγοράς. Έτσι παρά τη μεταβολή των τιμών ομολογίων λόγω της αυξομείωσης των επιτοκίων, οι τιμές των μεριδίων δεν επηρεάζονται με αποτέλεσμα την πλασματική εικόνα της αξίας τους. Με τη βελτίωση όμως της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων η αδυναμία αυτή υπερκεράζεται από το Φεβρουάριο του 1999 καθώς η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού τους θα γίνεται με βάση την τρέχουσα αξία των ομολόγων που έχουν στο ενεργητικό τους. Από την πλευρά του παθητικού, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς δεν επιτρέπεται δανεισμός με σκοπό την επένδυση. Όμως, μικρού μεγέθους βραχυπρόθεσμα δάνεια επιτρέπονται για την αντιμετώπιση πρόσκαιρων αναγκών πληρωμών προς τρίτους, για υπηρεσίες που έχουν προσφέρει ή για απρόβλεπτα αυξημένες εξαγορές. Άλλες υποχρεώσεις που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι οι αμοιβές προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., το θεματοφύλακα και άλλους επενδυτικούς συμβούλους. Τέλος, υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογιστεί αλλά δεν έχουν καταβληθεί ακόμα στις χρηματιστηριακές εταιρείες. Το σύνολο των ανωτέρω χρηματικών ποσών αποτελεί τις υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους.

Το υπόλοιπο μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους από τη συνολική αξία του ενεργητικού αποτελεί την καθαρή θέση των μεριδιούχων ή την αξία του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η καθαρή τιμή ανά μερίδιο προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του καθαρού ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων. Η εξαγορά των μεριδίων από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Κατόπιν τούτου η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ακυρώνει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται και καταβάλλει την αξία σε μετρητά μέσα σε πέντε μέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης.

Τα μερίδια εξαγοράζονται σύμφωνα με την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της ημέρας υποβολής της αίτησης.

Η καθαρή τιμή μεριδίου είναι αξία αναφοράς του κόστους απόκτησης ενός μεριδίου ή πώλησής του. Δεν ταυτίζεται όμως πάντα με αυτά. Υπάρχουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς που καθιστούν την απόκτησή τους ακριβότερη και την πώλησή τους χαμηλότερης αξίας της καθαρής τιμής μεριδίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Θεσμικό Και Εποπτικό Πλαίσιο

7.1 Ισχύοντες Νόμοι

Η εισαγωγή του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε το 1970 με τη θέσπιση του Ν.Δ. 608/70. Βάσει του νόμου αυτού τέθηκαν σε λειτουργία τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια Ερμής Δυναμικό και Δήλος Μικτό. Καμπή όμως για το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτέλεσε ο Νόμος 1969/1991 που αφορά και διέπει τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σήμερα. Με το νόμο αυτό καταργήθηκε το Ν.Δ. 608/70.

Σύμφωνα με το νόμο αυτό, ελληνικό αμοιβαίο κεφάλαιο χαρακτηρίζεται αυτό του οποίου η έδρα και κεντρική διοίκηση βρίσκεται στην Ελλάδα. Η άδεια για τη σύσταση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χορηγείται μόνον εφόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει την Α.Ε.Δ.Α.Κ., την εκλογή του θεματοφύλακα και τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου που υποβάλλει η Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Για να εγκριθεί η Α.Ε.Δ.Α.Κ. απαιτείται να έχει ένα ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου ίσο με 100 εκατομμύρια δραχμές, ενώ το ελάχιστο αρχικό ποσό του ενεργητικού αμοιβαίου κεφαλαίου ορίζεται σε 400 εκατ. δραχμές. Το ποσό αυτό πρέπει να καταβληθεί μέσα σε τρεις μήνες από τη χορήγηση άδειας συστάσεώς του. Διαφορετικά, η άδεια συστάσεως του αμοιβαίου κεφαλαίου ανακαλείται.

Έως ότου η άδεια συστάσεως του αμοιβαίου κεφαλαίου δημοσιευθεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και ο θεματοφύλακας βεβαιώσει τη συγκέντρωση των στοιχείων του ενεργητικού το αμοιβαίο κεφάλαιο δε μπορεί να διαθέσει μερίδια στο επενδυτικό κοινό, ούτε και να διαφημίζεται.

Σύμφωνα με αυτόν το νόμο, οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις και παραλήψεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα. Αντίθετα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο θεματοφύλακας έχουν ευθύνη στους μεριδιούχους για τυχόν αμέλεια στην άσκηση των καθηκόντων τους. Ο νόμος ορίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως το κατεξοχήν όργανο για τον έλεγχο και επιβολή προστίμων στη διοίκηση των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εν γένει την εύρυθμη λειτουργία του θεσμού, με απώτερο σκοπό τη διαφύλαξη των συμφερόντων των μεριδιούχων.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένη με την έκδοση κανονιστικών διατάξεων ώστε να ρυθμίζονται εκκρεμή θέματα τα οποία προκύπτουν στην πορεία. Οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

(Α.Ε.Κ.) αποτελούν τμήμα της νομοθεσίας που διέπει τη λειτουργία αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στις 2 Νοεμβρίου 2004 ψηφίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή ο νέος νόμος 3283/2004 για τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τις εταιρείες διαχείρισης Α/Κ στην Ελλάδα, ο οποίος ενσωματώνει τις σχετικές οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αντικαθιστά στο σύνολό του τον παλαιότερο νόμο 1969/1991, καθώς και τις τροποποιήσεις του.

Με τον νέο νόμο δημιουργείται νέα δυναμική και νέες δυνατότητες για τα Α/Κ και τις Α.Ε.Δ.Α.Κ., διευκολύνεται η κυκλοφορία προϊόντων και εταιρειών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για τη δημιουργία νέων προϊόντων, ενισχύεται η διαφάνεια στη διαχείριση, αυξάνεται η πληροφόρηση των επενδυτών και παράλληλα, προστατεύονται ακόμα περισσότερο τα δικαιώματά τους. Πιο συγκεκριμένα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχουν τη δυνατότητα να διευρύνουν τις δραστηριότητες τους στη διαχείριση ιδιωτικών χαρτοφυλακίων και χαρτοφυλακίων ασφαλιστικών ταμείων, παροχή επενδυτικών Συμβούλων, ανάληψη διαχείρισης Α/Κ άλλων ΑΕΔΑΚ, κ.λπ.. Επιπλέον, έχουν τη δυνατότητα να διαθέτουν τα προϊόντα τους και σε άλλες της Ε.Ε. είτε με διασυνοριακή δράση, είτε με ίδρυση υποκαταστημάτων. Σε σχέση με τα νέα προϊόντα, εισάγονται στην ελληνική χρηματαγορά τα «funds of funds», Α/Κ που απαρτίζονται από μερίδια άλλων Α/Κ, και τα «index funds», Α/Κ παθητικής Διαχείρισης που ακολουθούν την πορεία ενός δείκτη.

Στον τομέα της προστασίας των επενδυτών τίθενται νέα επενδυτικά όρια στις επενδύσεις, αποσκοπώντας στη μεγαλύτερη διασπορά των κινδύνων και στη μικρότερη έκθεση σε αυτούς, καθώς και στην αποφυγή συγκέντρωσης επενδυτικών μέσων στην μητρική εταιρεία και στον Όμιλο που ανήκει η ΑΕΔΑΚ. Σημαντικά νέα στοιχεία για την προστασία των επενδυτών αποτελούν επίσης οι νέοι όροι που τίθενται για τους κανονισμούς των Α/Κ, τα στοιχεία που ορίζεται ότι πρέπει να περιέχουν τα ενημερωτικά δελτία και περιληπτικά ενημερωτικά δελτία για τα Α/Κ που διανέμονται στους υποψήφιους μεριδιούχους.

Μετά τη δημοσίευση του νέου νόμου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε ορισμένες κανονιστικές αποφάσεις με στόχο την καλύτερη λειτουργία των Α/Κ και την ακόμα μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών. Σύμφωνα με αυτές:

1. Καθιερώνεται νέα κατηγοριοποίηση των Α/Κ, τα οποία διακρίνονται σε Α/Κ Εσωτερικού και Εξωτερικού και κάθε μία από αυτές τις κατηγορίες διακρίνεται από τις υποκατηγορίες Μικτά, Μετοχικά, Ομολογιακά και Διαχείρισης Διαθεσίμων.

2. Καθορίζεται ότι τα index funds υπάγονται στις παραπάνω κατηγορίες ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.
3. Απαγορεύεται στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων να τοποθετούνται σε μετοχές.
4. Επιβάλλεται στα Μικτά Α/Κ να τοποθετούν τουλάχιστον 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές και 10% σε Ομόλογα.
5. Οι ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένες στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου και μέσα σε 10 ημερολογιακές ημέρες από τη λήξη του, να δημοσιεύουν αναλυτικούς και μέσους ποσοστιαίους πίνακες των χαρτοφυλακίων των Α/Κ που διαχειρίζονται και να θέτουν στη διάθεση των μεριδιούχων και να τους δημοσιεύουν στις ιστοσελίδες τους εντός της ίδιας προθεσμίας.
6. Καθορίζονται επακριβώς στους κανονισμούς των Α/Κ οι κατηγορίες δαπανών και αμοιβών που επιτρέπεται να βαρύνουν το Α/Κ.
7. Στις τριμηνιαίες καταστάσεις λογαριασμού που αποστέλλονται στους μεριδιούχους πρέπει να αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισεως του της ΑΕΔΑΚ ως ποσοστό που επιβαρύνει το Α/Κ καθώς και η προμήθεια Θεματοφυλακής. Επίσης, πρέπει να αναφέρεται και η απόδοση τριετίας του Α/Κ.

7.2 Επιτρεπόμενες Επενδύσεις

Κατά την άσκηση της επενδυτικής τους πολιτικής, τα αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε ορισμένα μέγιστα όρια επένδυσης σε κατηγορίες επενδύσεων αλλά και επιτρεπόμενα είδη επενδύσεων. Ελάχιστη απαιτούμενη διαχείριση εκ μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ. σημαίνει τήρηση των ορίων αυτών που θέτουν οι νόμοι.

Σύμφωνα με το άρθρο 32 του Νόμου 1969/1991, το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων δύναται να επενδυθεί σε μια σειρά από διαφορετικές επενδύσεις όπως:

- α) Σε κινητές αξίες που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή και άλλων χωρών όπως ορίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ.
- β) Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες που θα εισαχθούν σε χρηματιστήρια εντός ενός έτους.
- γ) Σε άλλες κινητές αξίες και πιστωτικούς τίτλους εφόσον δεν υπερβαίνουν το 10% του καθαρού ενεργητικού.

δ) Σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και άμεσα ρευστοποιήσιμους πιστωτικούς τίτλους εφόσον δεν αποτελούν την κύρια δραστηριότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Με το ίδιο άρθρο απαγορεύεται στα αμοιβαία κεφάλαια να αποκτούν πολύτιμα μέταλλα ή τίτλους αυτών. Όμως, επιτρέπεται η χρήση νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων (π.χ. δικαιωμάτων, προθεσμιακών συμβολαίων, ανταλλαγών κ.λπ.) για την αποτελεσματική διαχείριση του χρηματοφυλακίου και των επενδυτικών κινδύνων (π.χ. συναλλαγματικός κίνδυνος, κίνδυνος της αγοράς).

Με τα άρθρα 33 και 34 του ίδιου νόμου ορίζονται τα ποσοστά του καθαρού ενεργητικού που μπορούν να επενδυθούν σε συγκεκριμένες επενδύσεις και εκδότες. Έτσι επιτρέπεται η επένδυση σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη έως το 10% του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά την ημέρα κτήσης. Όμως, οι επενδύσεις πάνω του 5% του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες των εκδοτών δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 40% της συνολικής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στην περίπτωση όμως που ο εκδότης είναι ένα κράτος - μέλλος ή οργανισμός τοπικής αυτοδιοίκησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ή αυτοί εγγυώνται την έκδοση, το ποσοστό επένδυσης επιτρέπεται να ανέλθει έως το 35%. Στην περίπτωση που εκδότης είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα με έδρα την Ευρωπαϊκή Ένωση που υπόκειται σε ειδικό κρατικό έλεγχο και η έκδοση αφορά ομόλογα, το ποσοστό επένδυσης του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπεται να ανέλθει ως το 25%.

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων πέραν του 5% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του. Η απαγόρευση αυτή ισχύει και για τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. με τη μόνη εξαίρεση όπου αφορούν εξειδικευμένες επενδύσεις σε συγκεκριμένο γεωγραφικό ή οικονομικό τομέα. Επίσης, δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας ή εταιρείας συμβούλων επενδύσεων ή τέλος, της Ανώνυμης Εταιρείας Αποθετηρίων Τίτλων.

Περιορισμός όμως ισχύει και για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται, κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεν επιτρέπεται να επενδύει πάνω από το 10% σε μετοχές με δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη. Αυτή η διάταξη αποσκοπεί στην αποφυγή συγκέντρωσης σημαντικού ποσοστού ελέγχου της διαχείρισης σε μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. με συνέπεια την άσκηση σημαντικής επιρροής στη διαχείριση της εταιρείας.

Σύμφωνα με τον νόμο 3283/2004, το ενεργητικό των Α/Κ επιτρέπεται να τοποθετείται αποκλειστικά στις παρακάτω επενδύσεις, αναλυτικά:

1. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται αποδεκτά και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης:
 - Σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια του νόμου 2396/1996, όπως ισχύει, καθώς και των αντίστοιχων διατάξεων των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών, με τις οποίες αυτά εναρμονίστηκαν προς την Οδηγία 93/06/ΕΟΚ, όπως ισχύει.
 - Σε κάποια άλλη αγορά κράτους μέλους, εποπτευόμενη, που λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.
 - Σε χρηματιστήριο αξιών ή άλλη αγορά τρίτου κράτους, που λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό, όπως αυτά (χρηματιστήριο και αγορά) ορίζονται εκάστοτε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
2. Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, ύστερα από την άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εφόσον οι όροι έκδοσής τους συμπεριλαμβάνουν την υποχρέωση υποβολής αίτησης για επίσημη εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών ή σε άλλη αγορά των παραπάνω και εφόσον η εισαγωγή αυτή πραγματοποιηθεί, το αργότερο, εντός ενός έτους από την έκδοση.
3. Μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α. εγκεκριμένων βάσει των εθνικών νομοθεσιών με τις οποίες επήλθε εναρμόνιση με την οδηγία 85/611/ΕΟΚ, ή και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, ανεξάρτητα από το εάν εδρεύουν σε κράτος μέλος, υπό προϋποθέσεις.
4. Καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα, αποδοτέες στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση ή σε προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας μέχρι δώδεκα μηνών, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος ή, εάν η καταστατική έδρα του πιστωτικού ιδρύματος βρίσκεται σε τρίτη, όπως αυτή ορίζεται εκάστοτε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ύστερα από γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος, εφόσον το ίδρυμα υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας, το οποίο θεωρείται τουλάχιστον ισοδύναμο με αυτό που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία.
5. Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των εξομοιούμενων με αυτά μέσων που διακανονίζονται με μετρητά, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μία από τις αγορές που αναφέρονται παραπάνω, καθώς και χρηματοοικονομικά παράγωγα μέσα που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών, υπό προϋποθέσεις.
6. Μέσα χρηματαγοράς, πλην των διαπραγματεύσιμων σε εποπτευόμενη αγορά, εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης των μέσων αυτών υπόκειται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών

και της αποταμίευσης και εφόσον τα μέσα αυτά πληρούν τις προϋποθέσεις του νόμου 3283/2004.

7. Ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να επενδύει, μέχρι 10% του καθαρού ενεργητικού του και μέσα χρηματαγοράς άλλα, εκτός από αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω.
8. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά πολύτιμα μέταλλα ούτε παραστατικούς τίτλων πολύτιμων μετάλλων.

Επιπλέον, το νομικό πλαίσιο θέτει περιορισμούς σχετικά με το ποσοστό κάθε επένδυσης στη σύνθεση του Α/Κ με κύριο γνώμονα να διασφαλίζεται η ευρεία διασπορά του χαρτοφυλακίου του. Οι βασικότεροι από αυτούς είναι οι ακόλουθοι:

1. Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 10% του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.
2. Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 40% του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του καθαρού ενεργητικού του. Ο περιορισμός αυτός δεν ισχύει για τις καταθέσεις και τις πράξεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων.
3. Κατά παρέκκλιση των παραπάνω παραγράφων, επιτρέπεται:
 - α. Η τοποθέτηση

7.3 Φορολογική Μεταχείριση

Οι κανονιστικές διατάξεις που ορίζουν τη δημιουργία και τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων προκαθορίζουν και το φορολογικό καθεστώς στο οποίο υπόκεινται. Αυτές περιέχονται στο άρθρο 48 του Νόμου 1969/1991.

Σύμφωνα με το ανωτέρω άρθρο, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, ή χαρτόσημο η πράξη σύστασης αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων. Τα εισοδήματα όμως και οι αξίες που προκύπτουν από τη διαχείριση φορολογούνται.

Έτσι, κατά την είσπραξη των τόκων για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου παρακρατούνται οι φόροι που προβλέπονται χωρίς περαιτέρω επιβάρυνση των μεριδιούχων. Ειδικά για τα έσοδα από τόκους ομολογιών και έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, η ΑΕΔΑΚ καταλογίζει ετήσιο φόρο εισοδήματος 15% σε καθημερινή βάση που επηρεάζει ανάλογα την καθαρή τιμή του μεριδίου. Η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων εξαντλείται με την επιβολή αυτού του

φόρου. Ο φόρος αυτός αποδίδεται στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιανουαρίου και Ιουλίου για τα αντίστοιχα προηγούμενα εξάμηνα.

Για άλλα κέρδη πλην των ανωτέρω, όπως από υπεραξία, από εισοδήματα της αλλοδαπής, και από εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας, το αμοιβαίο κεφάλαιο υποχρεούται σε παρακράτηση 15%. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείτε η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων. Επίσης δεν επιβάλλεται φόρος, τέλος, χαρτόσημο ή οποιαδήποτε άλλη εισφορά ή επιβάρυνση υπέρ του δημοσίου από την υπεραξία που προκύπτει από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης. Εν τούτοις ο από 18/2/97 Νόμος 2459 επιβάλλει στα αμοιβαία κεφάλαια φόρο 0,2% επί του μέσου όρου των επενδύσεών τους και των διαθεσίμων σε τρέχουσες τιμές όπως απεικονίζεται στις τριμηνιαίες καταστάσεις τους. Ο φόρος αυτός καταβάλλεται εντός του πρώτου δεκαπενθημέρου Ιανουαρίου και Ιουλίου για τα αμέσως προηγούμενα εξάμηνα.³⁵

7.4 Νέα Φορολογικά Κίνητρα

Ο νέος φορολογικός νόμος (ν.3296/14.12.2004, ΦΕΚ 253 Α') θέσπισε νέα φορολογικά κίνητρα που αφορούν εισοδήματα που επενδύονται σε ΗΜΕΔΑΠΑ μετοχικά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια, με την προϋπόθεση ότι το ποσό της δαπάνης για την αγορά των μεριδίων των Α/Κ να μην προέρχεται από ρευστοποιήσεις ήδη υπάρχοντων μετοχικών και μικτών Α/Κ, αλλά από νέα κεφάλαια.

Το φορολογικό μέτρο ισχύει για τους μεριδιούχους που αποκτούν μερίδια των προαναφερθέντων αμοιβαίων κεφαλαίων από την 1/1/2005 και μέχρι την 31/12/2009, εφόσον δεν τα εξαγοράσουν για μια τριετία μετά την αγορά τους και με την προϋπόθεση ότι το ποσό της δαπάνης για την αγορά των μεριδίων των Α/Κ να μην προέρχεται από ρευστοποιήσεις ήδη υπάρχοντων μετοχικών και μικτών Α/Κ, αλλά και από νέα κεφάλαια. Εφόσον πληρούνται τα παραπάνω, ο μεριδιούχος δικαιούται ποσού έκπτωσης ίσο με ποσοστό 20% της δαπάνης που καταβλήθηκε για την αγορά των προαναφερθέντων Α/Κ που αφαιρείτε από το συνολικό εισόδημα του έτους μέσα στο οποίο συμπληρώνονται τα τρία έτη από την αγορά τους. Το ποσό της έκπτωσης δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των 3000 ευρώ συνολικά ανά φορολογούμενο. Όταν υπάρχουν συνδικαιούχοι, το ποσό της έκπτωσης των 3000 ευρώ επιμερίζεται ανάλογα με τον αριθμό τους. Το όφελος που προκύπτει εκφρασμένο ως ποσοστό απόδοσης επί του αρχικού ποσού επενδύσεως δύναται να

³⁵ Ν.Θ.ΜΥΛΩΝΑΣ, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999

κυμαίνεται, ανάλογα της φορολογικής κλίμακας στην οποία εντάσσεται κάθε μεριδιούχος, από 2% έως 8% συνολικά για την περίοδο των τριών ετών.³⁶

7.5 Εποπτεία Και Επίβλεψη

Η εφαρμογή των κανονιστικών διατάξεων εκ μέρους των ΑΕΔΑΚ και των θεματοφυλάκων είναι μια αναγκαιότητα τόσο από νομικής πλευράς όσο και από την πλευρά λειτουργίας της αγοράς και του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η τήρηση των κανόνων επαφίεται στους λειτουργούς των αμοιβαίων κεφαλαίων και ο έλεγχος στην εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα υπάρχει και ο εξ ιδίων έλεγχος μέσω του συλλογικού οργάνου του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων.

7.5.1 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς αποτελεί την ανώτατη εποπτική αρχή της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Είναι το νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου που είναι υπεύθυνο για την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και την τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Η δημιουργία της ανάγεται στον Αναγκαστικό Νόμο 148/1967 όπου προβλέπεται η σύστασή της στο πλαίσιο του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας περισσότερο ως γνωμοδοτικό όργανο. Ο νόμος που όρισε την επιτροπή κεφαλαιαγοράς ως το κατεξοχήν εποπτικό και ελεγκτικό όργανο ήταν ο νόμος 1969/1991.

Σύμφωνα με το άρθρο 76 του ανωτέρω νόμου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανατίθεται ο έλεγχος της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Η επιβολή τακτικών ή έκτακτων ελέγχων, η διαδικασία που θα ακολουθηθεί, καθώς και τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που θα τους αναλάβουν καθορίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα επιβολής προστίμων, σε περιπτώσεις παραβάσεων διατάξεων της νομοθεσίας σε φυσικά πρόσωπα που είναι ανώτατα στελέχη ή εκπροσωπούν εταιρείες καθώς και σε επιχειρήσεις. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιφορτίζεται με την κατάρτιση του κανονισμού εποπτείας καθώς και την τροποποίηση αυτού.

Με το άρθρο 77 του νόμου 1969/1991 ορίζονται τα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Συγκεκριμένα, οι αρμοδιότητες που ανατίθενται στην επιτροπή ασκούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή.

³⁶ Ν.Θ.ΜΥΛΩΝΑΣ, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από επτά μέλη με πενταετή θητεία. Ο Πρόεδρος και οι δύο αντιπρόεδροι διορίζονται απευθείας από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας ενώ τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη επιλέγονται από κατάλογο δώδεκα υποψηφίων που προτείνουν από κοινού η Τράπεζα της Ελλάδος, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και ο Σύνδεσμος Ελληνικών Βιομηχανιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται από τον Πρόεδρο τουλάχιστον δύο φορές μηνιαίως και οι αποφάσεις λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελούν την Εκτελεστική Επιτροπή η οποία συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα και οι αποφάσεις λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία. Στην επιτροπή αυτή ανατίθεται η εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το άρθρο 77 απαγορεύει στα μέλη των δύο ανωτέρω επιτροπών να συμμετέχουν σε αποφάσεις που αφορούν συγγενικά τους πρόσωπα ή εταιρείες με τις οποίες έχουν σχέση εργασίας ή συμμετέχουν στο μετοχικό τους κεφάλαιο, προβλέπει δε πειθαρχικές και ποινικές ευθύνες σε περίπτωση παραβάσεων. Αυστηρές ποινές και χρηματικά πρόστιμα προβλέπονται και για όσους με οποιαδήποτε ιδιότητα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποκτούν εμπιστευτικές πληροφορίες που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία περιουσιακού οφέλους για τους ίδιους ή για τρίτους.

Οι πόροι που απαιτούνται για να ανταποκριθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις υποχρεώσεις και αρμοδιότητες που απορρέουν από το νόμο, προέρχονται από α)ποσοστό 0,02% επί νέων εκδόσεων που εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, β)ποσοστό 10% των χρημάτων που καταβάλλουν τα μέλη του Χρηματιστηρίου για τις συναλλαγές που πραγματοποιούν στο Χρηματιστήριο γ)ποσοστό 10% επί των καθαρών κερδών της Εταιρείας Αποθετηρίου και δ)εισφορές που καταβάλλονται από τις Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και τις ΑΕΔΑΚ για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ανάλογα με το ύψος του ενεργητικού τους. Εάν τα έσοδα αυτά δεν επαρκούν για την κάλυψη των δαπανών, προβλέπεται επιδότηση από τον Τακτικό Προϋπολογισμό.³⁷

7.5.2 ΟΙ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Οι συγκεκριμένες αρμοδιότητες που ανατίθενται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς από τον νόμο 1969/1991 καταγράφονται στο άρθρο 78.

³⁷ Ν.Θ.Μυλωνάς, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999

Μεταξύ αυτών σημαίνουσα θέση έχει η έκδοση πράξεων κανονιστικού χαρακτήρα σε θέματα σχετικά με:

- Χρηματοοικονομικές καταστάσεις χρηματιστηριακών εταιρειών, Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (των οποίων τηρεί μητρώο).
- Καθορισμό χρηματιστηριακών πραγμάτων και συναλλαγών.
- Χορήγηση άδειας εκδόσεως τίτλων σταθερού εισοδήματος και αυξήσεως μετοχικών κεφαλαίων με δημόσια εγγραφή.
- Κεφάλαιο ασφάλειας χρηματιστηριακών συναλλαγών.
- Όρια επενδυτικής πολιτικής ΑΕΔΑΚ και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.
- Αναπροσαρμογή ελάχιστου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των ανωτέρω εταιρειών.
- Διορισμό χρηματιστηριακών εκπροσώπων και χρηματιστών.
- Γνωμοδότηση προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας σε θέματα κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένη να ρυθμίζει τη διαδικασία, τους όρους και τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες οι χρηματιστηριακές εταιρείες θα προβαίνουν σε συναλλαγές με τους επενδυτές ή με πρόσωπα και εταιρείες που τους εκπροσωπούν. Σημαντικές επίσης είναι οι αποφάσεις που λαμβάνει όσον αφορά: α) την χορήγηση και ανάκληση αδειών χρηματιστηριακών εταιρειών, Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, β) την εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, γ) την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών, δ) τη διαγραφή μετοχών από το χρηματιστήριο, ε) την άδεια μεταβίβασης μετοχών χρηματιστηριακών εταιρειών και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, καθώς και έγκριση και τροποποίηση των κανονισμών και των καταστατικών των ανωτέρω.³⁸

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαρθρώνεται σε γραφεία, διευθύνσεις και τμήματα ως εξής:

- Γραφείο Προέδρου
- Γραφεία Αντιπροέδρων
- Νομική Υπηρεσία
- Διεύθυνση Διοικητικής και Οικονομικής υποστήριξης
- Διεύθυνση Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίων και εταιρειών
- Διεύθυνση Μελετών, Παρακολούθησης Κεφαλαιαγοράς και Διεθνών Σχέσεων

³⁸ Ν.Θ.Μυλωνάς, ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999

Γενικά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι το κατεξοχήν όργανο γνωμοδότησης του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας για θέματα κεφαλαιαγοράς και επιβάλλει τις προβλεπόμενες από το νόμο κυρώσεις, πρόστιμα και πειθαρχικές ποινές. Ως εκ τούτου διενεργεί ελέγχους τόσο στις εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, όσο και στις εταιρείες που έχουν μεσολαβητικό ρόλο σε αυτή όπως οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι σύμβουλοι χρηματιστηριακών επενδύσεων και η Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων. Για τους ελέγχους που πραγματοποιεί, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προβαίνει σε ανακοινώσεις των αποτελεσμάτων τους.

7.5.3 ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.) είναι το κλαδικό συλλογικό όργανο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των Ε.Ε.Χ.. Η Ε.Θ.Ε. ιδρύθηκε το 1985, όταν η θεσμική επένδυση ήταν υποτυπώδης, και λειτουργεί στα πρότυπα αναλόγων ενώσεων. Διοικείται από επταμελές συμβούλιο στο οποίο εκπροσωπούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με τέσσερα μέλη και οι Ε.Ε.Χ. με τρία μέλη. Διατηρεί πέντε μόνιμες επιτροπές που μελετούν και προωθούν προτάσεις στα υπάρχοντα προβλήματα. Τα θέματα με τα οποία επιφορτίζονται οι επιτροπές είναι οικονομικά και στατιστικά, θέματα μάρκετινγκ, φορολογικά, λογιστικά και εκπαιδευτικά.

Η ΕΘΕ είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων στην οποία εκπροσωπείται σε όλες τις επιτροπές της. Επίσης έχει παρουσία συμμετοχή και εκπροσώπηση σε κρατικά εποπτικά όργανα (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αλλά και άλλους συνδέσμους και ενώσεις (ΣΜΕΧΑ, ΣΕΒ, ΕΒΕΑ, ΕΕΤ)

Τέσσερις είναι οι βασικοί σκοποί της Ένωσης, όπως απορρέουν από το άρθρο 2 του καταστατικού της:

- Προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της
- Μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της³⁹
- Προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της
- Προστασία του επενδυτικού κοινού

Οι τρεις πρώτοι σκοποί αποβλέπουν στην κατά το δυνατόν καλύτερη προώθηση των συμφερόντων των μελών της δημιουργώντας ένα ευνοϊκό πλαίσιο λειτουργίας τόσο από θεσμικής όσο και από φορολογικής πλευράς, σκοποί που είναι κοινοί σε κάθε κλαδική συλλογική ένωση. Ο εποπτικός αυτοέλεγχος που επιδιώκει να εφαρμόσει

η ΕΘΕ είναι στο πλαίσιο του τέταρτου σκοπού της προστασίας του επενδυτικού κοινού. Η ΕΘΕ προσπάθησε να ελέγξει εξ ιδίων τον τρόπο λειτουργίας των μελών της και να βάλει φραγμούς σε ανεπιθύμητη συμπεριφορά τους πέρα από τους κανονισμούς που έχει θεσπίσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η προάσπιση των συμφερόντων των μελών και η ανάπτυξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται στη δημιουργία συνθηκών όπου το επενδυτικό κοινό προστατεύεται επαρκώς. Αυτοί ήταν και οι σκοποί για τους οποίους δημιουργήθηκε η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

7.5.4 ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ Ε.Θ.Ε.

Ο κώδικας δεοντολογίας της ΕΘΕ προσδιορίζει τους κανόνες που ρυθμίζουν τη σχέση των μελών της και τη μεταξύ τους συμπεριφορά. Με τον κώδικα αυτό επιδιώκεται να προωθηθούν οι σκοποί των μελών καλύτερα, να προστατευθούν οι μεριδιούχοι και επενδυτές αλλά και να δημιουργηθούν συνθήκες ευπρεπούς ανταγωνισμού.

Ο κώδικας δίνει έμφαση στην προώθηση των σκοπών των μελών της Ένωσης με τρόπους έτσι ώστε να προάγεται η ιδέα της συλλογικής επένδυσης και με πλήρη συμμόρφωση στην κείμενη νομοθεσία και τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα μέλη οφείλουν να εξασφαλίζουν συνθήκες ευπρεπούς ανταγωνισμού με συμπεριφορά που δεν στρέφεται ενάντια στο κύρος και την αξιοπιστία των άλλων μελών και δεν καταφεύγουν σε άμεσες ή έμμεσες συγκρίσεις με άλλα μέλη της Ένωσης, ή σε υποσχέσεις προς τους επενδυτές για αποδόσεις.

Απώτερος σκοπός των μελών είναι η προστασία των επενδυτών. Έτσι οφείλουν να τηρούν την νομοθεσία με σχολαστικότητα και να⁴⁰ ενημερώνουν επακριβώς τους επενδυτές αποφεύγοντας κάποιο σχολιασμό ή πληροφορία που δύναται να τους παραπλανήσει.

Η εφαρμογή του Κώδικα Δεοντολογίας επαφίεται στους εκάστοτε λειτουργούς των μελών της Ένωσης οι οποίοι όμως υποβάλλονται ως προς την τήρηση αυτού στην κρίση της Επιτροπής Δεοντολογίας της Ένωσης. Σε περίπτωση που υπάρξει καταγγελία ή προσφυγή μέλους ή μελών στην Εκτελεστική Επιτροπή της Ένωσης για παράβαση των διατάξεων του Κώδικα Δεοντολογίας, η Επιτροπή Δεοντολογίας επιλαμβάνεται της υπόθεσης και αποφαινεται. Κατά το πλείστον οι αποφάσεις αφορούν σε συστάσεις προς το μέλος, για την αποφυγή ή ανάκληση ενεργειών. Είναι δυνατόν η απόφαση να απολήξει στην αναστολή της ιδιότητας του μέλους ή ακόμα και την αποβολή του μέλους από την Ένωση εάν οι συστάσεις που έγιναν για ενέργειες ή παραλείψεις

δεν τηρήθηκαν. Ο Κώδικας καταδεικνύει τη σπουδαιότητα τήρησης των κανόνων Δεοντολογίας μεταξύ των μελών της Ένωσης. Στο βαθμό που ο κώδικας αυτός γίνεται σεβαστός ανάμεσα στα μέλη των συλλογικών επενδύσεων, επιτυγχάνεται η αυτοεποπτεία στο τμήμα αυτό της κεφαλαιαγοράς. Η αυξημένη αυτοεποπτεία ωθεί περαιτέρω την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ενώ παράλληλα μειώνει την εποπτεία που απαιτείται να εφαρμόσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με αποτέλεσμα τη μείωση του συνολικού κόστους λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

7.5.5 ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων διέπεται από έναν αυστηρό κώδικα δεοντολογίας του οποίου οι αρχές υποστηρίζονται από τη νομοθεσία των Α/Κ:

1. Οι ΑΕΔΑΚ και οι ΕΕΧ πρέπει να μεριμνούν ώστε να εξασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και μέσα από διαδικασίες οι οποίες να αποκλείουν τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς όφελος των μελών τους.
2. Είναι σημαντικό να διασφαλίζεται η αυτονομία των ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ σε σχέση με τη διαχείριση επενδύσεων ώστε να μην τίθεται θέμα διαρροής πληροφοριών σε τρίτους.
3. Να τηρούνται οι κανόνες που διέπουν την άσκηση δικαιωμάτων μετοχών και άλλων τίτλων.
4. Σύμφωνα με απόφαση 330/2.03.2005 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι εταιρείες πρέπει να ενημερώνουν το επενδυτικό⁴¹ κοινό και να διαφημίζονται με τρόπο που δεν θα δημιουργεί παραπλανητικές εντυπώσεις. Ειδικότερα στο εξής οι ΑΕΔΑΚ οφείλουν κατ' ελάχιστον να αναφέρουν στις διαφημιστικές καταχωρήσεις που αφορούν αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων:
 - α) την επί τις εκατό ετήσια απόδοση του δωδεκάμηνου που λήγει την τελευταία μέρα του αμέσως προηγούμενου ημερολογιακού τριμήνου(31/12, 31/3, 30/6, 30/9)
 - β) τη σωρευτική επί τις εκατό απόδοση για την προηγούμενη τριετία που λήγει την τελευταία ημέρα του αμέσως προηγούμενου ημερολογιακού τριμήνου.
5. Οι ΑΕΔΑΚ και οι ΕΕΧ πρέπει να είναι οργανωμένες και στελεχωμένες επαρκώς ώστε να εξασφαλίζεται η ορθότητα των συναλλαγών. Πρέπει να υπάρχουν διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου που να εγγυώνται τη σωστή και αποτελεσματική λειτουργία των εταιρειών.

6. Οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ πρέπει να λειτουργούν έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ίση μεταχείριση των επενδυτών. Επίσης είναι σημαντικό να υπάρξουν μηχανισμοί που να παρέχουν στους μεριδιούχους ανά τακτά χρονικά διαστήματα έγκυρη και τακτική πληροφόρηση για την πορεία των επενδύσεών τους. Η τιμολογιακή πολιτική πρέπει να γνωστοποιείται εκ των προτέρων.
7. Η οργάνωση του δικτύου προώθησης και διανομής των αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να είναι επαρκής ώστε να εξασφαλίζονται τα συμφέροντα των επενδυτών. Επιπλέον οι ΑΕΔΑΚ είναι αποκλειστικά υπεύθυνες για την επιλογή και την κατάρτιση των στελεχών τους.

Ειδικότερα σε σχέση με την έβδομη αρχή, η ΑΕΔΑΚ πρέπει να ελέγχει την καταλληλότητα των φυσικών προσώπων που ασχολούνται με τη διάθεση και προώθηση των Α/Κ με βάση τα ακόλουθα κατ' ελάχιστον στοιχεία:

- α) Πιστοποιητικό ποινικού μητρώου
- β) Πιστοποιητικό μη πτωχεύσεως
- γ) Βιογραφικό σημείωμα
- δ) Αντίγραφα τίτλων σπουδών ή γραμματικών γνώσεων όπου πιστοποιείται κατ' ελάχιστον η αποφοίτηση από ίδρυμα δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης.
- ε) Πιστοποίηση πωλητή αμοιβαίων κεφαλαίων που χορηγείτε με την επιτυχή παρακολούθηση ειδικού εκπαιδευτικού σεμιναρίου.

7.5.6 ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΚΑΙ Ε.Ε.Χ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με την ΕΘΕ κατέληξε σε θέσπιση κανόνων που διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ και τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που έχουν σχέση με τη διαχείριση, όπως τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων και οι διαχειριστές. Οι κανόνες αυτοί αποτελούν ένα νέο Κώδικα Δεοντολογίας πιο ισχυρό από αυτόν που θέσπισε η ΕΘΕ. Σκοπός του κώδικα είναι η εύρυθμη λειτουργία και ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η προστασία των επενδυτών. Ο Κώδικας Δεοντολογίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εστιάζεται στη λειτουργία και συμπεριφορά κάθε μιας εταιρείας ξεχωριστά, σε αντίθεση με τον Κώδικα Δεοντολογίας της ΕΘΕ που εστιάζεται στις σχέσεις και συμπεριφορά των μελών μεταξύ τους. Ο Κώδικας Δεοντολογίας αναπτύσσεται υπό τη μορφή Επτά Αρχών συμπεριφοράς.

Κατά την πρώτη αρχή οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ θα πρέπει να διασφαλίσουν την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς θεσπίζοντας διαδικασίες που αποκλείουν τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών για

ίδιο όφελος των διαχειριστών είτε με την αγορά ή πώληση μετοχών εταιρειών που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες.

Η Δεύτερη Αρχή αφορά τη διασφάλιση της αυτονομίας της διαχείρισης ιδιαίτερα στο πλαίσιο του ομίλου στον οποίο ανήκει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Η αυτονομία αυτή είναι απαραίτητη για τη μη διαρροή εμπιστευτικών πληροφοριών σε τρίτους αλλά και την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων κατά την άσκηση καθηκόντων. Έτσι για παράδειγμα θεσπίζεται το ασυμβίβαστο του διαχειριστή και των μελών των διοικητικών συμβουλίων να ανήκουν σε διοικητικά συμβούλια ή να είναι εσωτερικοί ελεγκτές ΕΠΕΥ ή ασφαλιστικών εταιρειών. Οι εταιρείες θα πρέπει να ενημερώνουν άμεσα την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τα στοιχεία των ατόμων που αναλαμβάνουν καθήκοντα διαχείρισης.

Η Τρίτη Αρχή θέτει τους όρους που θα πρέπει να ακολουθήσουν οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ για να ασκήσουν δικαιώματα μετοχικών και άλλων τίτλων. Για τις ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ που κατέχουν τουλάχιστον το 4% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου συνιστάται να συμμετέχουν στις γενικές συνελεύσεις των εταιρειών εξασκώντας το δικαίωμα ψήφου για το οποίο πρέπει πάντα να υπάρχει αιτιολόγηση. Επίσης στο βαθμό που δεν χρησιμοποιούν καταχρηστικά το δικαίωμα μειοψηφίας, οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ μπορούν να συμμαχούν με άλλους μετόχους εάν αυτό εξυπηρετεί τα συμφέροντα των επενδυτών.

Η Τέταρτη Αρχή αφορά το θεμιτό τρόπο με τον οποίο τα αμοιβαία κεφάλαια διαφημίζουν τις προσφερόμενες υπηρεσίες τους αποφεύγοντας παραπλανητικά στοιχεία. Η Αρχή αυτή χρησιμοποιεί πολλά από τα στοιχεία της από 24.2.1998 Απόφαση 126 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία παύει να ισχύει.

Η Πέμπτη Αρχή αφορά την οργάνωση που θα πρέπει να αναπτύξουν οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ ώστε να διασφαλίσουν την ορθότητα των συναλλαγών αλλά και την αποτελεσματικότητα του εσωτερικού ελέγχου.

Κατά την Έκτη Αρχή θα πρέπει οι ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ να διασφαλίζουν ίση μεταχείριση στους επενδυτές και να παρέχουν επαρκή και ακριβή πληροφόρηση ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Τέλος η Έβδομη Αρχή αφορά την οργάνωση του δικτύου διάθεσης μεριδίων και πως αυτό διασφαλίζεται ώστε να εξυπηρετούνται τα συμφέροντα των επενδυτών. Οι ΑΕΔΑΚ φέρουν αποκλειστική ευθύνη για τα άτομα που επιλέγουν και τις πράξεις τους καθώς και τον τρόπο πρόωθησης των μεριδίων τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Η Διαφοροποίηση Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

8.1 Η Σπουδαιότητα Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ως Επενδυτικό Εργαλείο⁴²

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια επενδύσεων στα οποία μπορούν να συμμετέχουν διάφοροι επενδυτές με παρόμοιους επενδυτικούς σκοπούς και ανοχή στον επενδυτικό κίνδυνο. Επειδή είναι συγκεκριμένες οι επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, θεωρητικά κάθε επενδυτής μπορεί να τα δημιουργήσει από μόνος του. Εν τούτοις, όπως προκύπτει από τη ραγδαία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, η πλειοψηφία των επενδυτών προτιμά να αγοράσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων από το να δημιουργεί δικά του χαρτοφυλάκια.

Ένας από τους βασικούς λόγους που οδηγεί τους επενδυτές στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η άγνοια σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις και η έλλειψη πληροφόρησης που αυτή συνεπάγεται. Αντίθετα, η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί μια απλή συναλλαγή που εξουσιοδοτεί τους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου να εφαρμόσουν τις επαγγελματικές τους γνώσεις και την κρίση τους ώστε να μεγιστοποιηθεί η ωφέλεια από την επένδυση.

Οι επενδυτές που γνωρίζουν τις βασικές αρχές επένδυσης αντιμετωπίζουν πρακτικά προβλήματα δημιουργίας χαρτοφυλακίου. Έτσι η έλλειψη ικανού ποσού προς επένδυση μπορεί να αποτρέψει τον επενδυτή από τη δημιουργία ενός πλήρως διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα την έκθεση σε μη συστηματικό κίνδυνο που όμως δεν προσφέρει καμία αποζημίωση. Αντίθετα με την αγορά λίγων μόνο μεριδίων μικρής συνολικής αξίας ο επενδυτής αποκτά πολύ καλή διαφοροποίηση.

Ένας άλλος λόγος που οι πληροφορημένοι επενδυτές προτιμούν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι το ελάχιστο κόστος απόκτησης των επενδύσεων. Αυτό συμβαίνει διότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηριακών εταιρειών ελαχιστοποιεί το κόστος δημιουργίας και αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου στο επίπεδο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου

⁴² Ν.Θ.ΜΥΛΩΝΑΣ, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999.

αλλά όχι στο επίπεδο ενός μέσου επενδυτή. Η πληροφόρηση που έχουν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με ένα επενδυτή είναι πολύ μεγαλύτερη και μπορεί εύκολα να αξιοποιηθεί. Έτσι θεωρητικά τουλάχιστον οι πληροφορημένοι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις από το μέσο επενδυτή έχοντας εξασφαλίσει οικονομία κλίμακας στο κόστος της πληροφόρησης.

Μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία μιας επένδυσης είναι η ικανότητα ρευστοποίησης χωρίς κόστος πέραν του φυσιολογικού κόστους συναλλαγών. Η αδυναμία ρευστοποίησης της επένδυσης σε ηθελημένο χρόνο εγκυμονεί κινδύνους οριστικής ρευστοποίησης με επαχθείς όρους για τον επενδυτή. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του συστηματικού κινδύνου της επένδυσης που δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί. Το πρόβλημα αυτό της ρευστοποίησης των επενδύσεων μεγιστοποιείται όταν οι επενδύσεις εστιάζονται σε ρηχές αγορές και σε αξιόγραφα με μικρό όγκο συναλλαγών. Όμως ενώ η διαπραγμάτευση αξιογράφων με μικρό όγκο συναλλαγών δεν βελτιώνεται όταν η επένδυση γίνεται μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων, όσον αφορά το μεριδιούχο δεν υφίσταται πρόβλημα ρευστοποίησης. Μπορεί εφόσον το επιθυμεί να επιστρέψει τα μερίδιά του στο αμοιβαίο κεφάλαιο και να εισπράξει την τιμή εξαγοράς. Έτσι με αυτόν τον τρόπο ο μεριδιούχος μοιράζεται μαζί με άλλους μεριδιούχους τον κίνδυνο από την αδυναμία ρευστοποίησης των επενδύσεων.

Στα πλεονεκτήματα της κατανομής του κινδύνου ρευστότητας ανάμεσα σε πολλούς επενδυτές μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων αναφέρεται το άρθρο του Chordia (1996). Χρησιμοποιώντας ένα απλό παράδειγμα με δύο επενδυτικές επιλογές (έντοκο γραμμάτιο δημοσίου και μετοχές μιας εταιρείας), ο Chordia έδειξε κάτι πολύ σημαντικό: η διαφοροποίηση με διαφορετικά αξιόγραφα που επιτυγχάνει το αμοιβαίο κεφάλαιο, σε συνδυασμό με τον κανόνα της εξαγοράς των μεριδίων στην καθαρή τιμή του μεριδίου καταλήγει σε λιγότερο επενδυτικό κίνδυνο ροών για κάθε μεριδιούχο από τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ως ατομικός επενδυτής χωρίς ανάλογη μείωση στη μέση απόδοση της επένδυσης. Βέβαια στο παράδειγμα αυτό δεν λαμβάνονται υπόψη τα διάφορα κόστη συναλλαγών παρά μόνο το κόστος ρευστοποίησης. Η ουσία όμως του ανωτέρω ισχυρισμού δεν αλλάζει ακόμα και όταν ληφθεί υπόψη το κόστος συναλλαγών. Τα πλεονεκτήματα που έχει ο μεριδιούχος από την επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι το κόστος που δημιουργείται από μια εσπευσμένη ρευστοποίηση με επαχθείς όρους το μοιράζεται με ένα πλήθος άλλων μεριδιούχων ενώ θα έπρεπε να το υποστεί αποκλειστικά μόνος του εάν επέλεγε να δημιουργήσει ατομικό χαρτοφυλάκιο.

Η διαφοροποίηση αυτή του κινδύνου ρευστοποίησης προσθέτει αξία στην επένδυση ενός επενδυτή μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων εφόσον

υπάρχει πιθανότητα απρόβλεπτης ανάγκης ρευστοποίησης. Ο επενδυτής δε θα χρειαζόταν να διαφοροποιήσει τον κίνδυνο ρευστοποίησης εφόσον ήταν βέβαιος ότι παρόμοια ανάγκη δεν θα παρουσιαζόταν. Έτσι θα μπορούσε να μεγιστοποιήσει την απόδοσή του επενδύοντας ακόμα και σε κινδυνοφόρα αξιόγραφα με μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας. Αντίθετα, αν ήταν απόλυτα βέβαιος για την ανάγκη ρευστοποίησης της επένδυσης, τότε θα επέλεγε ακίνδυνα αξιόγραφα που δεν ενέχουν κίνδυνο αλλά ούτε και κόστος ρευστοποίησης. Αυτού του είδους η επενδυτική συμπεριφορά παρατηρείται στην πράξη από τους ατομικούς επενδυτές. Έτσι άτομα με περιορισμένα διαθέσιμα που εξαρτώνται από μια σταθερή πηγή εισοδήματος (σύνταξη, μερίσματα, τόκοι, ενοίκια) τοποθετούν τα χρήματά τους σε αποταμιευτικού τύπου εργαλεία όπως είναι οι καταθέσεις σε τράπεζα και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Αντίθετα άτομα που έχουν εξασφαλίσει τις βασικές τους ανάγκες ενώ παράλληλα έχουν αποταμιεύσει ικανό ποσό χρημάτων για μελλοντικές ανάγκες επενδύουν σε κινδυνοφόρα αξιόγραφα που ενέχουν μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας.

Και στις δύο ανωτέρω περιπτώσεις συμπεριφοράς των ατομικών επενδυτών επικρατεί η λογική μείωσης του κόστους με σκοπό την αύξηση της απόδοσης της επένδυσης. Στο βαθμό που τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να μειώσουν το κόστος ρευστότητας, τότε θα μπορέσουν να προσφέρουν ανώτερες επενδυτικές επιλογές λαμβανομένων υπόψη των άλλων πλεονεκτημάτων που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Αυτό επιτυγχάνεται με δύο βασικούς τρόπους: Πρώτον, με τη δημιουργία διαφορετικών κατηγοριών επένδυσης για ομάδες επενδυτών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, και δεύτερον, με την επιλογή ποσοστών κόστους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτοί οι τρόποι μείωσης του κόστους ρευστότητας και διαφοροποίησης των αμοιβαίων κεφαλαίων αναλύονται παρακάτω.

8.2 Τρόποι Διαφοροποίησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια, παρόλο που λειτουργούν με παρόμοιο τρόπο, διαθέτουν διάφορα εργαλεία για να διαφοροποιούνται μεταξύ τους ώστε να προσελκύουν νέα επενδυτικά κεφάλαια. Μεταξύ των σημαντικότερων είναι: η επιλογή της κατηγορίας επένδυσης στην οποία εστιάζονται τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίου, το είδος της ασκούμενης διαχείρισης, οι κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, η επενδυτική συμπεριφορά των διαχειριστών, οι υπηρεσίες και τα έξοδα

προώθησης, και τέλος η επιτυχία ή αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι διαχειριστές έχουν ικανή ευελιξία να μεταβάλουν τις παραμέτρους ορισμένων από αυτά τα εργαλεία, προσπαθώντας να προσελκύσουν επενδυτές χωρίς να αποπέμψουν τους ήδη υπάρχοντες. Επειδή όμως υπάρχει κίνδυνος παραπλάνησης των επενδυτών, οι επιβλέπουσες αρχές περιορίζουν αυτή την ευελιξία. Όταν οι διαχειριστές έχουν εξαντλήσει όλες τις δυνατότητες ελιγμού χωρίς επιτυχή αύξηση του ενεργητικού τους μπορεί να αναγκασθούν να επιλέξουν την τελευταία επιλογή αυτή της παύσης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η παύση ή το κλείσιμο του αμοιβαίου κεφαλαίου καταλήγει σε ρευστοποίηση των επενδύσεων με πληρωμή της αξίας του μεριδίου. Μπορεί όμως πιθανότατα να οδηγήσει σε συγχώνευση με κάποιο άλλο της ίδιας εταιρείας ΑΕΔΑΚ που είναι επιτυχές και ομοιάζει κατά το δυνατόν στην κατηγορία του αμοιβαίου κεφαλαίου που κλείνει.

8.3 Κόστη Διάθεσης Και Εξαγοράς Μεριδίου

Ένα σημαντικό εργαλείο διαφοροποίησης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από ένα άλλο είναι το ποσοστό επί της καθαρής τιμής ενός μεριδίου που πρέπει να καταβάλλει ο επενδυτής για να αποκτήσει το μερίδιο (κόστος διάθεσης), και το ποσοστό παρακράτησης επί της καθαρής τιμής του μεριδίου όταν το μερίδιο πωλείται στο αμοιβαίο κεφάλαιο (κόστος εξαγοράς). Υπάρχουν δύο βασικές απόψεις για τη χρησιμότητα αυτή των ποσοστών καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο τα χρησιμοποιούν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων.

α) Αποτρεπτικός μηχανισμός ρευστοποίησης μεριδίων⁴³

Η άποψη που έχει διατυπωθεί από τον Chordia (1996) είναι ότι τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων επιτρέπουν το διαχωρισμό επενδυτών σε αυτούς με μεγάλη πιθανότητα να πουλήσουν τα μερίδιά τους και σε αυτούς με μικρή πιθανότητα. Η ανάγκη διαχωρισμού αυτών των επενδυτών μεταξύ τους είναι διότι τα αμοιβαία κεφάλαια και οι εναπομείναντες μεριδιούχοι επιβαρύνονται με επί πλέον έξοδα από την εσπευσμένη ρευστοποίηση αξιογράφων που γίνεται για να εξασφαλισθούν τα απαραίτητα χρήματα για την εξαγορά των μεριδίων. Αυτά τα έξοδα περιλαμβάνουν κόστη συναλλαγής, διαχειριστικά έξοδα, μείωση της τιμής πώλησης σε μια ρηχή αγορά καθώς και απροσδόκητες

⁴³ Ν.Θ.ΜΥΛΩΝΑΣ, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1999.

κεφαλαιακές ζημιές και φόροι από κεφαλαιακά κέρδη. Τα έξοδα αυτά δεν θα υπήρχαν είτε αν όλοι οι μεριδιούχοι επέλεγαν να διατηρήσουν τα μερίδιά τους, είτε το αμοιβαίο κεφάλαιο διατηρούσε ένα μέρος του ενεργητικού του σε μετρητά.

Για την αποφυγή αυτών των εξόδων στην πρώτη περίπτωση θα πρέπει να απαγορευτεί στους μεριδιούχους να πωλούν τα μερίδιά τους ώστε να μην πραγματοποιούνται επί πλέον και μη απαραίτητα έξοδα. Μια τέτοια εξέλιξη όμως είναι αντίθετη με τη φιλοσοφία των αμοιβαίων κεφαλαίων όπου οι μεριδιούχοι είναι ελεύθεροι στις επενδυτικές τους επιλογές και στο χρόνο που επιλέγουν να τις πραγματοποιήσουν. Επίσης μια τέτοια θέση αντιβαίνει τους ισχύοντες νόμους που κατοχυρώνουν τα δικαιώματα των επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων και επομένως δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή. Θα μπορούσε να δημιουργηθεί ένας μηχανισμός που θα αποτρέπει τους επενδυτές από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους. Αυτός ο μηχανισμός θα είναι συνυφασμένος με ένα γνωστό και συγκριμένο κόστος που θα επιβάλλεται στο μεριδιούχο που πωλεί τα μερίδιά του.

Τα επιβαλλόμενα κόστη θέτουν τον επενδυτή ενώπιον ενός διλήμματος όπου πρέπει να αντισταθμίσει το κόστος της πρόωρης ανάληψης ή προπληρωμής με τα οφέλη μιας εναλλακτικής δανειοδότησης. Χωρίς την επιβολή κάποιου κόστους οι επενδυτές θα είχαν πλήρη ελευθερία κινήσεων με αποτέλεσμα την αδυναμία πρόβλεψης της συμπεριφοράς τους εκ μέρους των επενδυτικών οργανισμών και την εφαρμογή μιας συνεπούς επενδυτικής πολιτικής. Έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια ως επενδυτικοί οργανισμοί για να προστατευτούν από τυχόν μεγάλη ρευστοποίηση των μεριδίων τους έχουν δημιουργήσει το δικό τους αποτρεπτικό μηχανισμό: της χρέωσης κόστους εξαγοράς. Με τη λογική της αντιστάθμισης (trade off) του κόστους και των ωφελειών από την εξαγορά, το αμοιβαίο κεφάλαιο επηρεάζει τη συμπεριφορά των μεριδιούχων του ώστε να αποδοθεί απερίσπαστα στην εφαρμογή μιας συνεπούς επενδυτικής στρατηγικής. Είναι εύλογο ότι όσο πιο υψηλό είναι το κόστος εξαγοράς τόσο μεγαλύτερη είναι και η αποτροπή εξαγοράς, και το αντίστροφο. Βέβαια όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος εξαγοράς τόσο λιγότερο ελκυστικό είναι και το αμοιβαίο κεφάλαιο σε νέους μεριδιούχους. Αυτό όμως υποδεικνύει και τη δυνατότητα διαχωρισμού των επενδυτών σε διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια με διαφορετικά κόστη διάθεσης και εξαγοράς το καθένα. Η εταιρεία ΑΕΔΑΚ διαθέτει μια ποικιλία αμοιβαίων κεφαλαίων με διαφορετικά κόστη και επενδυτικές επιλογές και επιθυμεί τη διατήρηση των μεριδίων ώστε να εφαρμόσει την πολιτική της σε κάθε ένα από αυτά.

Ο δεύτερος τρόπος αποφυγής των εξόδων που δημιουργούνται από μια εσπευσμένη ρευστοποίηση αξιογράφων είναι η διατήρηση ενός μέρους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μετρητά και άμεσα

ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Έτσι πολύ γρήγορα και χωρίς κόστος ρευστοποίησης το αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να ανταποκριθεί στην ανάγκη εξαγοράς μεριδίων. Αυτός ο τρόπος όμως τοποθέτησης μέρους των χρημάτων σε στοιχεία του ενεργητικού με μεγάλη ρευστότητα θυσιάζει ένα μέρος της δυνητικής απόδοσης που θα μπορούσε να επιτύχει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Παράλληλα το μέγεθος των χρημάτων σε μετρητά θα επηρεάζεται από την εκάστοτε συμπεριφορά πώλησης των μεριδίων. Έτσι μεγάλες πωλήσεις μεριδίων θα απαιτούν μεγάλα ποσά σε μετρητά. Στην περίπτωση δε που υπάρχει αυξημένη πώληση μεριδίων μπορεί να απαιτηθούν εσπευσμένες πωλήσεις αξιογράφων με αποτέλεσμα τη δημιουργία επιπρόσθετων εξόδων. Έτσι η διατήρηση χρημάτων σε μετρητά δε μπορεί να αποτρέψει τη δημιουργία επιπρόσθετων εξόδων παρά μόνο στην περίπτωση που το μέγεθος των μετρητών είναι μεγάλο σε σχέση με τη συνολική αξία του ενεργητικού..

Ένας τρίτος τρόπος αποτροπής ρευστοποίησης μεριδίων θα μπορούσε να αφορά αποκλειστικά μόνον αυτούς τους μεριδιούχους που καταφεύγουν στην πώληση μεριδίων. Ένα κόστος που θα ανταποκρίνεται στο μέσο κόστος ρευστοποίησης αξιογράφων θα μπορούσε να απαιτηθεί να καταβάλλεται από τους εξερχόμενους ή και νεοεισερχόμενους μεριδιούχους στο αμοιβαίο κεφάλαιο για να αποζημιώσει τους μεριδιούχους που παραμένουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο από τα επί πλέον έξοδα ρευστοποίησης.

Τέλος, ο Chordia υποστηρίζει ότι οι ατομικοί επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια μόνον εφόσον τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς δεν είναι τόσο υψηλά ώστε να αντισταθμίζουν πλήρως τα οφέλη που έχουν από τη διαφοροποίηση του κινδύνου, τα μειωμένα κόστη συναλλαγής, και από τον καλύτερο μερισμό του κινδύνου ρευστότητας.

8.4 Δείκτες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να γίνεται σε βάθος χρόνου (τριετία) λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση, αλλά και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Οι ακόλουθοι δείκτες αποτελούν του κυριότερους δείκτες που πρέπει να γνωρίζει ο επενδυτής κατά την επιλογή ενός A/K.

8.4.1 Τυπική απόκλιση

Δείκτης μέτρησης κινδύνου A/K. Ο δείκτης μετράει την απόκλιση των ημερήσιων μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου από τη μέση απόδοση για το χρονικό διάστημα 1 έτους. Μεγάλη απόκλιση

υποδηλώνει υψηλό κίνδυνο. Μεταξύ δύο αμοιβαίων με την ίδια απόδοση θεωρείται καλύτερο αυτό με τη χαμηλότερη τυπική απόκλιση (κίνδυνο).

8.4.2 Sharpe ratio

Δείκτης Αποδοτικότητας A/K. Μέσο μέτρησης της επιπλέον απόδοσης μιας επένδυσης έναντι μιας επένδυσης με μηδενικό κίνδυνο λαμβάνοντας υπόψη και τον κίνδυνο της επένδυσης αυτής. Ως επένδυση με μηδενικό κίνδυνο θεωρείται το Ετήσιο Έντοκο Γραμμάτιο. Συγκριτικά, μεταξύ δύο αμοιβαίων με τον ίδιο ανά μονάδα κίνδυνο, θεωρείται καλύτερο αυτό που εμφανίζει μεγαλύτερη απόδοση και άρα τον υψηλότερο δείκτη αποδοτικότητας.

8.4.3 Duration

Δείκτης μέτρησης ευαισθησίας Ομολογιακών A/K. Σταθμικός μέσος όρος της χρονικής διάρκειας ενός ομολογιακού χαρτοφυλακίου A/K. Ο εν λόγω δείκτης εκφράζεται σε έτη. Όσο υψηλότερο είναι το duration ενός χαρτοφυλακίου, π.χ. 8 έτη, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή της αξίας του σε μια μεταβολή των επιτοκίων.

8.4.4 Beta

Μέτρηση του βαθμού ευαισθησίας των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου έναντι μιας μεταβολής του δείκτη αναφοράς του A/K στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα, έστω ότι το Beta του A/K Value Index μετοχικό εσωτερικού είναι 2 και ο δείκτης σύγκρισης είναι ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. τότε: Εάν ο Γενικός Δείκτης μεταβληθεί $\pm 5\%$ σε ένα μήνα η τιμή του Value αναμένεται να μεταβληθεί το ίδιο χρονικό διάστημα: $\pm 5\% \times \text{BETA} = \pm 10\%$.

8.4.5 VaR

Δείκτης Μέτρησης Κινδύνου: Λαμβάνοντας υπόψη τις ιστορικές διακυμάνσεις του A/K, υποδηλώνει σε χρηματικές μονάδες (Ευρώ, Δολάριο ανάλογα με το νόμισμα αποτίμησης) τις μέγιστες απώλειες (για κάθε 100 μονάδες επένδυσης) που μπορεί να εμφανίσει το ενεργητικό του A/K για το 95% των περιπτώσεων που τα χρηματιστήρια παρουσιάσουν απώλειες κατά τον επόμενο μήνα.

Για παράδειγμα, VAR 6 στο Value σημαίνει ότι στο 95% των περιπτώσεων που το χρηματιστήριο θα παρουσιάσει μεγάλες απώλειες, η μέγιστη ζημιά για κάθε 100 Ευρώ τοποθετημένα στο A/K αναμένεται να είναι 6 Ευρώ.

8.4.6 R2 – Συντελεστής προσδιορισμού

Στατιστικός Δείκτης: Μέτρηση της αξιοπιστίας του ΒΕΤΑ (επί τοις %). Μετράει την αναλογία των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου έναντι μιας μονάδας μεταβολής του δείκτη αναφοράς του A/K. Εάν ο συντελεστής είναι μεγάλος π.χ. 80% τότε η αξιοπιστία του ΒΕΤΑ είναι μεγάλη. Για παράδειγμα η μεταβολή της τιμής μεριδίου του A/K Value Index Μετοχικό Εσωτερικού εξαρτάται σε μεγάλο ποσοστό από την μεταβολή του Γενικού Δείκτη του X.A.A

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Αποδοτικότητα, Κίνδυνοι Και Έξοδα Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

9.1 Αποδοτικότητα

Η αποδοτικότητα, όπως έχει αναφερθεί και προηγουμένως, αποτελεί το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή: την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων που ανήκουν στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί και την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων.⁴⁴

Από την πλευρά των επενδυτών, η σειρά κατάταξης είναι σημαντική για να διαπιστώσει εάν οι διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει επιλέξει κάνουν καλή ή κακή διαχείριση. Ακόμη πιο σημαντικό όμως το μέγεθος της απόδοσης, μια και αυτή είναι που απολήγει στον επενδυτή. Εάν διαπιστώσει ο επενδυτής ότι το κόστος ευκαιρίας είναι μικρότερο της απόδοσης, η επένδυση θεωρείται επιτυχημένη. Αν αντίθετα η απόδοση υπολείπεται αρκετά από το κόστος ευκαιρίας τότε χαρακτηρίζεται αποτυχημένη και μπορούν να γίνουν ενέργειες για την ρευστοποίησή της και αναζήτηση άλλης περισσότερο υποσχόμενης επενδυτικής επιλογής.

Για να γίνει βέβαια καλύτερη σύγκριση, θα πρέπει να πρέπει να υπολογισθεί, πέραν της απόδοσης, και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Επειδή κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής, οι επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται, ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα.

⁴⁴ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 131

9.2 Κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ανάλογα με τον χαρακτήρα του, αποδίδει ωφέλεια στον επενδυτή, αλλά δεν αποκλείεται να υπάρξει και ζημιά. Ο νόμος επιβάλλει στις Εταιρείες Διαχείρισης να προειδοποιούν τους μεριδιούχους με τα πάσης φύσης έντυπα, τις ανακοινώσεις και τις διαφημίσεις τους ότι «οι επενδύσεις στα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένες αποδόσεις και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εγγυώνται τις μελλοντικές». Πάντως, ο γενικός κανόνας είναι ότι κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο ταιριάζει σε ορισμένες κατηγορίες επενδυτών και ότι ο κάθε επενδυτής λαμβάνει ωφέλεια ή απόδοση ανάλογα με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Κανόνας είναι επίσης ότι κάθε κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι χρήσιμη όταν συνδυάζεται και με τον επενδυτικό ορίζοντα του κάθε επενδυτή.⁴⁵

Οι τοποθετήσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υλοποιούνται στα πλαίσια που θέτει ο νόμος 3283/2004, καθώς και ο επενδυτικός σκοπός, η επενδυτική πολιτική και οι επενδυτικοί περιορισμοί, όπως αυτοί πρέπει να αναγράφονται στους Κανονισμούς τους. Η μελλοντική απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου όμως, δεν μπορεί να υπολογιστεί εκ των προτέρων, διότι η πορεία των αγορών στις οποίες απευθύνεται κατά κύριο λόγο ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι επίσης αδύνατο να εκτιμηθεί επακριβώς εκ των προτέρων. Έτσι, η αξία της επένδυσης του ενεργητικού κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου ενδέχεται να αυξομειωθεί, αφού εξαρτάται τόσο από τα χαρακτηριστικά των αγορών, όσο και από τις τρέχουσες συγκυρίες όπου εκάστοτε παρουσιάζονται και κατ' επέκταση τις ανάλογες διακυμάνσεις που αυτές εμφανίζουν. Γενικά, μια επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια υπόκειται σε διαφορετικά είδη κινδύνων του χαρτοφυλακίου τους, με αποτέλεσμα η απόδοση κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου να είναι ανάλογη του βαθμού κινδύνου.⁴⁶

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οι ακόλουθοι:⁴⁷

α) κίνδυνος αγοράς: Ο κίνδυνος υποχώρησης του επιπέδου των τιμών της αγοράς συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο επακόλουθος επηρεασμός της τιμής των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο κίνδυνος της αγοράς είναι αυξημένος στα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, σε σχέση με τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ είναι περιορισμένος στα Μικτά

⁴⁵ «Επενδύσεις Σε Αμοιβαία Κεφάλαια – Οδηγίες και Συμβουλές Από Την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών» Alpha Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.

⁴⁶ «Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο – Interamerican Αμοιβαία Κεφάλαια» 2006

⁴⁷ «Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο – Κύπρου Αμοιβαία Κεφάλαια» 2008

και ακόμη περισσότερο περιορισμένος στα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης Διαθεσίμων.

β) πιστωτικός κίνδυνος: ο κίνδυνος που προέρχεται από την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων εκ μέρους ενός εκδότη κινητών αξιών στις οποίες έχει επενδύσει το αμοιβαίο κεφάλαιο ή ενός αντισυμβαλλόμενου κατά τη διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Με δεδομένη τη πιστοληπτική αξιολόγηση των συναλλασσόμενων με το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και των εκδοτών κινητών αξιών στις οποίες επενδύει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, αυτός ο κίνδυνος είναι περιορισμένος.

γ) κίνδυνος διακανονισμού: ο κίνδυνος να μην ολοκληρωθεί ομαλά ο διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων ειδικά αν ο αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλλει χρήματα ή δεν παραδίδει τίτλους έγκαιρα σε εκπλήρωσης της υποχρέωσης του για την εκκαθάριση συναλλαγών. Αυτός ο κίνδυνος είναι επίσης περιορισμένος, λόγω του καθεστώτος εκκαθάρισης που διέπει τις συναλλαγές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με αντικείμενο κινητές αξίες, οι οποίες είναι διαπραγματεύσιμες σε οργανωμένη αγορά, υποκείμενη σε εποπτεία. Εάν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύσει σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο κίνδυνος είναι αυξημένος, αν και η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. συνήθως διασφαλίζει ότι συναλλάσσεται με πρόσωπα υψηλής φερεγγυότητας.

δ) κίνδυνος ρευστότητας: ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έγκαιρα και σε εύλογη τιμή. Αυτός ο κίνδυνος είναι μειωμένος, διότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν, κατά κύριο λόγο, σε τίτλους που ανταποκρίνονται σε κριτήρια αυξημένης εμπορευσιμότητας.

ε) συναλλαγματικός κίνδυνος: ο κίνδυνος επηρεασμού αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου λόγω της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αυτή η μορφή κινδύνου, υφίσταται σε Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε αγορές εκτός Ευρωζώνης ή σε αγορές συναλλάγματος.

στ) κίνδυνος θεματοφυλακής: ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου λόγω πράξεων ή παραλείψεων του θεματοφύλακα ή ακόμα και λόγω απάτης σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας ή κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχει ανατεθεί η φύλαξη επί μέρους στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καταστεί αφερέγγυος. Αυτός ο κίνδυνος είναι μηδαμινός, επειδή ο

θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπόκειται σε κανόνες αυστηρής εποπτείας και επιλέγει τους υπο-θεματοφύλακες με βάση ανάλογα κριτήρια.

ζ) κίνδυνος διασποράς: ο κίνδυνος που απορρέει από την περιορισμένη διασπορά των στοιχείων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Αυτός ο κίνδυνος είναι επίσης μειωμένος, διότι η διαχειριστική πολιτική κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου βασίζεται σε κριτήρια διασποράς του χαρτοφυλακίου του, σύμφωνα και με την υφιστάμενη νομοθεσία και τους κανόνες διαχείρισης κινδύνων που εφαρμόζει η κάθε Εταιρεία.

η) κίνδυνος απόδοσης: ο κίνδυνος ο οποίος σχετίζεται με την διακύμανση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε συνδυασμό με την τυχόν παροχή εγγύησης επί του συνόλου ή μέρους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα. Αυτός ο κίνδυνος είναι αυξημένος στα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά μικρότερος στα Ομολογιακά και στα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια. Αυτός ο κίνδυνος είναι ακόμα μικρότερος όταν πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων.

θ) κίνδυνος μείωσης ενεργητικού: ο κίνδυνος ο οποίος σχετίζεται με την μείωση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είτε λόγω εξαγοράς ή ακύρωσης μεριδίων του είτε λόγω της διανομής μεριδίων του η αξία των οποίων είναι μεγαλύτερη από τα κέρδη που έχει επιτύχει κατά την διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης. Αυτός ο κίνδυνος είναι υπαρκτός, από μόνο τον χαρακτήρα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ως οργανισμού συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου.

ι) κίνδυνος πληθωρισμού: ο κίνδυνος ο οποίος σχετίζεται με την μείωση της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σταθερές τιμές λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή. Αυτός ο κίνδυνος είναι επίσης υπαρκτός για κάθε επενδυτικό προϊόν, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται και οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια.

ια) κίνδυνος κράτους: ο κίνδυνος ο οποίος παρουσιάζεται από το θεσμικό και το κανονιστικό πλαίσιο του κράτους στο οποίο επενδύεται το ενεργητικό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ιβ) κίνδυνος αντισυμβαλλομένου: αυτή η μορφή κινδύνου αφορά την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων εκ μέρους του αντισυμβαλλόμενου κατά τη διάρκεια των συναλλαγών.⁴⁸

⁴⁸ «Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο – Interamerican Αμοιβαία Κεφάλαια» 2006.

9.3 Τα έξοδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων στην οποία αναφέρονται οι περισσότερες εργασίες για τα αμοιβαία κεφάλαια, πέραν της ικανότητας των διαχειριστών, σχετίζεται άμεσα με τα έξοδα που δημιουργεί η λειτουργία και η διαχείρισή της επένδυσης αυτής. Για μια δεδομένη μικτή απόδοση που έχει επιτύχει το αμοιβαίο κεφάλαιο από την επενδυτική επιλογή, η καθαρή απόδοση στους επενδυτές είναι τόσο μεγαλύτερη όσο μικρότερα είναι τα διαχειριστικά και λειτουργικά έξοδα. Στο βαθμό ου η αγορά είναι ανταγωνιστική και οι επενδυτές καλά πληροφορημένοι, τα έξοδα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δε θα πρέπει να είναι σημαντικά διαφορετικά από ένα άλλο, αναλογικά με το μέγεθος αλλά και τις υπηρεσίες που προσφέρει. Διαφορετικά, η αποδοτικότητά του θα ήταν χαμηλότερη από ένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο με αποτέλεσμα τη διαρκή μείωση της ελκυστικότητας και του ενεργητικού του.⁴⁹

9.3.1 Έξοδα και αποδοτικότητα

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, το μέγεθος των εξόδων που πραγματοποιούνται σε μια διαχειριστική χρήση με δεδομένες όλες τις άλλες μεταβλητές επηρεάζει αρνητικά την απόδοση που καταλήγει στο μεριδιούχο και κατά συνέπεια την αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου. Είναι γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα συνδυάζεται με χαμηλά ποσοστά εξόδων καθώς και ότι η αρνητική σχέση μεταξύ εξόδων και αποδοτικότητας δεν είναι απλά περιγραφική της ισχύουσας κατάστασης αλλά και σχέση μεταξύ αιτίας και αποτελέσματος. Πολλές φορές, σύμφωνα με έρευνες, η επαναληπτικότητα που παρατηρείται στις αποδόσεις κάποιων αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται εν μέρει στη διατήρηση των εξόδων στα ίδια επίπεδα από την μια περίοδο στην άλλη. Έτσι, τα αμοιβαία κεφάλαια με μικρά έξοδα οδηγούνται ευκολότερα σε υψηλές θέσεις κατάταξης της αποδοτικότητας απ' ότι αμοιβαία κεφάλαια με υπερμεγέθη έξοδα.

9.3.2 Έξοδα και μέγεθος ενεργητικού

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους το ύψος των εξόδων κάποιου αμοιβαίου κεφαλαίου εξαρτάται από το ύψος του ενεργητικού του. Έτσι, πέρα από το γεγονός ότι μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μεγαλύτερο κόστος διαχείρισης, χρειάζονται επίσης να καλύψουν

⁴⁹ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 155

μεγαλύτερο φάσμα εταιρειών στην αγορά με αναφορές και αναλύσεις απ' ότι μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια. Όμως, μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να πετύχουν οικονομίες κλίμακας καθώς το κόστος ανάλυσης μιας μετοχής κατανέμεται σε μεγαλύτερο αριθμό μεριδίων απ' ότι στα μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια. Η οικονομία αυτή, εφόσον υπάρχει, θα συμβάλλει στην αύξηση των αποδόσεων των μεγάλων αμοιβαίων κεφαλαίων με αποτέλεσμα να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και ενεργητικού.⁵⁰

9.3.3 Έξοδα και ωφέλεια των μεριδιούχων

Γενικά, η κεφαλαιαγορά αποτελείται από πληροφορημένους και απληροφόρητους επενδυτές. Η διαφορά μεταξύ των δύο κατηγοριών έγκειται στο γεγονός ότι οι μεν έχουν στην κατοχή τους πληροφορίες που δεν έχουν οι δε, όσο και στο γεγονός ότι οι πρώτοι αξιοποιώντας τις πληροφορίες που έχουν αναμένεται να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τους δεύτερους. Όμως, σε μια ελεύθερη και αποτελεσματική αγορά, η διαφορά στην απόδοση θα πρέπει να ισούται με το κόστος που απαιτείται για την απόκτηση της πληροφορίας. Μια αγορά με αυτά τα χαρακτηριστικά, κοστολογεί την πληροφόρηση όσο με την απόδοση από την αξιοποίηση της.

Η ύπαρξη των δύο κατηγοριών επενδυτών που αναφέρθηκαν προηγουμένως, είναι ανάλογη της ύπαρξης αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν παθητική διαχείριση και αυτών που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση. Τα αμοιβαία κεφάλαια με παθητική διαχείριση δεν έχουν την ανάγκη να δαπανήσουν πόρους για τη συλλογή πληροφοριών ή για την εφαρμογή επενδυτικών στρατηγικών ή για την απόκτηση συμβουλευτικών υπηρεσιών. Τα έξοδά τους λοιπόν θα περιορίζονται σε απλά διοικητικά έξοδα. Αντίθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια με ενεργητικό προσανατολισμό θα περιλαμβάνουν στα έξοδά τους διαχειριστικά έξοδα καθώς θα απασχολούν έμπειρους διαχειριστές ή θα ζητήσουν συμβουλευτικές υπηρεσίες. Βέβαια, η λογική ανάληψης των διαχειριστικών εξόδων είναι ότι δημιουργούν τις προϋποθέσεις επί πλέον αποδόσεων. Εάν όμως οι αποδόσεις αυτές δεν καλύπτουν τα επί πλέον έξοδα, τότε γίνεται σαφές ότι γίνεται σπατάλη πόρων εφόσον οι μεριδιούχοι θα είχαν καλύτερες αποδόσεις αν το κεφάλαιο ακολουθούσε παθητική πολιτική.

⁵⁰ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 158

9.4 Αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εν Μέσω Οικονομικής Κρίσης⁵¹

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με μία από τις σοβαρότερες κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών, καθώς η υπερβολική μόχλευση του συστήματος, η ξαφνική απόσυρση της ρευστότητας από αυτό ως απόρροια της κρίσης εμπιστοσύνης που ξέσπασε και η επέκταση των προβλημάτων στην πραγματική οικονομία κατέστησαν τη λεγόμενη αυτορρύθμιση έννοια ουτοπική, ξεθωριασμένη και μάλλον ανάρμοστη των περιστάσεων. Οι κεφαλαιαγορές παρουσίασαν το 2008 σημαντικές απώλειες την ίδια ώρα που οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο, σε συνεργασία με τις ισχυρότερες κυβερνήσεις, λαμβάνουν πρωτοφανή για το μέγεθός τους μέτρα αντιμετώπισης της κατάστασης, κάνοντας σαφές ότι παρά τις δυσκολίες του εγχειρήματος η αποφασιστικότητα τελικά θα επικρατήσει. Ούτως ή άλλως, οι οικονομικοί κύκλοι είναι το σύνηθες και το αναμενόμενο. Οι κλυδωνισμοί και οι αναταραχές αποτελούν ιστορικά βασικά χαρακτηριστικά των αγορών.

Η εμπειρία από προηγούμενες διεθνείς κρίσεις δείχνει ότι οι αγορές, αφού διανύσουν την επίπονη πορεία της πτώσης, στη συνέχεια τείνουν σταδιακά να ανακάμψουν, καθώς παράλληλα το περιβάλλον επουλώνεται και ομαλοποιείται. Όσο διαρκεί μια κρίση, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί στις επιλογές τους, αφού σε συγκυρίες σαν την παρούσα δημιουργούνται σημαντικές ευκαιρίες σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Όμως, η διαδικασία της επένδυσης και γενικότερα της διαχείρισης των αποταμιεύσεων είναι πολύ δύσκολη υπόθεση και αν κάποτε αυτή φάνταζε απαραίτητη σήμερα καθίσταται περισσότερο από ποτέ αναγκαία η επαγγελματική διαχείριση.

Ο τεράστιος όγκος και η ταχύτατη ροή της πληροφορίας, η αλληλεξάρτηση των διεθνών οικονομιών λόγω της παγκοσμιοποίησης και ο φρενήρης ρυθμός των εξελίξεων καθιστούν αδύνατη την παρακολούθηση των αγορών από έναν απλό επενδυτή. Οι επαγγελματίες του χώρου διαθέτουν τον χρόνο, τη γνώση και τις υποδομές για να αντεπεξέλθουν στις ολοένα και περισσότερο απαιτητικές συνθήκες που δημιουργούνται. Ο ειδικός είναι αυτός που μπορεί να εξασφαλίσει μια σωστή κατανομή των κεφαλαίων του επενδυτή, ανάλογη των επενδυτικών του στόχων και σύμφωνη με το επενδυτικό του προφίλ.

α) Πώς προκύπτουν οι αποδόσεις

Οι περισσότερες έρευνες έχουν δείξει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου προέρχεται από τον τρόπο με τον

⁵¹ Τέλης Παναγιωτάκης, www.euro2day.gr, 27/02/2009

οποίο έχει γίνει η κατανομή των επενδύσεων και, πιο συγκεκριμένα, κατανομή επενδύσεων 91%, επιλογή χρεογράφων 5%, επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής για επένδυση 2% και λοιποί παράγοντες 2%.

Η κατανομή κεφαλαίων προσδιορίζει το ποσοστό κάθε κατηγορίας επενδύσεων με τέτοιον τρόπο ώστε να βελτιωθεί η αναμενόμενη απόδοση για τον εκάστοτε αναλαμβανόμενο κίνδυνο και βασίζεται στην αρχή ότι οι διαφορετικές κατηγορίες επενδύσεων δεν μεταβάλλονται ταυτόχρονα, διότι έχουν διαφορετική σχέση κινδύνου και απόδοσης.

Οι μετοχές, συνήθως, έχουν τις μεγαλύτερες μεταβολές και τα μετρητά τη μεγαλύτερη σταθερότητα. Όμως, μακροπρόθεσμα, οι μετοχές προσφέρουν τις καλύτερες αποδόσεις, ενώ τα μετρητά τις χειρότερες. Η επαγγελματική διαχείριση συνεπάγεται διασπορά των επενδύσεων. Ένα χαρτοφυλάκιο με βέλτιστη διασπορά και με σωστή σύνθεση μπορεί να επιτύχει υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας χαμηλότερο κίνδυνο από οποιαδήποτε μεμονωμένη κατηγορία επένδυσης. Η αξία της "διασποράς επενδύσεων" αντικατοπτρίζεται ιδανικά στο παλιό γνωμικό "όχι όλα τα αυγά σε ένα καλάθι".

Επαγγελματική διαχείριση σημαίνει δυνατότητα αξιοποίησης ευκαιριών που εμφανίζονται σε περιόδους κρίσης, καθώς η επιλογή των τοποθετήσεων πραγματοποιείται βάσει συγκεκριμένων μοντέλων και διαδικασιών. Ο επαγγελματίας είναι κατά κανόνα αντικειμενικός στις επιλογές του και λαμβάνει τις επενδυτικές αποφάσεις με ψυχραιμία και πειθαρχία, καθώς υλοποιεί συγκεκριμένες στρατηγικές (π.χ. stop loss, αντιστάθμιση επενδυτικού κινδύνου κ.λπ.) και είναι δεσμευμένος στην τήρηση συγκεκριμένων κανόνων και διαδικασιών.

β) Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα

Συνεπώς, ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων, που αποτελεί τον παραδοσιακότερο ίσως εκπρόσωπο της επαγγελματικής διαχείρισης, είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τον αποταμιευτή-επενδυτή στην παρούσα χρονική συγκυρία. Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλία επιλογών (μετοχικά, ομολογιακά, μικτά, διαχείρισης διαθεσίμων, fund of funds), που ταιριάζουν σε κάθε επενδυτικό προφίλ και μπορούν να καλύψουν τις ανάγκες των επενδυτών σε περιόδους κρίσης.

Επιπλέον, προσφέρουν ευρεία διασπορά, γεγονός που συνεπάγεται θωράκιση του επενδυτή απέναντι σε μεμονωμένες ατυχείς επιλογές, που σε διαφορετική περίπτωση θα ισοδυναμούσαν με σημαντικές απώλειες των κεφαλαίων του. Το ισχυρό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τα αμοιβαία κεφάλαια καθιστά υποχρεωτική τη διασπορά των επενδύσεών του μέσω περιορισμών και οδηγιών που έχει θεσπίσει. Συνήθως, ο μεμονωμένος επενδυτής αδυνατεί να επιτύχει διασπορά των επενδύσεών του, καθώς

κάτι τέτοιο απαιτεί χρόνο, κόπο, διαρκή παρακολούθηση και, το κυριότερο, ιδιαίτερα εξειδικευμένες γνώσεις.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχειρίζονται από πιστοποιημένους από τις Αρχές επαγγελματίες διαχειριστές και πιο συγκεκριμένα από επενδυτικές επιτροπές που τις απαρτίζουν έμπειρα στελέχη, τα οποία δεν έχουν τις ίδιες ικανότητες και είναι εξειδικευμένα σε διαφορετικούς τομείς επένδυσης.

Ασύγκριτο πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η δυνατότητα που έχει ο επενδυτής να ρευστοποιήσει ανά πάσα χρονική στιγμή την τοποθέτησή του, ανεξαρτήτως των γενικότερων συνθηκών της αγοράς. Αυτό πρακτικά και ουσιαστικά σημαίνει ότι τον επενδυτή δεν θα τον απασχολήσουν ποτέ θέματα ρευστότητας, καθώς η συμμετοχή του στα αμοιβαία κεφάλαια είναι άμεσα ρευστοποιήσιμη στις τρέχουσες τιμές της εκάστοτε αγοράς. Πολύ σημαντικό, επίσης, είναι το γεγονός ότι ο επενδυτής γνωρίζει, σε καθημερινή βάση, την ακριβή αποτίμηση της τοποθέτησής του, καθώς η αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων δημοσιεύεται σε καθημερινή βάση στον Τύπο.

Η αποτίμηση της αξίας του είναι και διαφανής και αξιόπιστη, καθώς θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι οι αποτιμήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων ελέγχονται σε τακτική βάση από ορκωτούς ελεγκτές, οι οποίοι επιβεβαιώνουν και πιστοποιούν την ορθότητα της αποτίμησης της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Επιπλέον, τα στοιχεία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων φυλάσσονται σε θεματοφύλακα, ο οποίος είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, γεγονός που εξασφαλίζει τον επενδυτή σε περίπτωση απάτης ή άλλης εγκληματικής ενέργειας. Επιπλέον, ακόμα και στην περίπτωση πτώχευσης του θεματοφύλακα, ο επενδυτής πάλι δεν ζημιώνεται καθώς, όπως και στην περίπτωση της τραπεζικής θυρίδας, η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν ανήκει στην περιουσία του θεματοφύλακα.

Επίσης, σε αντίθεση με τα δομημένα προϊόντα, τα οποία πολύ πρόσφατα δημιούργησαν αναστάτωση και στην ελληνική αγορά ζημιώνοντας πολλούς επενδυτές, τα περιουσιακά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διασφαλισμένα, και όχι μόνο αυτό, αλλά ακόμα και στην ακραία περίπτωση παύσης λειτουργίας του διαχειριστή, το θεσμικό πλαίσιο έχει μεριμνήσει σχετικά εξασφαλίζοντας τη συνέχιση της διαχειριστικής διαδικασίας.

Ο επενδυτής-αποταμιευτής, λοιπόν, έχει τη δυνατότητα χρήσης ενός επενδυτικού εργαλείου που έχει εξαιρετικά πλεονεκτήματα, εφόσον εφαρμοστεί στη διαδικασία διαχείρισης της περιουσίας του. Υπομονή και καλές επενδυτικές επιλογές είναι το κλειδί της επιτυχίας. Δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι η πραγματοποίηση τοποθετήσεων στα χαμηλά της αγοράς και η πλήρης ρευστοποίηση της επένδυσης στα υψηλά της αγοράς μόνο τυχαία μπορεί να επιτευχθεί.

Αντιθέτως, η σταδιακή τοποθέτηση κεφαλαίων αποδεικνύεται η περισσότερο επιτυχής επενδυτική διαδικασία. Η επένδυση σε Α/Κ αποτελεί έναν ασφαλή και αξιόπιστο τρόπο έκθεσης στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Εξάλλου, όπως και να το δει κανείς, με τα αμοιβαία κεφάλαια ο επενδυτής επιλέγει έναν επαγγελματία διαχειριστή για την περιουσία του κι έτσι ουσιαστικά δεν είναι μόνος του στη μακρά και επίπονη διαδικασία διαχείρισης της περιουσίας του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Επενδυτικός Κίνδυνος Και Επιλογή Κατάλληλου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

10.1 Γενικά

Μέσα σε ένα μεγάλο πλήθος αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν στην αγορά, ο κάθε Έλληνας επενδυτής καλείται να επιλέξει αυτό ή αυτά που προσφέρουν τη δυνατότητα να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του. Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τους «χρηματιστές των μικρομεσαίων»⁵², μια και για αρκετά χαμηλές αποταμιεύσεις δίνουν τη δυνατότητα επαγγελματικής διαχείρισης των κεφαλαίων των επενδυτών. Για να μην καταλήξει εξ ολοκλήρου τυχαία η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου θα πρέπει να ακολουθηθούν ορισμένοι βασικοί κανόνες επιλογής. Οι κανόνες αυτοί προκύπτουν από τη συμπεριφορά ενός λογικά σκεπτόμενου ατόμου και τα φυσικά του κίνητρα για την μεγιστοποίηση του πλούτου του, έχοντας πάντα κατά νου ότι οι επενδυτές μπορούν μεν να κατηγοριοποιηθούν όσον αφορά κάποιες γενικευμένες επενδυτικές πρακτικές αλλά παρόλα αυτά λειτουργούν ξεχωριστά σαν άτομα και σαν επενδυτές, επιδεικνύοντας διαφορετικού βαθμού αντιμετώπιση των διαφόρων παραγόντων και έτσι οι όποιοι κανόνες λειτουργούν κατά ανάλογο και όχι ίδιο τρόπο. Για παράδειγμα, ενώ οι περισσότεροι άνθρωποι αποστρέφονται τον κίνδυνο, πολλοί είναι αυτοί που οι οποίοι τον αποστρέφονται λιγότερο από κάποιους άλλους. Το αποτέλεσμα είναι η διαβάθμιση του βασικού επενδυτικού κανόνα με βάση τον κίνδυνο.⁵³

⁵² Σ. Κοτζαμάνης, «Επιλέγοντας το κατάλληλο α/κ», Ελευθεροτυπία 30 Αυγούστου 2008

⁵³ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 275

10.2 Κανόνες Επιλογής Κατάλληλου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

10.2.1 Κανόνας Πρώτος: Επιλογή Είδους Επένδυσης

Προτού ακόμα ο υποψήφιος επενδυτής επιλέξει το κατάλληλο αμοιβαίο κεφάλαιο, θα πρέπει να αποφασίσει με ποιο τρόπο θα προτιμούσε να τοποθετήσει τα χρήματά του. Ο πλέον κλασικός τρόπος, είναι η τοποθέτησή τους σε τραπεζικούς λογαριασμούς με δυνατότητα ανάληψης συνήθως απεριόριστη, εξασφαλίζοντας έτσι άμεση ρευστότητα, απαραίτητη για τα νοικοκυριά αλλά και τους επενδυτές, αλλά και κάποια σχετική απόδοση. Εναλλακτικός τρόπος της επί προθεσμίας τοποθέτησης χρημάτων σε τραπεζικούς λογαριασμούς είναι και η αγορά εντόκων γραμματίων δημοσίου ή ομολογιών. Άλλος τρόπος επένδυσης είναι η αγορά μετοχών, με δεδομένο όμως ότι δεν εξασφαλίζεται ο επενδυτής από τον πιστωτικό και επενδυτικό κίνδυνο, οι οποίοι είναι αναπόσπαστοι σε τέτοιου είδους επενδύσεις, όμως μπορεί να σε πολλές περιπτώσεις να εξασφαλιστεί ικανοποιητική ρευστότητα καθώς και απόδοση.

Εναλλακτικός τρόπος όλων των προηγουμένων τοποθετήσεων είναι η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Επενδύοντας στη συλλογική επένδυση των αμοιβαίων κεφαλαίων, ο επενδυτής εξασφαλίζει την ρευστότητα στην επένδυσή του ενώ ταυτόχρονα αναθέτει τη διαχείριση των χρημάτων του σε επαγγελματίες επενδυτές με ισχυρά προσωπικά κίνητρα για την μεγιστοποίηση της απόδοσής τους. Γενικά, λόγω της επαγγελματικής διαχείρισης που εφαρμόζουν τα αμοιβαία κεφάλαια, οι αποδόσεις τους είναι μεγαλύτερες από τις αποδόσεις που επιτυγχάνει ένας ατομικός επενδυτής στις τράπεζες ή στα ομόλογα και ως εκ τούτου η τοποθέτηση σε αμοιβαία κεφάλαια καθίσταται πλέον φυσική επιλογή.⁵⁴ Σε γενικές γραμμές, για να αγοράσει κάποιος μερίδια από κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο θα πρέπει να πληροί τρεις προϋποθέσεις. Καταρχήν, ο επενδυτής θα πρέπει να «πιστεύει» στην κυριότερη κατηγορία επένδυσης στην οποία τοποθετείται το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, π.χ. ελληνικές μετοχές αν πρόκειται για μετοχικό α/κ εσωτερικού, ξένα ομόλογα για ομολογιακά εξωτερικού κτλ., θα πρέπει να γνωρίζει τον κίνδυνο της επένδυσης και να μπορεί να τον αντέξει και θα πρέπει να διαθέτει την απαιτούμενη ρευστότητα, έτσι ώστε να επενδύσει στο αμοιβαίο κεφάλαιο της επιλογής του για ολόκληρο το διάστημα που του προτείνουν οι διαχειριστές του. Δηλαδή, ο επενδυτής θα πρέπει να διαθέτει την απαιτούμενη ρευστότητα ώστε να μην υποχρεωθεί να ρευστοποιήσει ένα ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο

⁵⁴ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 276

πριν να περάσουν δύο χρόνια ή ένα μετοχικό αν δεν παρέλθει διάστημα τριών με πέντε χρόνια.⁵⁵

10.2.2 Κανόνας Δεύτερος: Επιλογή Επενδυτικού Κινδύνου

Από την στιγμή που ο επενδυτής θα αποφασίσει να τοποθετήσει ένα μέρος των χρημάτων του σε αμοιβαία κεφάλαια, δημιουργείται το ερώτημα σε ποια ή σε ποιες κατηγορίες θα το τοποθετήσει. Τα βασικά είδη αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν αναπτυχθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, όπου επιχειρήθηκε και μια καταγραφή των διαφορετικών παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις κάθε μιας κατηγορίας. Για ένα ολοκληρωμένο χαρτοφυλάκιο, ο επενδυτής θα πρέπει να κατανείμει τα χρήματά του σε διάφορες κατηγορίες ώστε να επιτύχει ικανή διαφοροποίηση κινδύνου του κλάδου της αγοράς, του πιστωτικού και συναλλαγματικού κινδύνου. Με τον τρόπο αυτό θα μπορέσει να επιτύχει μέσες αποδόσεις συγκρίσιμες με αυτές που προσφέρονται στην αγορά.⁵⁶

Η παραπάνω πολιτική συνιστάται στους επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υπολογίσιμους κινδύνους διοχετεύοντας ένα μέρος των χρημάτων τους σε κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων με αβέβαιη απόδοση. Οι αποδόσεις των επενδυτών αυτών δε θα διαφέρουν από τους μέσους όρους των αποδόσεων των διαφόρων κατηγοριών, αλλά θα διαφέρουν στο βαθμό που η κατανομή των χρημάτων ήταν ιδιαίτερα διαφορετική. Έτσι, για τους επενδυτές με μεγάλη αποστροφή στον κίνδυνο, που το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων τους κατανέμεται κυρίως σε αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος, η συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου τους θα πλησιάζει αυτές των παραπάνω δύο επενδύσεων. Αντίθετα, για τους επενδυτές που επιδεικνύουν μικρή αποστροφή στον επενδυτικό κίνδυνο με αποτέλεσμα μεγάλο μέρος των προς επένδυση χρημάτων τους να κατανέμεται σε μικτά και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, η συνολική απόδοση που θα λάβουν θα συμπίπτει με την απόδοση των επενδύσεων αυτών.

Έτσι, ενώ είναι κατανοητό το παραπάνω αποτέλεσμα που προκύπτει από την κατανομή των χρημάτων σε μικρού ή μεγάλου κινδύνου επενδύσεις, δεν είναι εύκολα κατανοητός ο βαθμός αποστροφής του επενδυτικού κινδύνου που διαθέτει ο κάθε επενδυτής.

α. Μέτρηση του Βαθμού Αποστροφής του Κινδύνου

Ο βαθμός αποστροφής δεν είναι μόνο συνάρτηση της ιδιοσυγκρασίας του κάθε ατόμου, αλλά και της ηλικίας, του

⁵⁵ Σ. Κοτζαμάνης, «Επιλέγοντας το κατάλληλο α/κ», Ελευθεροτυπία 30 Αυγούστου 2008

⁵⁶ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 276-277

επαγγέλματος που ασκεί, της οικογενειακής κατάστασης στην οποία βρίσκεται, της εξοικείωσής του με τις επενδύσεις, του μεγέθους του πλούτου του κλπ. Η ίδια η ιδιοσυγκρασία του ατόμου επηρεάζεται σημαντικά από τους παραπάνω παράγοντες. Η αξιολόγηση των ανωτέρω παραγόντων, λόγω της φύσης τους, δε μπορεί να γίνει με απόλυτα αντικειμενικό και ποσοτικό τρόπο, αλλά επιχειρείται η ποιοτική μέτρηση που εξασφαλίζει κάποια βασική σχέση ιεράρχησης των παραγόντων και του βαθμού αποστροφής στον κίνδυνο.

Πολλές Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις Η.Π.Α. προσφέρουν στους υποψήφιους επενδυτές ένα ερωτηματολόγιο το οποίο όταν συμπληρωθεί βαθμολογείται σύμφωνα με την βαρύτητα που έχει η κάθε απάντηση. Ανάλογα με την τελική βαθμολόγηση που θα λάβει ο υποψήφιος επενδυτής από το ερωτηματολόγιο, κατατάσσεται σε συντηρητικό, μέτριο και επιθετικό με διάφορες διαβαθμίσεις και σύμφωνα με την κατάταξη που θα λάβει, καλείται να επιλέξει αμοιβαία κεφάλαια αναλόγων κατηγοριών κινδύνου. Παρακάτω παρατίθεται ένα ερωτηματολόγιο που κατασκευάστηκε για να βοηθήσει τον υποψήφιο επενδυτή να προσδιορίσει τον βαθμό αποστροφής στον επενδυτικό κίνδυνο, με βάση τις ελληνικές ιδιαιτερότητες⁵⁷:

Ερωτηματολόγιο Βαθμού Αποστροφής Επενδυτικού Κινδύνου

1. Ποια είναι η ηλικία σας;
 - α. 20-35
 - β. 35-45
 - γ. 45-55
 - δ. 55 και άνω

2. Σε πόσα χρόνια αναμένεται να συνταξιοδοτηθείτε;
 - α. Περισσότερα από 20 χρόνια
 - β. 10-20
 - γ. 5-10
 - δ. έως 5 χρόνια

3. Ποια είναι η οικογενειακή σας κατάσταση;
 - α. Ανύπαντρος
 - β. Παντρεμένος χωρίς παιδιά
 - γ. Παντρεμένος με μέχρι δύο παιδιά
 - δ. Παντρεμένος με περισσότερα από δυο παιδιά

⁵⁷ Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999, σελ 277-280

4. Εάν κερδίζατε στο λαχείο 100.000 ευρώ, που θα τοποθετούσατε τα χρήματα;
- α. Ατομικές μετοχές
 - β. Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο
 - γ. Ομόλογα ή Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
 - δ. Τραπεζικό Λογαριασμό
5. Όταν αυξάνουν τα επιτόκια οι επενδυτικές αξίες μειώνονται, ενώ όταν μειώνονται τα επιτόκια οι επενδυτικές αξίες αυξάνουν. Πόση επίδραση στην αξία του χαρτοφυλακίου σας θα προτιμούσατε από την μεταβολή των επιτοκίων;
- α. Μεγαλύτερη επίδραση από την μεταβολή των επιτοκίων
 - β. Παρόμοια επίδραση με την μεταβολή των επιτοκίων
 - γ. Λιγότερη επίδραση από την μεταβολή των επιτοκίων
 - δ. Καμία επίδραση από την μεταβολή των επιτοκίων
6. Εάν είχατε τη δυνατότητα της επιλογής, ποια φύση εργασίας θα προτιμούσατε;
- α. Ελεύθερος Επαγγελματίας/Επιχειρηματίας
 - β. Ιδιωτικός Υπάλληλος
 - γ. Τραπεζικός Υπάλληλος
 - δ. Δημόσιος Υπάλληλος
7. Εάν οι αποδόσεις της επένδυσής σας ακολουθούσαν τις αποδόσεις χαρτοφυλακίων δεικτών, ποιους δείκτες θα προτιμούσατε;
- α. Δείκτης Μετοχών
 - β. Δείκτης Ομολογιών
 - γ. Δείκτης Διαχείρισης Διαθεσίμων
 - δ. Δείκτης Τραπεζικών Καταθέσεων
8. Θεωρείστε ότι το ποσό της σύνταξής σας θα αποτελείται από ένα ελάχιστο βέβαιο ποσό σύνταξης που θα σας εξασφαλισθεί, και από ένα ποσό που θα εξαρτάται από τις αποδόσεις που θα επιτύχει τμήμα των παρακρατούμενων χρημάτων από τον μισθό σας. Εάν είχατε την ευθύνη επένδυσης των παρακρατούμενων αυτών χρημάτων, ποιο είδος επένδυσης θα επιλέγατε;
- α. Μετοχές
 - β. Μετοχές και Ομολογίες
 - γ. Ομολογίες
 - δ. Τραπεζικές Καταθέσεις

9. Εάν είχατε αγοράσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίο σε τέσσερις μήνες πραγματοποίησε άνοδο της αξίας του κατά 50% στην τιμή του, τι θα κάνατε;
- α. Θα δανειζόσασταν χρήματα για να αγοράσετε επιπλέον μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου
 - β. Θα αγοράζατε επιπλέον μερίδια με τις αποταμιεύσεις σας
 - γ. Θα αφήνατε τα μερίδιά σας ως έχουν
 - δ. Θα πουλούσατε τα μερίδια σας
10. Δεν είχατε ποτέ επενδύσει σε μετοχές, όμως πρόσφατες αυξήσεις στην αξία τους σας κέντρισε το ενδιαφέρον σας για τέτοιου είδους επενδύσεις.
- α. Θα επενδύσετε μόλις κάποιος γνωστός σας, σας παρακινήσει λέγοντάς ότι γνωρίζει πως η τιμή της «X» μετοχής θα ανέβει σύντομα
 - β. Θα περιμένετε να μιλήσετε με κάποιον που γνωρίζει οικονομικά και ασχολείται με το Χρηματιστήριο, προτού επενδύσετε
 - γ. Θα περιμένετε ένα χρονικό διάστημα για να πειστείτε και μόνο τότε θα μεταφέρετε ένα τμήμα των επενδύσεών σας σε μικτά ή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια
 - δ. Δε θα επενδύσετε γιατί πιστεύετε ότι οι μετοχές κρύβουν παγίδες και ενδεχομένως θα χάσετε τα χρήματά σας
11. Λάβατε μέρος σε ένα παιχνίδι όπου σας προσφέρονται διάφορες χρηματικές επιλογές. Ποια θα επιλέγατε;
- α. 130.000 ευρώ με πιθανότητα 10%
 - β. 35.000 ευρώ με πιθανότητα 30%
 - γ. 15.000 ευρώ με πιθανότητα 50%
 - δ. 5.000 ευρώ με πιθανότητα 100%
12. Η σφικτή πολιτική που ακολούθησε στο παρελθόν η κυβέρνηση απέδωσε τα αναμενόμενα αποτελέσματα ώστε να επιτρέψει τη μείωση των φορολογικών συντελεστών. Ως εκ τούτου λάβατε επιστροφή φόρων ύψους 5.000 ευρώ. Τι θα κάνατε τα χρήματα αυτά;
- α. Θα τα ξοδέψετε σε διασκέδαση και κατανάλωση
 - β. Κάποιο ποσό θα το καταναλώσετε και το υπόλοιπο θα το διαθέσετε γι τακτοποίηση λογαριασμών
 - γ. Θα τα χρησιμοποιήσετε για αποπληρωμή λογαριασμών
 - δ. Θα το αποταμιεύσετε ή θα το επενδύσετε

Για την βαθμολόγηση του παραπάνω ερωτηματολογίου χρησιμοποιείται ένα απλό υπόδειγμα όπου κάθε απάντηση «α» λαμβάνει μια μονάδα, η απάντηση «β» λαμβάνει δυο μονάδες, η απάντηση «γ» τρεις μονάδες και η απάντηση «δ» τέσσερις μονάδες. Προσθέτοντας όλες τις μονάδες υπολογίζεται ένας βαθμός που κυμαίνεται μεταξύ του 12 και του 48. Ο βαθμός αποστροφής του κινδύνου θα είναι μεγάλος εάν η βαθμολογία είναι μεγάλη και αντιστρόφως. Έτσι, για βαθμολογία μεταξύ 12 έως 20, ο επενδυτής μπορεί να χαρακτηριστεί από μικρό βαθμό αποστροφής κινδύνου, για βαθμολογία μεταξύ 20 έως 32 από μέτριο βαθμό αποστροφής και για βαθμολογία μεταξύ 32 έως 48 από μεγάλο βαθμό αποστροφής.

Οι επενδυτές με μεγάλο βαθμό αποστροφής στον επενδυτικό κίνδυνο χαρακτηρίζονται ως συντηρητικοί, οι επενδυτές με μέτρια αποστροφή χαρακτηρίζονται μετριοπαθείς και οι επενδυτές με μικρό βαθμό αποστροφής χαρακτηρίζονται ως δυναμικοί ή επιθετικοί επενδυτές.

β. Επιλογή Βαθμού Επενδυτικού Κινδύνου

Ανάλογα με τον χαρακτηρισμό που λάβει ο υποψήφιος επενδυτής βάσει των παραπάνω κατηγοριών, επιλέγει τον βαθμό επενδυτικού κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Έτσι, ο συντηρητικός επενδυτής θα επιλέξει συνήθως αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος, με πιθανή την απόκτηση μεριδίων από αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ευρωπαϊκών και διεθνών αγορών για να προστατευθεί από τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο μετριοπαθής επενδυτής έχει μια σειρά από επιλογές που εκτείνονται από αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έως μικτά, ακόμα και μετοχικά επιλεγμένων αξιών. Τέλος, ο επιθετικός επενδυτής έχει τις παραπάνω επιλογές αλλά τοποθετεί το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων του σε μετοχικά – αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια.

Ενώ η διαφορά στο είδος των επιλογών μεταξύ του συντηρητικού επενδυτή και των άλλων είναι μεγάλη, οι διαφορές στις επιλογές του μετριοπαθή και του συντηρητικού είναι μικρές και έγκεινται στον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα χρήματα μεταξύ των κατηγοριών.

Βιβλιογραφία

1. Π.Ι. Αθανασόπουλος – Γ.Κ. Φιλιππάτος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1985.
2. Ν. Γαβριλάκης, «Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων – Σημειώσεις Παραδόσεων», Ηράκλειο 2004.
3. Στ. Θωμαδάκης «Εισαγωγή στην Οικονομική των Επιχειρήσεων», Αθήνα 1990.
4. Ν.Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων», Αθήνα 2005.
5. Ν.Θ. Μυλωνάς, «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Θεωρία Και Πρακτική», Αθήνα 1999.
6. Π.Ε. Πετράκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Α', Αθήνα 2002.
7. «Έθνος της Κυριακής», 6 Απριλίου 2008.
8. Σ. Κοτζαμάνης, «Επιλέγοντας το κατάλληλο α/κ», Ελευθεροτυπία 30 Αυγούστου 2008.
9. Α. Μάρκου, «Οι συλλογικές μορφές επένδυσης», εφημερίδα «Το Βήμα», 4 Νοεμβρίου 2007.
10. «Επενδύσεις Σε Αμοιβαία Κεφάλαια – Οδηγίες και Συμβουλές Από Την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών» Alpha Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.
11. «Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο – Interamerican Αμοιβαία Κεφάλαια» 2006
12. «Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο – Κύπρου Αμοιβαία Κεφάλαια» 2008
13. Τέλης Παναγιωτάκης, www.euro2day.gr, 27/02/2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1: Επενδυτικές Αποφάσεις υπό συνθήκες βεβαιότητας	
1.1 Εισαγωγή.....	σελ.1
1.2 Το Θεωρητικό Υπόβαθρο της Διαδικασίας Λήψεως Αποφάσεων και η Χρονική Αξία του Χρήματος.....	σελ.1
1.3 Βασικές επενδυτικές αποφάσεις.....	σελ.7
Κεφάλαιο 2: Λήψη Αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας	
2.1 Εισαγωγή.....	σελ.9
2.2 Τι είναι αβεβαιότητα και τι κίνδυνος.....	σελ.9
2.3 Αιτίες που δημιουργούν τον κίνδυνο.....	σελ.10
2.4 Η δημιουργία του κινδύνου στις κεφαλαιαγορές.....	σελ.12
2.5 Συσχέτιση κινδύνου και απόδοσης.....	σελ.13
Κεφάλαιο 3: Επενδυτικές Τεχνικές	
3.1 Γενικά.....	σελ.15
3.2 Επενδυτικές Φιλοσοφίες.....	σελ.15
3.3 Τεχνικές Επενδυτικών Στρατηγικών.....	σελ.18
Κεφάλαιο 4: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και η εξέλιξή τους	
4.1 Τι Είναι Τα Αμοιβαία Κεφάλαια.....	σελ.20
4.2 Παγκόσμια Εξέλιξη.....	σελ.22
Κεφάλαιο 5: Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων	
5.1 Γενικά.....	σελ.27
5.2 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Ελληνικής Χρηματαγοράς.....	σελ.33
5.3 Παραδείγματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων Που Υπάρχουν Στην Ελληνική Αγορά Σήμερα.....	σελ.33
Κεφάλαιο 6: Η Λειτουργία Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	
6.1 Η Ενημέρωση Του Κοινού.....	σελ.37
6.2 Μεριδιούχοι, Εταιρεία Διαχείρισης Και Θεματοφύλακας.....	σελ.38
6.3 Μεριδία, Τιμές Και Κόστη.....	σελ.41
Κεφάλαιο 7: Θεσμικό Και Εποπτικό Πλαίσιο	
7.1 Ισχύοντες Νόμοι.....	σελ.44
7.2 Επιτρεπόμενες Επενδύσεις.....	σελ.46
7.3 Φορολογική Μεταχείριση.....	σελ.49
7.4 Νέα Φορολογικά Κίνητρα.....	σελ.50
7.5 Εποπτεία Και Επίβλεψη.....	σελ.51
Κεφάλαιο 8: Η Διαφοροποίηση Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	
8.1 Η Σπουδαιότητα Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ως Επενδυτικό Εργαλείο...σελ.59	
8.2 Τρόποι Διαφοροποίησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	σελ.61
8.3 Κόστη Διάθεσης Και Εξαγοράς Μεριδίου.....	σελ.62
8.4 Δείκτες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	σελ.64

**Κεφάλαιο 9: Αποδοτικότητα, Κίνδυνοι Και Έξοδα Των Αμοιβαίων
Κεφαλαίων**

- 9.1 Αποδοτικότητα.....σελ.67
9.2 Κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια.....σελ.68
9.3 Τα έξοδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....σελ.71
9.4 Αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εν Μέσω Οικονομικής Κρίσης...σελ.73

**Κεφάλαιο 10: Επενδυτικός Κίνδυνος Και Επιλογή Κατάλληλου
Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

- 10.1 Γενικά.....σελ.77
10.2 Κανόνες Επιλογής Κατάλληλου Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....σελ.78

- Βιβλιογραφία.....σελ.84**
Περιεχόμενα.....σελ.85