



ΑΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΓΧΩΡΙΩΝ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Βασίλειος Π. Κεπεσιδης

Επιβλέπων Καθηγητής

Δημήτριος Παπαδομανωλάκης

Αλεξανδρούπολη 2007

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
1.1 Έννοια αμοιβαίου κεφαλαίου.....	4
1.2 Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) ..	4
1.3 Η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων	5
1.3.1 Ο Κανονισμός.....	5
1.3.2 Το Ενημερωτικό Δελτίο	6
1.3.3 Η Ετήσια και Εξαμηνιαία Έκθεση	6
1.3.4 Η Διάθεση και Διαφήμιση των Μεριδίων	7
1.3.5 Οι Μεριδιούχοι.....	8
1.3.6 Ο Θεματοφύλακας.....	8
1.3.7 Μεριδία και Τιμές.....	9
1.3.8 Κόστη Διάθεσης και Εξαγοράς	10
1.4 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων	11
1.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια	12
1.6 Μειονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια	13
1.7 Θεσμικό και Εποπτικό Πλαίσιο	14
1.7.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	15
1.7.2 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ	17
2.1 Η διεθνής αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	17
2.2 Η Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΚ (ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ MORNINGSTAR STAR RATING)	26
3.1 Γενικά	26
3.2 Η εταιρεία αξιολόγησης Morningstar	27
3.2.1 Οι πελάτες της Morningstar	28
3.2.2 Προϊόντα Καινοτομίες και Επενδυτική Προσέγγιση	28
3.3 Η μεθοδολογία της Morningstar.....	29
3.3.1 Morningstar Star Rating	29
3.3.2 Morningstar Category Rating.....	34
3.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	36
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	40

A. Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία.....	40
B. Διαδίκτυο	40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Έννοια αμοιβαίου κεφαλαίου

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μία μορφή εταιρείας επενδύσεων, η περιουσία της οποίας σχηματίζεται από τις εισφορές αποταμιευτών και αποτελείται από μετρητά και χρεόγραφα διαφόρων τύπων που κυκλοφορούν στην εγχώρια και ξένη χρηματιστηριακή αγορά. Σύμφωνα με το Άρθρο 1 Ν. 2778(30/12/1999) λειτουργούν αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν πέρα από κινητές αξίες και σε ακίνητη περιουσία. Αποτελούν μία ομάδα περιουσίας η οποία σχηματίζεται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αναφέρονται στο ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund). Η υποχρεωτική εξαγορά των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και η ελεύθερη είσοδος των μεριδιούχων σε αυτό, θεμελιώνουν τη μεταβλητότητα του ενεργητικού που το συνθέτει (Πενταράκη-Ζοπουνίδης 2003).

1.2 Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Τα αμοιβαία κεφάλαια τα διαχειρίζονται ανώνυμες εταιρίες (οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων), οι οποίες πρέπει να λάβουν έγκριση λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο των ΑΕΔΑΚ, σύμφωνα με τον νόμο 3283/2004, έχει ελάχιστο ύψος 1.200.000 € και καταβάλλεται σε μετρητά. Τουλάχιστον το 51% του μετοχικού κεφαλαίου των ΑΕΔΑΚ πρέπει να ανήκει σε πιστωτικά ιδρύματα ή σε ένα ή περισσότερα ασφαλιστικά ιδρύματα ή σε μία ή περισσότερες εταιρίες συμμετοχών με κύρια δραστηριότητα την επένδυση των ιδίων κεφαλαίων σε πιστωτικά ιδρύματα. Είναι το Α και το Ω για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται για κάθε διαχειριστική αμέλεια. Οι ΑΕΔΑΚ έχουν δημιουργηθεί προκειμένου να αξιοποιήσουν επενδυτικά τα διαθέσιμα μεγάλου αριθμού επενδυτών που δεν έχουν τις γνώσεις, τα μέσα ή και τον χρόνο να ασχοληθούν με την διαχείριση των κεφαλαίων τους. Με αυτόν τον τρόπο ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών αποκτά πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου (Κατσαρλίνος 2006).

1.3 Η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι νομικά πρόσωπα αλλά χρηματικές δεξαμενές που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σκοπός των επενδυτών και κατά συνέπεια των αμοιβαίων 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. Σε αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε στο 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, ελληνικές ή διεθνείς, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές 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 (Μυλωνάς 1999).

1.3.1 Ο Κανονισμός

Για να συσταθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι απαραίτητο να καταρτισθεί ο Κανονισμός του, να υπογραφεί από την εταιρεία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου και το θεματοφύλακα, να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να εγκριθεί. Ο Κανονισμός προσδιορίζει τον επενδυτικό σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου, διέπει τις σχέσεις μεταξύ μεριδιούχων και εταιρείας διαχείρισης και περιγράφει τα κόστη που απορρέουν από τις συμβατικές υποχρεώσεις προς τρίτους.

Πιο συγκεκριμένα, ο Κανονισμός περιέχει την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου, της εταιρείας διαχείρισης και του θεματοφύλακα καθώς και τις αμοιβές αυτών. Ο σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με την επενδυτική πολιτική και τις

μεθόδους δανειοδότησης καθώς και το είδος των κινητών αξιών που επενδύεται η περιουσία του αποτελεί σημαντικό τμήμα του Κανονισμού.

Σαφής μνεία γίνεται για τις προμήθειες που καταβάλει ο μεριδιούχος κατά τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων καθώς και για το χρόνο και διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους. Τέλος, προσδιορίζεται η τιμή μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο συστάσεώς του (Μυλωνάς 1999).

1.3.2 Το Ενημερωτικό Δελτίο

Για την απόκτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλει αίτηση στην ΑΕΔΑΚ όπου να αποδέχεται τον Κανονισμό το αμοιβαίου κεφαλαίου. Η ΑΕΔΑΚ από την πλευρά της υποχρεούται να παραδώσει δωρεάν το Ενημερωτικό Δελτίο ώστε να πληροφορηθεί ο υποψήφιος μεριδιούχος για μια σειρά από σημαντικά χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου όπως : τον Κανονισμό, την ημερομηνία σύστασής του, την ΑΕΔΑΚ και την διεύθυνσή της, τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια που πιθανώς διαχειρίζεται η ΑΕΔΑΚ, καθώς και το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της, τον θεματοφύλακα και τους τυχόν υπάρχοντες εξωτερικούς συμβούλους επενδύσεων και γενικά όλα τα στοιχεία εκείνα που θα βοηθήσουν τον υποψήφιο μεριδιούχο να αποφασίσει για την αγορά μεριδίων ή όχι. Για το λόγο αυτό απαραίτητα προσφέρονται οι τελευταίες εκθέσεις του εξαμήνου και του έτους μαζί με την έκθεση των ορκωτών λογιστών (Μυλωνάς 1999).

1.3.3 Η Ετήσια και Εξαμηνιαία Έκθεση

Η διαχειριστική χρήση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ταυτίζεται με τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους με εξαίρεση την πρώτη διαχειριστική χρήση που δύναται να είναι μικρότερη του έτους. Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται να συντάξει την ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η έκθεση αυτή καταγράφει την περιουσιακή κατάσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου στις 31/12 του έτους αναλυτικά ως προς το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, τις καταθέσεις, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις. Επίσης η ετήσια έκθεση παραθέτει τα αποτελέσματα χρήσης με προσόδους και δαπάνες ανά κατηγορία καθώς και τα διανεμόμενα και επανεπενδύμενα κέρδη. Ειδική μνεία γίνεται στην εισροή και εκροή κεφαλαίων με την αντίστοιχη αύξηση ή μείωση του αριθμού των μεριδίων ενώ παρατίθεται συγκριτικός πίνακας των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων του

αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να διαφαίνεται η εξέλιξη της καθαρής αξίας του ενεργητικού και της καθαρής τιμής μεριδίου.

Η εξαμηνιαία έκθεση συντάσσεται με το τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης και περιλαμβάνει παρόμοια στοιχεία με αυτά της ετήσιας έκθεσης με εξαίρεση τη διανομή ή επανεπένδυση κερδών και τη σύγκριση με προηγούμενες διαχειριστικές χρήσεις.

Τόσο η ετήσια όσο και η εξαμηνιαία έκθεση υπόκεινται σε έλεγχο από μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών και κατόπιν υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι εκθέσεις αυτές τίθενται στη διάθεση των μεριδιούχων αλλά και κάθε ενδιαφερομένου μέσα στο πρώτο δίμηνο από την παρέλευση του ημερολογιακού έτους ή του πρώτου εξαμήνου. Τέλος, μετά την λήξη του ημερολογιακού έτους δημοσιεύεται σε μία ημερήσια πολιτική και μία οικονομική εφημερίδα των Αθηνών, μία συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με το Λογαριασμό Αποτελεσμάτων Χρήσης και Διάθεσης των Κερδών (Μυλωνάς 1999).

1.3.4 Η Διάθεση και Διαφήμιση των Μεριδίων

Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ. Μπορεί όμως η ΑΕΔΑΚ να χρησιμοποιεί και αντιπροσώπους για να διαθέσει τα μερίδια αυτά. Στην περίπτωση αυτή ως αντιπρόσωποι μπορεί να λειτουργήσουν μόνο τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να διαφημίζονται στον Τύπο, όμως κάθε πρόσκληση προς διάθεση μεριδίων θα πρέπει να συνοδεύεται με τον ακριβή τόπο όπου διατίθεται το ενημερωτικό δελτίο. Επίσης κάθε δημοσίευση θα πρέπει να αναγράφει την ένδειξη ότι η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι εγγυημένη και ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν είναι ενδεικτικές των μελλοντικών αποδόσεων. Ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό αναφορικά με τα οικονομικά πεπραγμένα του αμοιβαίου κεφαλαίου, επισύρουν σοβαρές ποινικές και χρηματικές ποινές. Όλες οι δημοσιεύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου και της ΑΕΔΑΚ για διαφημιστικούς ή μη λόγους υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Μυλωνάς 1999).

1.3.5 Οι Μεριδιούχοι

Ο αριθμός των 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 πάνω στις οποίες είναι επενδεδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγμάτευσης και ως εκ τούτου αυξομειώσεων. Όμως τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο. 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 δημοσία. Με τον τρόπο προσδιορισμού της αξίας ως ανωτέρω οι επενδυτές αδυνατούν να τιμολογήσουν τις ικανότητες των διαχειριστών. Έτσι, τα μερίδια αγοραπωλούνται από το αμοιβαίο κεφάλαιο χωρίς κάποια έκπτωση ή πριμ που να αντικατοπτρίζει τις 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 (Μυλωνάς 1999).

1.3.6 Ο Θεματοφύλακας

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 του 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 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 ταμεία και ευθύνεται απέναντι στην ΑΕΔΑΚ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του. Η ευθύνη του δεν μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της ΑΕΔΑΚ εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα, η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η ΑΕΔΑΚ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων (Μυλωνάς 1999).

1.3.7 Μερίδια και Τιμές

Μερίδια 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 δευτέρου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

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. Προς τούτο όμως απαιτείται ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλλει γραπτή αίτηση προς την ΑΕΔΑΚ όπου αποδέχεται τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλει την τιμή διάθεσης σε μετρητά, ή ακόμα και κινητές αξίες εφόσον συμφωνήσει η ΑΕΔΑΚ. Η τιμή που είναι σημείο αναφοράς για την αξία των μεριδίων βασίζεται στην αξία των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί.

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 ΑΕΔΑΚ, το θεματοφύλακα και άλλους επενδυτικούς συμβούλους. Τέλος, υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογιστεί αλλά δεν έχουν καταβληθεί ακόμη στις χρηματιστηριακές εταιρίες. 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 όπως είναι κοινώς αποδεκτό, 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 ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Κατόπιν τούτου η ΑΕΔΑΚ ακυρώνει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται και καταβάλλει την αξία σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες 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 (Μυλωνάς 1999).

1.3.8 Κόστη Διάθεσης και Εξαγοράς

Τα αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ένα τμήμα από το κόστος προμηθειών στο οποίο υποβάλλονται αλλά και για να αποτρέψουν τους μεριδιούχους από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους, επιβάλλουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

Το κόστος διάθεσης είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που θα πρέπει να καταβληθεί από τους μεριδιούχους για κάθε μερίδιο που αποκτούν, πέρα από την καθαρή τιμή μεριδίου. Το κόστος εξαγοράς είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που δεν αποδίδεται στον μεριδιούχο κατά την εξαγορά αλλά αφαιρείται από την καθαρή τιμή μεριδίου.

Γενικά, τα κόστη εισόδου και εξόδου αποτελούν, μεταξύ άλλων, εργαλεία προσέλκυσης νέων επενδυτικών κεφαλαίων και διατήρησής τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν κόστη διάθεσης

κατά την είσοδο κεφαλαίων, χρεώνουν όμως κατά την έξοδο ως προσπάθεια κατακράτησης των κεφαλαίων

Παρόμοια υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια, που δεν χρεώνουν ή χρεώνουν ελάχιστο κόστος εξαγοράς ως τρόπο προσέλκυσης κεφαλαίων καθόσον ο μεριδιούχος γνωρίζει ότι του προσφέρεται ευελιξία διαχείρισης των κεφαλαίων του χωρίς την επιβολή κάποιας "τιμωρίας" εάν επιθυμούσε να εγκαταλείψει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Τέλος προς αποφυγή μεταβολής των όρων επένδυσης, τα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν την όποια πολιτική εφαρμόζουν διαχρονικά (Μυλωνάς 1999).

1.4 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι ΑΕΔΑΚ απευθύνονται σε μεγάλο αριθμό επενδυτών με ποικιλία επενδυτικών χαρακτηριστικών και προσδοκιών. Προκειμένου να ικανοποιήσουν τον μεγάλο αριθμό των επενδυτών δημιουργούν μία σειρά προϊόντων (Αμοιβαίων Κεφαλαίων), με ποικιλία χαρακτηριστικών. Τελικός στόχος είναι να υπάρχει ένα προϊόν (ή συνδυασμός προϊόντων) που να ικανοποιεί κάθε δυνητικό πελάτη.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (με την απόφαση 1/317/11.11.2004), κατηγοριοποιεί τα αμοιβαία κεφάλαια ως εξής :

“1. Τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους :

(α) Αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

(β) Αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος.

2. Τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους:

(α) Διαχείρισης διαθεσίμων, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές.

(β) Ομολογιακά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογίες, ή και σε μετοχές μέχρι ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους.

(γ) Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες. Το μέγιστο ποσοστό

επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

(δ) Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχές. Ειδικότερα τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

Η έννοιά του κυρίως αναφέρεται σε ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον εξήντα πέντε τοις εκατό (65%).

Σε αυτές τις κατηγορίες προστέθηκαν αργότερα τα funds of funds, αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια (Κατσαρλίνος 2006).

1.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια ως μηχανισμός επένδυσης προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα με κυριότερα τα εξής:

α) Διαπραγματευτική δύναμη, που σημαίνει ότι, επειδή τα κεφάλαια πολλών μικροεπενδυτών διαπραγματεύονται ως ενιαίο κεφάλαιο, αποκτούν τη μέγιστη διαπραγματευτική δύναμη. Επίσης η απόδοση κεφαλαιοποιείται καθημερινά, ενώ υπάρχει πρόσβαση από τον διαχειριστή σε εξειδικευμένα επενδυτικά εργαλεία όπως τα παράγωγα.

β) Επαγγελματική διαχείριση, που σημαίνει ότι η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται από επαγγελματίες που διαθέτουν τα τυπικά και ουσιαστικά προσόντα, τις απαραίτητες γνώσεις και εμπειρία, αφοσίωση και τους μηχανισμούς πληροφόρησης για την πορεία των αγορών. Έχει αποδειχτεί ότι ο επαγγελματίας διαχειριστής κάνει λιγότερα λάθη από το μέσο ιδιώτη επενδυτή.

γ) Διασπορά, δηλαδή διαφοροποίηση επενδύσεων σε διαφορετικές αξίες, κλάδους, γεωγραφικές περιοχές. Η διασπορά είναι και νομοθετικά κατοχυρωμένη. Ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο (ισχύει για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια μίας ΑΕΔΑΚ) δεν μπορεί να επενδύσει πάνω από δέκα τοις εκατό (10%) του ενεργητικού του σε μια μετοχή και πάνω από το σαράντα τοις εκατό (40%) του ενεργητικού του σε μετοχές που έχει επενδύσει πάνω από πέντε τοις εκατό (5%). Επομένως η ελάχιστη διασπορά που μπορεί να έχει είναι 16 μετοχές ($4 < x10\% + 12 < x5\%$).

δ) Διαφάνεια, που εξασφαλίζεται με την ύπαρξη αυστηρού νομοθετικού πλαισίου και την καθημερινή αποτίμηση και δημοσίευση των αποδόσεων στον Τύπο.

ε) Άμεση ρευστότητα, ακόμα και σε περιόδους κρίσεως που σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί ανά πάσα στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του, να αποφύγει τον εγκλωβισμό σε αρνητικές επενδυτικές συγκυρίες και μέσα σε πέντε ημερολογιακές ημέρες βάσει κανονισμού να 'χει τα χρήματά του.

ζ) Ασφάλεια, γιατί η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου φυλάσσεται από θεματοφύλακα που είναι τράπεζα, οι τίτλοι είναι προσωπικοί, γίνονται τακτικοί και έκτακτοι έλεγχοι από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ ακόμα και αν πτωχεύσει μία ΑΕΔΑΚ ή η τράπεζα που είναι θεματοφύλακας, η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν χάνεται, σε αντίθεση με τις καταθέσεις που το συνεγγυητικό κεφάλαιο καλύπτει μέχρι 20.000 ευρώ.

στ) Λογικά κόστη, λόγω όγκου ενεργητικού και επαγγελματικής διαχείρισης το αμοιβαίο κεφάλαιο επιτυγχάνει πολύ μικρότερα έξοδα διαχείρισης από αυτά που θα πλήρωνε ο μέσος ιδιώτης επενδυτής (προμήθειες χρηματιστών, συμβούλων επενδύσεων εξωτερικού κ.λ.π.).

ζ) Ευελιξία, ως προς το ποσό συμμετοχής, ως προς τον χρόνο συμμετοχής, ως προς την αλλαγή τύπου αμοιβαίου, τη δυνατότητα ύπαρξης συνδικαιούχων, μεταβίβασης, κ.τ.λ.

η) Εξυπηρέτηση και ευκολία, εφόσον οι διαδικασίες συμμετοχής είναι εύκολες, είναι επένδυση αορίστου χρόνου δηλαδή δε χρειάζεται ανανέωση, ενώ υπάρχει η δυνατότητα αυτόματης επανεπένδυσης των μερισμάτων, δυνατότητα ενεχυρίασης για λήψη δανείου ή εγγυητικής επιστολής και προσωπική εξυπηρέτηση.

θ) Φορολογικά πλεονεκτήματα. Ο φόρος παρακρατείται στην πηγή, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια απαλλάσσονται του πόθεν έσχες και της υποχρέωσης δήλωσης στην εφορία (Ράμπιας 2003).

1.6 Μειονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν και ορισμένα μειονεκτήματα. Μερικά από αυτά είναι πλασματικά, ορισμένα άλλα όμως μπορεί να είναι πραγματικά για συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών. Τα σημαντικότερα από αυτά είναι τα εξής :

α) Όχι εγγυημένες αποδόσεις. Στην πραγματικότητα καμία επένδυση αορίστου χρόνου δεν έχει εγγυημένη απόδοση εκτός από μερικές μορφές αποταμιεύσεων και καταθέσεων.

β) Κόστος διασποράς. Συνήθως, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερη είναι η προσδοκώμενη απόδοση ή και η ενδεχόμενη απώλεια χωρίς αυτή η σχέση να είναι απόλυτη. Όσο μεγαλώνει η διασπορά, τόσο περιορίζεται ο κίνδυνος. Υπερβολική διασπορά, σημαίνει πολύ μικρός κίνδυνος και άρα πολύ μικρή προσδοκώμενη απόδοση (η διασπορά μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο, μας αποκλείει όμως από ακραίες αποδόσεις). Το 1999 στο Ελληνικό Χρηματιστήριο υπήρξαν μετοχές με ετήσια απόδοση 7000%-8000%, κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο όμως δεν είχε απόδοση πάνω από 245%.

γ) Άλλα πιθανά μειονεκτήματα. Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν κατά καιρούς κατηγορηθεί από δημοσιογράφους και επενδυτές ότι έχουν υψηλό κόστος προμηθειών σε ορισμένες περιπτώσεις, ότι λόγω της φύσης τους είναι κατάλληλα κυρίως για μεσομακροπρόθεσμους επενδυτές, ότι δεν προσφέρονται για κερδοσκόπους, ότι ο επενδυτής δεν έχει τη δυνατότητα να μετέχει στις επενδυτικές αποφάσεις ούτε να έχει τον πλήρη έλεγχο των επενδύσεων, ότι υπάρχουν διακυμάνσεις και δυσκολίες στη διαχείριση από μεγάλες αυξομειώσεις ενεργητικού σε ακατάλληλες στιγμές, ενώ υπάρχει και ο κίνδυνος κατάρρευσης από μεγάλες εξαγορές, πλαφόν εισόδου, γραφειοκρατικές διαδικασίες συμμετοχής – εξαγοράς - μεταφοράς.

Συμπερασματικά, τα αμοιβαία κεφάλαια ως θεσμός φαίνεται να συγκεντρώνουν σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι ανταγωνιστικών μορφών επενδύσεων και λιγότερα μειονεκτήματα και έτσι τείνουν να γίνουν κυρίαρχος μηχανισμός επένδυσης σε παγκόσμιο επίπεδο (Ράμπιας 2003) .

1.7 Θεσμικό και Εποπτικό Πλαίσιο

Η εφαρμογή των κανονιστικών διατάξεων εκ μέρους των ΑΕΔΑΚ και των θεματοφυλάκων είναι μία 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, ο έλεγχος όμως στην εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα όμως υπάρχει και ο εξ' ιδίων έλεγχος μέσω του συλλογικού οργάνου του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων.

1.7.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί την ανώτατη εποπτική αρχή της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. 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 εταιρίες καθώς και σε επιχειρήσεις. Επίσης, 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.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένη να ρυθμίζει τη διαδικασία, όρους και προϋποθέσεις υπό τις οποίες οι χρηματιστηριακές εταιρίες θα προβαίνουν σε συναλλαγές με τους επενδυτές ή με πρόσωπα και εταιρίες που τους εκπροσωπούν (Μυλωνάς 1999).

1.7.2 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ) είναι το κλαδικό συλλογικό όργανο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ). Η ΕΘΕ ιδρύθηκε το 1985, εποχή που η ύπαρξη της θεσμικής επένδυσης ήταν υποτυπώδης και λειτουργεί στα πρότυπα αναλόγων ενώσεων. Διοικείται από επταμελές συμβούλιο στο οποίο εκπροσωπούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με τέσσερα μέλη και οι ΕΕΧ 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, η ΕΘΕ 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:

- α) Προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της
- β) Μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της
- γ) Προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της
- δ) Προστασία του επενδυτικού κοινού.

Με απώτερο σκοπό την προστασία των επενδυτών τα μέλη οφείλουν να τηρούν την κείμενη νομοθεσία με σχολαστικότητα και να ενημερώνουν πλήρως και επακριβώς τους επενδυτές αποφεύγοντας οποιοδήποτε σχολιασμό ή παροχή πληροφοριών που δύναται να παραπλανήσει τους μεριδιούχους και επενδυτές (Μυλωνάς 1999).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.

2.1 Η διεθνής αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η ιστορία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές έχει πάνω από ένα αιώνα ζωής. Στην πραγματικότητα οι ρίζες του βρίσκονται στην Ευρώπη του 19^{ου} αιώνα και συγκεκριμένα στη Σουηδία και τη Μεγάλη Βρετανία. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οργανισμών Επενδύσεων (F.E.F.S.I.), αποτέλεσε το Ελβετικό “societe civile Genevoise d’emploi de fonds”, με έτος ίδρυσης το 1849 και ακολούθησε το “Foreign and Colonial Government Trust” το 1868 στην Αγγλία και έδρα το City του Λονδίνου. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο στις ΗΠΑ ιδρύθηκε στις 21 Μαρτίου του 1924 στη Μασαχουσέτη, με την ονομασία “Massachusetts Investor Trust” και έπειτα από ένα χρόνο απέκτησε ύψος ενεργητικού 392.000 δολάρια. Αυτό ήταν και το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο ανοικτού τύπου και ήταν η μειοψηφία των συλλογικών επενδύσεων καθώς οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (EEX) κυριαρχούσαν σε κεφάλαια και αριθμό (Πενταράκη-Ζοπουνίδης 2003).

Η κυριαρχία των επενδυτικών εταιριών στις ΗΠΑ έμελλε να παύσει στη δεκαετία του 1930 από τις μεγάλες ζημιές που προκλήθηκαν λόγω πρότερων ανειλημμένων κερδοσκοπικών θέσεων. Η μεγάλη κρίση του 1929 και η μετέπειτα παρατεταμένη οικονομική ύφεση απαξίωσε τη θέση των επενδυτικών εταιριών 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 σε βάρος επενδυτών που ενώ αφορούσε τις επενδυτικές εταιρίες μόνο, επηρέασε όλο τον κλάδο της συλλογικής επένδυσης. Η εμπιστοσύνη όμως των επενδυτών εδραιώθηκε ξανά με την Πράξη για τις Επενδυτικές Εταιρίες που ψηφίστηκε το 1940. Ακόμη και σήμερα οι περισσότερες από τις αρχές του αποτελούν καθημερινή πρακτική των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ και διεθνώς.

Έως 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 εταιριών. Το 1960, δέκα χρόνια μετά, τα κεφάλαια των

αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθαν στα 17 δις δολάρια και πλέον, τουλάχιστον 8 φορές περισσότερα από αυτά των επενδυτικών εταιριών. Με την αρχή της δεκαετίας του 1960, τα αμοιβαία κεφάλαια ανέπτυξαν ισχυρό ανταγωνισμό μεταξύ τους σε μια προσπάθεια να αυξήσουν τα κεφάλαια υπό τη διαχείρισή τους, στοιχείο που αποτελούσε ισχυρό κίνητρο μεγιστοποίησης των αποδοχών των διαχειριστών. 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 εφαρμόζαν τα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια δεν διέφεραν ιδιαίτερα μεταξύ τους και ως εκ τούτου ούτε και οι αποδόσεις τους απείχαν πολύ. Για 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 περιλάμβαναν προπώληση μετοχών, δανεισμό και επένδυση σε μετοχικές αξίες ακόμη και αγορά δικαιωμάτων. Όμως, με την πρώτη χρηματιστηριακή ύφεση του 1969-70, οι επακόλουθες ζημιές εξουδετέρωσαν τα αρχικά κέρδη που είχαν επιτύχει οδηγώντας τα στην αφάνεια όπως είχε γίνει με τις επενδυτικές εταιρίες 40 χρόνια νωρίτερα. Η οικονομική ύφεση που ακολούθησε και ο πληθωρισμός καθήλωσε τα κεφάλαια των αμοιβαίων κεφαλαίων στα επίπεδα των 45 δις δολαρίων περίπου σε όλη τη δεκαετία του 1970. Σε ένα βαθμό τα κεφάλαια διατηρήθηκαν στο επίπεδο αυτό με τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων που σε περιόδους υψηλών και ευμετάβλητων επιτοκίων επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των αντίστοιχα συγκρίσιμων τραπεζικών καταθέσεων.

Περαιτέρω εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σηματοδοτείται από διεύρυνση των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων όπως είναι τα αφορολόγητα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης, τα ποικίλα αμοιβαία κεφάλαια ξένων, διεθνών και αναδυομένων αγορών και τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών.

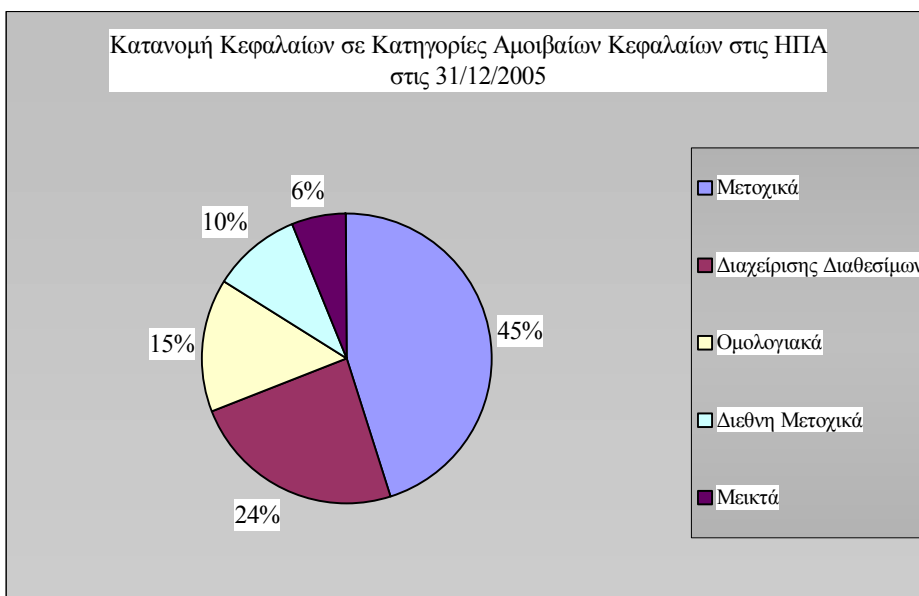
Πίνακας 1: Καθαρό ενεργητικό και αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α.

Έτος	Καθαρό Ενεργητικό (σε δισεκατ.δολάρια)	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων
1940	0,4	68
1945	1,3	73
1950	2,5	98
1955	7,8	125
1960	17,0	161
1965	35,2	170
1970	47,6	361
1971	55,0	392
1972	59,8	410
1973	46,5	421
1974	35,8	431
1975	45,9	426
1976	51,3	452
1977	48,9	477
1978	55,8	505
1979	94,5	526
1980	134,8	564
1981	241,4	665
1982	296,7	857
1983	293,0	1.026
1984	370,7	1.243
1985	495,4	1.528
1986	715,7	1.835
1987	769,2	2.312
1988	809,4	2.737
1989	980,7	2.935
1990	1065,2	3.079
1991	1393,2	3.403
1992	1642,5	3.824
1993	2070,0	4.534
1994	2155,3	5.325
1995	2811,3	5.725
1996	3525,8	6.248
1997	4468,2	6.684
1998	5525,2	7.314
1999	6846,3	7.791
2000	6964,6	8.155
2001	6974,9	8.305
2002	6390,4	8.244
2003	7414,4	8.126
2004	8106,9	8.041
2005	8905,2	7.977

Πηγή: Investment Company Institution

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει την εξέλιξη του καθαρού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1940 έως το 2005 στις ΗΠΑ. Ενώ το 1940 το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μόνο 400 εκατομμύρια δολάρια, το 2005 έφτασε τα 8,9 τρισεκατομμύρια δολάρια. Επίσης ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων από 68 το 1940 αυξήθηκε 122 φορές και έφτασε τα 8.305 το 2001.

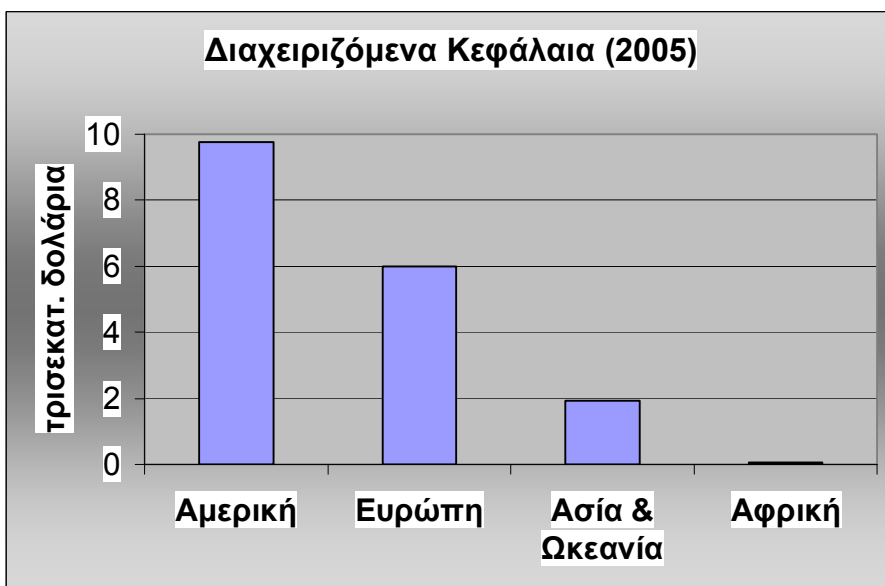
Σχεδιάγραμμα 1



Πηγή: Investment Company Institution

Στο σχεδιάγραμμα 1 απεικονίζεται η ποσοστιαία κατανομή των κεφαλαίων στις διάφορες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ στις 31/12/2005. Όπως διαφαίνεται, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια συγκέντρωναν το 45% των κεφαλαίων, το 24% κατευθυνόταν σε αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, το 15% σε ομολογιακά, το 10% σε διεθνή μετοχικά και το υπόλοιπο 6% σε μεικτά.

Σχεδιάγραμμα 2



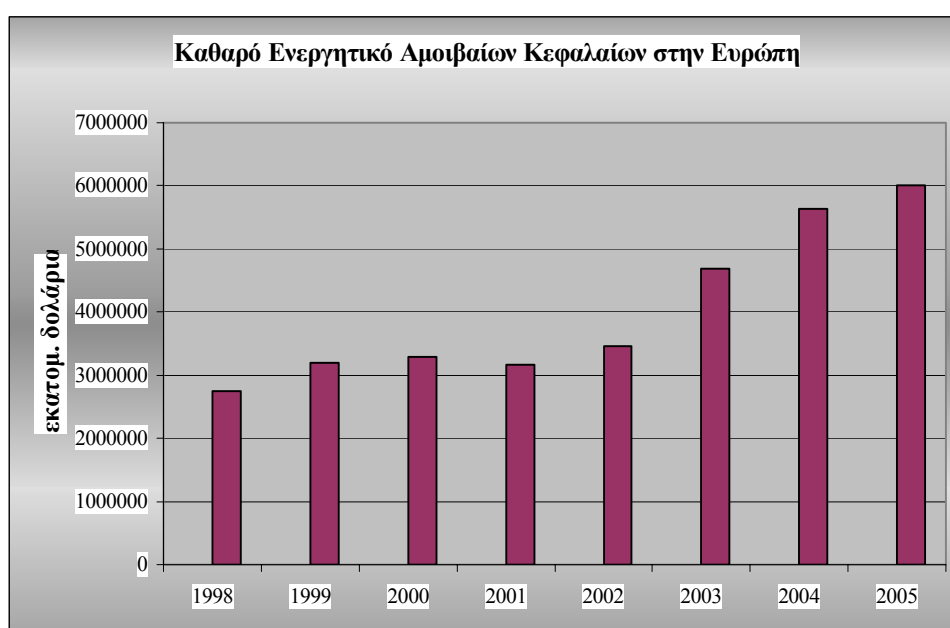
Πηγή: Investment Company Institution

Στο σχεδιάγραμμα 2 απεικονίζεται το ύψος του καθαρού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως το έτος 2005. Οι ΗΠΑ διαχειρίζονται το 98,5% της Αμερικανικής ηπείρου και το 53% της παγκόσμιας αγοράς. Η Ευρώπη κατέχει το 35%, η Ασία μαζί με την Ωκεανία το 12% και η Αφρική έχει σχεδόν μηδενικό ποσοστό.

Παρά την αδιαμφισβήτητη κυριαρχία των ΗΠΑ στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο από πλευράς μεγέθους ενεργητικού και αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και από πλευράς προσφερομένων υπηρεσιών, και οι υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες προώθησαν το θεσμό αυτό της συλλογικής επένδυσης.

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

Σχεδιάγραμμα 3



Πηγή: Investment Company Institution

Στην Ευρώπη, όπου ο θεσμός είναι σε ανάπτυξη, την οκταετία 1998-2005, όπως φαίνεται από το σχεδιάγραμμα 3, το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε αύξηση 120%. Μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, το Λουξεμβούργο διατηρεί την πρώτη θέση από πλευράς κεφαλαίων με μερίδιο 27% και δεύτερη η

Γαλλία με μερίδιο 22,7%. Ακολουθούν το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιρλανδία με 9%, η Ιταλία με 7,5% και η Γερμανία με 5,2%. Η Ελλάδα διατηρεί μερίδιο 0,53% και συγκρίνεται ικανοποιητικά με χώρες παρόμοιες σε μέγεθος ή και ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς όπως η Φιλανδία 0,75%, Νορβηγία 0,67%, Πορτογαλία 0,48%.

2.2 Η Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η ιστορική αναζήτηση οδηγεί αρχικά στην Αρχαία Αθήνα και στην Αθηναϊκή Συμμαχία (5^{ος} αιώνας π.Χ.), όπου αποδεδειγμένα υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και για πολεμικούς σκοπούς. Επίσης στην Δελφική Αμφικτιονία δημιουργήθηκε κοινή περιουσία σε κοινή βάση και τη διαχείρισή της είχαν αναλάβει οι ιερείς (Ράμπιας 2003).

Στη νεότερη Ελλάδα η εισαγωγή του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε το 1970 με το Ν.Δ. 608/70. Στα τέλη του 1972 η Εμπορική Τράπεζα δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης “Ελληνική” και προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο μεικτού τύπου με το όνομα “Ερμής Δυναμικό”. Αρχές του επόμενου έτους, η Εθνική Τράπεζα δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης “Διεθνική” και προσφέρει το αμοιβαίο κεφάλαιο με όνομα “Δήλος Μικτό”. Για τα επόμενα δεκαέξι έτη τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούσαν ολόκληρη την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το γεγονός ότι δεν εισήχθησαν στην ελληνική αγορά άλλα αμοιβαία κεφάλαια οφείλεται σε μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα της ελληνικής οικονομίας την περίοδο αυτή. Η ύφεση της ελληνικής οικονομίας που επακολούθησε οδήγησε σε πτωτική πορεία το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και κατά συνέπεια την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ύστερα από τις σημαντικές θεσμικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς το 1987, το ενδιαφέρον για την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας του 1980. Το 1989 ιδρύεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από την Interamerican και το 1990 εισάγονται τέσσερα νέα αμοιβαία κεφάλαια από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρίες (Alpha Α.Ε.Δ.Α.Κ., Ευρωπαϊκή Πίστη, Ασπίς Πρόνοια). Την τελευταία δεκαετία ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να υπάρχουν σήμερα στην Ελλάδα 25 Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζονται 269 αμοιβαία κεφάλαια με ύψος συνολικού ενεργητικού 23,9 δις EURO (στοιχεία Ένωση Θεσμικών Επενδυτών 31/12/2006). Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός, ότι το 1990 υπήρχαν μόνο 7 Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι

οποίες διαχειρίζονταν αμοιβαία κεφάλαια με ύψος συνολικού ενεργητικού 431,4 εκατ. EURO.

Είναι φανερό από τα μεγέθη που προαναφέρθηκαν, ότι ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων υπέστη μια δυναμική εξέλιξη, γεγονός που καθιστά τα αμοιβαία κεφάλαια ως μια από τις πιο επιτυχημένες χρηματοοικονομικές αγορές τόσο στην παγκόσμια όσο και στην εγχώρια οικονομική αγορά. Παράλληλα, οι εντυπωσιακοί ρυθμοί ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων μαρτυρούν, ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αξιοποιούν με τον καλύτερο τρόπο τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις διάφορες αγορές, αλλά και εδραιώνονται όλο και περισσότερο στο ευρύ κοινό προσφέροντας απρόσκοπτα νέα προϊόντα και υπηρεσίες (Πενταράκη-Ζοπουνίδης 2003). Επίσης, μετά την ένταξη της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, διαμορφώθηκε ένα χαμηλό επιτοκιακό περιβάλλον και παράλληλα καλλιεργήθηκαν κατάλληλες συνθήκες σταθερότητας. Η Ελλάδα αποτελεί μια καινούργια επενδυτική ευκαιρία για ιδιώτες και Θεσμικούς επενδυτές της εγχώριας αγοράς, αλλά και της αγοράς του εξωτερικού (Γαζή 2004).

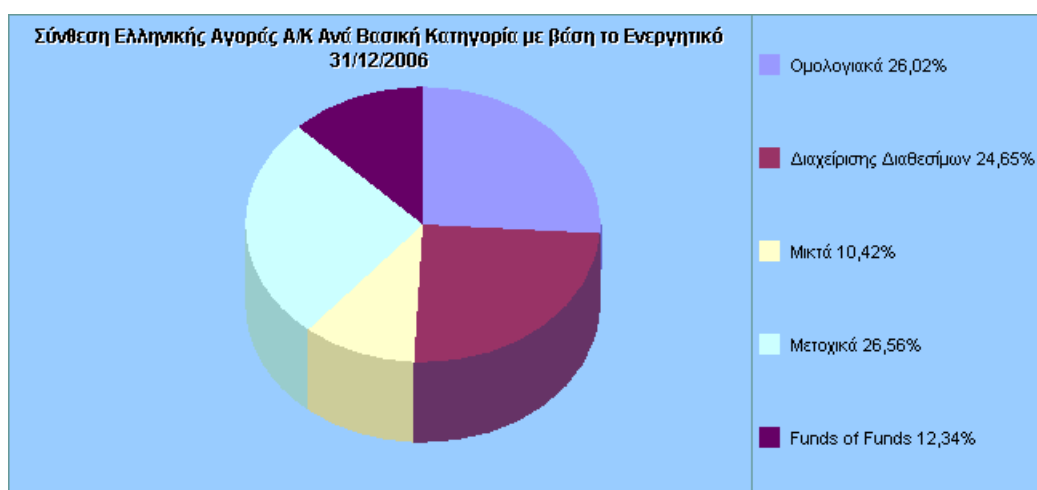
Πίνακας 2: Το καθαρό ενεργητικό και ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα

Έτος	Εκατομ. Ευρώ	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων
1990	391	7
1991	490	18
1992	646	42
1993	2464	68
1994	3463	93
1995	6404	119
1996	9758	148
1997	20910	162
1998	26242	178
1999	34531	208
2000	30889	265
2001	26795	269
2002	25385	260
2003	30399	265
2004	31647	262
2005	27944	258
2006	23910	269

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (πίνακας 2) την τελευταία δεκαπενταετία το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα παρουσίασε μεγάλη αύξηση. Αναλυτικότερα το 1999 ανήλθε στα 34,5 δισεκατομμύρια ευρώ που ήταν 8.830% μεγαλύτερο από το αντίστοιχο του 1990 το οποίο έφτανε τα 391 εκατομμύρια ευρώ. Τα επόμενα χρόνια έγιναν κάποιες αυξομειώσεις για να φτάσουμε τα 23,9 δισεκατομμύρια ευρώ στις 31/12/2006. Την ίδια πορεία ακολούθησε και ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων όπου από 7 το 1990 αυξήθηκε 38 φορές και έφτασε τα 269 το 2006.

Σχεδιάγραμμα 4



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων όπου το 26,56% των συνολικών κεφαλαίων υπό διαχείριση είναι τοποθετημένο σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, 26,02% σε ομολογιακά, 24,65% σε διαχείρισης διαθεσίμων, 12,34% σε funds of funds και 10,42% σε μικτά.

Η εισαγωγή των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έγινε το 1991 όταν η αγορά αποτελείτο κυρίως από μετοχικά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Οι Έλληνες αποταμιευτές που για πολλά χρόνια στη δεκαετία του 1980 αντιμετώπισαν αρνητικά πραγματικά επιτόκια, άρχισαν να χρησιμοποιούν τα Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ως ένα εναλλακτικό τρόπο αποταμίευσης που προσέφερε ικανοποιητικά υψηλά επιτόκια. Παρά την εισαγωγή αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος στο ίδιο διάστημα, οι αποταμιευτές δεν προσελκύστηκαν από αυτά. Η έλλειψη γνώσης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και η πρόσφατη

γνωριμία με το θεσμό των ΕΓΕΔ δεν επέτρεψε την μεταβίβαση μεγάλων αποταμιευτικών κεφαλαίων στα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό όμως άρχισε να επιτυγχάνεται από το έτος 1993 και ιδιαίτερα το 1994 και μετέπειτα. Η επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων των εντόκων γραμματίων δημοσίου σε μια αγορά με πτωτικά επιτόκια επέτρεψε στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος να προσελκύσουν νέους μεριδιούχους οι οποίοι προσέβλεπαν σε εναλλακτικούς αποταμιευτικούς μηχανισμούς και όχι κατ' ανάγκη επενδυτικούς.

Πέρα από την ελλιπή γνώση του θεσμού από τους επενδυτές και επομένως της έλλειψης ζήτησης μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, η απροθυμία προσφοράς λαμβάνοντας υπ' όψιν και την ανεπάρκεια του ΧΑΑ οφείλεται στον προστατευτισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αρχικά τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν από μια κρατικά ελεγχόμενη τράπεζα και μια (τότε) ιδιωτική τράπεζα για να καλύψουν τις ανάγκες των πελατών τους μέσα στο πλαίσιο του νέου νόμου για τα αμοιβαία κεφάλαια και όχι για να προσελκύσουν νέα κεφάλαια. Για το λόγο αυτό τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν μετοχικά και μικτά. Έτσι προσέφεραν στους πελάτες τους τις δυνατότητες διαφοροποίησης του κινδύνου από επενδύσεις στο ΧΑΑ σε μια εποχή μάλιστα περιορισμένης δυνατότητας ρευστοποίησης. Η έλλειψη ανταγωνισμού στον τραπεζικό χώρο καθυστέρησε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1980. Την εποχή εκείνη άρχισε η προσπάθεια προσέλκυσης κεφαλαίων από ιδιωτικά τραπεζικά ιδρύματα και άλλους θεσμικούς επενδυτές όπως είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες. Μάλιστα, δεν είναι τυχαίο που το τρίτο αμοιβαίο κεφάλαιο που δημιουργήθηκε το 1989 ήταν το Interamerican Ελληνικό (μικτό) από την ομώνυμη ασφαλιστική εταιρεία.

Από την εποχή εκείνη άρχισε να γίνεται κατανοητό ότι η απελευθέρωση της κεφαλαιαγοράς θα επέτρεπε και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πέρα των τραπεζών να προσελκύσουν χρήματα, οι δε τράπεζες σε ένα βαθμό θα εξελίσσονταν σε χρηματοπιστωτικά σουπερμάρκετ όπου θα μπορούσαν να προσφέρουν πολλές και διάφορες υπηρεσίες. Στην προσπάθεια προσέλκυσης κεφαλαίων όλες οι τράπεζες αλλά και οι ασφαλιστικές εταιρείες ίδρυσαν αμοιβαία κεφάλαια. Μάλιστα, για τη διεκδίκηση μεγαλύτερων κεφαλαίων αλλά και μείωσης των δαπανών ίδρυσης και λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων υπήρξε και συνεργασία τραπεζικών και ασφαλιστικών ομίλων όπως της Alico–Eurobank και της Midland–Ελληνοβρετανικής (Μυλωνάς 1999).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΚ (ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ MORNINGSTAR STAR RATING).

3.1 Γενικά

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τα απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου 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 στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών.

Από την πλευρά του επενδυτή, η σειρά κατάταξης είναι σημαντική για να διαπιστώσει εάν οι διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει επιλέξει εφαρμόζουν καλή ή κακή διαχείριση. Ακόμη πιο σημαντικό όμως είναι το μέγεθος της απόδοσης καθότι αυτή είναι που απολήγει στον επενδυτή. Η έσχατη μέτρηση της επιτυχίας της επένδυσής του γίνεται με τη σύγκριση της απόδοσης αυτής με το κόστος ευκαιρίας που έχει κάθε επενδυτής. Εάν διαπιστωθεί ότι το κόστος ευκαιρίας είναι μικρότερο της απόδοσης η επένδυση θεωρείται επιτυχημένη. Εάν αντίθετα η απόδοση υπολείπεται σημαντικά από το κόστος ευκαιρίας τότε χαρακτηρίζεται ως αποτυχημένη και ενέργειες μπορούν να γίνουν για τη ρευστοποίησή της και αναζήτηση άλλης περισσότερο υποσχόμενης επενδυτικής επιλογής.

Βέβαια για να γίνει η σύγκριση σωστά θα πρέπει πέραν της απόδοσης να υπολογισθεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Δεν είναι αρκετό να γνωρίζει κανείς το μέγεθος της απόδοσης εάν δεν γνωρίζει σε ποιο κίνδυνο ήταν εκτεθειμένη η απόδοση. Επειδή κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο ώστε να γίνουν ελκυστικές, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα.

3.2 Η εταιρεία αξιολόγησης Morningstar

Η Morningstar, με έδρα το Σικάγο, αποτελεί σήμερα τη μεγαλύτερη εταιρεία παροχής πληροφοριών και αναλύσεων για αμοιβαία κεφάλαια, μετοχές και επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα. Ως ανεξάρτητη εταιρεία δεν έχει συμφέρον σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο, μετοχή ή ασφαλιστικό προϊόν. Για αυτό το λόγο, τόσο οι πληροφορίες όσο και οι αναλύσεις είναι αμερόληπτες και οι σχολιασμοί των αναλυτών ιδιαίτερα αντικειμενικοί.

Η Morningstar ιδρύθηκε το 1984 από τον Joe Mansueto. Η ίδρυση της Morningstar και η έκδοση του «Mutual Fund Sourcebook» από τον Mansueto πραγματοποιήθηκαν όταν η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτυσσόταν με πρωτοφανείς ρυθμούς. Την περίοδο αυτή, οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων είτε επειδή αυτές δεν υπήρχαν, είτε επειδή η πρόσβαση ήταν πολύ ακριβή. Έτσι, η πλειοψηφία των επενδυτών δεν διέθετε τα απαραίτητα εργαλεία για να επιλέξει, να αναλύσει και να επενδύσει σε αποτελεσματικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ο Joe Mansueto πίστευε ότι αυτές οι πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, κυρίως επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν ακριβώς για να παρέχουν στον απλό επενδυτή οφέλη που μέχρι τότε καρπώνονταν επενδυτές με μεγάλο διαθέσιμο κεφάλαιο (επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου τους, τοποθέτηση σε ευρεία βάση περιουσιακών στοιχείων και κατ' επέκταση διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου). Η φιλοσοφία αυτή οδήγησε την Morningstar στη δημιουργία ευρείας κλίμακας προϊόντων και υπηρεσιών, πέραν από τα αμοιβαία κεφάλαια, με μοναδικό σκοπό τον «εκδημοκρατισμό» των επενδυτικών πληροφοριών.

Η εταιρεία σήμερα έχει κερδίσει, αντάξια, την φήμη της πιο αξιόπιστης πηγής επενδυτικών πληροφοριών και αναλύσεων. Με προσωπικό το οποίο ξεπερνάει τους 800 εξειδικευμένους επαγγελματίες, προσφέρει δεδομένα για έναν σημαντικό αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων, μετοχές και ασφαλιστικά προϊόντα διεθνώς, φθάνοντας σε μεγέθη ετησίων εσόδων τα 91 εκατομμύρια δολάρια Αμερικής.

3.2.1 Οι πελάτες της Morningstar

Η Morningstar αποτελεί επιλογή πολλών ιδιωτών, επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών για πρόσβαση σε αντικειμενικές και ολοκληρωμένες επενδυτικές αναλύσεις και πληροφορίες.

Οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της Morningstar με σκοπό να λάβουν σωστές και εμπειριστατωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Χρησιμοποιούν όλες τις σχετικές πληροφορίες για τις επενδυτικές τους επιλογές και βασίζονται στην αμεροληψία των παρεχομένων αναλύσεων.

Οι επαγγελματίες διαχειριστές χρησιμοποιούν πολλά από τα εργαλεία της Morningstar προκειμένου να αναλύσουν, να παρουσιάσουν και να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους επιλογές.

Θεσμικοί επενδυτές, όπως εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρείες και μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρείες αξιοποιούν, τα ειδικά σχεδιασμένα προϊόντα και υπηρεσίες της Morningstar, βελτιώνοντας ακόμη και τα δικά τους προϊόντα.

Εκδότες οικονομικών εφημερίδων και περιοδικών καθώς και ιστοσελίδες οικονομικού περιεχομένου, δημοσιεύουν σχολιασμούς αναλυτών της Morningstar για αμοιβαία κεφάλαια και μετοχές. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι συνδρομητές της Morningstar είναι: το CNN, το CNBC, The New York Times, The Wall Street Journal, The Money Magazine, AOL, Yahoo.

3.2.2 Προϊόντα Καινοτομίες και Επενδυτική Προσέγγιση

Η Morningstar παρέχει πληροφορίες και στοιχεία για περισσότερα από 10.000 αμοιβαία κεφάλαια, 8.000 μετοχές και 20.000 διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα και συνολικά περίπου 100.000 επενδύσεις διεθνώς. Προσφέρει σε μέσα ενημέρωσης αναλύσεις και σχολιασμούς τόσο για έντυπες εκδόσεις όσο και για υπηρεσίες on-line. Όλα τα προϊόντα είναι διαθέσιμα σε έντυπο υλικό, στο διαδίκτυο και σε CD-ROM.

Η Morningstar έχει καινοτομήσει ήδη στο χώρο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων με τη χρήση αστεριών, το investment style box και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία. Ήταν η πρώτη που αξιολόγησε τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, που έκανε θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών που

περιλαμβάνονται στα αμοιβαία και που υπολόγισε τους λόγους P/E και P/BV για αμοιβαία κεφάλαια. Πέραν αυτών, ήταν η πρώτη που κατηγοριοποίησε τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

Η Morningstar αναλύει και αξιολογεί τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά και τα διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα με βάση τα περιουσιακά στοιχεία και τα αξιόγραφα που αυτά περιέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Η κυρίαρχη φιλοσοφία της Morningstar είναι ότι οι ιδιώτες επενδυτές θα πρέπει να έχουν προσωπική άποψη για τα αμοιβαία κεφάλαια, τις μετοχές αλλά και τα επενδυτικά προϊόντα που έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Μέσω αυτής της γνώσης οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να γνωρίζουν πόσο καλά διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο τους, αλλά και πόσο η σύνθεσή του είναι σύμφωνη με τις επενδυτικές τους προτιμήσεις και στόχους.

3.3 Η μεθοδολογία της Morningstar

Στην Ελλάδα, η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μάλλον περιορισμένη και αφορά εναλλακτικές επιστημονικές προσεγγίσεις και όχι αυτές που το επενδυτικό κοινό μπορεί εύκολα να αξιολογήσει.

Στο τμήμα αυτό της εργασίας περιγράφεται η διαδικασία αξιολόγησης της Morningstar σύμφωνα με την οποία κατατάσσονται τα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια. Η τελική βαθμολογία (Risk Adjusted Rating-RAR-) για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο που αξιολογείται προκύπτει από την αφαίρεση ενός μέτρου σχετικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου (Relative Risk-RRisk) από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσής του (Relative Return-RRet), δηλαδή:

$$RAR_i = RRet_i - RRisk_i$$

Καθένα από τα σχετικά μέτρα για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο (σχετικής απόδοσης και σχετικού κινδύνου) υπολογίζεται διαιρώντας το αντίστοιχο μέτρο για το αμοιβαίο κεφάλαιο με έναν παρανομαστή που είναι κοινός για μία ορισμένη ομάδα αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η Morningstar έχει αναπτύξει δύο κριτήρια αξιολόγησης

- το Morningstar Star Rating και
- το Morningstar Category Rating

3.3.1 Morningstar Star Rating

Το Star Rating είναι μία ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα μέθοδος αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία στηρίζεται σε μία μαθηματική μέτρηση της

παρελθούσας απόδοσης, τροποποιημένης για τον αντίστοιχο κίνδυνο. Η διαδικασία του Star Rating ξεκινάει με τον διαχωρισμό του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων σε τέσσερις ευρείες κατηγορίες

1. τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού
2. τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια
3. τα φορολογήσιμα αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος
4. τα δημοτικά, ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια που εκπίπτουν της φορολογίας (tax-free municipal bond mutual funds).

Για να περιληφθεί κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο σε μίαν από τις παραπάνω κατηγορίες πρέπει να λειτουργεί για 3 τουλάχιστον συνεχόμενα έτη. Οι βαθμοί υπολογίζονται για περιόδους 3, 5 και 10 ετών ξεχωριστά και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία τελική βαθμολογία.

I. Εξαγωγή του relative Morningstar risk (R_{Risk_i})

Το μέτρο αυτό εξάγεται ως το πηλίκο του κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς μία σχετική βάση κινδύνου η οποία είναι κοινή για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας. Αν $g(i)$ είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το υπό εξέταση αμοιβαίο κεφάλαιο i , ο σχετικός κίνδυνός του κατά την Morningstar υπολογίζεται από την σχέση (1):

$$RR_{Risk_i} = Risk_i / BR_{Risk_{g(i)}} \quad (1)$$

$$Risk_i = - \text{mean}_t [\min_t (ER_{it}), 0] \quad (2)$$

$$BR_{Risk_{g(i)}} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Risk_i] \quad (3)$$

$ER = \text{Excess Return}$ ή η Υπερβάλλουσα Απόδοση που σημειώνει κάθε υπό εξέταση αμοιβαίο κεφάλαιο i σε σχέση με το T-bill για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, π.χ. για ένα μήνα.

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (2) και (3) προκύπτουν ως ακολούθως:

II. Υπολογισμός του κινδύνου (Risk) $Risk_i$

Αρχικά, υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια καθώς και για τα τρίμηνα T-bills. Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται με τον τύπο:

$$(P_{t1} - P_{t0}) / P_{t0}, \quad (4)$$

όπου P_{t1} η τιμή του αμοιβαίου κεφαλαίου ή του T-bills στο τέλος του μήνα και P_{t0} η αντίστοιχη τιμή στο τέλος του προηγούμενου τριμήνου.

Έπειτα, για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (Excess Return) ή οι υποεπιδόσεις που σημειώνει σε σχέση με το T-bill για κάθε μήνα. Με άλλα λόγια, αν για κάθε συγκεκριμένο μήνα της περιόδου που

εξετάζεται, η ποσοστιαία μεταβολή του αμοιβαίου κεφαλαίου ήταν μικρότερη ή μεγαλύτερη της αντίστοιχης του T-bill. Όσες φορές η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερη από την απόδοση του T-bill, μετράται το μέγεθος αυτής της υποεπίδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Το επόμενο βήμα είναι να αντιστραφεί το αρνητικό πρόσημο όλων των υποεπιδόσεων σε θετικό, να αθροιστούν όλες οι υποεπιδόσεις για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και να διαιρεθεί το άθροισμα που προκύπτει από τον αριθμό των χρονικών παρατηρήσεων, ώστε να προκύψει η μέση μηνιαία υποεπίδοση (Average Monthly Underperformance) για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη οι περιπτώσεις που τα αμοιβαία κεφάλαια ξεπέρασαν την απόδοση του T-bill. Οι θετικές διαφορές που προκύπτουν σε αυτές τις περιπτώσεις, συμμετέχουν στην εξαγωγή της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης σαν να ήταν μηδενικοί όροι. Έτσι, η μέση μηνιαία υποεπίδοση συνοψίζεται στην εξίσωση (5):

$$\mathbf{Risk}_i = -\mathbf{mean}_t \{ \mathbf{min}_t (\mathbf{ER}_{it}), 0 \} \quad (5)$$

Η μέση μηνιαία υποεπίδοση είναι ένα μέτρο της ζημίας ευκαιρίας (opportunity loss), όπου η χαμένη ευκαιρία είναι η επένδυση του T-bill με τις περιόδους όπου υπήρξε κέρδος ευκαιρίας (opportunity gain) να μετρώνται σαν περίοδοι μηδενικής ζημίας ευκαιρίας.

III. Υπολογισμός της σχετικής βάσης κινδύνου (Relative Risk Base) $\mathbf{BRisk}_{g(i)}$

Ως βάση για τον υπολογισμό του σχετικού κινδύνου η Morningstar χρησιμοποιεί απλά τον μέσο όλων των κινδύνων (υποεπιδόσεων \mathbf{Risk}_i) των αμοιβαίων κεφαλαίων που κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία:

$$\mathbf{BRisk}_{g(i)} = \mathbf{mean}_{i \text{ in } g(i)} [\mathbf{Risk}_i] \quad (6)$$

Έτσι ο κίνδυνος κατά Morningstar του αμοιβαίου κεφαλαίου i θα προκύπτει από το πηλίκο της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης του εν λόγω αμοιβαίου ως προς την μέση μηνιαία υποεπίδοση της κατηγορίας του.

IV. Εξαγωγή του Relative Morningstar Return

Η απόδοση κατά Morningstar προκύπτει ως το πηλίκο της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς μια σχετική βάση απόδοσης που είναι κοινή για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας. Αν $g(i)$ είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το αμοιβαίο κεφάλαιο i , η σχετική απόδοση κατά Morningstar είναι:

$$\mathbf{RRet}_i = \mathbf{Ret}_i / \mathbf{BRet}_{g(i)} \quad (7)$$

$$\text{Όπου: } \mathbf{Ret}_i = \mathbf{VR}_i - \mathbf{VR}_b \quad (8)$$

$$\mathbf{BRet}_{g(i)} = \mathbf{max} (\mathbf{mean}_{i \text{ in } g(i)} [\mathbf{Ret}_i], \mathbf{VR}_b - 1) \quad (9)$$

VR_i = η σωρευτική απόδοση που θα έχει 1 ευρώ αν είχε επενδυθεί στο υπό εξέταση αμοιβαίο κεφάλαιο i για όλη τη διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζεται.

VR_b = η σωρευτική απόδοση που θα έχει 1 ευρώ εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία T-bills από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων.

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (8) και (9) προκύπτουν ως ακολούθως

V. Υπολογισμός της απόδοσης (Return) Ret_i

Αρχικά, υπολογίζονται οι σωρευτικές αποδόσεις που θα είχε 1 ευρώ αν είχε επενδυθεί σε καθένα από τα αμοιβαία κεφάλαια για όλη τη διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων. Οι αποδόσεις αυτές (VR_i) υπολογίζονται με τον γνωστό τύπο:

$$(VR_i) = (P_{t1}) / P_{t0} \quad (10)$$

όπου P_{t1} η τιμή του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου i στο τέλος κάθε μιας από τις εξεταζόμενες περιόδους και P_{t0} η αντίστοιχη τιμή στην αρχή των υπό εξέταση χρονικών διαστημάτων.

Έπειτα, υπολογίζεται η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία T-bills από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων. Η απόδοση αυτή (VR_b) υπολογίζεται από τον τύπο:

$$(VR_b) = (1+r_1)*(1+r_2)*...*(1+r_n) \quad (11)$$

όπου:

r_1 : το επιτόκιο των T-bill για τον πρώτο μήνα

r_2 : το επιτόκιο των T-bill για τον δεύτερο μήνα

r_n : το επιτόκιο των T-bill για τον μήνα n

Τέλος, αφαιρείται από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου η απόδοση του T-bill και προκύπτει η απόδοση:

$$Ret_i = VR_i - VR_b \quad (12)$$

VI. Υπολογισμός της σχετικής βάσης απόδοσης (Relative Return Base) $BRet_{g(i)}$

Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της σχετικής βάσης απόδοσης, είναι η εξαγωγή του μέσου όρου όλων των αποδόσεων (Ret_i) των αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας. Εάν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από ότι η ποσοστιαία αύξηση στην αξία που θα προέκυπτε από τα T-bills τότε χρησιμοποιείται ο μέσος της κατηγορίας. Στην αντίθετη περίπτωση, χρησιμοποιείται η ποσοστιαία αύξηση στην αξία των T-bills, δηλαδή η συνολική απόδοσή τους στην διάρκεια της περιόδου. Έτσι:

$$BRet_{g(i)} = \max (\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Ret_i], VR_b - 1) \quad (13)$$

Για να χρησιμοποιηθεί ο μέσος των Ret_i , πρέπει όλα τα αμοιβαία κεφάλαια να έχουν σημειώσει συνολική απόδοση τουλάχιστον διπλάσια σε σχέση με την ποσοστιαία αύξηση του T-bill, δηλαδή:

$$\text{Mean}_{i \text{ in } g(i)} (VR_i - 1) \geq 2 * (VR_b - 1) \quad (14)$$

VII. Τελική βαθμολόγηση αμοιβαίου κεφαλαίου σύμφωνα με την Morningstar

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η τελική βαθμολογία του αμοιβαίου κεφαλαίου i προκύπτει από την αφαίρεση σχετικού κινδύνου κατά Morningstar από την σχετική του απόδοση, δηλαδή:

$$\text{RAR}_i = \text{RRet}_i - \text{RRisk}_i \quad (15)$$

Μετά από την εύρεση του Risk Adjusted Star Rating, τα αμοιβαία κεφάλαια κάθε κατηγορίας κατατάσσονται βάσει αυτού του μέτρου με φθίνουσα σειρά, ξεκινώντας δηλαδή από το αμοιβαίο κεφάλαιο με τον μεγαλύτερο βαθμό και καταλήγοντας στο χειρότερο.

Ο τελικός βαθμός της Morningstar δίνεται μετά από στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών για τις περιόδους που έχουν βαθμολογηθεί για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, για τα αμοιβαία κεφάλαια με ιστορία 3 ετών το star rating για την 3ετή περίοδο θα είναι το συνολικό τους star rating. Για αμοιβαία κεφάλαια με ιστορία 5 ή 10 ετών, οι επιμέρους βαθμολογήσεις σταθμίζονται για να παράγουν το τελικό star rating. Η στάθμιση αυτή γίνεται ως εξής:

Ηλικία αμοιβαίου κεφαλαίου	Συνολικός (σταθμισμένος) Βαθμός Αστεριών
Περισσότερο από 3 χρόνια, λιγότερο από 5	100% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Περισσότερο από 5 χρόνια, λιγότερο από 10	60% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 40% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Περισσότερο από 10 χρόνια	50% ο βαθμός της 10ετούς περιόδου 30% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 20% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου

Ανάλογα με αυτήν την ιεράρχηση, τους προσδίδονται από ένα έως πέντε αστέρια ως εξής:

Ανώτατο 10% = ★★★★★

Επόμενο 22,5% = ★★★★★

Μέση 35% = ★★★

Επόμενο 22,5% = ★★

Κατώτατο 10% = ★

Πρόκειται για μια κατανομή βαθμολογήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι 5 αστέρια ενώ η χειρότερη είναι ένα αστέρι.

3.3.2 Morningstar Category Rating

Η λογική και η διαδικασία αυτού του συστήματος βαθμολόγησης της Morningstar, που καλείται Category Rating, είναι ακριβώς ίδια με το Star Rating, με μικρές εξαιρέσεις.

Η κυριότερη είναι ότι το Category Rating επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν συγκρίσεις αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με μια πολύ πιο συγκεκριμένη κατηγορία από αυτήν που χρησιμοποιείται στο Star Rating. Πιο συγκεκριμένα, η κατηγοριοποίηση και άρα σύγκριση των αμοιβαίων κεφαλαίων, εδώ γίνεται ανάμεσα σε 44 ομάδες, αντί μόλις 4 στο προηγούμενο σύστημα βαθμολόγησης. Στο Category Rating, καθεμία από τις 4 μεγάλες κατηγορίες του Star Rating υποδιαιρείται σε μικρότερες κατηγορίες που η καθεμία τους αποτελεί το μέτρο σύγκρισης για όσα αμοιβαία κεφάλαια εμπεριέχονται σε αυτήν.

Άλλη διαφορά στο Category Rating σε σχέση με το Star Rating είναι ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν τροποποιούνται για τις προμήθειες διάθεσης. Τέλος, χρησιμοποιούνται αποκλειστικά 3ετείς περίοδοι ανάλυσης των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων.

3.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating

Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των βαθμολογιών που προτείνει η Morningstar είναι η εύκολη κατανόησή του. Αρκεί μία και μόνο ματιά για να καταλάβει ο επενδυτής πως συμπεριφέρθηκε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με τα άλλα της κατηγορίας του. Είναι πολύ σημαντικό, αν λάβει κανείς υπόψη του πως τα παραδοσιακά κριτήρια, όπως οι δείκτες των Sharpe και Treynor είναι δύσκολο να ερμηνευτούν, γιατί αποτελούν απόλυτα νούμερα, τα οποία απευθύνονται σε κοινό εξοικειωμένο με τις στατιστικές και οικονομετρικές έννοιες που εκφράζουν οι δείκτες

αυτοί, παρά στους απλούς επενδυτές. Βέβαια, η ευκολία της ερμηνείας του Star Rating οδηγεί πολλές φορές στην εξαγωγή λανθασμένων συμπερασμάτων από επενδυτές που υπερεκτιμούν την σημασία του. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο «βραβευμένο» με 5 αστέρια, σημαίνει απλά ότι βρίσκεται στο ανώτατο 10% της κατηγορίας του για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα της μεθοδολογίας που προτείνει η Morningstar είναι ότι κάνει αδύνατη τη σύγκριση των τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων που ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία. Αυτό συμβαίνει γιατί αυτές οι βαθμολογίες κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (ο υπολογισμός δηλαδή της διαφοράς του κινδύνου από την απόδοση, όπως αυτά τα δύο μεγέθη ορίζονται από την Morningstar) προκύπτουν σε σχέση με την κατηγορία στην οποία ανήκει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, η σύγκριση είναι εφικτή και εύκολη μόνο για τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας.

Η μέθοδος Morningstar Rating πρέπει να θεωρηθεί απλά ως ένα βασικό σημείο εκκίνησης στην διαδικασία επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων και μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρήσιμη στον περιορισμό της μεγάλης γκάμας που υπάρχει σε έναν πιο μικρό αριθμό για τον επενδυτή που πρέπει να επιλέξει.

Είναι αξιοσημείωτο ότι στις ΗΠΑ όπου οι δείκτες της Morningstar έχουν μεγάλη απήχηση, πάνω από το 90% των νέων κεφαλαίων επενδύονται σε αμοιβαία κεφάλαια που έχουν λάβει 5 ή 4 αστέρια. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια σίγουρα έχουν ισχυρό παρελθόν τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων, αλλά χρειάζεται επιπλέον θεώρηση στοιχείων όπως ποιος διαχειρίζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο, η επαναληπτικότητα της επίδοσής του κ.λ.π. Ένα καλό χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να αποτελείται από αμοιβαία κεφάλαια που παρέχουν καλή διαφοροποίηση και να ικανοποιούν τους επενδυτικούς στόχους, τον χρονικό ορίζοντα και την ανοχή στον κίνδυνο κάθε επενδυτή. Κάποια από αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να είναι 4 ή 5 αστεριών, αλλά η βαθμολόγηση αυτή δεν περιλαμβάνει αυτομάτως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στο επιθυμητό χαρτοφυλάκιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^Ο : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρατίθενται μερικά από τα πιο ουσιαστικά συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από την ανασκόπηση της παρούσας εργασίας αλλά και από την ανάγνωση της βιβλιογραφίας που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνησή της.

1) Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν την πιο εποπτευόμενη αγορά συλλογικής επένδυσης. Ο καθημερινός υπολογισμός της αξίας κάθε μεριδίου, επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για την διαχείριση και πορεία των επενδύσεων δίνοντας έτσι την ευκαιρία στους επενδυτές να προχωρήσουν σε άμεση αναθεώρηση των επενδυτικών τους επιλογών.

2) Ο εποπτικός έλεγχος στην ελληνική θεσμική επένδυση έχει σημειώσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια τόσο στο επίπεδο της πολιτείας μέσω της εδραίωσης του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όσο και σε επίπεδο κλάδου μέσω της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Η ευφορία των αποφάσεων που έλαβε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και τον Κώδικα Δεοντολογίας που αφορά τη συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων, δημιουργεί τις κατάλληλες συνθήκες ισότιμου ανταγωνισμού και προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών.

3) Τα αμοιβαία κεφάλαια πλεονεκτούν ως προς τον ατομικό επενδυτή γιατί διαθέτουν επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους και μικρότερο κόστος συναλλαγών ενώ προσφέρουν πλήρη διαφοροποίηση του κινδύνου ακόμη και σε μικρά επενδυτικά ποσά. Παράλληλα, το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πρόσβαση σε επενδύσεις που ένας ατομικός επενδυτής δεν έχει, όπως ιδιωτική τοποθέτηση σε μετοχές εταιριών που δεν είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ ή αγορά ομολόγων ή εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου που προσφέρονται μόνο στους θεσμικούς επενδυτές.

4) Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ακόμη και όταν προσωρινά τέτοια δυνατότητα είναι μειωμένη. Οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται διάφορα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν ένα ταμείο διαθέσιμων από το οποίο αντλούν σε έκτακτες ανάγκες. Αυτό είναι μια καλή τακτική καθώς προσθέτει ευελιξία στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, ΑΕΔΑΚ οι οποίες

ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους μπορούν να δανεισθούν εύκολα και άμεσα από την τράπεζα του ομίλου προσθέτοντας ακόμη ένα επίπεδο ρευστότητας.

5) Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλία στις επενδυτικές επιλογές όσον αφορά τον κίνδυνο που εμπεριέχουν καθώς και το είδος των επενδύσεων και τη γεωγραφική τους προέλευση. Αγοράζοντας αμοιβαίο κεφάλαιο της ίδιας ΑΕΔΑΚ μπορεί ο επενδυτής να μεταφέρει κεφάλαια από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ με το μικρότερο δυνατό κόστος.

6) Η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και η είσοδος της δραχμής στο ευρώ σηματοδότησε νέες συνθήκες ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρώπης. Η απόσυρση των διαφορετικών νομισμάτων αφαιρεί και το τελευταίο εμπόδιο ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση με αποτέλεσμα την αύξηση του ανταγωνισμού και στο χώρο της θεσμικής επένδυσης. Για να ανταποκριθούν ικανοποιητικά στα νέα δεδομένα τα αμοιβαία κεφάλαια μείωσαν το κόστος λειτουργίας τους, αύξησαν τα προσφερόμενα προϊόντα και βελτίωσαν την ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών.

7) Η νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης πέρα από το ενιαίο νόμισμα που προσφέρει, καθιστά κάθε μία αγορά τμήμα του συνόλου. Επειδή το βιοτικό επίπεδο των πολιτών δεν θα εξαρτάται μόνο από τις οικονομικές συνθήκες της χώρας στην οποία ζει αλλά και από τις συνθήκες που επικρατούν στις άλλες χώρες, θα πρέπει σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό να επενδύσει σε τίτλους και αξιόγραφα οικονομικών μονάδων των άλλων χωρών για να προστατεύσει καλύτερα το βιοτικό του επίπεδο. Για να το επιτύχει αυτό, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τον οικονομικότερο αλλά και αποτελεσματικότερο τρόπο επένδυσης στις ξένες κεφαλαιαγορές. Αυτή η τακτική ενισχύεται και από το γεγονός ότι με το ευρώ δημιουργούνται νέες ανάγκες και ευκαιρίες αντιστάθμισης των επενδυτικών κινδύνων.

8) Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων πέρα από ένα είδος επένδυσης είναι και ρόλος εκπαιδευτικός και συμβουλευτικός. Σε ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές τα αμοιβαία κεφάλαια συμβουλεύουν τους επενδυτές πώς να προγραμματίζουν τις επενδύσεις τους και εν γένει το μέλλον τους με βάση ένα σχέδιο αποταμίευσης. Στην Ελλάδα όπου όλοι οι επενδυτές δεν έχουν ακόμη αποκτήσει πλήρη γνώση των επενδυτικών επιλογών που τους

προσφέρονται, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ο πρώτος σταθμός εκπαίδευσης και κατανόησης χωρίς την ανάληψη εξωφρενικών κινδύνων και με τη βοήθεια της επαγγελματικής διαχείρισης. Παρόλο που αυτού του είδους οι υπηρεσίες δεν έχουν ακόμη αναπτυχθεί, η συλλογική επένδυση έχει αποδείξει ότι σε περιόδους κρίσεων και αναστατώσεων προσφέρει καλύτερο καταφύγιο από μια ατομική επένδυση.

9) Γενικά, ο κίνδυνος των αποδόσεων των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζει με την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έχουν το μικρότερο κίνδυνο, τα μικτά και μετοχικά το μεγαλύτερο, ενώ τα διεθνή ομολογιών και μετοχών είναι στο ενδιάμεσο.

10) Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν συμβαδίζει με τον κίνδυνο που έχει καθένα από αυτά. Στις περισσότερες υποπεριόδους η σχέση αυτή είναι αρνητική αντικατοπτρίζοντας τις μεγάλες αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των λιγότερο κινδυνοφόρων κατηγοριών και τις μικρές έως και αρνητικές αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των περισσότερο κινδυνοφόρων κατηγοριών.

11) Για τις κατηγορίες διαχείρισης διαθεσίμων, σταθερού εισοδήματος και διεθνή ομολογιών εμφανίζεται διαχρονική επιδείνωση των επενδυτικών ευκαιριών καθώς οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώνονται ενώ ο κίνδυνος των αποδόσεων αυξάνεται. Για όλες τις κατηγορίες, ο κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης αυξήθηκε με την πάροδο του χρόνου παρά τη συνεχή ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο ίδιο διάστημα και της αύξησης της ρευστότητας που δημιουργήθηκε.

12) Παρά την ύπαρξη ποικίλων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων, πάνω από το 50% των κεφαλαίων είναι επενδεδυμένα στις κατηγορίες διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος, παρόλο που τα τελευταία χρόνια όπως προαναφέραμε υπάρχει μείωση. Η απλή εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι ότι οι επενδυτές επιδεικνύουν λογική συμπεριφορά επενδύοντας σε αυτά που ιστορικά είχαν το μικρότερο κίνδυνο και τις μεγαλύτερες αποδόσεις.

13) Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τα απαιτούμενες αλλαγές στη

σύνθεση του χαρτοφυλακίου 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 στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών.

14) Η Morningstar, με έδρα το Σικάγο, αποτελεί σήμερα τη μεγαλύτερη εταιρεία παροχής πληροφοριών και αναλύσεων για αμοιβαία κεφάλαια, μετοχές και επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα. Έχει καινοτομήσει ήδη στο χώρο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων με τη χρήση αστεριών, το investment style box και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία. Ήταν η πρώτη που αξιολόγησε τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, που έκανε θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών που περιλαμβάνονται στα αμοιβαία και που υπολόγισε τους λόγους P/E και P/BV για αμοιβαία κεφάλαια. Πέραν αυτών, ήταν η πρώτη που κατηγοριοποίησε τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

- Μυλωνά Νικόλαου, 1999, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, εκδόσεις Α.Ν. Σάκκουλα.
- Πενταράκη-Ζοπουνίδης, 2003, Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση. Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- Γαζή Αναστασία, 2004, Παράγοντες που Επηρεάζουν τις Καθαρές Ροές στα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού.
- Ράμπια Γεώργιου, 2003, Πρακτικές Μάρκετινγκ και Υιοθέτηση του Προσανατολισμού στην Αγορά: Ο Κλάδος των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- Κατσαρλίνου Λεωνίδα, 2006, Διαχείριση Θεσμικών Χαρτοφυλακίων: Η Περίπτωση της Ελλάδας.

Β. Διαδίκτυο

http://www.icifactbook.org	Investment Company Institution
http://www.fefsi.org	Fédération Européen des Fonds et Sociétés d'Investissement
http://www.fidelity.com	Fidelity Investments Services Inc
http://www.intermf.gr	INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ
http://www.morningstar.com	Morningstar Inc
http://www.agii.gr	Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
http://www.ase.gr	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών